

Latinwatch

Servicio de Estudios Económicos

Primer semestre 2008



Contexto internacional: se intensifican las turbulencias financieras

América Latina mejor blindada

Mayor diversificación exportadora y menor dependencia comercial con EE.UU.

Indice

Fecha de cierre: 19 de marzo de 2008

Editorial	2
I. Entorno Internacional	3
II. Situación y perspectivas para América del Sur	5
III. Temas de fondo	13
a. Anatomía del Comercio en América Latina	13
b. Tasas naturales de interés: Una aplicación para Colombia y Perú	19
c. Producto Potencial y Brecha de Producción: Una aplicación para Argentina, Chile y Venezuela	23
IV. Estadísticas y proyecciones	27
Contexto internacional	27
Previsiones por países	28

Han elaborado esta publicación:

Alicia García-Herrero
Sonsoles Castillo

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
s.castillo@grupobbva.com

Beatriz Asensio
Daniel Navia
José Ramón Perea
Elvira Prades

beatriz.asensio@grupobbva.com
daniel.navia@grupobbva.com
jramon.perea@grupobbva.com
elvira.prades@grupobbva.com

Editorial

Las perspectivas para América Latina siguen siendo moderadamente optimistas, a pesar de un contexto en el que se intensifican los problemas en los mercados financieros internacionales y las previsiones de crecimiento de las economías desarrolladas continúan revisándose a la baja.

Obviamente, en un mundo globalizado, ninguna economía abierta comercial y financieramente, como es el caso de la gran mayoría de los países de América Latina, se puede mantener aislada de los vaivenes de la economía global. Así habrá de afectarle la mayor aversión al riesgo a nivel global y el incremento del coste de financiación en los mercados internacionales así como la reducción de la demanda externa por la desaceleración de las principales economías. Así se desprende de algunos indicadores financieros como la ampliación del riesgo país o de la ralentización de los flujos de cartera. No obstante, el balance hasta la fecha es favorable, tanto desde una perspectiva histórica como comparándolo con otras regiones. ¿Es sostenible esta percepción sobre la región? En nuestra opinión, hay argumentos para responder afirmativamente a esta cuestión y apostar porque el crecimiento se ajustará a la baja de forma moderada. Obviamente, si el deterioro de la situación global se agudizara ulteriormente o se extendiera mucho más en el tiempo, la respuesta podría ser distinta pero no es el momento de dilucidarlo ahora.

En este número identificamos varios elementos que permiten sustentar esta tesis. Uno de ellos es la muy buena situación cíclica de buena parte de las economías de la región. Con tasas de crecimiento elevadas (entre el 5% y 9%) estas economías se enmarcan en una fase expansiva del ciclo económico y se sitúan en un punto de partida muy favorable para afrontar un entorno de desaceleración mundial. Otro de los elementos es el esfuerzo inversor, uno de los principales contribuidores al fuerte crecimiento en la región. Con una inversión que, en algunos casos, rebasa cotas que no se observaban en las últimas décadas y, lo que es más relevante, con una composición que previsiblemente genere externalidades muy positivas en el corto y mediano plazo, el diagnóstico sobre el crecimiento es más favorable que en fases expansivas previas. Otro elemento es la creciente diversificación geográfica de las exportaciones hacia nuevos mercados de fuerte crecimiento (como muestra el artículo "Anatomía del comercio en América Latina" de esta revista), lo que hace menos dependientes a estas economías de los vaivenes de la economía estadounidense, al menos de forma directa.

Pero también es cierto que se pueden identificar algunos riesgos para las economías de América Latina derivados del entorno externo. El primero es el repunte adicional de la aversión al riesgo por parte de los inversores que repercuta en un aumento significativo del coste de financiación (en línea que lo que se observara en otros episodios de crisis). Este escenario parece poco probable e incluso, en caso de producirse, debería tener un impacto relativamente moderado en el crecimiento de la región. La mejora en términos de solvencia financiera de estos países, en algunos de los cuales el ratio de deuda externa se ha reducido prácticamente a la mitad en los últimos años, los hace menos vulnerables que en el pasado. El segundo elemento a vigilar son las materias primas. Los avances en diversificación exportadora por tipo de bien se están apreciando en algunos casos, pero no se puede hablar de forma generalizada de un cambio cualitativo. De hecho, la elevada dependencia de la región de las exportaciones de materias primas sigue siendo una constante en prácticamente todos los países de la región. Dicho esto, el actual boom de demanda y precios del que se están beneficiando prácticamente todos los países de la región no parece que vaya a remitir en breve, al menos no de forma brusca. Así, lo ajustado de algunos de estos mercados en términos de inventarios, unido a problemas de oferta debería contrarrestar buena parte la previsible desaceleración de la demanda a lo largo del próximo año.

Más allá del sesgo a la baja que el entorno internacional impone sobre las previsiones de crecimiento de la región, el previsible tono de la política monetaria a lo largo del año puede añadir un sesgo adicional a la baja. En efecto, el repunte de la inflación en la región es un elemento adicional de preocupación. Si bien tras el repunte de los precios está el alza en el valor de los alimentos y la energía, hay que considerar que en estos países con mayor peso de los alimentos en la cesta de la compra y, en algunos casos, con un elevado grado de indexación, el reto de atajar un aumento de las expectativas de inflación es claro.

En definitiva, aunque la región en 2008 definitivamente verá moderarse su crecimiento respecto a 2007, las perspectivas siguen siendo favorables dado el entorno internacional en el que nos encontramos.

I. Entorno Internacional

El choque financiero se prolonga y se extiende

La economía mundial aún sufre las consecuencias del choque financiero iniciado en el verano del año pasado, que se ha demostrado más persistente de lo inicialmente anticipado y se ha extendido a nuevos agentes, instrumentos y mercados. En primer lugar, no han remitido las tensiones en los mercados interbancarios, reflejo de la escasez de liquidez efectiva en el sistema financiero. En particular, los tipos de interés del mercado interbancario siguen cotizando sustancialmente por encima de los tipos oficiales esperados, especialmente en los plazos más largos. La persistencia de esta situación anómala llevó a los principales bancos centrales del mundo a adoptar medidas para facilitar la distribución de liquidez. La Reserva Federal ha sido, sin duda, el actor más activo en este proceso, pues con varios programas (TAF, TSLF y repos) ha ampliado el monto de liquidez que inyecta directamente en el sistema financiero, así como el número de entidades que pueden acceder a sus recursos sin intermediarios (anteriormente, la FED trabajaba con un número reducido de primary dealers, que luego distribuían la liquidez a otros bancos y brokers). El BCE, por su parte, ejecutó dos programas de préstamo en dólares (por importes de 20 y 30mm.us\$, respectivamente), pero más allá de esto no adoptó cambios significativos en su política de inyección de liquidez a las entidades bancarias.

