

# Latinwatch

Servicio de Estudios Económicos

Tercer trimestre 2006



Mayor sincronía del crecimiento Latam

Desequilibrios cambiarios en la región

La emigración latinoamericana: ¿estabilidad o descapitalización?

Petróleo: la geopolítica manda

¿Es válida la *Curva de Phillips* en los países petroleros?

La crisis asiática del 97: enseñanzas para China



# Indice

Fecha de cierre: 21 de julio de 2006

<b>I. Entorno económico y financiero para América Latina</b>	<b>2</b>
<b>II. Observatorio económico</b>	<b>6</b>
Tipo de cambio de equilibrio	6
El proceso de emigración latinoamericana	11
La geopolítica petrolera predomina sobre los fundamentos	15
¿Es válida la <i>Curva de Phillips</i> en los países petroleros?	17
Crecimiento y crisis en el sudeste asiático: ¿qué similitudes y enseñanzas para China?	19
<b>III. Estadísticas y proyecciones</b>	<b>23</b>
Contexto internacional	23
Previsiones por países	24
<b>V. Índice de actividades</b>	

## Han elaborado esta publicación:

Luis Carranza

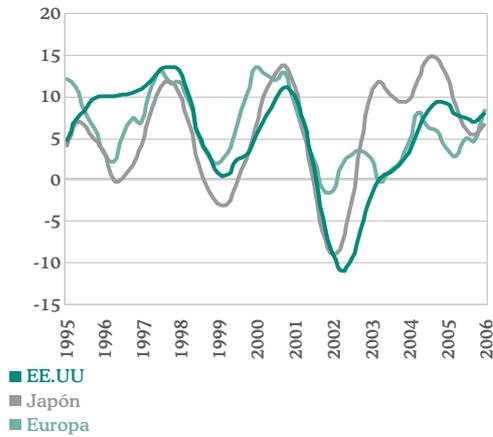
Miguel Cardoso  
David Martínez  
Rodolfo Méndez  
Juan A. Rodríguez  
Manuel Silva

miguel.cardoso@grupobbva.com  
dmartinez@grupobbva.com  
rodolfo.mendez@grupobbva.com  
ja.rodriguez@grupobbva.com  
manuel.silva@grupobbva.com

# I. Entorno económico y financiero para América Latina

## Exportaciones reales: EE.UU., UEM y Japón

En tasa interanual



Fuente: Datastream y estadísticas nacionales

## Continúa el crecimiento mundial, pero se mantienen los riesgos

La primera mitad de 2006 terminó con unos niveles de crecimiento económico global que superaron las previsiones más optimistas. En el ámbito de países desarrollados, EE.UU. ha registrado un ritmo de avance anual promedio del PIB del 3,5% durante el último año, mientras que tanto Japón como la zona euro han dado signos que apuntan hacia tasas de mayor dinamismo. Por su parte, las principales economías emergentes se mantienen en niveles de crecimiento elevado, con China probablemente cerrando un nuevo ejercicio en torno al 10% y liderando el impulso en el sudeste asiático.

Beneficiado por este escenario, América Latina podría acelerar en 2006 el incremento del PIB en una décima hasta el 4,5%. Conviene destacar la aportación fundamental de Brasil y México, que habrían dejado atrás un año de relativa atonía y habrían asumido nuevamente su papel de gigantes económicos de la región, con crecimientos esperados del 3,6% y el 4%, respectivamente. De esta forma, se anularía la (esperada) desaceleración en los países más dinámicos de 2005, Argentina y Venezuela, que estarían enfrentando limitaciones de su capacidad productiva, aunque todavía mostrarán crecimientos apreciables. Por último, merecen mención positiva el resto de países andinos, Chile, Colombia y Perú, que apenas habrían perdido impulso este año y continuarían con tasas en torno al 5%.

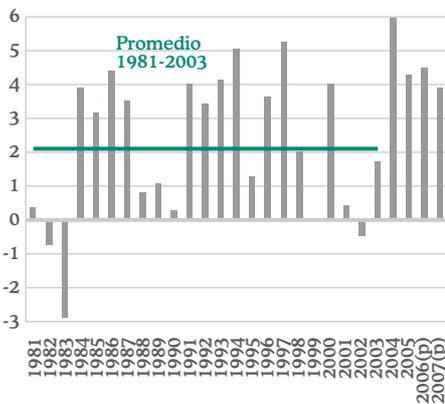
En términos de inflación, el contexto internacional sigue estando caracterizado por tasas moderadas, a pesar no sólo de la propia senda de expansión económica, sino también de la escalada de precios en materias primas (esperamos nuevamente un avance superior al 20% en el BBVA-MAP para 2006). Sin embargo, existe una creciente preocupación sobre la posibilidad de que presiones inflacionistas larvadas en insumos puedan finalmente transmitirse hacia el resto de la economía. Ello ha provocado una mayor incertidumbre sobre la política monetaria, especialmente en EE.UU. Cuando se comparan los tipos de interés descontados en mayo con los actuales se observa que ha habido un aumento, y, como consecuencia, una menor liquidez global es un escenario con mayores probabilidades que hace unos meses. Ello se ha traducido en que la volatilidad abandona mínimos y el apetito por el riesgo disminuye.

Son los mercados emergentes donde esta menor liquidez parece estar teniendo un mayor impacto. La inversión financiera ha mostrado una mayor aversión al riesgo desde mayo, que se ha traducido en una caída significativa de las bolsas de las principales economías emergentes. Los mercados más vulnerables en sus fundamentos (p.e. Hungría, Sudáfrica, Turquía), o que se habían revalorizado en mayor medida en trimestres anteriores, han soportado un ajuste mayor, a través de la depreciación de sus divisas o de un aumento de sus primas de riesgo.

América Latina mostró un comportamiento relativamente sólido en este episodio. Para el conjunto de la región se observó un significativo repunte de los *spreads* de deuda soberana en la segunda mitad de mayo, pero posteriormente se estabilizaron y, pese a no retroceder a los valores previos al *rally*, apenas están 20 puntos básicos por encima de los mínimos históricos. La mayor ortodoxia monetaria y fiscal, con cifras históricamente reducidas de inflación (previsión del 5,3% final de año) y de déficit público (inferior al 1% del PIB), así como la creciente apertura comercial y estabilidad externa (superávit corriente del 1,5% esperado para 2006), han fortalecido la estruc-

## Crecimiento del PIB real en América Latina\*

(en %)



Fuente: BBVA;(e) estimación,(p) previsión;\*Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

tura de América Latina, haciendo la región menos sensible a movimientos en las condiciones financieras internacionales.

A pesar de las turbulencias vividas en mayo, las previsiones apuntan a que el crecimiento relativamente generalizado va a continuar. Existe además una mayor preocupación por los desequilibrios que caracterizan a este ciclo de expansión. De hecho, y aunque en el corto plazo la economía mundial pueda convivir con esta situación (alto déficit por cuenta corriente en EE.UU. y elevados precios del petróleo), el consenso sobre la necesidad de un ajuste a medio plazo es cada vez mayor. Valga recalcar las declaraciones del FMI llamando a una modificación de los tipos de cambio como herramienta para nivelar los flujos de capital de la economía mundial. A pesar de todo, y dado el ajuste de algunas variables financieras, el optimismo perdura y la distribución geográfica del crecimiento mundial hace menos vulnerable el dinamismo observado hasta hoy.

### Más protagonistas en el dinamismo global

Hace ya varios trimestres se han considerado diversos y múltiples factores de riesgo sobre el crecimiento mundial. Sin embargo, la economía continúa experimentando un elevado impulso, que comprende varias regiones geográficas y que a la vez es el de mayor intensidad desde finales de la década de los sesenta.

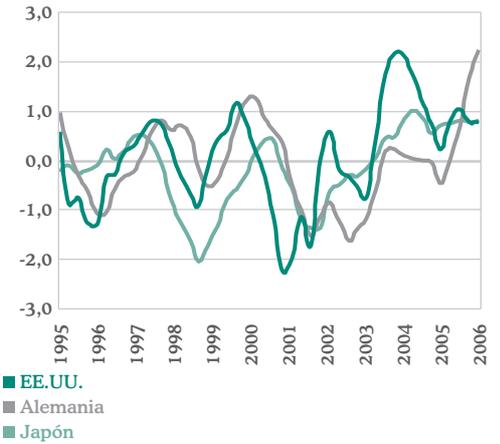
A pesar de que algunos indicadores en EE.UU. recientemente han apuntado hacia una moderación de la actividad, el ritmo de crecimiento observado y previsto es positivo. El sector industrial y sus niveles de inversión siguen siendo favorecidos por los beneficios empresariales, aunque la senda alcista en tipos de interés puede moderar esta tendencia. Por otro lado, el consumo tiende a cierta estabilidad. A pesar del comportamiento de los precios energéticos o de activos inmobiliarios, los índices de confianza del consumidor se ven favorecidos por la riqueza financiera acumulada en mercados bursátiles, y por unos niveles de desempleo bajos. Estos factores pueden ser un contrapeso a la desaceleración del sector inmobiliario, de la cual se desprenderá una ligera moderación del consumo privado para la segunda mitad de 2006. En nuestro escenario central, esperamos que EE.UU. presente un crecimiento del 3,3% en 2006 y del 3,2% el próximo año.

En la UEM han aparecido finalmente los primeros signos de recuperación del gasto de las familias. En Alemania, una de las economías más retrasadas en la expansión actual, los indicadores continúan siendo positivos y el optimismo es más generalizado. El fuerte dinamismo observado en el primer trimestre del 2006 se mantendrá en el segundo. Sin embargo, algunos de los recientes indicadores de confianza industrial han retrocedido ligeramente. Esto estaría reflejando una divergencia entre las expectativas de los analistas (más pesimistas) y las de los empresarios (más optimistas). Por último, Japón continúa su camino hacia un crecimiento promedio del 3%. Al término del primer trimestre de este año, el *output gap* de la economía nipona se situaba en territorio positivo por primera vez en más de ocho años. Las expectativas continúan siendo optimistas y sostenidas a lo largo del 2006 y 2007.

Este nuevo balance mundial, en el que se recupera la demanda interna de Europa y Japón, permite depender menos del crecimiento económico de EE.UU. y de China, y se vislumbra como un factor que ayude en el ajuste gradual de los desequilibrios. Este contexto internacional favorable continuará siendo un motor de apoyo para el comercio mundial y para los sectores industriales exportadores, factores ampliamente beneficiosos para el sostenimiento del dinamismo en América Latina. Estimamos que la ligera aceleración del crecimiento en la región durante 2006 se verá acompañada por un mantenimiento de tasas de avance del PIB real para 2007 en torno al

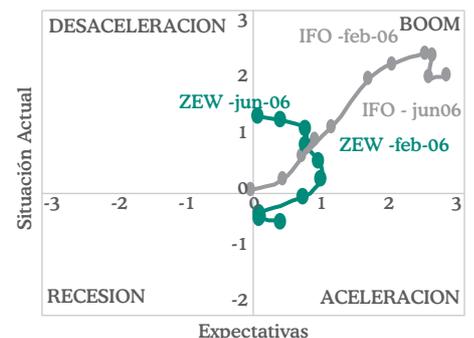
### Confianzas industriales

(índices estandarizados)



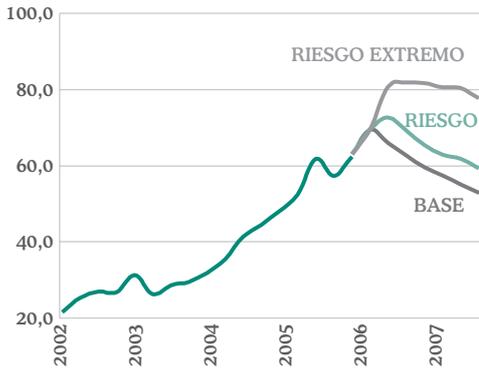
Fuente: BBVA a partir de ISM, IFO y Tankan

### Fases de la actividad según indicadores



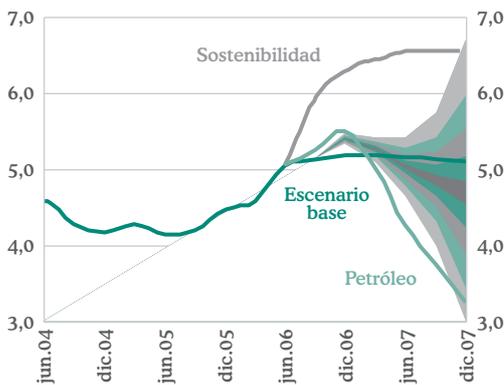
Fuente: IFO y ZEW

### BBVA: Escenarios de petróleo



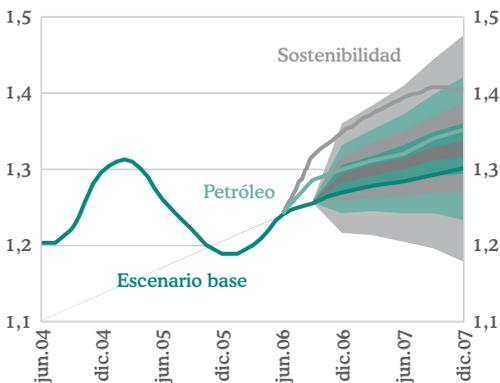
Fuente: BBVA

### EE.UU.: tipos de interés a 10 años



Fuente: BBVA

### Euro-Dólar



Fuente: BBVA

4%, cifra que continúa siendo netamente superior a la media alcanzada en las últimas dos décadas (poco más del 2%).

### La política monetaria a primer plano

Durante el primer trimestre de 2006, EE.UU. continuó su ciclo alcista iniciado en junio de 2004 y la pregunta era, ¿ha terminado ya este ciclo? La respuesta parecía clara, el ciclo estaba por terminar. Tras la reunión del 10 de mayo de la Reserva Federal, en la que no se confirmó una pausa en las subidas; y tras los discursos alcistas de las autoridades monetarias durante mayo y junio, los mercados empezaron a descontar mayores subidas de tipos de interés, apuntando hacia el 5,50%. Sin embargo, la última comunicación de la autoridad monetaria americana, el 19 de julio, sugiere que dicha pausa está más próxima. La ralentización del mercado inmobiliario, acompañada de la incipiente moderación en el ritmo de crecimiento económico, son dos factores que pueden imponer un límite efectivo al consumo interno de EE.UU. Y como consecuencia, contrarrestar las tensiones inflacionistas que se siguen derivando de los altos precios de las materias primas. De confirmarse esta tendencia, la Fed se encontraría en un marco más propicio para hacer una pausa en la subida de tipos, y finalizar el ciclo alcista en política monetaria.

En todo caso, si continúa el ciclo alcista en EE.UU., y considerando que la UEM seguiría este mismo camino a lo largo de 2006 (como es esperado), los tipos de interés se moverán dentro de un rango de tipos neutrales, abandonando la relajación de años anteriores. Incluso Japón, tras haber mantenido los tipos de interés en niveles del 0%, comenzó en julio el proceso de subidas, que será seguramente muy gradual.

En EE.UU. existen señales de aceleración de la inflación subyacente durante el segundo semestre del año (aunque todavía dentro del rango de previsión de la Fed), y el potencial aumento de expectativas de inflación en el corto plazo representan importantes riesgos para la autoridad monetaria. Esto, en conjunto con la moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad, exige una atención más detallada de la coyuntura para determinar el rumbo de la política monetaria.

El pronóstico central es que, dado el crecimiento estable y la inflación relativamente controlada, los tipos oficiales en EE.UU. se mantendrán en el 5,25% en 2006 y 2007. Mientras tanto, la UEM finalizará este año en 3,50% y el próximo año en 4,00%, dada la mejoría en las expectativas de crecimiento y la existencia de presiones inflacionistas. Con este escenario base, y en el supuesto de que el ciclo alcista en EE.UU. ha terminado, los tipos de 10 años oscilarían en un rango de 5,1-5,2%, pero manteniendo un sesgo al alza en caso de presentarse sorpresas coyunturales en crecimiento o inflación. La previsión del escenario base para la zona euro deja los tipos entre el 4,2 y el 4,3%. Esta evolución en los tipos de interés ya no favorecerá al dólar como hace unos trimestres, lo que junto con el creciente consenso sobre la necesidad de una mayor depreciación de la divisa estadounidense, lleva nuestra previsión a un rango de 1,25-1,30 por euro.

En este escenario para la política monetaria en las grandes zonas económicas mundiales, y bajo un contexto inflacionista relativamente controlado, la senda de tipos de interés que se dibuja en América Latina es en términos generales de moderadas alzas. Es cierto que ha habido ligeras revisiones de las perspectivas desde el trimestre pasado, pero éstas han sido aisladas y de intensidad modesta. Sólo en una situación en la que las expectativas de subidas por parte de la Reserva Federal sobrepasaran notablemente las hoy existentes (ver escenarios de riesgos más adelante), las autoridades moneta-

rias de América Latina podrían enfrentarse a un dilema de crecimiento-estabilidad cambiaria. Aunque incluso en ese escenario, los límites estarían relativamente bien marcados por las mejoras estructurales de la región en los últimos años y la ausencia de grandes turbulencias políticas en un ejercicio especialmente intenso en procesos electorales. Sólo episodios aislados han generado más ruido del habitual, pero se ha demostrado, a falta de la gran cita en Brasil, que los procedimientos democráticos han prevalecido.

### Los riesgos sesgan al alza los tipos internacionales en el corto plazo

Dentro de este marco económico, ¿cuáles son los principales riesgos? El primer escenario de incertidumbre está ligado a las política monetaria, y particularmente, a la política de la Reserva Federal de EE.UU. En cualquier caso, y a tenor del último testimonio de la autoridad monetaria americana, la probabilidad de que este escenario de riesgo se materialice se ha visto ligeramente reducida.

El segundo escenario de riesgo tiene como factor desencadenante la convicción generalizada sobre la inviabilidad del déficit de EE.UU. Este *shock* financiero traería consigo subidas de tipos considerables en EE.UU., depreciación del dólar, descensos de los precios bursátiles, y una posterior caída del PIB. En Europa, la apreciación del euro limitaría las subidas de tipos de interés.

El último riesgo abandona los aspectos financieros, para concentrarse en la economía real, y concretamente en el mantenimiento de los elevados niveles en los precios del petróleo. La operación militar israelí en Líbano, y el lanzamiento de misiles por parte de Corea del Norte en el Mar de Japón, ha intensificado el riesgo político en la determinación del precio de petróleo, disparando éste a un máximo histórico de 78 dólares por barril durante el mes de julio. Pero además de provocar este incremento, el protagonismo del riesgo geopolítico puede hacer que los precios encuentren cierta resistencia a la baja, ya que los incrementos de precios del crudo derivados de la intensificación de conflictos políticos suelen tardar en ser corregidos. El escenario base de petróleo contempla un precio promedio del Brent de 65,2 dólares por barril en 2006 y de 56,2 en 2007. En un escenario alternativo de riesgo el petróleo alcanzaría los 81,1 dólares en el segundo semestre de 2006, y 80,0 en 2007. Y asimismo, una considerable caída en los principales índices bursátiles, del 10% en 2006, y 20% en el año siguiente. Los tipos de interés experimentarían un incremento algo mayor al del nuestro escenario base en 2006, para bajar sustancialmente en 2007.

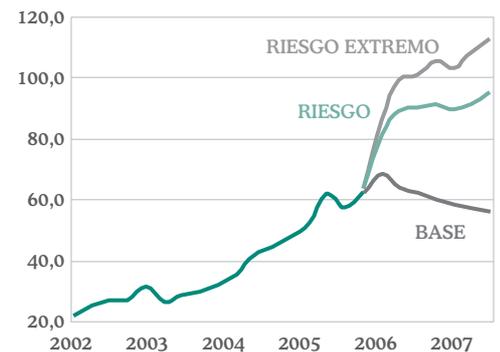
Con todo, las tensiones inflacionistas así como la estabilidad en el crecimiento mundial dibujan un horizonte en el que los tipos de interés muestran un sesgo ligeramente al alza durante 2006. En 2007 el sesgo sería bajista tanto en EE.UU. como en la zona euro. El dólar muestra un sesgo claramente depreciador dado el amplio déficit corriente de EE.UU., y el alejamiento de la ventaja estadounidense en tipos de interés.

### EMBI + (pb) y elecciones políticas en América Latina



Fuente: BBVA y JP Morgan

### BBVA: Escenarios de petróleo



Fuente: BBVA

## II. Observatorio económico

### Tipo de cambio de equilibrio

#### Paridad de Poder Adquisitivo y fundamentales cambiarios

La ley de precio único (LOP en sus siglas en inglés) establece que, en mercados perfectamente competitivos, en ausencia de costes de transacción (costes de transporte, barreras al comercio, entre otros) y con precios plenamente flexibles, dos productos idénticos se venden al mismo precio en países diferentes.

La generalización de la ley de precio único a todos los bienes de una economía se conoce como la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPP en sus siglas en inglés): los precios de dos cestas de bienes idénticas en países diferentes han de ser iguales, al expresarlos en la misma moneda.

$$P = S \times P^* \Rightarrow p = s + p^*$$

donde S es el tipo de cambio nominal, definido como el número de unidades de moneda local necesarias para obtener una unidad de moneda extranjera; P\* es el precio en divisa extranjera de comprar una cesta de bienes en el extranjero, y P es el precio en moneda local de comprar la misma cesta en el país local. En minúsculas, las variables en logaritmos.

De otra manera,

$$E_t [\Delta s] = E_t \pi_{t+1} - E_t \pi_{t+1}^*$$

el significado de la PPP es que el tipo de cambio nominal ajusta exactamente para contrarrestar las diferencias entre las variaciones de los niveles de precios de dos países, manteniendo un tipo de cambio real constante.

Gran parte de la discusión en la literatura se ha centrado en abordar el tema de su cumplimiento. En el corto plazo parece difícil argumentar que la paridad del poder adquisitivo se cumpla. La existencia de imperfecciones de mercado, costes de transporte o barreras al comercio son sólo algunas de las razones que impiden su cumplimiento. Pero más importante aún, los precios tienden a presentar rigidez en el corto plazo, impidiendo los ajustes necesarios para el cumplimiento de la PPP. Una mayor flexibilidad de precios en el largo plazo sustenta la argumentación en la literatura del cumplimiento de la PPP para períodos largos de tiempo.

Así, se admite que diferentes *shocks* transitorios pueden afectar al precio relativo de las cestas de bienes. El tipo de cambio real puede seguir teniendo un valor constante o de equilibrio en el largo plazo, alrededor del cual fluctúa debido a diferentes *shocks*, que de manera transitoria lo apartan de dicho valor.

Sin embargo, las desviaciones sobre este hipotético nivel pueden producirse en ocasiones durante varios años seguidos, presentando claras tendencias al alza o a la baja respecto al teórico valor constante, lo que ha llevado a otros autores a argumentar que la PPP, en su expresión de más arriba, no se cumple tampoco en el largo plazo.

Dos de los enfoques más usados en la literatura, que determinan el tipo de cambio en base a la evolución de fundamentales, y que no exigen el cumplimiento de la PPP, han sido el de balanza de pagos y el de diferenciales de productividad sectorial. El primero de ellos establece la sostenibilidad de la posición financiera externa de una economía como el principal determinante del tipo de cambio. Desde el enfoque de balanza de pagos, la acumulación de déficit de cuenta corriente tiene como contraparte en la cuenta financiera de la balanza de pagos la acumulación de pasivos financieros. Para hacer frente en el futuro a las necesidades de pago generadas, serán necesarias depreciaciones cambiarias que contribuyan a generar superávits corrientes futuros. De manera que un deterioro de la posición financiera externa de un país

conduce a una depreciación del tipo de cambio real en el largo plazo, para hacer sostenible la posición externa.

El otro gran enfoque abordado en la literatura fue desarrollado por Balassa y Samuelson en 1964. Una economía puede dividirse en sector de bienes transables y sector de bienes no transables. El diferencial de productividad entre ambos sectores comparado con ese diferencial en el resto del mundo es el principal determinante del tipo de cambio. El sector transable, sujeto a la competencia internacional, tiende a presentar mayores crecimientos de productividad, aumentando el precio relativo del sector no transable respecto al transable. En este enfoque, la PPP sólo tiende a cumplirse en el largo plazo entre los sectores transables de las economías.

### Paridad de Poder Adquisitivo en América Latina

En América Latina, con los datos existentes, no es sencillo sostener que se cumpla la PPP. Podría argumentarse que la serie temporal de datos disponible no es suficiente como para estudiar el "largo plazo". Sin embargo, otra serie de razones apunta hacia su incumplimiento, al menos en los últimos años. Históricamente, los países de la región no han cumplido los requisitos necesarios para que exista evidencia de PPP. En primer lugar, casi todos los países de la región han experimentado diferentes regímenes de tipo de cambio en las últimas décadas. Sólo últimamente ha existido la tendencia a la flexibilización cambiaria. Además, las economías de América Latina se han caracterizado por su bajo nivel de apertura comercial, incluso en algunos momentos del tiempo de apertura financiera.

Respecto a un hipotético nivel de tipo de cambio de largo plazo, dado por la PPP, han existido importantes desviaciones sostenidas en el tiempo. Muchas de ellas han sido tradicionalmente causa de recurrentes crisis cambiarias en la región. Más allá de confiar en desviaciones respecto a una PPP que parece no cumplirse, sería importante tener una medida del tipo de cambio de equilibrio basado en la evolución de sus fundamentales, de modo que pueda identificarse, de manera rigurosa, el grado de desviación del tipo de cambio respecto a su nivel de equilibrio.

En este sentido pueden resultar interesantes los trabajos que incorporan los dos enfoques anteriormente mencionados para explicar la evolución del tipo de cambio en base a sus fundamentales: sostenibilidad de la balanza de pagos y diferencial de productividad sectorial.<sup>1</sup>

### Determinantes fundamentales del tipo de cambio

Supongamos un mundo formado por dos países que producen dos bienes, uno transable (T) y otro no transable (N). El país local no tiene ningún superíndice, mientras las variables del país extranjero se denotan con un asterisco (\*).

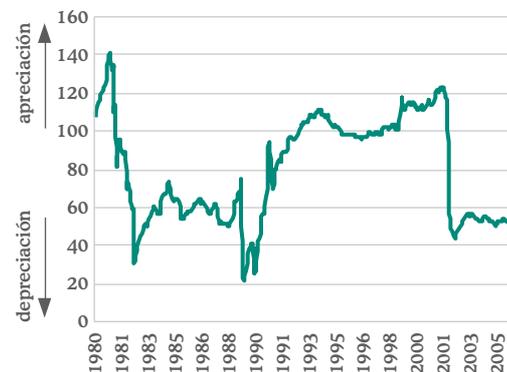
Se define el tipo de cambio como el precio relativo de una moneda con respecto a otra. En términos reales, puede definirse como el coste de adquirir en un país un bien o cesta de bienes, relativo al coste de adquirir un bien idéntico o una cesta de bienes idéntica en un país diferente.

$$Q = S \frac{P^*}{P} \quad \frac{\text{cestas locales}}{\text{cesta extranjera}} = \frac{\text{divisas locales}}{\text{divisa extranjera}} \frac{\text{divisa extranjera}}{\text{cesta extranjera}} \frac{\text{cesta local}}{\text{divisa local}}$$

Con  $Q$  representando el precio relativo de los bienes locales respecto a los bienes extranjeros. Un aumento de  $Q$  indica una depreciación real de los bienes locales: son necesarias más cestas locales para conseguir una extranjera. La depreciación real puede ser originada por una depreciación nominal, o bien por un deterioro de los precios relativos, esto es, un encarecimiento de los precios de bienes extranjeros respecto a los bienes locales. Este deterioro puede deberse al aumento de precio de los bienes extranjeros, o a una caída del precio de los bienes locales.

### Argentina: Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real

(dic-97=100)



Fuente: BBVA

### ITCER Brasil



Fuente: BBVA

<sup>1</sup> Ver, entre otros, Broner et al. (1997) y Alberola et al. (1999).

ITCER Chile



Fuente: BBVA

ITCER Colombia



Fuente: BBVA

$$\text{En logaritmos: } q = s + p^* - p \tag{1}$$

Los índices de precios pueden expresarse como una media ponderada de los precios de los bienes transables, no transables e importados expresados en la moneda de cada país:

$$p = (1 - \alpha_N - \alpha_T) p_T + \alpha_N p_N + \alpha_T (p_T^* + s) \tag{2}$$

$$p^* = (1 - \alpha_{N^*} - \alpha_T) p_T^* + \alpha_{N^*} p_{N^*} + \alpha_T (p_T - s) \tag{3}$$

Con los subíndices  $\alpha_{BC}^A \equiv$  participación en el país A del sector B del país C, de manera que  $\alpha_{T^*} \equiv$  participación en el país local del sector transable del país extranjero, es decir, importaciones que hace el país local procedentes del país extranjero.

Si se asume que el peso del sector no transable es el mismo en ambos países, y sustituyendo (2) y (3) en (1) se tiene que:

$$q = (1 - \alpha_{T^*} - \alpha_T) (s + p_T^* - p_T) + \alpha_N [(p_{N^*}^* - p_T^*) - (p_N - p_T)] \tag{4}$$

$$q = (1 - \alpha_{T^*} - \alpha_T) q_X + \alpha_N q_I$$

El término  $q_X = (s + p_T^* - p_T)$  es el precio relativo de los bienes transables locales respecto a los extranjeros. Se puede identificar como el componente que captura la competitividad de la economía, determinante de la evolución de la posición financiera externa. Un aumento de  $q_X$  implica una depreciación de los bienes domésticos respecto a los extranjeros, aumentando la competitividad de la economía local.

El término  $q_I = [(p_{N^*}^* - p_T^*) - (p_N - p_T)]$  es el precio relativo de los bienes no transables con respecto a los transables, entre países. Puede identificarse como un indicador de la productividad sectorial relativa. Los precios relativos ajustan excesos de demanda en cualquiera de los sectores en ambos países. Un aumento de la productividad relativa del sector transable extranjero genera como consecuencia una depreciación del tipo de cambio real (bienes domésticos frente a extranjeros), mediante un incremento de los precios relativos extranjeros no transables-transables,  $\uparrow (p_{N^*}^* - p_T^*)$ .

De esta manera los precios relativos  $q_X$  y  $q_I$  ponen precio a los mercados exterior (bienes transables) e interior (bienes no transables), respectivamente. La combinación de ambos resulta en el tipo de cambio real.

**Definición de equilibrio exterior**

En el mercado exterior se comercian los bienes transables. El saldo de cuenta corriente (ca) es la suma de la balanza comercial (que depende del crecimiento económico nacional, el crecimiento extranjero y el precio relativo de los transables) y los intereses generados (pagados o recibidos) por la posición financiera externa (negativa o positiva).

$$ca = \beta y^* - \delta y + \gamma q_X + r^* f = -ca^* \tag{5}$$

El saldo (activos - pasivos) de la cuenta financiera de la balanza de pagos, es decir, el cambio en la posición financiera externa, depende del nivel deseado de activos externos (F) y de la diferencia entre el tipo de interés extranjero y el doméstico ( $r^* - r$ ).

$$f = \eta (F - f) + \mu (r^* - r) \tag{6}$$

Los determinantes de la posición externa deseada son diversos, y dependientes de factores estructurales de la economía, tales como tendencias demográficas, el comportamiento del ahorro o la capacidad de la economía de rentabilizar inversiones.