A medida que la turbulencia se ha prolongado, ha crecido el número de agentes e instrumentos financieros afectados. Así, de la situación inicial en la que los problemas se circunscribían a los mercados interbancarios y a las titulaciones de activos residenciales subprime en EE.UU., se ha asistido a un impacto más general sobre las primas de riesgo de crédito soportadas por los bancos (especialmente en los Credit Default Swaps, cuyo coste ha aumentado hasta máximos históricos). Asimismo, las aseguradoras de bonos (monolines) han visto como las garantías que habían extendido sobre productos estructurados se convertían en una amenaza a su estatus como empresas de máxima calificación crediticia (AAA), sin el cual su negocio resulta prácticamente insostenible. Un daño colateral de la crisis de las monoline es la desconfianza hacia los bonos municipales, que son mayoritariamente asegurados por estas empresas. Por otra parte, la demanda de productos estructurados, incluso de aquellos sin relación con el sector residencial, se ha paralizado. Por este motivo, los bancos están encontrando problemas para colocar préstamos apalancados (LBOs) o hipotecas comerciales titulizadas que habían acumulado antes del inicio de la crisis. En este complicado contexto, los bancos internacionales han seguido reconociendo abultadas pérdidas en sus carteras de activos, por un importe aproximado desde el inicio de la crisis de 200mm.us\$.

La extensión de la turbulencia no se ha limitado al sector financiero, sino que se ha ampliado a agentes fuera del mismo. Así, las cotizaciones bursátiles de las empresas no financieras, que no se habían visto afectadas hasta entonces por la crisis, experimentaron episodios de caídas bruscas en el cierre de enero, de las que apenas han conseguido recuperarse posteriormente. Asimismo, los costes de financiación de las empresas no financieras se han incrementado sustancialmente debido a la ampliación de las primas de riesgo. Por último, los indicadores de confianza de los consumidores han mostrado un sesgo claramente negativo en EE.UU. y, más recientemente, en la UEM, que podría adelantar un tono de mayor precaución en las decisiones de gasto de los hogares.

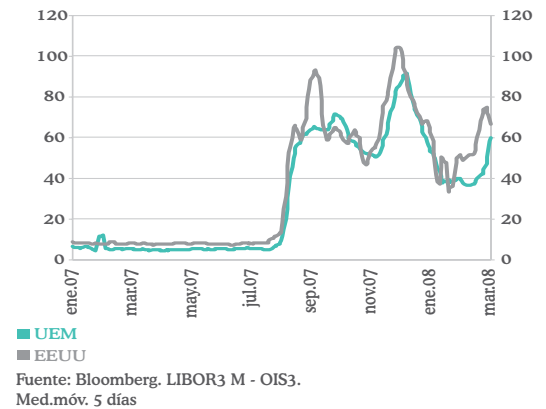
Impacto sobre la economía real

La magnitud y extensión del choque financiero hacen prever un impacto más acusado sobre la economía global, aunque aún es pronto para cuantificar precisamente cuál sería su magnitud y probablemente dicho impacto no será homogéneo ni simultáneo en las diferentes regiones.

La economía de Estados Unidos ha acusado ya los efectos de la situación financiera, pues en el cuarto trimestre de 2007 el PIB apenas

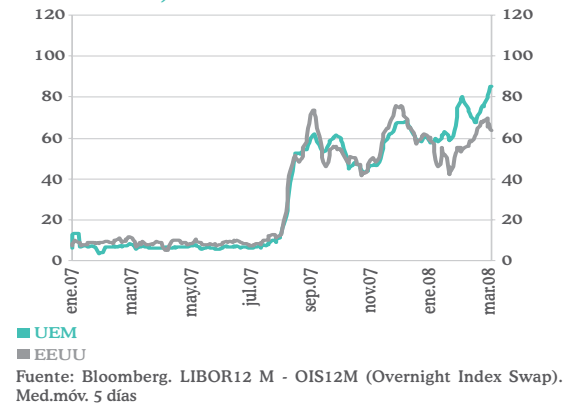
Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 3 meses:

Diferencial (LIBOR3M - Expectativas Política Monetaria3M)

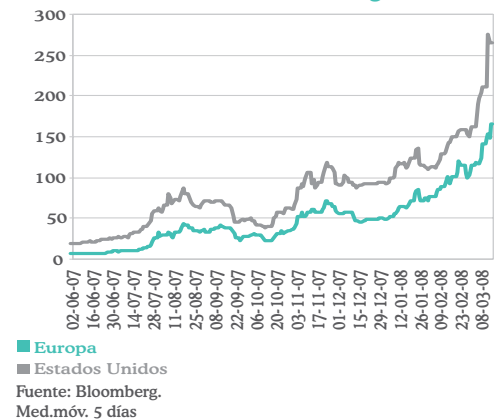


Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 12 meses:

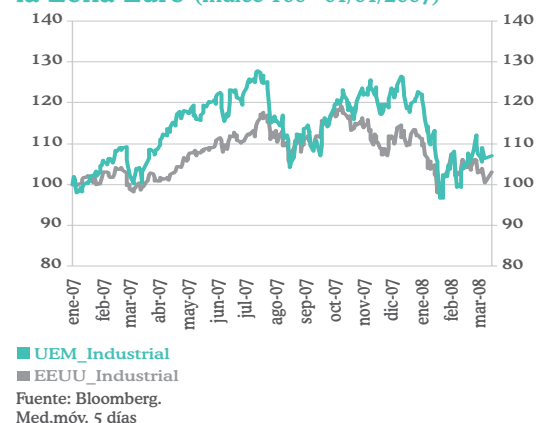
Diferencial (LIBOR12M - Expectativas Política Monetaria12M)