Una posición de balanza de pagos sostenible es aquella que refleja un saldo de cuenta corriente financiado por una acumulación sostenible de flujos de capital. Esto es:  $ca = f$

Asumiendo expectativas racionales y el cumplimiento de la paridad descubierta de intereses se tiene que la expresión que señala el mantenimiento de una cuenta corriente sostenible queda:

$$\beta y^* - \delta y + \gamma q_X + r^* f = \eta (F - f) - \mu \dot{q} \tag{7}$$

En este punto es necesario detenerse para hacer un comentario. Nótese que se ha identificado el modelo de manera que todos los coeficientes tienen signo positivo. Sin embargo, en la ecuación de sostenibilidad de la cuenta corriente existe un parámetro cuyo signo no es a priori conocido:  $\mu$ . La razón es la indeterminación del saldo de la cuenta corriente ante una depreciación del tipo de cambio real. Por un lado, un aumento de  $q_X$  mejora el saldo de la balanza comercial, y por ello de la cuenta corriente. Pero al mismo tiempo, en los países endeudados en moneda extranjera, una depreciación real empeora la posición financiera externa, debiendo hacer frente a un mayor pago de intereses. El efecto neto de la depreciación sobre la cuenta corriente dependerá de qué efecto sea mayor. En este sentido son importantes el grado de apertura comercial ( $t$ ) y la proporción de deuda denominada en moneda extranjera respecto al total de deuda ( $h$ ).

$$\frac{\partial f}{\partial q_X} = f^+(t, h) \quad <0 \text{ ???}; \quad >0 \text{ ???}; \quad =0 \text{ ???}$$

Es importante remarcar esta particularidad debido a que en el caso de la mayoría de países latinoamericanos, sus pasivos externos están principalmente denominados en moneda extranjera, además de tratarse de economías tradicionalmente cerradas. Por ello, históricamente una depreciación cambiaría ha tenido efectos negativos a corto plazo sobre la cuenta corriente y la posición financiera externa.

**Definición de equilibrio interior**

El mercado interior (de bienes no transables) se encuentra en equilibrio cuando no existen excesos de demanda en los sectores no-transables de los países:  $d_N = d_N^* = 0$ .

Un exceso de demanda en no-transables en el país doméstico puede producirse por:

1) Exceso del gasto doméstico sobre la producción ( $-xn$ ). Del total de exceso de gasto,  $-\alpha_N xn$  es el exceso de demanda de no-transables.

2) Un shock  $k$  en la productividad relativa del sector transable sobre el no-transable,  $A_T - A_N$ .

$$k > 0 \Rightarrow \Delta(A_T - A_N) > 0$$

3) Un shock independiente,  $z$ , en la demanda relativa de bienes no transables con respecto a la de bienes transables,  $D_N - D_T$ . Ej. un shock de gasto público o la imposición de barreras al comercio.

$$z > 0 \Rightarrow \Delta(D_N - D_T) > 0$$

Las funciones de exceso de demanda tienen así la siguiente forma en ambos países:

$$d_N = -\alpha_N xn - \theta[(p_N - p_T) - k - z] \tag{9}$$

$$d_N^* = \alpha_N xn - \theta[(p_N^* - p_T^*) - k^* - z^*]$$

El término entre corchetes cumple con la hipótesis de productividad de Balassa-Samuelson. Un incremento de la productividad relativa del sector transable respecto al no-transable ( $k > 0$ ) tiene como consecuencia, en un contexto de perfecta movilidad del factor trabajo, una caída en la producción de bienes no transables, produciendo un exceso de demanda en el sector no transable. Dado que el mercado de bienes no transables ajusta domésticamente, para acabar con dicho desequilibrio ha de producirse un ajuste en los precios sectoriales relativos.

$$k > 0 \Rightarrow d_N > 0 \Rightarrow p_N > p_T$$

Asumiendo que los precios son rígidos a corto plazo pero flexibles a largo plazo (*sticky prices*), un shock positivo de productividad relativa sobre el sector transable produce un exceso de demanda de no-transables que perdura mientras ajusta el precio relativo de los no-transables a una velocidad  $\rho$ .

$$\begin{aligned} \dot{p}_N - \dot{p}_T &= \rho d_N \\ \dot{p}_N^* - \dot{p}_T^* &= \rho d_N^* \end{aligned} \quad \implies \quad (\dot{p}_N^* - \dot{p}_T^*) - (\dot{p}_N - \dot{p}_T) = \dot{q}_I = \rho(d_N^* - d_N) \tag{12}$$

**ITCER México**



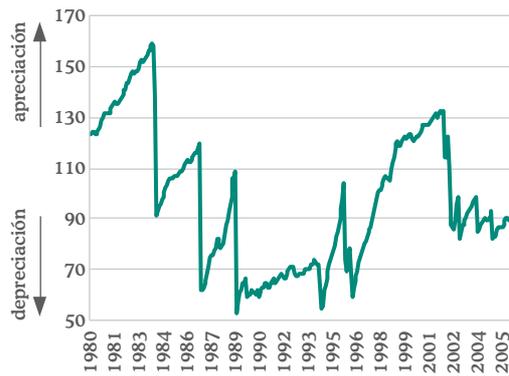
Fuente: BBVA

**ITCER Perú**



Fuente: BBVA

## ITCER Venezuela



Fuente: BBVA

Caracterizados los sectores externo e interno, el modelo se reduce a un sencillo sistema de tres ecuaciones dinámicas con tres variables endógenas:  $q_X$ ,  $q_I$ ,  $f$ , siendo la posición financiera externa variable predeterminada, y los precios relativos internos y externos variables no predeterminadas<sup>2</sup>. Las variables exógenas son:  $y$ ,  $y^*$ ,  $F$ ,  $k$ ,  $k^*$ ,  $z$ ,  $z^*$ .

$$\dot{q}_X = \frac{-(1+2\mu\alpha_N^2\rho)[\gamma q_X + \beta y^* - \delta y] - (r^* + \eta)f + \eta F + \mu\alpha_N\rho\theta[q_I - (k^* - k) - (z^* - z)]}{\mu(1 - \alpha_T - \alpha_T^*)}$$

$$\dot{q}_I = \rho[2\alpha_N(\gamma q_X + \beta y^* - \delta y) - \theta q_I + \theta(k^* - k) + \theta(z^* - z)]$$

$$\dot{f} = \beta y^* - \delta y + \gamma q_X + r^* f$$

Si se asume que en el largo plazo los niveles de las variables exógenas permanecen constantes, el estado estacionario del modelo vendrá dado por la condición  $\dot{q}_X = \dot{q}_I = \dot{f} = 0$ .

En el modelo se trata tanto al crecimiento doméstico como al extranjero como variables exógenas. Es cierto que el crecimiento económico en cualquier momento del tiempo es una variable directamente relacionada con los precios relativos, y por ello debería de ser endógena. Sin embargo, en el estado estacionario puede suponerse que los países crecen a una tasa de crecimiento potencial ( $\bar{y}$  e  $\bar{y}^*$ ), dependiente sólo de los niveles de los factores de producción capital y trabajo, y que puede ser tomada como exógena.

En el estado estacionario las variables endógenas alcanzan los valores:

$$\bar{q}_X = -\frac{1}{\gamma}[r^*F + \beta\bar{y}^* - \delta\bar{y}]$$

$$\bar{q}_I = -\frac{1}{\theta}\alpha_N r^* F + \frac{(k^* - k) + (z^* - z)}{2}$$

$$\bar{f} = F$$

Lógicamente, por la manera en que se ha definido el modelo, la posición financiera externa en el equilibrio de largo plazo permanece constante e igual al nivel deseado de activos externos. El precio relativo de los bienes transables es una función de los activos externos en el largo plazo y los crecimientos potenciales de ambos países. El precio relativo de los bienes no transables depende no sólo del nivel de activos externos deseado, sino también de los *shocks* de productividad sectorial relativa y de demanda relativa de no-transables.

$$\bar{q} = -\frac{1}{\gamma}(1 - \alpha_T - \alpha_T^*)[r^*F + \beta\bar{y}^* - \delta\bar{y}] + \alpha_N \left[ -\frac{1}{\theta}\alpha_N r^* F + \frac{(k^* - k) + (z^* - z)}{2} \right]$$

De esta manera el tipo de cambio real en el estado estacionario ajusta para simultaneizar el equilibrio en los mercados interior y exterior. Por un lado, asegura la sostenibilidad de la posición financiera externa en el mercado de bienes transables. Por otro, corrige posibles desajustes de demanda debidos a los diferenciales de productividad sectorial entre países. Recoge pues los dos principales enfoques de la literatura mencionados al principio: sostenibilidad de la balanza de pagos y diferencial de productividad.

El estudio de este equilibrio en los diferentes países latinoamericanos puede resultar de ayuda en la medición de desequilibrios cambiarios.

## Bibliografía

- Alberola, E., (2003), "Misalignment, Liabilities, Dollarization and Exchange Rate Adjustment in Latin America", Documento de Trabajo 0309, Banco de España.
- Alberola, E., S. Garcia, H. Lopez y A. Ubide, (1999), "Global Equilibrium Exchange Rates: Euro, Dollar, "Ins", "Outs", and Other Major Currencies in a Panel Cointegration Framework", IMF Working Paper 99/175.
- Buiter, W.H., (1982), "Predetermined and Non-Predetermined Variables in Rational Expectations Models", Economics Letters, p. 49-54.
- Broner, F., N. Loayza y H. Lopez, (1997), "Desalineación y Variables Fundamentales: Tasa de Cambio de Equilibrio en Siete Países Latinoamericanos", Coyuntura Económica, v. 27(4), p. 101-124.

<sup>2</sup> Ver para más información Buiter (1982).

## El proceso de emigración latinoamericana

Los movimientos de población tienen su origen en la misma aparición del hombre, hace más de 2 millones de años. La condición nómada de los primeros habitantes del planeta llevó la raza humana a todos los rincones de la Tierra. En la historia posterior encontramos ejemplos abundantes de grandes movimientos de población, desde la extensión a todas las orillas del Mediterráneo del Imperio Romano, pasando por la colonización del continente americano o la conquista del Lejano Oeste, hasta la hambruna sufrida por Irlanda a mediados del siglo XIX. Las causas de las migraciones son, por tanto, diversas, y cubren aspectos políticos, bélicos, económicos,... Si nos centramos en el período más reciente, las fuertes diferencias de desarrollo entre países o zonas geográficas, conforman un fértil caldo de cultivo para la aparición de intensas corrientes de personas desde los lugares menos favorecidos hacia núcleos de población más prósperos. Los movimientos entre países siguen la misma lógica que los observados dentro de éstos desde las áreas rurales a las urbanas, la búsqueda de oportunidades para una vida mejor.

### Tendencias de los flujos humanos y monetarios

Las economías latinoamericanas, como hemos señalado en diversas ocasiones en esta publicación, disfrutaron en la actualidad de un período sincronizado de bonanza, desconocido en las últimas décadas. Sin embargo, los datos reflejan la persistencia en movimientos de emigración hacia países más desarrollados, como Estados Unidos o España. Detrás de esto se encuentra sin duda el hecho de que las diferencias entre una y otra zona continúan siendo muy grandes y que el proceso de convergencia ha sido muy débil durante la actual etapa expansiva. Los flujos humanos alcanzan, como consecuencia, una considerable importancia. De acuerdo al Sistema de Observación Permanente de las Migraciones (SOPEMI), entre 1990 y 2000 el número de personas que emigró de América Latina a Estados Unidos alcanzó los 2 millones, flujo sólo superado por la corriente de Europa Central y Oriental a la Occidental. A esto habría que añadir los cerca de 100 mil emigrantes latinoamericanos al área europea más desarrollada (sin haberse producido todavía en el período considerado la explosión hacia España) y los más de 200 mil a Japón, y, sobre todo, el elevado componente ilegal no contabilizado, que superaría con creces al realizado legalmente.

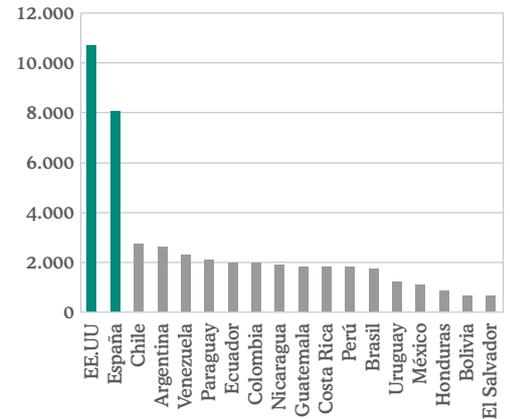
En definitiva, la búsqueda de nuevas oportunidades vitales alcanza, en diferentes circunstancias, a un elevado número de personas. Como resultado y contrapartida de dichos flujos migratorios, el sistema financiero internacional ha asistido a un sustancial incremento en los flujos de remesas en dirección contraria. El FMI (2005) señala que el monto a escala global se multiplicó por cinco en el período 1990-2003, convirtiéndose en la segunda fuente de entrada de capitales en los mercados emergentes después de la Inversión Extranjera Directa (IED). Con relación al caso latinoamericano, la evolución de los ingresos por transferencias corrientes tiene un claro paralelismo con los pagos en países avanzados, como EE.UU. o España. El volumen de remesas representa una parte muy relevante de los ingresos de divisas para los países de América Latina, comparables a las ayudas al desarrollo procedentes de organismos multilaterales.

### Estados Unidos y España como principales receptores de inmigración latinoamericana

Entre los países receptores de emigración latinoamericana destacan EE.UU. y España. En EE.UU., la llegada masiva de inmigrantes, fundadores de la propia Federación, se incrementó drásticamente después de la Segunda Guerra Mundial debido al tamaño de la economía y su creciente prosperidad. Desde entonces, EE.UU. no ha dejado de atraer a las poblaciones de muchos países en desarrollo, entre ellas las de sus vecinos del Sur. Así, los *latinos* han pasado a constituir, en tan sólo 20 años, la primera comunidad inmigrante en EE.UU., des-

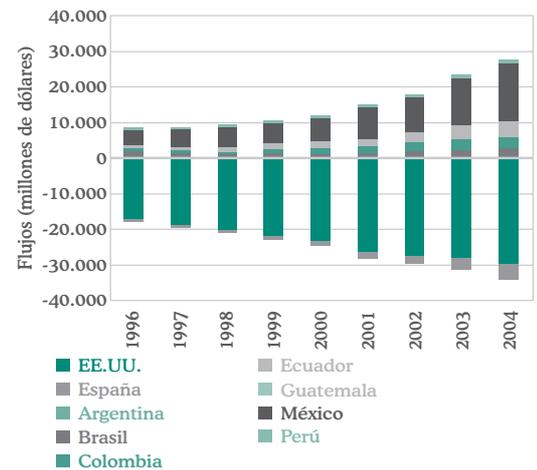
Servicios de Estudios BBVA, Madrid  
David Martínez Turégano, dmartinez@grupobbva.com  
Manuel Silva Martínez, manuel.silva@grupobbva.com

### Salario mínimo anual en dólares (2005)



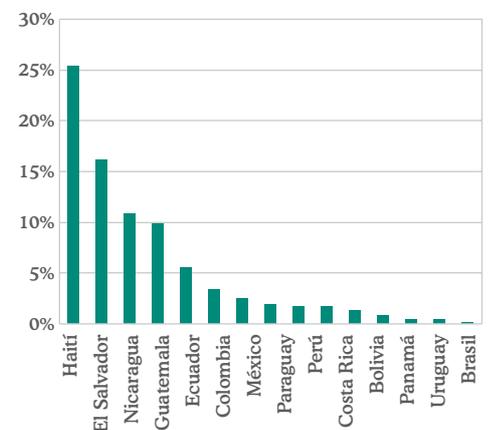
Fuente: Departamento de Estado de EE.UU.