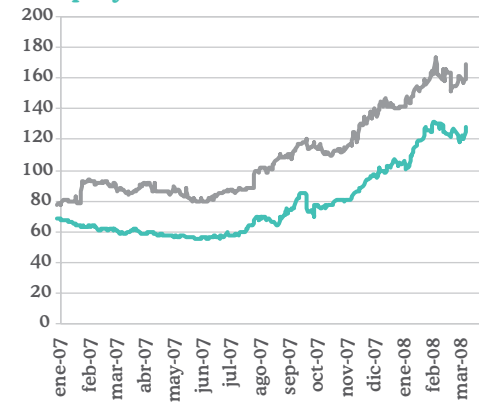
Prima por riesgo de crédito de los bancos: CDS deuda senior 5 años



MSCI: Sector Industrial en EE.UU. y en la Zona Euro (Índice 100=01/01/2007)

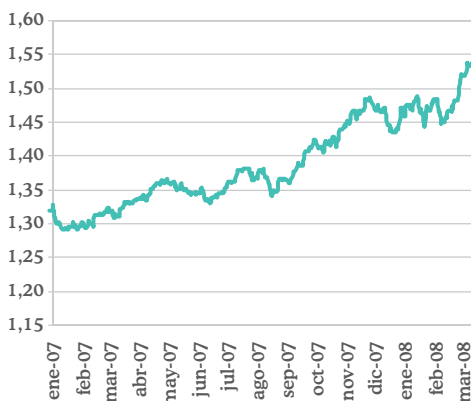


Spread crédito del Sector Industrial A en Europa y EE.UU.



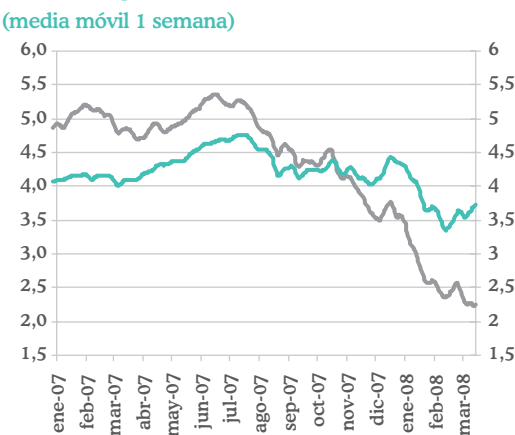
■ Europa
■ EE.UU.
Fuente: Bloomberg.
Med.móv. 5 días

Dólar-euro



Fuente: Bloomberg.
Med.móv. 5 días

Expectativas de política monetaria a un año futuros tipos de interés (media móvil 1 semana)



■ UEM
■ EE.UU.
Fuente: Bloomberg.
Med.móv. 5 días

Previsiones financieras (fin de año)

	2007	2008	2009
Tipos oficiales			
EE.UU.	4,25	2	2,75
UEM	4	3	3,5
Tipos a 10 años			
EE.UU.		3,75	4,2
UEM		3,75	4,05
Dólar-Euro		1,45	1,395

Fuente: BBVA

creció un 0,1% en tasa trimestral y los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2008 (ISM, ventas al por menor, etc.) apuntan a un debilitamiento adicional de la actividad. La preocupación gira ahora en torno a cuánto tiempo durará esta situación. La evolución del mercado de la vivienda –donde no se aprecia indicio alguno de estabilización y prosigue la caída de las cantidades y precios– y el deterioro del mercado laboral –en enero y febrero la economía estadounidense destruyó empleo– no permiten anticipar por el momento una recuperación pronta. La FED ha reaccionado con recortes del tipo de interés oficial muy agresivos: el tipo objetivo de los fondos federales se rebajó desde el 4,5% –vigente en el momento de publicación del anterior número de Latinwatch– hasta el 2,25% y es probable que las rebajas continúen hasta el 1,5%. El gobierno anunció además un plan de estímulo fiscal de un tamaño significativo (1% del PIB). No obstante, en el actual contexto de contracción de la capitalización de los bancos e incertidumbres económicas, la efectividad de ambas medidas podría ser limitada. De este modo, la economía estadounidense crecerá en 2008 en torno al 1,1%, por debajo del 2,2% alcanzado en 2007.

La UEM, por su parte, no ha mostrado indicios de un debilitamiento adicional, sino que ha continuado con una senda de ralentización gradual ya anticipada antes del verano de 2007. Sin embargo, parece probable que en la segunda mitad del año se dejen sentir los efectos de la situación financiera también en la UEM. El impacto sería menos acusado que en EEUU pues la economía europea cuenta con algunos soportes relevantes. La utilización del crédito al consumo es menor que en EEUU, lo que aísla en mayor medida las decisiones de los hogares respecto a una restricción del crédito bancario. Asimismo, la mayor parte de las economías del área no han experimentado auges inmobiliarios tan acusados como el de EEUU, lo que ha contribuido a que las cargas financieras de los hogares sean menos elevadas. Desde una perspectiva más estructural, la menor desigualdad en la distribución de la renta y el esfuerzo por elevar el potencial de crecimiento a largo plazo mediante reformas ofrecen apoyos adicionales ante el contexto financiero internacional. Así, el crecimiento para el conjunto de 2008 se situaría en el entorno del 1,4%, frente al 2,6% de 2007. Con todo, la economía europea aún enfrenta riesgos significativos. A corto plazo, la asimetría en la evolución reciente de EEUU y la UEM ha fomentado una apreciación del euro, que superó los 1,59 euros por dólar, con el consiguiente riesgo para el sector exterior.

Por su parte, la inflación ha aumentado en el inicio de 2008 en las principales economías desarrolladas, como consecuencia del continuado encarecimiento de las materias primas y los alimentos elaborados. El precio del petróleo, en particular, superó la barrera de los 100 dólares por barril, impulsado entre otros factores por fuertes flujos especulativos. Los riesgos de una traslación a otros precios fueron subrayados por las negociaciones salariales en Alemania, donde se reclamaron aumentos sustanciales. Debido a estas tendencias, el BCE, que mantuvo los tipos oficiales estables en el 4%, endureció su discurso y disipó parcialmente las expectativas de bajadas de tipos vigentes a finales de febrero. No obstante, los factores que han impulsado la inflación recientemente son temporales y a medida que se confirme el impacto de la situación financiera en la actividad de la UEM, el BCE podría reducir tipos en el inicio del verano, en un ciclo de bajadas que podría llevar el tipo oficial hasta el 3%.