### Balanza de transferencias corrientes en economías seleccionadas



Fuente: FMI

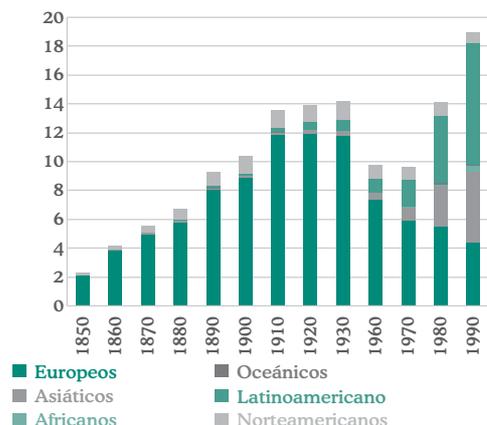
### Balanza de transferencias corrientes (% del PIB; 2005)



Fuente: FMI

## Inmigrantes en EE.UU. por origen

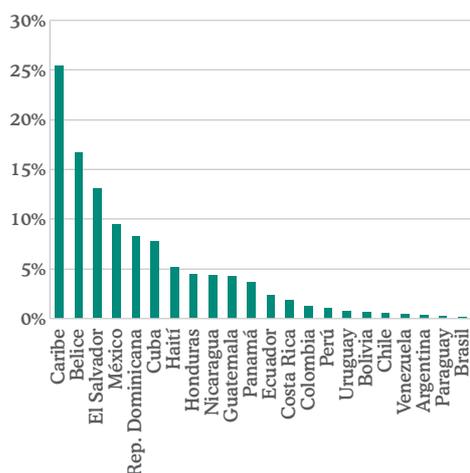
(stock - millones de personas)



Fuente: US Census Population

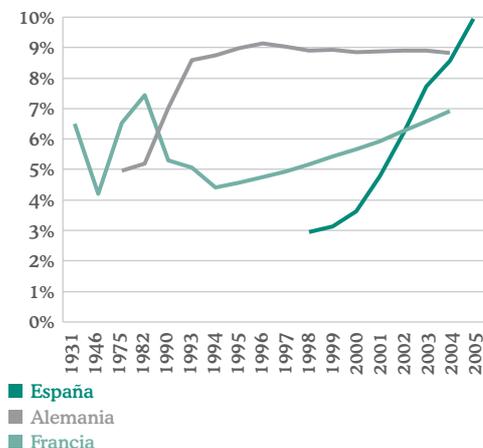
## Inmigrantes en EE.UU.

(% de la población del país de origen; año 2000)



Fuente: BBVA a partir de US Census Population

## Porcentaje de extranjeros en la población total



Fuente: INSEE, INED (Francia), INE (España), Destatis (Alemania)

bancando, junto a la asiática, a las más tradicionales de inmigrantes europeos. En contrapartida, las consecuencias en los países de origen de este éxodo masivo hacia EE.UU. tampoco son baladí. Algunos países han visto como hasta la quinta parte de sus nacionales se establecían en suelo estadounidense. Es digno de mención el caso de México, ya que casi 10 millones de mexicanos residen legal o ilegalmente en EE.UU. Las implicaciones socio-económicas de dichos flujos humanos son indiscutibles.

La evolución registrada en España es todavía más sorprendente, por su novedad y fuerza. Comparado con economías de nuestro entorno, el fenómeno migratorio tiene apenas diez años de vida. Países como Francia, con una larga tradición colonial, o Alemania, cuya población inmigrante se asocia a la reconstrucción de la posguerra, han controlado la proporción de extranjeros en su población desde los años noventa. En España, sin embargo, se ha pasado de una situación de cifras muy reducidas a tener una de las tasas de población inmigrante más altas de Europa. Las causas que subyacen detrás de esta evolución son varias, como el alto ritmo de crecimiento derivado del proceso de convergencia con la UE o su condición de puerta del Sur a Europa para otros continentes. En el caso concreto de América Latina, además, habría que sumar un pasado colonial común y la consiguiente herencia lingüística y cultural, así como la importancia de las marcas españolas al otro lado del Atlántico. Por estas circunstancias, a día de hoy, de los más de 3.700.000 extranjeros censados en España, un 40% procede de América, un 20% de la UE, otro 20% de África, y un último quinto repartido entre Asia (5%) y países europeos no-pertenecientes a la UE (15%). Por nacionalidades, Ecuador y Marruecos ocupan las primeras posiciones, con alrededor de 500.000 residentes cada uno. Asimismo, en los últimos cinco años, algunos países latinoamericanos han experimentado crecimientos muy fuertes en su representación en España, como las comunidades procedentes de Bolivia, Uruguay y Argentina.

## Rasgos de la población emigrante y de los receptores de remesas

Para entender la dinámica de flujos y las implicaciones que supone la emigración, es imprescindible analizar las razones que llevan a emigrar, así como la naturaleza de las relaciones que se establecen con el país de origen, mediante remesas, y el uso que de las mismas hacen sus receptores. Entre las razones para emigrar, al margen de la señalada al inicio del artículo (búsqueda de mejores condiciones de vida), pesan las limitaciones del mercado de trabajo del país de origen, ya sea por motivo de diferencial de sueldos o de posibilidades de adecuar formación y puesto. Con relación a esto último, se observa en las economías más pequeñas unas altas tasas de emigración de titulados universitarios. Este fenómeno de "fuga de cerebros" suele venir acompañado en términos generales, sin embargo, con el hecho de que en el país de acogida la situación económica es desigual negativamente respecto a los nacionales. Por ejemplo, en el caso de EE.UU., el más documentado, los hogares latinoamericanos tenían en 2000 unos ingresos medianos un 25% por debajo de la media del país (43.000 dólares). Cabe resaltar igualmente la fuerte dispersión de los ingresos de los hogares de inmigrantes, que se traduce en una clara heterogeneidad en la comunidad hispana residente en EE.UU. La situación legal del inmigrante, su formación, el sector donde desarrolla su actividad, el área geográfica de implantación o incluso los años de permanencia en EE.UU. son factores que contribuyen a tanta disparidad.

Al margen de la situación del emigrante en el país de acogida, aparece un denominador común a todas las relaciones financieras que establece con su país de origen. La frecuencia de envío de capitales suele ser en su gran mayoría al menos trimestral, y las cuantías relativamente modestas. En cuanto a los canales de envío, éstos son de naturaleza formal o semiformal. Destacan las compañías de envío de dinero (*Money Transfer Operators*), teniendo MoneyGram y Western Union las mayores cuotas de mercado en las transferencias hacia el conjunto de Latinoamérica y Bancomer Transfer Services (BTS) con destino

a México<sup>1</sup>. Dichos canales son caros comparados con canales bancarios tradicionales, que, sin embargo, presentan problemas insalvables de accesibilidad para los inmigrantes en situación irregular. Esta misma barrera la encuentran los receptores de remesas en los distintos países latinoamericanos, donde existe un escaso acceso al sistema bancario. De acuerdo a las cifras del BID para 2004, sólo el 19% de los mexicanos o el 46% de ecuatorianos poseen una cuenta corriente. Por último, con relación al uso del dinero percibido por los destinatarios de remesas, aquel se emplea principalmente en gastos corrientes, existiendo mayor dispersión entre países en lo relativo a los destinos del ahorro. Así por ejemplo, Colombia presenta un porcentaje relativamente alto en gasto en educación, mientras que Guatemala lo hace en recursos afectados a los negocios. Esta estructura no resulta inocua para el conjunto de la economía, por lo que resultaría interesante dedicarle un análisis más detallado.

### Consecuencias económicas de los flujos migratorios

La óptica de análisis acerca de los efectos de un proceso continuado y “caudaloso” de emigración puede ser muy diversa. Podemos distinguir entre los impactos de naturaleza macroeconómica y microeconómica, y aquellos que afectan al país de origen de la población y al de destino.

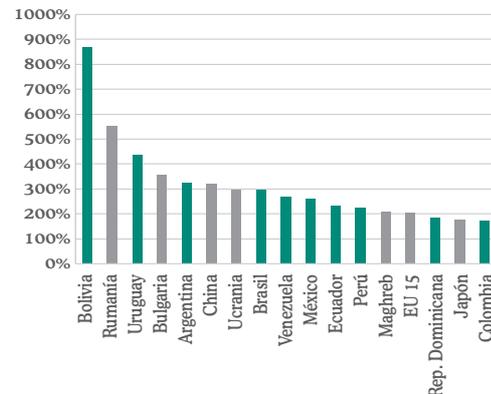
Dentro de los efectos macro, para el país emisor de emigrantes supone un pérdida importante de mano de obra, que en algunos casos, como hemos visto, puede afectar de forma especialmente intensa al segmento de empleados más cualificados. *Ceteris paribus*, ésto deteriora el factor de capital humano y la productividad total de los factores, reduciendo el potencial de crecimiento de la economía. Como contrapartida, la llegada de remesas, según señalan Bugamelli y Paternò (2005), proporciona mayor estabilidad a la entrada de flujos de divisas, limitando el alcance de episodios de inestabilidad externa y la probabilidad de episodios de crisis financieras. El coeficiente de variación de las remesas para una muestra de 60 países emergentes alcanza 0,68 frente a 2,45 de la IED. De igual forma, la entrada de remesas, supone un incremento de la renta de los hogares, que, como se ha señalado en el apartado anterior, se destina en gran medida a gastos corrientes. Aumenta así el consumo interno agregado, no contribuyendo en gran medida, por tanto, al fortalecimiento de la base productiva a través del ahorro, y pudiendo generar la aparición de tensiones inflacionistas.

Desde la perspectiva del país receptor, el mercado laboral se ve afectado por un incremento de la población activa, y, de mantenerse el crecimiento que ha servido de “efecto llamada”, una caída en la tasa de paro. En aquellos sectores de actividad donde participan de forma mayoritaria los inmigrantes puede producirse una restricción al crecimiento de los salarios, tanto por una mayor oferta de empleo como por una caída del umbral monetario de aceptación de un puesto de trabajo. Un aumento significativo de la población obliga igualmente al Gobierno a llevar a cabo la cobertura de las nuevas necesidades generadas en materia de servicios públicos (educación, sanidad, integración social), elemento que no debe ser problemático en su financiación si la entrada se realiza a través de los canales formales. Un aspecto donde puede generarse un impacto positivo ciertamente relevante es el campo del sistema de previsión social, dado que los países desarrollados, como por ejemplo España, se enfrentan en las próximas décadas a un inquietante proceso de envejecimiento demográfico.

La visión microeconómica aporta quizás líneas de trabajo más interesantes. Valgan como ejemplo los trabajos publicados por el Banco Mundial sobre los efectos de la emigración sobre la salud infantil en México, realizado por Hildebrandt y McKenzie (2005), y sobre la pobreza en Guatemala, por Adams (2004). En el primer documento se concluye

### Variación del número de inmigrantes en España

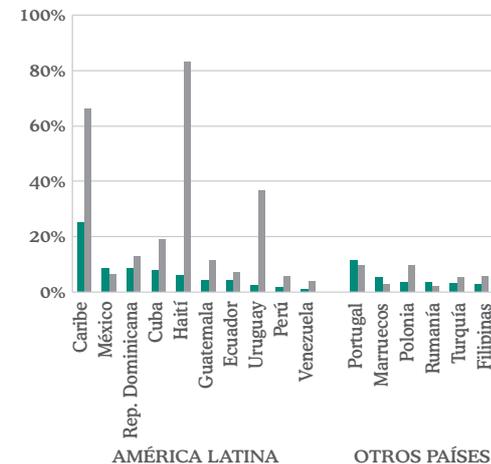
(2001-2005, en %)



Fuente: INE

### Tasa de emigración

(2003)

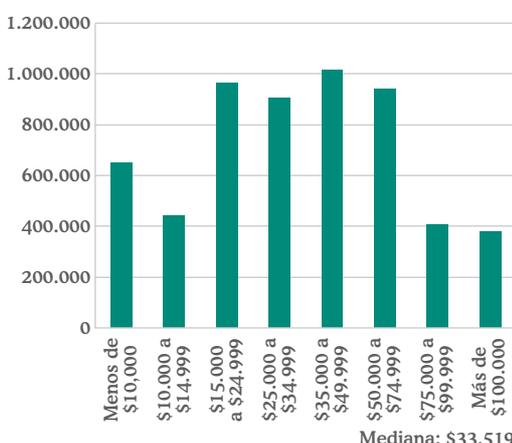


■ Tasa de emigración  
■ Tasa de emigración de universitarios

Fuente: BID

### Ingresos de los hogares latinoamericanos en EE.UU.

(2000)



Fuente: US Census Population

1 BTS registró en 2005 transacciones por valor de 6.659 millones de dólares y su cuota en el segmento señalado alcanza en torno a un 40% del total. En ese mismo año experimentó un fuerte crecimiento en otros países de América Latina y en 2006 ha firmado acuerdos con Bank of China, Ilici Bank de la India y Bank of The Philippine Islands para la gestión del envío de remesas por parte de las comunidades de estos países residentes en Estados Unidos.

Frecuencia de envío EEUU a países latinoamericanos (2004)

Una vez...	Colombia	Ecuador	Guatemala	México
...por mes	34%	46%	36%	39%
...cada 2-3 meses	29%	27%	30%	29%
...cada 4-6 meses	16%	12%	12%	20%
...al año	21%	10%	15%	9%
Menos de una vez al año	0%	4%	7%	3%

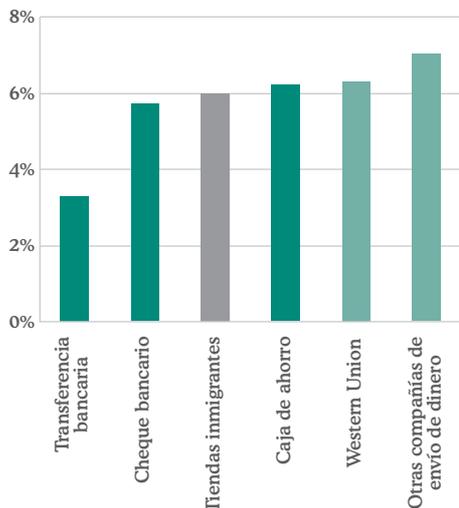
Uso de las remesas en destino (2004)

	Colombia	Ecuador	Guatemala	México
Negocios	7%	8%	10%	1%
Ahorro	4%	8%	11%	8%
Vivienda	3%	4%	1%	1%
Gastos corrientes	70%	60%	68%	80%
Educación	12%	2%	6%	7%
Otros	3%	18%	3%	3%

Fuente: BID

### Coste medio de envío de 300 dólares de EE.UU. a México

(2002)



Fuente: Manuel Orozco (2003)

que el proceso migratorio mexicano ha contribuido a elevar el conocimiento sanitario y, por tanto, a reducir la mortalidad infantil y mejorar las condiciones de vida de los niños del hogar migrante. Se advierte, por el contrario, que la ausencia de alguno de los padres pudiera llevar al abandono de ciertas prácticas preventivas. En el segundo de los artículos se constata que la llegada de remesas ha supuesto un descenso significativo en el grado de pobreza de los hogares guatemaltecos, especialmente en los deciles de ingresos más bajos, donde los recursos externos pueden suponer en torno a un 50% del total de renta. Señala el estudio, por este motivo, que ni la línea de pobreza ni la desigualdad en la distribución del ingreso se ven alteradas en gran medida, persistiendo en cotas elevadas. Además de los artículos mencionados, existen líneas de investigación diversas que abarcan aspectos como la educación o el desarrollo regional, elementos decisivos en la planificación económica de los países de la región. Un acertado diagnóstico de estas implicaciones podría mejorar la asignación de los recursos presupuestarios.

### Conclusiones

La situación de elevado y continuado crecimiento en América Latina está siendo acompañada por la persistencia en los procesos de emigración hacia países desarrollados, con especial incidencia en España durante los últimos años. La brecha de renta existente con otras regiones sigue siendo amplia, al tiempo que las bolsas de pobreza se mantienen en niveles elevados, por lo que la motivación, dada la extensión de los regímenes democráticos en toda la región, es de naturaleza claramente económica. Las perspectivas de medio plazo no han mejorado a los ojos de una parte de la población, por lo que es previsible, sin un endurecimiento de las actuales restricciones a la entrada en los países de destino, que la presión del fenómeno migratorio se mantendrá en los próximos años.

Conviene por tanto, en este contexto, profundizar en las consecuencias demográficas, sociales y económicas, que las migraciones tienen para los países de origen y destino. Como hemos visto anteriormente, las ramificaciones de los efectos son suficientemente amplias como para que las autoridades políticas y económicas hagan un seguimiento más cercano. Las fuentes de financiación externa para América Latina podrían tener ahora como referencia un equilibrio más estable gracias a las remesas, pero no es menos cierto que podría resultar insostenible una depreciación permanente del capital humano en estas economías. La implantación de una base productiva sólida, generadora de empleo con garantías mínimas y atractivo para los perfiles más cualificados, sería una mejor noticia para el desarrollo y mejora de las condiciones de vida de sus ciudadanos. En este sentido, esperamos que el actual ciclo expansivo de las economías latinoamericanas persista y genere mayor dosis de confianza en su población.

### Referencias

ADAMS, Richard H. (2004). Remittances and poverty in Guatemala. World Bank Policy Research Working Paper 3418, Septiembre 2004.

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2004). Receptores de remesas en América Latina: el caso de Colombia. Documento del Fondo Multilateral de Inversiones, Septiembre 2004.

BUGAMELLI, Matteo y PATERNÒ, Francesco (2005). Do workers' remittances reduce the probability of current account reversals?. World Bank Policy Research Working Paper 3766, Noviembre 2005.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2005). Capítulo II del World Economic Outlook, Abril de 2005.

HILAIRE, Alvin y YANG, Yongzheng (2003). The United States and the new regionalism/bilateralism. IMF Working Paper, WP/03/206, Octubre de 2003.

HILDEBRANDT, Nicole y MCKENZIE, David J. (2005). The effects of migration on child health in Mexico. World Bank Policy Research Working Paper 3573, Abril 2005.

OROZCO, Manuel (2003), Changes in the Atmosphere? Increase of Remittances, Price Decline, and New Challenges, Washington: Inter-American Dialogue.

# La geopolítica petrolera predomina sobre los fundamentos

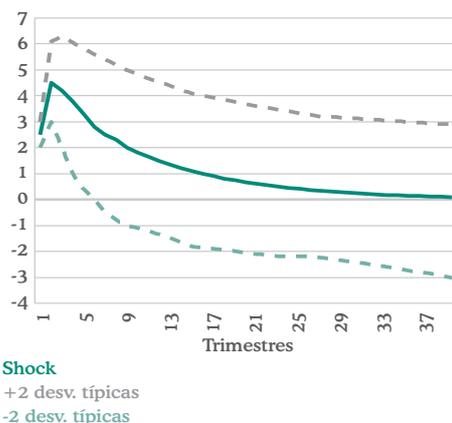
## Factores de riesgo

El comportamiento reciente del mercado petrolero ha estado fuertemente impactado por la serie de eventos de carácter geopolítico que, aunado a la persistente tensión de la situación iraní y su lenta negociación, han potenciado el impacto de estos factores sobre los precios del petróleo. Destacan dos eventos en particular, la situación de Corea del Norte y el conflicto entre Israel y el Líbano.

La prueba balística de misiles de largo alcance y con capacidad nuclear llevada a cabo por Corea del Norte tuvo una pronta respuesta de la comunidad internacional. El Consejo de Seguridad de la ONU impuso sanciones directas al país impidiendo el comercio de cualquier material que pueda ser destinado a su programa nuclear, así como la transferencia de recursos financieros con los mismos fines. Estas pruebas realizadas por Corea del Norte, impactaron los precios, ya que si bien no poseen reservas petrolíferas terminan encareciendo cualquier negociación con Irán por el impacto que generan en el poder de negociación de los países del Consejo de Seguridad de la ONU.

El segundo evento es mucho más delicado, y tiene que ver con el reciente conflicto entre Israel y Líbano, específicamente en los territorios controlados por el grupo Hezbollah, que parece apuntar a una conflagración más larga y peligrosa de lo que inicialmente se esperaba. Si bien el conflicto no involucra impactos en producción, incrementa sustancialmente el riesgo del Medio Oriente, tanto por la incertidumbre sobre el rol que podría asumir la Liga Árabe y la complejidad que incorpora a la solución en la negociación con Irán, país que viene siendo relacionado por Israel de apoyar a Hezbollah.

### Respuesta del precio real Brent a shock geopolítico sin impacto en producción



Fuente: BBVA

Este tipo de factores de riesgo geopolítico que hacen temer una eventual contracción de la oferta petrolera provocan que el precio del petróleo reaccione de forma similar a como lo hace ante *shocks* geopolíticos que efectivamente se asocian a caídas de producción. En ausencia de *shocks* adicionales el precio se eleva alcanzando un tope un trimestre

después, para iniciar a partir de allí su corrección a la baja, que se completa en un mínimo de 5 trimestres, mostrando una fuerte persistencia.

## Los fundamentos pesan menos

La evolución de los precios del petróleo descansan más en los factores de riesgo que en los fundamentos. De hecho, para el año 2006 la Agencia Internacional de Energía (AIE), normalmente optimista con la demanda y pesimista con la producción, proyecta que la demanda mundial de petróleo crecerá un 1,4% (1,2 millones de barriles diarios por día (MM b/d)), al pasar de 83,7 a 84,9 MM b/d. Este comportamiento obedece principalmente a países como China y a los del Medio Oriente, quienes juntos representan las dos terceras partes del incremento.

La AIE estima que la oferta de crudo procedente de los países no-OPEP crecerá un 2,2% (1,1 MM b/d), de los cuales el 82% provendría de África y países de la antigua Unión Soviética (0,4 MM b/d para la primera región y 0,5 MM b/d para la segunda).

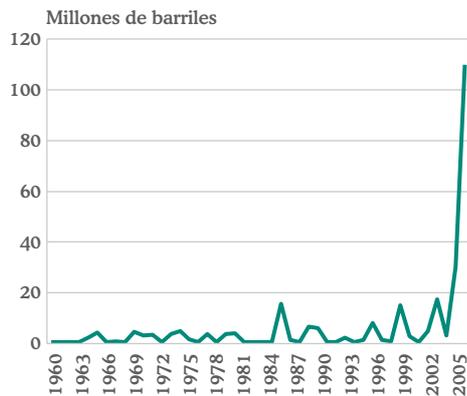
Sólo el crecimiento de la oferta de países no-OPEP permite absorber el incremento de la demanda, mientras que, en la OPEP, Irak ha incrementado su producción en 0,5 MM b/d, compensado la caída mostrada por Nigeria, que ha estado sujeta a recortes de producción por problemas internos. En su conjunto, la OPEP podría incrementar su producción entre 0,2 y 0,3 MM b/d, asociada a la construcción de inventarios comerciales ante el anuncio de EE.UU. de no incrementar el nivel de sus reservas estratégicas. En líneas generales, contrario a los que muchos piensan, estamos en presencia de un mercado mejor abastecido de lo que han sido los dos años anteriores.

## Temporada de huracanes

Otro elemento que comienza a incidir en las expectativas sobre el mercado petrolero es la temporada de huracanes que afecta al océano Atlántico entre los meses de junio y noviembre de cada año. Durante la temporada del año 2005, la región petrolera del Golfo de México resultó particularmente afectada, ya que se dejaron de producir cerca de 110 millones de barriles de crudo y 683,3 millones de pies cúbicos de gas natural, principalmente tras el paso de los huracanes Katrina y Rita.

El año 2005, sin embargo, fue un año con un comportamiento atípico en cuanto a la intensidad y el impacto registrado por este fenómeno atmosférico. Históricamente, la producción de crudo que cesa por motivos precautorios o por daños durante esta temporada oscilaba entre 0 y 30 millones de barriles, alcanzando el límite superior en el año 2004. La paralización de actividades suscitada en el 2005 resultó superior en un 166% a la registrada durante ese periodo. Sobre la base de las proyecciones de la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica en los Estados Unidos sobre el comportamiento atmosférico esperado para el 2006, puede afirmarse que la paralización de actividades será inferior entre un 28% y un 52% con respecto a la registrada en el año 2005.

### Salida de petróleo por huracanes



Fuente: NOAA

De acuerdo con la serie histórica, la interrupción promedio, medida en barriles de crudo, durante el período 1960 a 2004 fue de 3,7 millones de barriles por año. Esto nos permite hacer dos conjeturas. En primer lugar, el impacto promedio generado por la actividad atmosférica durante la temporada de huracanes es bajo en relación a la producción anual de petróleo en Estados Unidos. En segundo lugar, el impacto generado durante la temporada pasada es extremadamente atípico.

### Interrupción esperada de petróleo por huracanes (2006)

Índice ACE* estimado 2006	Variación 2005/2006 en %	Variación de la interrupción en millones de barriles	Interrupción esperada en 2006 (millones de barriles)
118	-27,76	-42,52	67,4
179	-52,38	-80,22	29,7

Fuente: BBVA a partir de NOAA  
\*Accumulated Cyclone Energy

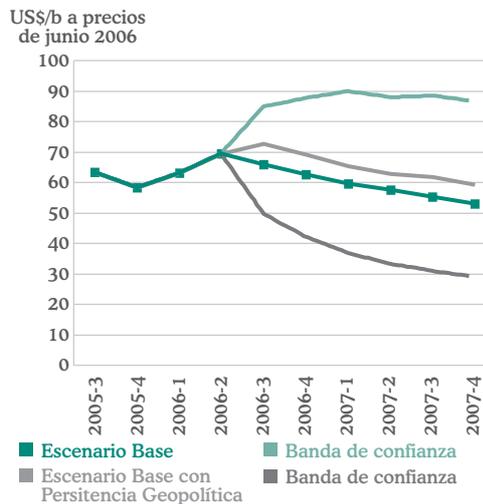
Si la variación de la intensidad atmosférica durante la temporada de huracanes 2006 decrece un 52% con respecto a la del año 2005, el impacto sobre la producción de crudo del Golfo de México sería de 29,7 millones de barriles menos de producción en el año, mientras que si la variación de la intensidad disminuyera en un 28%, la reducción en la producción de esta zona alcanzaría los 67,4 millones de barriles, cifras que representan el 27% y el 61% respectivamente de los barriles dejados de producir en el 2005 por esa causa. Esto implicaría una menor presión en la cotización del crudo durante el segundo semestre de 2006 que la observada por el mismo factor en el año previo.

### Revisión del escenario de precios

La revisión de los precios del petróleo, a la luz de todos los factores anteriormente descritos, apuntan a un escenario base para el Brent de precios medio para 2006 de 65,2 dólares el barril y de 56,2 dólares para 2007. Al incorporar la persistencia de los nuevos factores de riesgo geopolítico, considerando que no afectan producción, se ubicarían en 68,5 dólares para 2006 y en 62,3 dólares para 2007. Este escenario tiene una probabilidad del 80%.

Este escenario tiene una probabilidad del 80%.

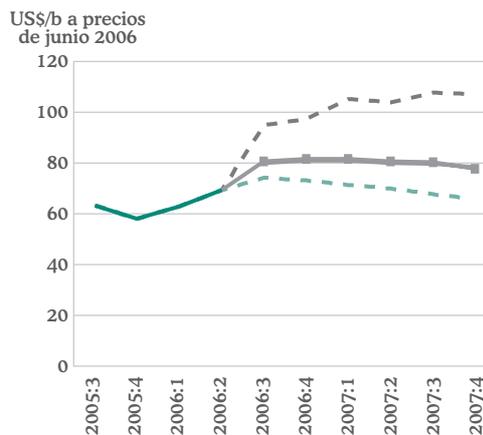
### Precio del Petróleo: Escenario Central



Fuente: BBVA

Un escenario de riesgo implicaría un precio medio de 73,7 dólares para 2006, con un promedio de 81,1 dólares para el segundo semestre y de 80 dólares para 2007. En un escenario de conflicto que afecte a la producción, el precio del petróleo tendría una cota máxima en 107 dólares el barril.

### Precio del Brent: Escenario de Riesgo



Fuente: BBVA

Giovanni Di Placido, giovanni\_diplacido@provincial.com

## ¿Es válida la Curva de Phillips en los países petroleros?

### Curva de Phillips

Una de las regularidades macroeconómicas más estudiadas y con mayores consecuencias prácticas es la Curva de Phillips, que en su versión más popular postula que un incremento de la “brecha del producto” genera un aumento de la tasa de inflación.

El término “brecha del producto” se refiere aquí, como es usual, al diferencial entre el Producto Interno Bruto (PIB) y el Producto Potencial, siendo este último el nivel máximo del PIB que resulta sostenible a largo plazo dada la disponibilidad de factores productivos del país o región considerada (maquinarias, mano de obra, etc).

### Economías exportadoras de petróleo

Esta popular hipótesis encuentra dificultades a la hora de intentar dar cuenta de la dinámica macroeconómica que se producido en los países exportadores de petróleo, debido a la prolongada elevación que han experimentado los precios de esta materia prima en años recientes.

Tomemos como ejemplo a Venezuela, dada su doble condición latinoamericana y petrolera. El PIB de este país se ha incrementado a un extraordinario ritmo durante el período considerado, gracias al impulso de la histórica expansión del gasto público que ha posibilitado el elevado nivel de los ingresos fiscales de origen petrolero. Este fuerte crecimiento económico fue facilitado inicialmente por la amplia disponibilidad de factores productivos con que contaba la economía venezolana a principios de 2003 (alto desempleo y elevados niveles de capacidad instalada ociosa). Sin embargo, en la actualidad el PIB ya ha superado ampliamente al Producto Potencial (que ha permanecido prácticamente estancado por décadas debido a los escasos niveles de inversión).

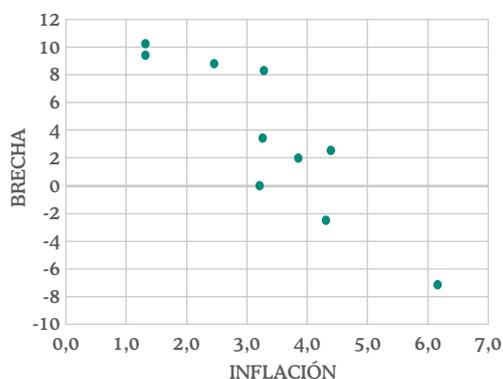
En definitiva, es claro que la expansión de la economía venezolana, que ha sido impulsada por el ascenso del precio promedio de su cesta de exportación petrolera, ha significado un incremento continuo y prolongado de la brecha del producto, pasando de valores negativos a principios de 2003 hasta valores ampliamente positivos a inicios de 2006. Y, sin embargo, en franca contradicción con la Curva de Phillips, desde 2003 la inflación ha seguido una senda marcadamente descendente.

Estimaciones econométricas con datos que abarcan el período 1975-1 a 2005-4 (ver apéndice técnico para los detalles metodológicos) muestran que la ausencia de Curva de Phillips durante la reciente fase ascendente del precio del petróleo no es excepcional, sino que constituye un rasgo característico de la economía venezolana durante al menos los últimos 30 años. Los gráficos siguientes sintetizan los principales resultados de estas estimaciones (mostrando la respuesta media y un intervalo de confianza de 2 errores estándar). El primer gráfico representa el *shock* petrolero medio (un ascenso inicial de 12% que persistente en el tiempo) y los siguientes muestran la respuesta a este *shock* de:

- El tipo de cambio real: que experimenta una leve depreciación inicial, probablemente asociada a un repunte de la inflación en Estados Unidos, que se revierte casi de inmediato, dando paso a una apreciación persistente, a pesar del anclaje cambiario nominal.
- La inflación: que experimenta una persistente reducción, asociada al anclaje y al repunte de las importaciones (que suplen el exceso de demanda y actúan con principal mecanismo de esterilización monetaria)
- El PIB muestra una reacción inicial insignificante, para iniciar el trimestre siguiente al *shock* un prolongado recorrido ascendente que tiende a revertirse a largo plazo.