El entorno macroeconómico esbozado sugiere varias tendencias para la evolución de las principales variables financieras. De una parte, cabe prever que los bancos centrales mantengan por lo general tipos de interés oficiales reducidos y que las turbulencias potencien un efecto refugio significativo en los títulos de renta fija. En estas condiciones, las rentabilidades de largo plazo tanto en EEUU como en la UEM se mantendrían en niveles históricamente reducidos, aunque la evolución del déficit público estadounidense y un repunte de las expectativas moderado de inflación a largo plazo tenderían a poner un suelo a las rentabilidades en el medio plazo. La cotización del dólar contra el euro, por su parte, podría mantenerse débil en el horizonte más inmediato pero a medio plazo la divisa estadounidense tendería a apreciarse, pues los niveles actuales están por debajo de los que dictaría el equilibrio a medio plazo de la cuenta corriente estadounidense o la paridad del poder adquisitivo.

II. Situación y perspectivas para América Latina

El intenso crecimiento registrado en 2007 sitúa a la región en un buen punto de partida para 2008, sustentada por el fuerte dinamismo de la demanda interna.

En 2007, América Latina encadena el cuarto año consecutivo de crecimiento caracterizado por un intenso ritmo en la actividad económica. Con las principales economías de la región participando de esta tendencia, esperamos que América Latina termine el año con un crecimiento del PIB del 5,5%, una décima por encima del experimentado en 2006. Dentro de la región, contrasta la relativa atonía de México y la mayoría de los países centroamericanos, con el fuerte crecimiento experimentado en América del Sur, para la que esperamos una tasa de crecimiento del 6,3% en 2007. Argentina, Colombia, Perú y Venezuela alcanzan un crecimiento en el producto entre el 7% y el 9%. Por su parte, Brasil y Chile muestran un crecimiento algo más modesto, pero que en ambos casos superaría el 5%. En definitiva, un contexto de expansión económica desconocido para el sub-continente desde la década de los 70.

A grandes rasgos, el crecimiento reciente de la región presenta las siguientes características. En primer lugar, se aprecia un deterioro de la contribución de la demanda externa al producto. Si bien las exportaciones han seguido mostrando un crecimiento favorable, son ampliamente superadas por el crecimiento de las importaciones. En este apartado, destaca la evolución del sector externo en Venezuela, con un crecimiento real del 39,9% en las importaciones, frente a un 6,1% en sus exportaciones. La evolución del sector externo en Argentina también viene definido por un mayor dinamismo de las importaciones, que crecen un 30% durante 2007, frente al 19% de las exportaciones. Con este comportamiento, la región alcanzaría un superávit por cuenta corriente para 2007 en torno al 1% del PIB, por debajo del máximo obtenido en 2006 (2,3%).

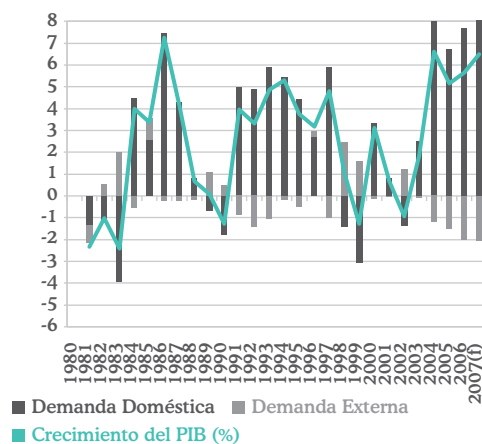
Con una demanda externa tan negativa como en 2006 pero todavía contenida, la demanda interna sigue siendo el motor del crecimiento. El consumo privado se ha visto favorecido por la mejora en el mercado laboral, con la mayoría de los países reduciendo su tasa de desempleo, a la par que incrementando la renta disponible de las familias. El segundo gran incentivo al consumo privado ha sido la evolución del crédito, que en la mayoría de los países sigue mostrando un fuerte crecimiento.

El esfuerzo inversor de la región sigue creciendo, con mayor diversificación.

Paralelamente a la evolución del consumo interno, las buenas expectativas empresariales se han traducido en un impulso a la inversión en América del Sur, que creció un 8% durante 2007. Esto ha situado el ratio de inversión sobre PIB por encima de los niveles registrados en la década de los 90, tras mostrar una tendencia alcista ininterrumpida desde el inicio de la actual expansión. La excepción a esta evolución es Brasil, donde el reciente impulso inversor, no es capaz de seguir la estela del dinamismo observado en el resto de países sudamericanos. Como resultado, el año 2007 deja a Brasil con una inversión sobre PIB del 17,5%, mientras que el resto de economías alcanzan ratios por encima del 22%. Aunque la revisión metodológica llevada a cabo en Brasil en los primeros meses de 2007 redujo la inversión sobre PIB registrada en la economía, existen también numerosas barreras institucionales que lastran el desarrollo de la inversión, tanto pública como privada. La reforma tributaria propuesta por el gobierno el pasa-

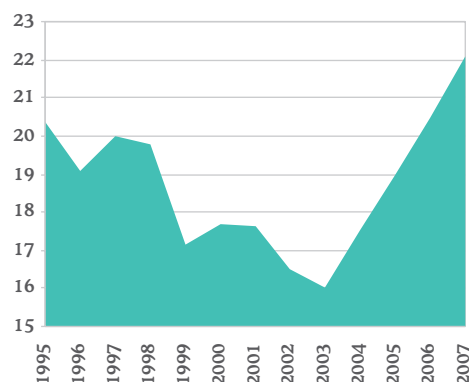
América del Sur: PIB y contribución al crecimiento*

(en puntos porcentuales)



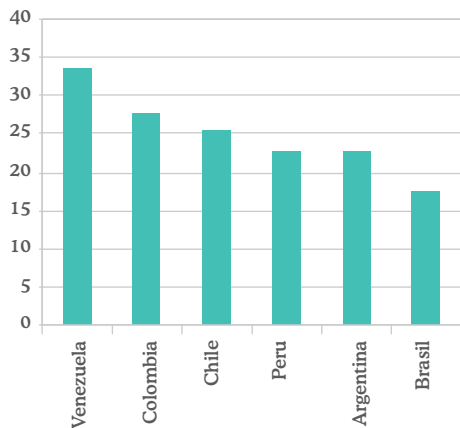
* Países incluidos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela.
Fuente: BBVA, IIF

América del Sur: Inversión sobre PIB (%)