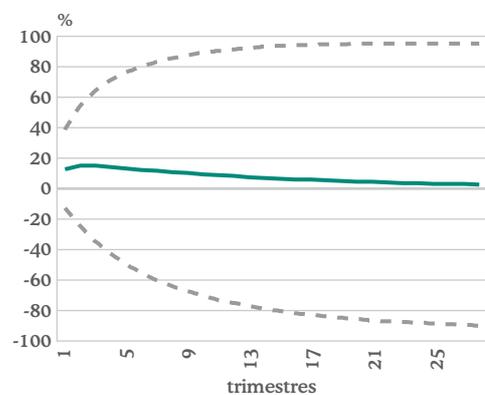
### Inflación y brecha del producto en Venezuela

(datos del período 2003:4 - 2006:1)



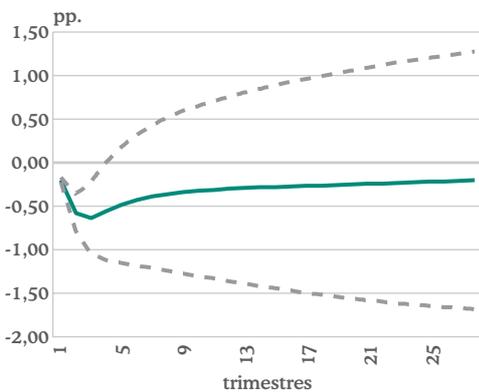
Fuente: Banco Central de Venezuela y cálculos propios

### Shock petrolero típico



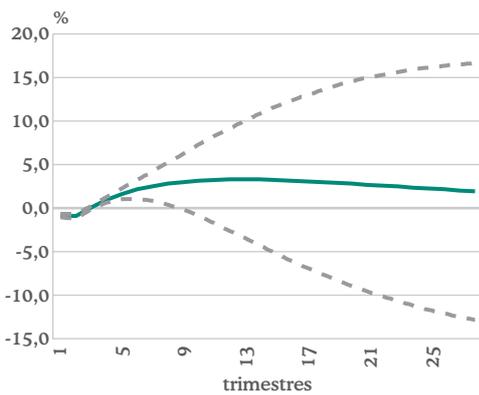
Fuente: Cálculos propios

### Respuesta de la inflación



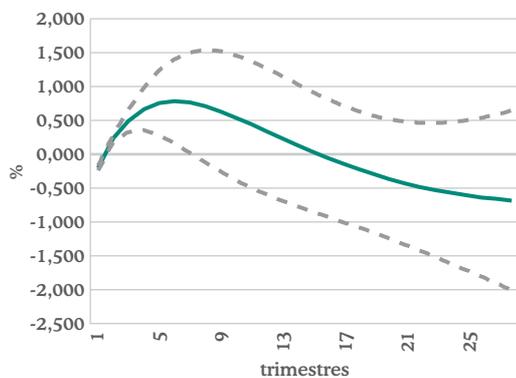
Fuente: Cálculos propios

### Respuesta del tipo de cambio real



Fuente: Cálculos propios

### Respuesta del PIB



### La clave

La clave para explicar esta dinámica parece encontrarse en el hecho de que ante un incremento persistente del precio del petróleo, al mismo tiempo que el Gobierno reacciona expandiendo el gasto público (efecto riqueza), también suele responder anclando el tipo de cambio nominal, en parte para evitar la apreciación nominal de la moneda doméstica, y relajando las restricciones a la adquisición de divisas, incentivando la expansión del volumen de importaciones (que cubriría el exceso de demanda y actuaría como principal mecanismo de esterilización monetaria) y finalmente induciendo la reducción del ritmo inflacionario.

### Apéndice: metodología econométrica

Se estimó<sup>1</sup> un modelo de vectores autorregresivos (VAR en forma reducida) con cuatro variables: precio del barril de crudo WTI (expresado en dólares a precios constantes), producto interno bruto real desestacionalizado, inflación (a partir del IPC desestacionalizado) y tipo de cambio real (expresado de tal modo que su incremento representa una apreciación de la moneda doméstica). Esto es<sup>2</sup>,

$$\begin{pmatrix} LWTI_t \\ LY_t \\ DLP_t \\ LTCR_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} b_{10} \\ b_{20} \\ b_{30} \\ b_{40} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} b_{111} & b_{121} & b_{131} & b_{141} \\ b_{211} & b_{221} & b_{231} & b_{241} \\ b_{311} & b_{321} & b_{331} & b_{341} \\ b_{411} & b_{421} & b_{431} & b_{441} \end{pmatrix} \times \begin{pmatrix} LWTI_{t-1} \\ LY_{t-1} \\ DLP_{t-1} \\ LTCR_{t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{LWOT,t} \\ \varepsilon_{LY,t} \\ \varepsilon_{DLP,t} \\ \varepsilon_{TC,t} \end{pmatrix}$$

Donde, 
$$\begin{pmatrix} \varepsilon_{LWOT,t} \\ \varepsilon_{LY,t} \\ \varepsilon_{DLP,t} \\ \varepsilon_{TC,t} \end{pmatrix} \sim N(0, \Sigma)$$

A partir de la forma reducida así estimada, se identificó un modelo estructural (VAR estructural) que permitiera separar los errores de pronóstico (el vector  $\varepsilon_t$ ) en shocks o innovaciones puras (el vector  $\mu_t$ ) asociados a cada una de las variables del modelo, mediante el siguiente esquema:

$$\underbrace{\begin{pmatrix} \varepsilon_{LWOT,t} \\ \varepsilon_{LY,t} \\ \varepsilon_{DLP,t} \\ \varepsilon_{TC,t} \end{pmatrix}}_{\varepsilon_t} = \underbrace{\begin{pmatrix} c_{11} & 0.0 & 0.0 & 0.0 \\ c_{21} & c_{22} & 0.0 & 0.0 \\ c_{31} & c_{32} & c_{33} & -0.4 \\ c_{41} & c_{42} & c_{43} & c_{44} \end{pmatrix}}_C \times \underbrace{\begin{pmatrix} \mu_{LWOT,t} \\ \mu_{LY,t} \\ \mu_{DLP,t} \\ \mu_{LTCR,t} \end{pmatrix}}_{\mu_t}$$

Donde el coeficiente de -0,4 impuesto sobre el impacto del tipo de cambio real en la inflación, es una medida aproximada del efecto de un incremento del tipo de cambio nominal (apreciación nominal de la moneda doméstica) sobre el nivel de precios.

Finalmente, los  $c_{ij}$  se estimaron por máxima verosimilitud sujetos a la siguiente restricción:

$$\Sigma = \begin{pmatrix} \sigma_{11}^2 & \sigma_{21}^2 & \sigma_{31}^2 & \sigma_{41}^2 \\ \sigma_{21}^2 & \sigma_{22}^2 & \sigma_{32}^2 & \sigma_{42}^2 \\ \sigma_{31}^2 & \sigma_{32}^2 & \sigma_{33}^2 & \sigma_{43}^2 \\ \sigma_{41}^2 & \sigma_{42}^2 & \sigma_{43}^2 & \sigma_{44}^2 \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} c_{11} & 0.0 & 0.0 & 0.0 \\ c_{21} & c_{22} & 0.0 & 0.0 \\ c_{31} & c_{32} & c_{33} & -0.4 \\ c_{41} & c_{42} & c_{43} & c_{44} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} c_{11} & c_{21} & c_{31} & c_{41} \\ 0.0 & c_{22} & c_{32} & c_{42} \\ 0.0 & 0.0 & c_{33} & c_{43} \\ 0.0 & 0.0 & -0.4 & c_{44} \end{pmatrix} = CC'$$

<sup>1</sup> Se utilizó el procedimiento bayesiano de estimación basado en la previa de Minnesota (con hiperparámetros seleccionados en función de minimizar el error cuadrático medio de los pronósticos fuera de la muestra), tal como está implementado en el software RATS.  
<sup>2</sup> El modelo estimado efectivamente tiene dos rezagos (que es el óptimo de acuerdo al Criterio de Akaike), pero se optó por representarlo gráficamente con un solo rezago para facilitar la visualización.

## Crecimiento y crisis en el Sudeste Asiático: ¿qué similitudes y enseñanzas para China?

Al reflexionar sobre la sostenibilidad del entorno económico mundial hoy en día, difícilmente puede eludirse el papel central de China. En efecto, el Imperio del Medio no sólo ha sido, en los últimos dos años, el mayor contribuyente al crecimiento mundial (entre el 20 y el 25%),<sup>1</sup> sino que esta aportación se ha materializado a través de un modelo de desarrollo a la vez original y similar al utilizado por otros países de la región. En particular, es difícil no hacer comparaciones entre el “milagro” chino y el importante crecimiento experimentado por países como Corea, Tailandia o Malasia entre los años 1960 y 1995. El objeto de este artículo gira precisamente en torno a la relevancia de esta comparación y sus posibles lecciones para China.

En este sentido, el apogeo del crecimiento asiático no puede disociarse de una de las grandes crisis de finales de los años 1990, desencadenada por el agotamiento de su modelo. Por ello, también es relevante considerar los riesgos de crisis en China, y, dentro del mismo marco comparativo, aclarar cuán verosímil es en el futuro un escenario al estilo de la debacle del Sudeste Asiático.

### El modelo de crecimiento del Sudeste Asiático y su agotamiento

Los modelos de crecimiento de diversos países del Sudeste Asiático – como Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia o aún Tailandia – tomaron apoyo, principalmente, en cuatro pilares fundamentales.

Un primer elemento de similitud fue el mantenimiento de una férrea disciplina macroeconómica en dichas economías. En particular, el correcto saneamiento de las cuentas públicas, con déficit públicos bajo control (e incluso superávit) durante los años de mayor crecimiento (ver gráfico), conllevó niveles de endeudamiento público relativamente reducidos, tasas de inflación contenidas y estables, todo ello en un marco de tipos de cambio controlados (regímenes fijos o semi-fijos) que evitasen sobrevaluaciones de las respectivas monedas.

En segundo lugar, todas las economías consideradas eligieron igualmente orientar su economía hacia el exterior, impulsando un sector exportador floreciente apoyado por las ventajas comparativas que otorga una mano de obra barata. En este sentido, el alto grado de intervención gubernamental jugó un papel esencial, otorgando al sector exterior un acceso preferencial a insumos a precios internacionales, financiación y divisas, a la vez que se le otorgaban ventajas fiscales y subsidios basados en productividad, y se mejoraron las infraestructuras. Por ello, y a pesar de su tamaño relativamente grande (en particular Malasia, Tailandia o Corea), estas economías presentaban un alto grado de apertura, situándose en poco tiempo entre las economías más abiertas del mundo (ver tabla).

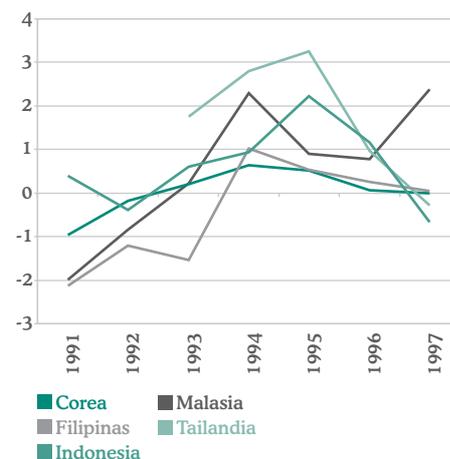
Asimismo, dos factores de corte más estructural favorecieron el alto crecimiento. Por un lado, altas tasas de ahorro, en particular en el sector empresarial, generaron abundantes recursos que permitieron financiar el desarrollo económico. Por otro lado, estructuras demográficas explosivas en los años siguientes a 1950, con tasas de dependencia más reducidas en los años 1990, favorecieron una alta tasa de participación y una oferta de mano de obra abundante y barata, a la vez que cimentaron las bases de una demanda interna pujante.

Sin embargo, estos buenos indicadores, que mantuvieron vivo el optimismo de los inversores internacionales hasta poco antes de la crisis, no pudieron impedir el agotamiento gradual del modelo: a estos fundamentales se contrapusieron otros que acabaron por alterar el rumbo de la economía. Entre ellos, un primer condicionante de la sostenibilidad del modelo fue la falta de productividad. Comparadas con los periodos de fuerte crecimiento de los hoy países industrializados (ver tabla), las economías del Sudeste Asiático acumularon factores, creciendo esencialmente por

Servicios de Estudios BBVA, Madrid  
Miguel Cardoso Lecourtois, miguel.cardoso@grupobbva.com  
Luis J. Carranza Ugarte  
Manuel Silva Martínez, manuel.silva@grupobbva.com

### Saldo del sector público

(% del PIB)



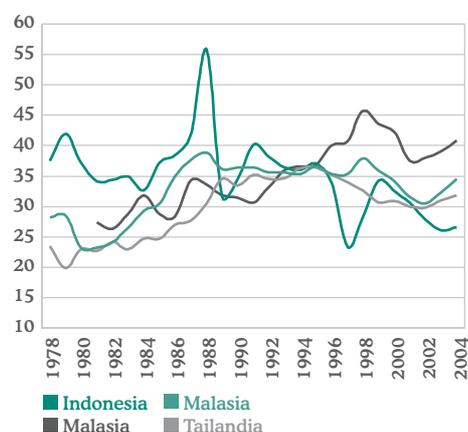
Fuente: BBVA a partir de FMI

### Apertura comercial en 1996 ( $(X+M)/PIB$ en porcentaje)

	Grado de apertura	Ranking mundial
Malasia	180%	1
Filipinas	89%	6
Tailandia	82%	7
Corea	61%	11
Indonesia	53%	15

### Ahorro

(porcentaje del PIB)



Fuente: BBVA con datos del IIF

<sup>1</sup> Utilizando el PIB valuado corrigiendo por el poder de paridad de compra.

Fuentes del Crecimiento durante el período de «Catching Up»\*

	Y	A	K	L
Francia	5,1%	2,4%	2,2%	0,4%
Italia	5,6%	3,3%	2,2%	0,1%
Japón	9,0%	3,4%	4,4%	0,9%
Korea	8,0%	2,3%	4,3%	1,4%
Tailandia	7,8%	2,8%	3,4%	1,6%
China	7,8%	3,5%	2,9%	1,2%
Malasia	6,9%	1,5%	3,6%	1,8%
Indonesia	6,2%	1,2%	3,6%	1,4%
Filipinas	4,0%	0,6%	1,6%	1,8%

\*/ Para Francia, Italia y Japón 1950-1973, E. Asiático 1960-1996, China 1980-2005.  
Fuente: BBVA con datos del IIF

Endeudamiento externo del sector privado (Flujos como % del PIB)

	1980-1989	1990-1994	1995	1996
Indonesia	1,71	2,62	5,71	5,54
Corea	1,68	2,83	5,73	7,33
Malasia	2,92	2,88	6,08	9,72
Filipinas	3,39	1,34	5,03	5,54
Tailandia	1,89	7,00	13,75	8,63

Fuente: BBVA con datos del IIF

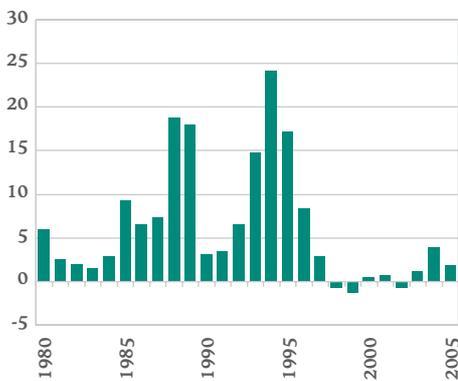
Tipo de Cambio (Variación porcentual promedio)

	1992-1996	1997	1998
Indonesia	14,7%	28,6%	241,5%
Corea	2,6%	22,2%	39,1%
Malasia	-1,0%	14,4%	35,8%
Filipinas	4,5%	14,7%	35,3%
Tailandia	-2,0%	25,8%	27,4%

Fuente: BBVA con datos del IIF

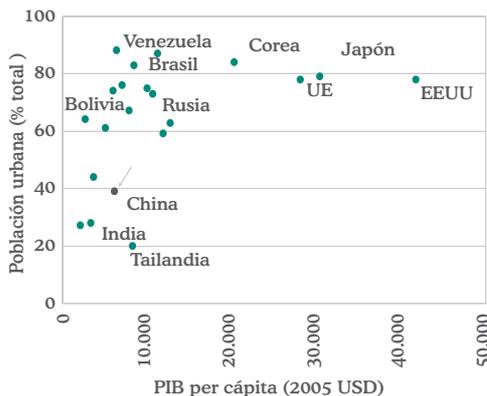
## Inflación

(variación % anual en el IPC)



Fuente: IIF

## PIB per cápita y población urbana



Fuente: BBVA con datos del Banco Mundial

vía de capital (K) y mano de obra (L), pero con escaso crecimiento de la productividad (A). Las deficiencias en este sentido acabaron mudándose en una severa recesión en el sector exportador en 1998 generalizable a todos los países considerados.

Gran parte de culpa tuvieron también algunos factores de tipo financiero y monetario, que acabaron condensando fuertes presiones sobre los frágiles sectores bancarios nacionales. Las políticas de liberalización de la cuenta de capitales llevadas a cabo, por ejemplo, dispararon el endeudamiento en dólares, en particular de los bancos, sometidos a escasa regulación por parte de las autoridades monetarias. Del mismo modo, las rigideces derivadas del control en los regímenes de tipo de cambio indujeron una política monetaria expansiva, y, con ella, fuertes incrementos del crédito bancario doméstico. El resultado último fue una importante sobrevaloración de las distintas monedas del Sudeste Asiático, desencadenante de la crisis.

Las consecuencias de estas tensiones, como es bien sabido, fueron tan inmediatas como violentas. Los primeros efectos se tradujeron en un fuerte deterioro de la balanza por cuenta corriente a la vez que aumentó la dependencia de flujos a corto plazo en la financiación externa. Lo anterior provocó un importante desajuste en el vencimiento y denominación de los activos y pasivos. Los tipos de cambio no pudieron resistir a las presiones y a la pérdida de confianza de los mercados, y la fuerte corrección por devaluación provocó una brusca contracción de la actividad real, en particular en la formación bruta de capital (FBC), principal motor, como se dijo más arriba, del crecimiento económico: la FBC experimentó caídas de entre un 20% para Corea o Filipinas y un 50% en Malasia e Indonesia (en términos reales), a lo largo del primer año después de la crisis (1999).

## Similitudes y diferencias del modelo de crecimiento chino

Esta dinámica de auge y declive en los países del Sudeste Asiático lleva de forma natural a interrogarse sobre el crecimiento actual de China, cuyas similitudes con lo expuesto anteriormente son evidentes.

En efecto, es indudable que China goza de una envidiable disciplina macroeconómica, con un déficit público, relativamente bajo y controlado (inferior al 3% desde principios de los años 1980), una deuda externa inferior incluso a la del Sudeste Asiático (en torno al 12% en los últimos cinco años), una inflación por debajo del 5% desde hace 10 años (ver gráfico), sin gran volatilidad ni episodios de hiperinflación, a lo que se suma un régimen de tipo de cambio muy controlado, sin perspectivas de liberalización a corto plazo, y con el dólar americano por moneda de referencia<sup>2</sup>.

Del mismo modo, es indudable que China se ha ido orientando hacia una economía de exportación. La apertura comercial se ha multiplicado por seis en los últimos veinticinco años, constituyendo hoy 63% por ciento del PIB, cifra elevada a pesar del gran tamaño de su economía – superior al del resto del Sudeste Asiático junto en población y producto.

Otro factor importante es la actitud voluntarista del Gobierno a la hora de instrumentar esta orientación hacia el exterior. Destaca asimismo la constante preocupación por evitar tensiones sociales en el proceso de transición hacia una economía de mercado. El control, de forma artificial, de ciertos instrumentos otorga *de facto* una mayor competitividad al sector externo chino. Así, por ejemplo, el control del éxodo rural mediante políticas de adscripción territorial de los trabajadores (*hukou*), sitúa a China con niveles de población urbana muy inferiores al de países con mismo grado de desarrollo (ver gráfico). En el mismo sentido, el control interno de la inflación en precios (en particular en bienes no comerciales, como vivienda, energía o servicios) y en salarios (con una evolución de un 15% desde 1980 cuando el PIB ha crecido un 80%), junto con un férreo control del tipo de cambio, garantizan fuertes ventajas comparativas al tejido productivo chino a nivel global, a la vez que brindan empleo (o subempleo) y

<sup>2</sup> Incluso después del cambio de cesta de referencia del 21 de Julio de 2005, el dólar sigue representando, según toda estimación, más del 75% del peso de la cesta.

estabilidad a numerosos ciudadanos. Todo ello limita la aparición de tensiones sociales que puedan poner en peligro el panorama político del país.

También coincide China con el modelo anterior en lo que a factores estructurales se refiere. Las tasas de ahorro privado cuentan entre las más altas del mundo (42,5% del PIB en 2003), tanto por parte de los hogares como de las empresas, y la evolución demográfica del país a lo largo de los cincuenta años de Comunismo es muy similar a la observada en sus vecinos asiáticos, en particular en lo relativo a la reducción de la tasa de dependencia en tiempos más recientes (ver pirámide). Todo esto confirma la intuición inicial: el sendero de desarrollo económico chino se parece, en muchos de sus fundamentales, a los senderos recorridos por sus vecinos asiáticos hasta llegar al precipicio de la crisis.

No parece sin embargo que China vaya a tropezar en la misma piedra que sus vecinos, ya que las deficiencias que engendraron la crisis, Beijing parece haberlas incorporado en su modelo a su favor.

En efecto, y en lo relativo a la productividad, el crecimiento chino presenta un incremento de la misma muy similar a la de los países europeos en épocas de fuerte desarrollo: algo menos de la mitad del producto lo explica la mejora de la productividad, contribuyendo el capital y la mano de obra a algo más de un tercio y un sexto respectivamente. Además, comparado con otros países en desarrollo, China exhibe tasas de productividad del trabajo relativamente alta (ver gráfico). He aquí un factor diferencial que afianza la sostenibilidad del modelo de desarrollo.

Muy diferente también es la reglamentación sobre balanza de capitales. En efecto, frente a la liberalización en los países vecinos, China controla su balanza de capitales – control que, si bien en el caso de la IED es moderado (los flujos de entrada y salida requieren autorización de agencias del Gobierno), sí es muy estricto en capitales a corto plazo: las entradas de flujos de cartera sólo pueden dirigirse a mercados reservados a inversores extranjeros (acciones B) o destinarse a emisiones externas (acciones “H” en Hong Kong y ADR en mercados como el americano), las salidas necesitan aprobación oficial, y existen muy fuertes restricciones sobre préstamos en moneda extranjera (autorización necesaria del Gobierno, pudiendo ser de corto plazo sólo un 10%). Finalmente, sólo grandes empresas (generalmente con altas participaciones el estado) pueden mantener divisas indefinidamente, siendo obligatoria la conversión para los demás agentes de la economía, lo cual evita flujos incontrolados de divisas en el interior del país. China, por tanto, parece haber comprendido el papel que jugaron los capitales a corto plazo y una liberalización demasiado rápida de la cuenta de capitales durante la crisis asiática, y haberse dotado de medidas al respecto con el objeto de evitar trastornos bruscos en su economía.

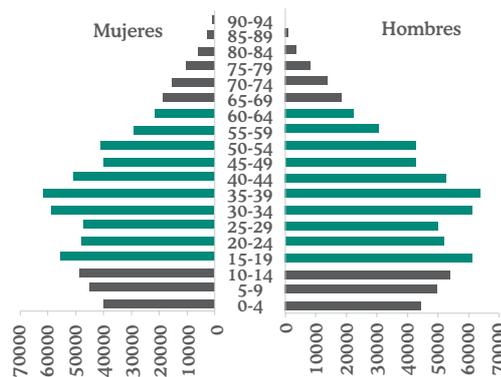
Y es que Beijing parece saber que, de encontrarse en condiciones idénticas a las de sus vecinos antes de la crisis, el fallo del sistema podría provenir de fuentes muy similares a las observadas en 1997-1998.

En efecto, uno de los puntos débiles de su economía es precisamente el sistema bancario. La tasa de mora en China sigue situándose por encima de su grupo de referencia: superior a lo observado en América Latina, y sólo por encima de países como Filipinas dentro del grupo de las grandes economías asiáticas, (ver gráfico). Los bancos, por ser de titularidad pública, no usan técnicas de gestión de riesgo o de selección de inversiones más fiables que muchas veces el mero criterio político. Igualmente, el subdesarrollo del crédito al consumo impide canalizar las ingentes masas de ahorro hacia actividades más productivas o consolidar una demanda interna fiable y profunda que pueda compensar las aleatoriedades de la demanda externa.

El otro punto por el que falló el modelo vecino fue por una apreciación real importante del tipo de cambio. Por ello, China se aferra a mantenerlo controlado, ya que sostiene sus exportaciones competitivas (más ahora con un dólar débil). Si la crisis asiática fue una crisis del corto plazo, de la inmediatez y de los capitales volátiles, China parece haberse dotado de

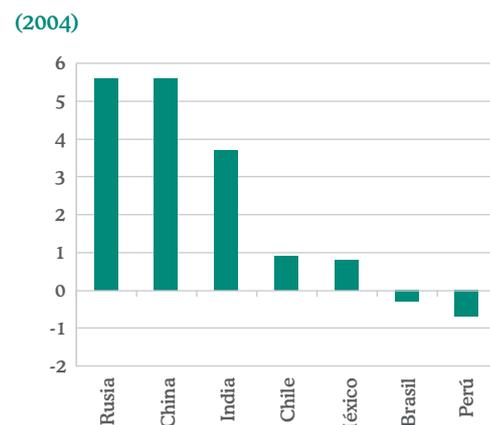
### Pirámide poblacional china 2005

(en miles)



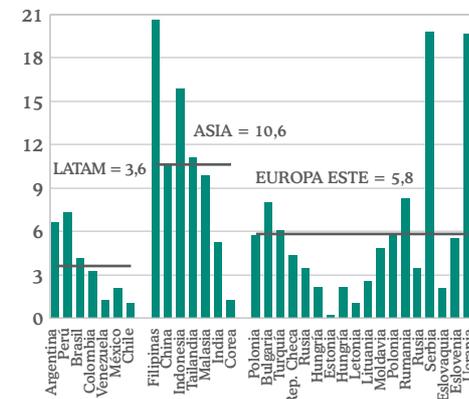
Fuente: Banco Mundial

### Índice de productividad del factor trabajo en comparación a los costes laborales (2004)



Nota: valor más alto del índice, indica mayor productividad  
Fuente: CEIC

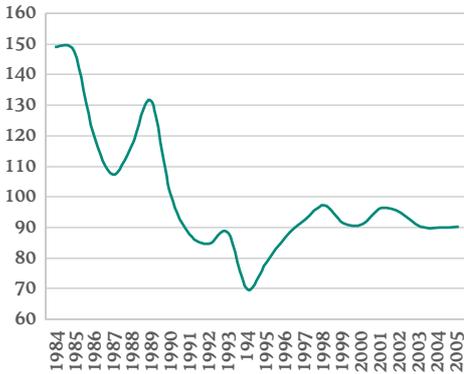
### Tasa de mora 2005



Fuente: BID

## Tipo de cambio efectivo real en China

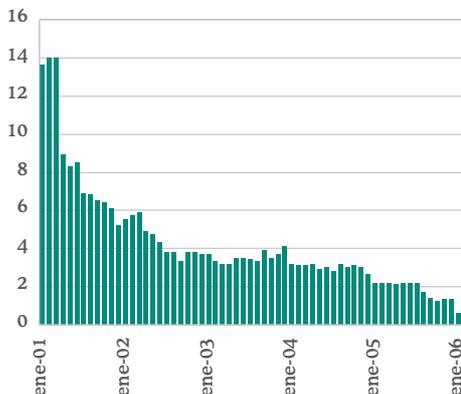
(promedio de la muestra = 100 - incremento = apreciación)



Fuente: BBVA

## Precios de alquiler

(variación % real anual)



Fuente: CEIC

todos los medios a su alcance, a pesar de la crítica de la comunidad económica internacional, para protegerse de ello.

## ¿Está China a salvo de todo riesgos?

A pesar de haber sacado lecciones muy instructivas de la historia reciente de la región, ciertos riesgos pesan todavía sobre el Imperio del Medio.

Entre ellos, y de cara a la estructura doméstica, puede ponerse algo en duda la sostenibilidad fiscal del país, donde quedan importantes reformas por hacer, con el resultante gasto potencial futuro por parte del Gobierno. En particular, es probable que la población acabe demandando una mejora de la Seguridad Social, muy primaria hoy por hoy, o que motivos políticos lleven a un mayor grado de intervención (infraestructuras, inversiones políticas improductivas), que implique mayor gasto. También puede considerarse un cierto riesgo institucional (debido por ejemplo a la corrupción que gangrena la seguridad jurídica) o a un riesgo sociopolítico (ligado a la cuestión de Taiwán o a reivindicaciones democráticas por ejemplo). Las probabilidades asociadas a estos tres elementos son bajas, pero sus derivaciones podrían ser de graves consecuencias para el país. Más preocupantes todavía podrían ser los riesgos asociados a la fragilidad del sistema bancario, a pesar de los esfuerzos del Gobierno por sanearlo con cargo a sus abundantes reservas de divisas. Una pérdida de confianza en el sistema bancario podría acarrear una desestabilización de la demanda interna y alteraciones en la percepción del riesgo de las inversiones. También inquieta la sobreinversión en éste el primer receptor de IED del mundo, con potenciales consecuencias nefastas para los beneficios de las empresas. De momento, sin embargo, parece que la sobreinversión sólo afecte a cierto sectores (automóvil, cemento, etc.).

Por ello, las contingencias más plausibles tal vez puedan venir del exterior. El despertar de China podría ser, paradójicamente, la causa de su declive. A estos efectos, de forma exógena, un cambio de los sentimientos de los inversores extranjeros podría reducir la IED en China, comprometiendo las altas tasas de inversión y FBC actuales, requisitos de la estabilidad política y social. Sin embargo, gran parte de las inversiones domésticas siguen financiándose por flujos internos por lo que un "parón" repentino de flujos apenas tendría consecuencias en China. Más importante parece ser el impacto del inicio de una guerra comercial: dada la apuesta del gobierno chino por el sector exportador, resultaría desastrosa la pérdida de mercados tan importantes como el de EEUU. Las probabilidades de que esto suceda se han incrementado durante los últimos meses y la preocupación por la competencia china a nivel mundial se ha visto reflejada en las recientes acusaciones de manipulación del renminbi<sup>3</sup>. Dado el poco desarrollo del mercado interno y los bajos niveles de consumo, sería mortal para la economía china que se desencadenase un levantamiento de barreras comerciales como el observado después de la gran depresión de principios de los años 30. Más aún, hoy más que nunca, China depende de una economía mundial fuerte, por lo que una recesión en las economías más desarrolladas podría traer graves consecuencias domésticas.