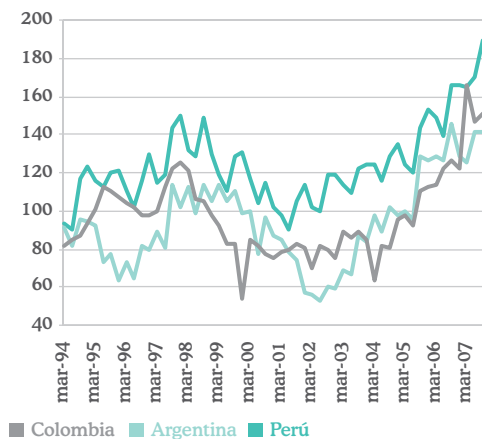
Fuente: BBVA

Inversión sobre PIB 2007 (%)



Fuente: BBVA

Índice de Inversión en Infraestructura



Fuente: BBVA

do mes de febrero, así como el énfasis que el Programa de Aceleración del Crecimiento (PAC) hace en materia de infraestructuras, son el tipo de políticas que pueden ayudar a reducir la actual atonía inversora en Brasil.

El crecimiento de la inversión durante el pasado año se sustenta en algunos casos (Brasil, Chile, Colombia, Perú), en la recuperación de los flujos de inversión extranjera directa (IED). La financiación externa ha sido especialmente relevante en industrias relacionadas con recursos naturales, como consecuencia de las expectativas de crecimiento para la demanda global de materias primas¹.

Dada la importancia del sector primario en las economías latinoamericanas, cabe preguntarse hasta qué punto el intenso ritmo inversor está ligado a las materias primas, siendo por tanto susceptible de sufrir grandes variaciones ante una reversión de sus precios. Junto a la inversión en el sector exportador, uno de los aspectos más característicos del modelo de inversión regional –al menos en un momento como el actual de desaceleración global– es la creciente importancia de la inversión productiva en proyectos no relacionados con el mismo. Aunque los datos son de una gran heterogeneidad entre países, la conclusión general es que el crecimiento actual está respaldado también por actividades que presentan menor correlación con el ciclo económico. Como muestra el gráfico adjunto, los últimos años registran un significativo incremento de la inversión en infraestructuras en Argentina y Colombia. Un patrón que también comparte Venezuela, donde la inversión no relacionada con el sector petrolero o de construcción ha alcanzado de forma sistemática el 70% de la formación bruta de capital desde 2004.

Además, los planes de inversión de algunos países auguran la continuidad de esta tendencia. Además del ya mencionado estímulo público a la inversión en infraestructuras en Brasil, Chile tiene previstas inversiones en proyectos de suministro energético que alcanzarían el 40% de la inversión total anunciada para el quinquenio 2007-2011. Un porcentaje parecido al que se espera para la inversión no asociada a materias primas en Perú durante el mismo período. Así, para los próximos años, la inversión en industria, electricidad, telecomunicaciones, entre otros sectores se calcula en US\$12.000 millones, lo que representa el 11% del PIB de Perú en 2007. Cabe precisar que, en este país, la inversión en infraestructura se ha acelerado de manera significativa en los últimos dos años, al registrar tasas de crecimiento superiores al 15% frente al 6,6% del periodo 2002-2005. Esta tendencia se explica en parte por el impulso del gobierno favoreciendo a las asociaciones privadas-públicas, así como al alto retorno que están obteniendo las principales empresas, el cual se estima entre 15% y 20% para 2007.

En suma, y a pesar de que se mantienen importantes iniciativas inversoras en sectores extractivos y agrícolas, se están complementando con inversiones alternativas, especialmente proyectos de infraestructura. Esta tendencia reduce la exposición de los países de la región a los vaivenes del sector exportador a la vez que fomenta la productividad empresarial.

En cualquier caso, en un horizonte temporal amplio no se puede desmerecer la importancia de la inversión relacionada con la exportación de tal manera que la apertura de la economía pueda continuar y también mejorar su posición de cuenta corriente que, durante muchos años, ha sido deficitaria para el conjunto de la región.

¹ En el caso de Venezuela, la existencia de control de cambios y una política más bien hostil a las inversiones extranjeras, hace que la importancia de la IED sea mucho menor. De hecho, su saldo neto es negativo en 2007, como consecuencia de la nacionalización de la Compañía Anónima Teléfonos de Venezuela (CANTV) y de Electricidad de Caracas.

El crecimiento en 2008 se mantendrá robusto, aunque es previsible una moderación como resultado de un entorno exterior menos favorable y un agotamiento cíclico en algunas economías de la región.

Al igual que el resto de áreas económicas, la región afronta un entorno internacional mucho menos favorable. En primer lugar, porque se constata que la crisis actual va más allá de un simple episodio de volatilidad financiera. Así, se ha producido un aumento significativo de la aversión al riesgo, después de un largo período en mínimos históricos. Adicionalmente se ha producido un fuerte deterioro de las expectativas de crecimiento de EE.UU. y, en menor medida, del resto de economías desarrolladas.

La combinación de un entorno de bajo crecimiento en países desarrollados y una mayor aversión al riesgo global podría traducirse en un deterioro de las condiciones de financiación externas y un freno a las entradas de capital extranjero. Hasta el momento el efecto, en cualquier caso, ha sido moderado y tampoco esperamos un deterioro sustancial en nuestro escenario central. El motivo fundamental es que el crecimiento de otras regiones emergentes (Asia con China a la cabeza) mantendrá la demanda y, por tanto, los precios de materias primas, que es un factor importante de soporte para la gran mayoría de países de la región.