## Conclusiones

La economía china comparte características con los modelos de crecimiento desarrollados en el sudeste asiático. Sus fortalezas (alta productividad, tipo de cambio real bajo control, poca apertura en cuenta de capitales), sin embargo, hacen que la posibilidad de una crisis en China como la observada en estos países durante 1997 y 1998, sea relativamente baja. Esto, no implica que no existan riesgos a corto o mediano plazo: el sector financiero sigue siendo débil y varios sectores comienzan a mostrar signos de sobreinversión. Más aún, la política de acumulación de reservas, el tipo de cambio nominal semi-fijo y la consecuente expansión monetaria pueden comenzar a generar presiones inflacionarias.

<sup>3</sup> Recientemente, los senadores americanos Schumer (D) y Graham (R) han vaticinado la creación de un arancel a las importaciones chinas del 27,5%, valor estimado por el Congreso de la infravaloración del Yuan, como medida de salvaguarda ante la competitividad artificial del sector externo chino.

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
<b>EE.UU.</b>	4,2	3,5	3,3	3,2	2,7	3,4	3,4	2,1
<b>UEM</b>	1,8	1,4	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2	2,1
<b>Japón</b>	2,7	2,7	3,0	3,0	0,0	-0,3	0,4	0,5
<b>China</b>	10,1	9,9	10,0	9,5	3,9	1,9	2,0	2,0

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$ , fin de período)			
	30/06/06	dic-06	jun-07	dic-07	30/06/06	dic-06	jun-07	dic-07
<b>EE.UU.</b>	5,25	5,25	5,25	5,25				
<b>UEM (\$/€)</b>	2,75	3,50	4,00	4,00	1,28	1,27	1,29	1,30
<b>Japón (yenes/\$)</b>	0,00	0,75	1,25	1,25	114	113	108	105
<b>China (cny/\$)</b>	5,85	6,10	6,35	6,35	7,99	7,75	7,60	7,50

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
<b>Argentina</b>	9,0	9,2	7,3	6,2	6,1	12,3	11,0	12,0
<b>Brasil</b>	4,9	2,3	3,6	3,0	7,6	5,7	4,5	4,8
<b>Chile</b>	6,2	6,3	5,3	5,6	2,4	3,7	3,2	2,4
<b>Colombia</b>	4,8	5,2	4,8	4,6	5,5	4,9	4,2	3,9
<b>México</b>	4,2	3,0	4,0	3,2	5,2	3,3	3,4	3,5
<b>Perú</b>	5,2	6,4	5,6	4,7	3,5	1,5	2,5	2,5
<b>Venezuela</b>	17,9	9,3	4,1	3,6	19,2	14,4	12,3	16,9
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>6,8</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>
<b>LATAM Ex-México</b>	6,6	4,9	4,6	4,1	7,3	6,9	5,9	6,5

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
<b>Argentina <sup>2</sup></b>	2,6	1,8	2,0	1,8	2,2	3,2	2,7	1,9
<b>Brasil</b>	-2,5	-3,0	-3,0	-2,5	1,9	1,8	1,0	1,0
<b>Chile <sup>2</sup></b>	2,4	4,9	6,2	1,9	1,7	0,6	1,0	-0,8
<b>Colombia</b>	-1,2	0,0	-1,5	-1,7	-1,0	-0,2	-1,7	-1,5
<b>México</b>	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-1,1	-0,7	-0,3	-1,1
<b>Perú</b>	-1,1	-0,3	0,0	-0,7	0,0	1,3	0,5	-0,3
<b>Venezuela <sup>2</sup></b>	-1,9	1,6	-2,3	-3,1	14,1	17,7	14,0	12,3
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>
<b>LATAM Ex-México</b>	-1,2	-1,0	-1,3	-1,4	2,7	3,4	2,4	2,1

<sup>1</sup> Media de los países mencionados. <sup>2</sup> Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$ , fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año) <sup>3</sup>			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
<b>Argentina</b>	2,99	3,05	3,15	3,30	3,1	5,0	7,5	12,0
<b>Brasil</b>	2,72	2,28	2,40	2,50	17,8	18,0	14,5	13,5
<b>Chile</b>	576	514	540	550	2,3	4,5	5,5	5,5
<b>Colombia</b>	2404	2279	2550	2631	7,8	6,3	6,4	7,1
<b>México</b>	11,15	10,63	11,00	11,70	8,7	8,2	7,0	7,0
<b>Perú</b>	3,28	3,42	3,28	3,40	3,0	3,3	4,75	5,25
<b>Venezuela</b>	1920	2150	2150	2362	12,4	10,9	10,1	9,8

<sup>3</sup> Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.

## Argentina

	2004	2005	2006p	2007p
PIB (%)	9,0	9,2	7,3	6,2
Inflación IPC (% , fin de año)	6,1	12,3	11,0	12,0
Balanza comercial (m.M. \$)	12,1	11,3	10,1	9,5
Cuenta corriente (% PIB)	2,2	3,0	2,7	1,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	19,6	28,1	27,6	33,6
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,99	3,01	3,15	3,30
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	2,6	1,8	2,0	1,8
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	3,1	5,0	7,5	12,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	50	52	53	55
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	117	131	136	133

<sup>1</sup> Argentina : Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones  
<sup>2</sup> Argentina : Depósitos a 30 días en pesos; Brasil : SELIC

## Brasil

	2004	2005	2006p	2007p
PIB (%)	4,9	2,3	3,6	3,0
Inflación IPC (% , fin de año)	7,6	5,7	4,5	4,8
Balanza comercial (m.M. \$)	33,7	44,8	41,0	35,0
Cuenta corriente (% PIB)	1,9	1,8	1,0	1,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	52,7	53,8	56,0	52,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,72	2,28	2,40	2,50
Saldo sector público (% PIB)	-2,5	-3,1	-3,0	-2,5
Tasa de interés (fin de año)	17,8	18,0	14,5	13,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	65	81	76	74
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	79	77	80	82

## Chile

	2004	2005	2006p	2007p
PIB (%)	6,2	6,3	5,3	5,6
Inflación IPC (% , fin de año)	2,4	3,7	3,2	2,4
Balanza comercial (m.M. \$)	9,2	10,2	17,5	7,3
Cuenta corriente (% PIB)	1,7	0,6	1,0	-0,8
Reservas (m.M. \$, fin de año)	16,0	16,0	17,6	17,6
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	576	514	540	550
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	2,4	4,9	6,2	1,9
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	2,3	4,5	5,5	5,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	84	97	91	88
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	89	107	132	100

<sup>1</sup> Chile : Gobierno Central  
<sup>2</sup> Chile : Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); Colombia : DTF a 90 días

## Colombia

	2004	2005	2006p	2007p
PIB (%)	4,8	5,1	4,8	4,6
Inflación IPC (% , fin de año)	5,5	4,9	4,2	3,9
Balanza comercial (m.M. \$)	1,4	1,4	0,6	-0,8
Cuenta corriente (% PIB)	-1,0	-0,2	-1,7	-1,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	13,5	15,0	15,2	16,3
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2404	2279	2550	2631
Saldo sector público (% PIB)	-1,3	0,0	-1,5	-1,7
Tasa de interés (fin de año)	7,8	6,3	6,4	7,1
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	83	92	81	80
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	128	151	156	151

## México

	2004	2005	2006p	2007p
PIB (%)	4,2	3,0	4,0	3,2
Inflación IPC (% , fin de año)	5,2	3,3	3,4	3,5
Balanza comercial (m.M. \$)	-8,8	-7,6	-4,8	-12,5
Cuenta corriente (% PIB)	-1,1	-0,7	-0,3	-1,1
Reservas (m.M. \$, fin de año)	61,5	68,7	73,0	75,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	11,15	10,63	11,00	11,70
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-0,3	-0,1	0,0	0,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	8,7	8,0	7,0	7,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	107	114	110	104
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	158	193	209	196

<sup>2</sup> México : Cetes a 28 días; Perú : Tasa interbancaria en soles

## Perú

	2004	2005	2006p	2007p
PIB (%)	4,8	6,7	5,6	4,7
Inflación IPC (% , fin de año)	3,5	1,5	2,5	2,5
Balanza comercial (m.M. \$)	2,8	5,2	6,0	5,7
Cuenta corriente (% PIB)	0,0	1,3	0,5	-0,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	12,6	14,1	15,0	15,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,28	3,42	3,28	3,40
Saldo sector público (% PIB)	-1,1	-0,4	0,0	-0,7
Tasa de interés (fin de año)	3,0	3,3	4,8	5,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	90	87	89	86
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	99	113	128	115

## Uruguay

	2002	2003	2004	2005
PIB (%)	-11,0	2,2	12,3	6,2
Inflación IPC (% , fin de año)	25,9	10,2	7,6	4,9
Balanza comercial (m.M. \$)	0,0	0,2	0,0	0,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	0,4	-0,1	-0,1	0,1
% PIB	3,1	-0,5	-0,8	0,6
Reservas (m.M. \$, fin de año) <sup>3</sup>	0,8	1,9	2,3	3,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	27,13	29,19	26,56	23,51
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-4,1	-3,2	-1,8	-2,5
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	69,9	7,5	5,7	4,6
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	90	75	81	87
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	85	86	89	81

<sup>1</sup> Venezuela: Gobierno Central  
<sup>2</sup> Uruguay : Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela : Depósitos a 90 días  
<sup>3</sup> Venezuela : incluye FIEM

## Venezuela

	2004	2005	2006p	2007p
PIB (%)	17,9	9,4	4,1	3,6
Inflación IPC (% , fin de año)	19,2	14,4	12,3	16,9
Balanza comercial (m.M. \$)	21,4	30,4	23,8	19,7
Cuenta corriente (m.M. \$)	13,8	24,4	22,6	24,0
% PIB	14,1	17,7	14,0	12,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	24,1	29,6	24,8	23,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1920	2150	2150	2362
Saldo sector público (% PIB)	-1,9	1,6	-2,3	-3,1
Tasa de interés (fin de año)	12,4	10,9	10,1	9,8
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	91	90	98	102
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	208	286	307	282

# Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

## Buenos Aires [www.bancofrances.com.ar](http://www.bancofrances.com.ar)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Panorama Macro Financiero de Argentina 2006/2007	Cientes de Mercados Globales y Distribución	Buenos Aires, Abril 2006
Conferencia: Panorama Macro Financiero de Argentina 2006/2007	FORUM Executive Information	Buenos Aires, Abril 2006
Perspectivas Económicas 2006	Cientes Sector Comercio Exterior	Rosario, Mayo 2006
Perspectivas Económicas 2006-2007	Cientes Banca Corporativa	Buenos Aires, Junio 2006
Argentina: Escenarios de Riesgo en la Cuenta Corriente 2006-2008	Banco Central de la República Argentina	Buenos Aires, Junio 2006
Consistencia de la Política Monetaria, Cambiaria y Fiscal	Consejo Profesores de Ciencias Económicas de la Ciudad de Buenos Aires	Buenos Aires, Junio 2006
Política Económica Argentina y el Sector Agroindustrial	Universidad Nacional del Sur	Bahía Blanca, Junio 2006

## Caracas [www.provincial.com](http://www.provincial.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Flujos de Fondos, Tasas de Interés y Tipo de Cambio en el Mercado Global	Camará Venezolana Americana	Caracas, Abril 06
Entorno Macroeconómico 2006-2008	Reunión de Clientes	Caracas, Abril 06
Venezuela: Economic Outlook 2006-2008	Banca Mayorista Global	Caracas, Mayo 06
Entorno Macroeconómico 2006-2008	Banca de Empresas e Instituciones	Caracas, Mayo 06
Venezuela: Economic Outlook 2006-2008	Banca Mayorista Global	Caracas, Junio 06

## Lima [www.bbvabancocontinental.com](http://www.bbvabancocontinental.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
América Latina en el Escenario Internacional	Universidad del Rosario de Colombia	Lima, Abril 2006
Escenario Económico	Continental Bolsa	Lima, Abril 2006
Reflections on the Recent Growth in Bank Lending in Latin America	BALAS - USIL	Lima, Mayo 2006
Perú: Escenario Económico y Financiero	Reunión Económica para Ejecutivos	Lima, Mayo 2006
Situación Económica	BID	Lima, Junio 2006

## Madrid [www.bbva.com](http://www.bbva.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Estudio del Comportamiento de los Créditos al Consumo hasta 2010	Seminario Créditos al Consumo IIR	Madrid, Abril 2006
Latinoamérica y Otras Economías Emergentes	Cámara de Comercio de Bilbao	Bilbao, Mayo 2006
Una Valoración del Boom de los Precios de las Materias Primas	La Economía Andaluza en un Mundo en Cambios	Sevilla, Mayo 2006
Sector Automoción: Moderación del Gasto	Club de Previsión del Mercado Español de Automoción	Madrid, Mayo 2006
Current Account Disequilibria: Get Used to or to Be Corrected?	ICCBE Milán	Milán, Junio 2006
¿Un Milagro en Equilibrio?	Jornadas de Banca Corporativa Ibérica	Sevilla, Junio 2006
Los Nuevos Países Emergentes	Jornadas de Banca Corporativa Ibérica	Sevilla, Junio 2006

## México [www.bancomer.com](http://www.bancomer.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
¿Son Sostenibles los Bajos Niveles de Inflación en México?	Instituto Mexicano de Contadores Públicos (IMCP)	México D.F., Abril 2006
Estimación del PIB Estatal: Limitantes y Retos	Gobierno de Jalisco	Guadalajara, Jal. Abril 2006
Mexico: Economic and Political Outlook	Cientes	México, D.F., Mayo 2006
México: Desarrollando el Potencial Turístico	Congreso Nacional Turismo, Universidad de Gto.	Guanajuato, Mayo 2006
México: Con Buenos Fundamentos ante el Proceso Electoral	Cientes	México, D.F., Mayo 2006
Aversión al Riesgo Internacional y Elecciones:		
Impacto en el Mercado Financiero	ISSTE León	Monterrey, N.L. Junio 2006
Reflexiones sobre México (2006-2030)	Congreso Universitario, ITESM	México, D.F., Mayo 2006
10 Acciones para Mejorar la Competitividad de México	Consejo de Inversión, IMSS	México, D.F., Junio 2006
Una Mirada a la Economía, a las Reformas y al Sector Vivienda	Curso de Verano, Consejos Regionales	México, D.F., Junio 2006

## BBVA USA [www.bancomer.com](http://www.bancomer.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
World Economic Outlook and its Risks	Jornadas de BBVA Hong Kong	Hong Kong, Abril, 2006
Monitor Hispano	Comité de Dirección BBVA USA	Houston, Texas, Junio 2006

## Santiago de Chile [www.bhif.cl](http://www.bhif.cl)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Camino Despejado en 2006. ¿Nubarrones en el Futuro?	Cientes BBVA	Iquique, Abril 2006
Chile: Escenario Macroeconómico	Banca Corporativa BBVA	Santiago, Abril 2006
Panorama Económico 2006-08	Trainees BBVA	Santiago, Mayo 2006
El Cobre la Lleva	Prensa	Santiago, Mayo 2006
Diagnóstico y Propuestas de Ajuste al Sistema Previsional Chileno	Consejo Asesor Presidencial para Reforma Pensiones	Santiago, Mayo 2006
A 25 Años de la Reforma del Sistema de Pensiones	Centros de Alumnos UC, U. de Chile	Santiago, Mayo - Junio 2006

## Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Déposito Legal: M-31252-2000

### Servicio de Estudios Económicos:

**Director:**

José Luis Escrivá

**Subdirector:**

David Taguas

**Economistas Jefe:**

España y Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Europa: Sonsoles Castillo

Latam y Mercados Emergentes

Argentina: Ernesto Gaba

Chile

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

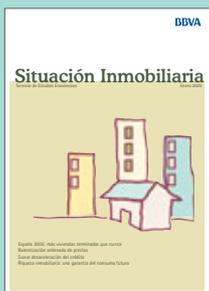
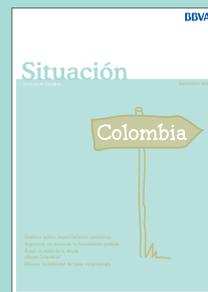
Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

## otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.