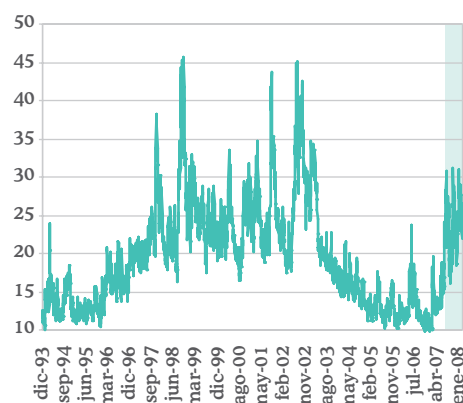
Por otro lado, tras los muy elevados ritmos de crecimiento de 2007, en algunos países se empieza a vislumbrar una demanda interna con menor dinamismo. Por diferentes motivos, Colombia es uno de los países donde se espera una moderación de la demanda interna, como respuesta a la transmisión del incremento de las tasas de intervención del banco central que tiene lugar desde 2006. En otros casos, son problemas de oferta los que comprometen el crecimiento de la demanda interna. En Chile, el aumento de la factura energética (derivada de los precios de petróleo, las restricciones a las importaciones de gas, etc.) ha mermado las posibilidades de crecimiento de la demanda interna durante la segunda mitad de 2007². Otros límites a tener en cuenta por el lado de la oferta vienen dados por el aumento de las tasas de utilización de la industria, una situación que sólo ha sido parcialmente aliviada por el aumento de la inversión. En Colombia, por ejemplo, y a pesar de los elevados niveles de inversión en maquinaria y equipo durante los últimos trimestres, esta tasa alcanza el 80%. Por su parte, Argentina ha experimentado una recuperación muy sustancial en sus tasas de utilización, desde los bajísimos niveles de 2002, hasta alcanzar el año pasado una media del 74%³. Perú es la excepción más notable a un eventual agotamiento cíclico de la demanda interna. Las buenas expectativas empresariales se han traducido en un importante dinamismo de la inversión privada, tanto doméstica como extranjera. Tanto es así que los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) aumentaron en un 54% con respecto a 2006, alcanzando su máximo histórico (5.300 millones de dólares). Igualmente, el consumo privado tuvo un papel importante en el buen desempeño de la demanda interna, al registrar un crecimiento superior al 8,0% en 2007 gracias sobre todo al fuerte incremento del empleo urbano.

Como resultado de todo ello prevemos una moderación del crecimiento para la región en 2008 hasta tasas del 5,4%

² Además de los problemas energéticos, la moderación de la demanda interna en Chile también ha sido provocada por la política monetaria, el alza en los precios domésticos, o factores de oferta en sectores específicos (epidemia del salmón, huelgas en la minería, o la sequía en la industria agrícola e hidroeléctrica).

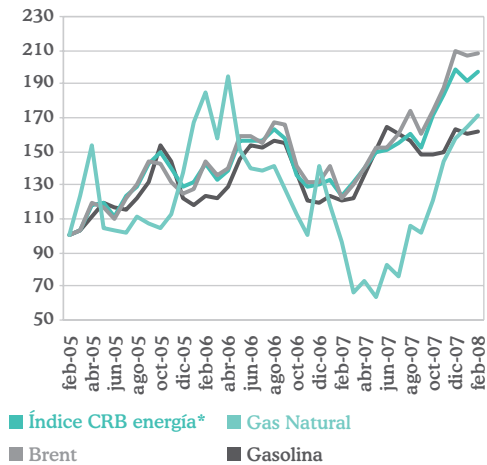
³ En los casos de Argentina, Venezuela y Chile, las estimaciones de PIB potencial y brecha del producto (Ver artículo sobre este tema en esta misma publicación) indican que se habría superado el potencial de producción, con particular intensidad en los dos primeros casos.

Índice de aversión al riesgo (VIX)



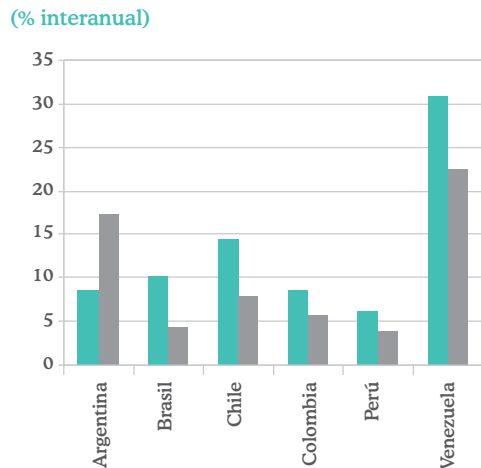
Fuente: BBVA - Capital Flows y Datastream

Evolución precios de energía (ene05=100)



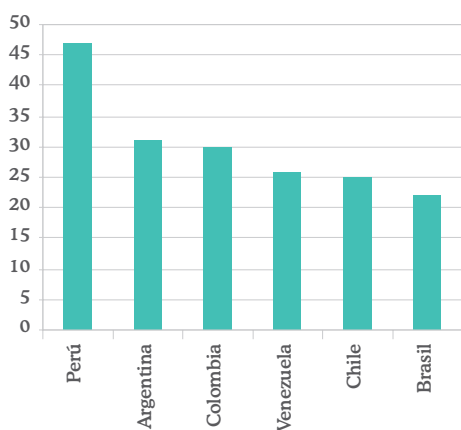
* agregado de 17 productos energéticos
Fuente: Bloomberg

América del Sur: Inflación general y alimentos 2007 (% interanual)



Fuentes Nacionales

América del Sur: Peso de alimentos en CPI (%)



Fuente: BBVA

La región no es ajena al aumento de la inflación que se está produciendo en el entorno global.

La aceleración de la inflación está siendo una de las características comunes a los países de la región. Junto al hecho de que las materias primas energéticas más importantes alcanzan máximos durante la segunda mitad de 2007 (ver gráfico adjunto), el foco principal de tensiones inflacionistas ha sido el incremento de los precios agrícolas. Especialmente a partir de la segunda mitad de 2007, la inflación agrícola se ha traducido en un repunte de los precios de alimentos, que ha resultado especialmente intenso en América Latina, sobre todo si la comparamos con los mercados desarrollados. No es de extrañar, por tanto, que los precios de alimentos hayan contaminado a los índices generales de inflación. Brasil es un caso paradigmático de esta tendencia: si durante el primer trimestre de 2007 la inflación se situaba en un cómodo 2,9%, el posterior aumento de los índices de alimentos (que llegan a una tasa interanual del 10% en la segunda mitad del año), lanzó el índice IPCA a un 4,46% a final de año, prácticamente el objetivo del banco central (4,5%). Chile experimenta similares síntomas de transmisión: las presiones inflacionistas, inicialmente concentradas en alimentos y energía, han sido complementadas más tarde por el sector servicios. Como resultado, la inflación en diciembre superó los pronósticos más pesimistas, alcanzando un 7,8% interanual. Colombia conjuga este tipo de presiones sobre el precio de los alimentos con las derivadas de la intensa demanda, haciendo que la meta de inflación para 2007 se haya rebasado en 2 pp., además de comprometer su cumplimiento para el presente año.

Ante este aumento en los índices de precios, algunos gobiernos han optado por introducir medidas de control directo de los precios en algunas industrias, sin demasiado éxito. En Venezuela, el caso más paradigmático, la adopción de este tipo de medidas ha derivado en un estrangulamiento de los beneficios empresariales en los sectores afectados, lo que a su vez redundaba en una menor oferta y, en muchos casos, en desabastecimiento. Argentina también ha intentado eludir la presión inflacionaria, sobre todo a través de la imposición de cuotas y gravámenes a las exportaciones de productos primarios, y de subsidios a algunos sectores (lácteos). En Colombia, el acuerdo logrado entre gobierno y cadenas de supermercados para limitar el crecimiento de los precios tampoco ha tenido resultados positivos. Recientemente, nuevas medidas han intentado disminuir transitoriamente los aranceles de algunos productos alimenticios y materias primas que no esperamos apoyen una disminución en la inflación.

En otros casos, políticas de control de precios han tomado forma a través de subsidios, directos o a través de reducciones impositivas. En Perú, el Fondo para la Estabilización del Precio de los Combustibles Derivados del Petróleo ha evitado la traslación del incremento en la cotización del crudo hacia los precios domésticos de los combustibles. Este objetivo ha sido también perseguido en Chile, en esta ocasión a través de reducciones en el gravamen a la gasolina, lo que ha derivado reducciones de precio cercanas al 9%, sin que exista como contrapartida una erosión fiscal⁴. Algo que no se extiende al caso peruano, y que hace posible una eventual reducción del subsidio si los altos precios petroleros permanecen.

Junto a la evolución de los precios globales de materias primas, el otro responsable del rebrote inflacionista es interno, y reside en la propia dinámica económica de la región. La fortaleza de la demanda interna se ha traducido en tensiones de precios, sobre todo en situaciones en las que aparecen limitaciones a la producción. Además de Chile y Venezuela, Colombia también se ha visto afectada por problemas de oferta. En este caso, fenómenos climatológicos ("el niño" y "la niña") provocaron

⁴ Esto es así porque la medida se enmarca dentro de la regla de superávit estructural, lo que implica un descenso transitorio en el gasto.

disrupciones temporales de algunos productos básicos, y exacerbaron los brotes inflacionarios hasta lograr que 2007 revierta una tendencia descendente en la tasa de inflación que había sido mantenida de forma ininterrumpida desde 1996.

La combinación de ambos factores dio lugar a que la inflación a cierre de año se situara casi siempre por encima de los objetivos de inflación de la mayoría de bancos centrales latinoamericanos. En países sin objetivo explícito de inflación, el problema adquiere tintes aún más preocupantes: Venezuela presenta la inflación más elevada dentro de las principales economías, gracias a la conjunción de la fuerte demanda interna, la alta tasa de utilización industrial, el desabastecimiento en algunos productos, el aumento de impuestos indirectos, y una política económica que ha favorecido la actividad en detrimento de la estabilidad de precios. Por otro lado, en Argentina, la leve mejora que la tasa de inflación minorista experimentó con respecto a final de 2006 (pasando de 9,8% a 8,5%), no ha evitado que ésta se mantenga por encima de la media regional. En ambos países, esperamos que las presiones inflacionistas se mantengan durante 2008.

En este contexto, Perú merece una mención especial, al ser el país donde los precios se encuentran más contenidos. A pesar de que la inflación acabó el año por encima del objetivo del banco central, resiguió siendo una de las más bajas dentro de las grandes economías latinoamericanas (3.9% respecto al objetivo de 2%). No obstante, en los primeros meses de 2008, las presiones inflacionistas se han ido incrementando como consecuencia de choques de oferta externos, que han incrementado los precios de los alimentos y combustibles. Esta situación ha originado una corrección al alza en las expectativas de inflación, las cuales pasaron de 2,0% a ubicarse alrededor de 3,5% según las Encuestas de Expectativas Macroeconómicas del Banco Central (BCR). Ante ello, tanto el BCR como el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), han implementado medidas para mantener las expectativas de inflación acotadas y reducir los riesgos de presiones de demanda sobre los precios. Así, por el lado de la política monetaria, se ha incrementado desde julio del año pasado la tasa de referencia en 75 puntos básicos y, desde enero, ha elevado en dos ocasiones los requerimientos de encaje, lo que implicará un alza en las tasas activas. Por su parte, el MEF anunció la reducción de aranceles para productos alimenticios y una reducción del gasto corriente, lo que generaría un superávit en las cuentas fiscales.

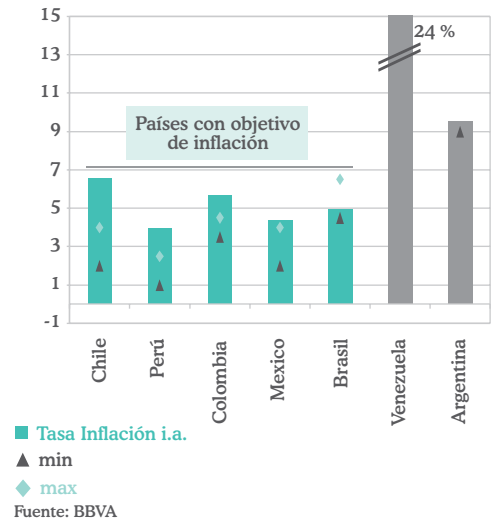
El riesgo de indexación y espiral inflacionista en algunos países podría dar lugar a subidas adicionales de los tipos de interés por parte de los bancos centrales.

Además de la presión global sobre los precios de materias primas, otro foco inflacionista son los posibles efectos de segunda ronda, a través de la traslación del alza de precios hacia salarios. Este elemento constituye un factor de riesgo para el anclaje de las expectativas en algunos países de la región, sobre todo en los que presentan indexación (por ejemplo, Chile). Otros países (Brasil, Colombia) también registran aumentos sistemáticos de las expectativas de inflación que podrían resultar en efectos de segunda ronda más amplios.

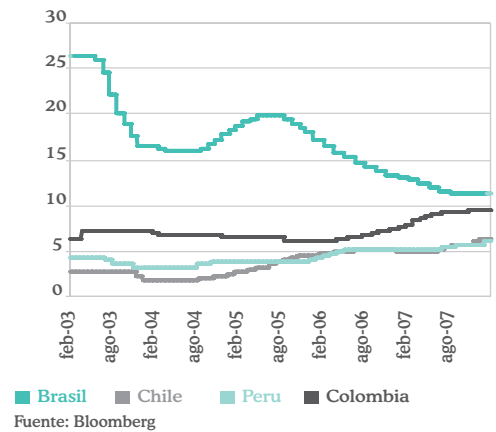
Con la vista puesta en el final de 2008, nuestras previsiones reflejan la remisión de tensiones de precios en Chile, mientras que en Brasil, Colombia y Perú esperamos una relativa estabilidad. Las mayores dudas sobre el compromiso de Venezuela con la contención de precios, hace que sea este caso el que presente mayores probabilidades de agravamiento de las tensiones inflacionistas actuales.

Los riesgos sobre la estabilidad de precios imponen nuevos desafíos a la región, condicionando su política económica. A pesar de que los tipos de interés globales se han ido reduciendo, la mayoría de bancos centrales latinoamericanos han mantenido el compromiso con el control de la

Inflación y Objetivos de Bancos Centrales



América del Sur: Tipos oficiales en países con objetivo explícito de inflación



Expectativas de inflación 2008*

encuesta	oct-07	feb-08
Argentina	11,1	10,0
Brasil	4,1	4,4
Chile	3,4	4,2
Colombia	4,2	4,6
Perú	2,3	2,9
Venezuela	19,8	24,8

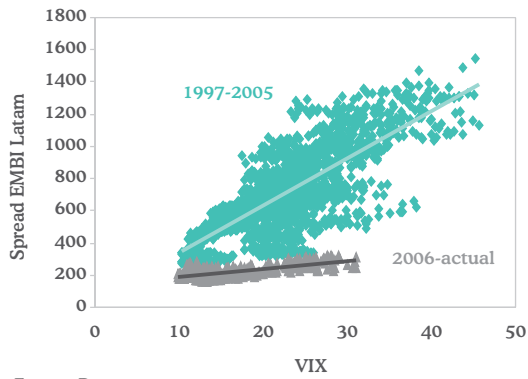
*Pronóstico medio para IPC a final de año
Fuente: Consensus Forecasts

Inflación (% fin de año)

	2007	2008 (p)
Argentina	8,5	11,0
Brasil	4,5	4,5
Chile	7,8	4,4
Colombia	5,7	5,7
Perú	3,9	3,4
Venezuela	22,5	21,6

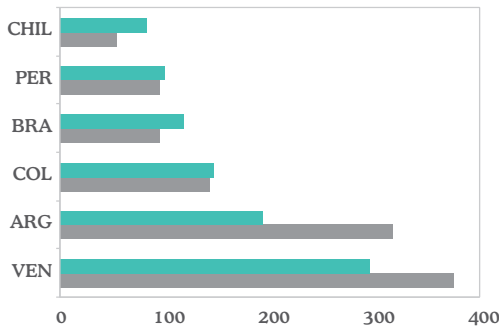
Fuente: BBVA

Aversión al riesgo global y EMBI Latam



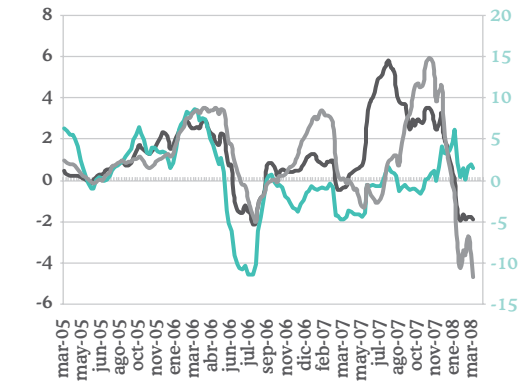
Fuente: Datastream

CDS y SPREAD EMBI, variación desde jul-07, puntos básicos



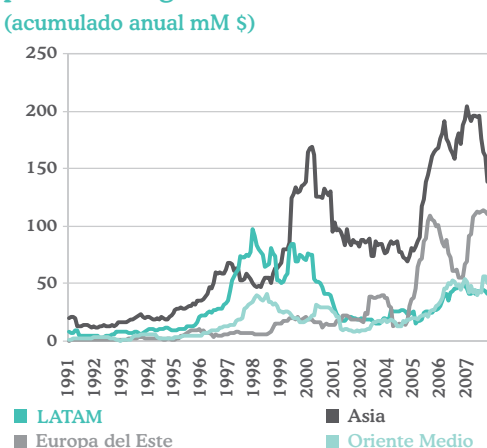
Fuente: Datastream y Bloomberg

Entradas netas en fondos de inversión (acumulado trimestral mM \$ de renta variable)



Fuente: EPFR y AMG

Fusiones y adquisiciones completados en países emergentes (acumulado anual mM \$)



Fuente: Thomson one

inflación, y han definido una política monetaria más restrictiva tras el repunte inflacionista. Brasil interrumpió su largo período de relajación monetaria, iniciando una pausa monetaria que ha dejado invariable la tasa SELIC desde septiembre. Chile, Colombia y Perú han respondido con subidas en sus tipos de referencia y, en el caso de Perú, en sus encajes. El contrapunto lo pone Argentina, con una situación de amplia liquidez en el sistema financiero que favoreció una notoria bajada en la tasa Badlar⁵ durante el mes de enero, llegando hasta el 9,5%. Venezuela, a pesar de haber incrementado su encaje, mantiene una expansión monetaria que supone un motor adicional a las tensiones de precios. No obstante, las medidas incluidas en el plan antiinflacionario aprobado en 2007 por el gobierno, auguran una política monetaria en general más restrictiva durante los próximos meses.

De cara al futuro, la política monetaria en la región debería mantener los precios dentro del rango de objetivos de los bancos centrales y, al mismo tiempo, asegurar que restricciones monetarias adicionales no den lugar a efectos indeseados por parte de la autoridad monetaria, especialmente en aquellas economías cuya evolución cambiaria pueda verse afectada por el diferencial de tipos con EE.UU. Brasil, Chile, Colombia y Perú están especialmente expuestos a esta disyuntiva, después de registrar apreciaciones sostenidas en sus monedas con respecto al dólar, que probablemente aumentarían en el caso de nuevas restricciones de política monetaria.

En general, la política monetaria en la región se caracteriza por un tono neutral. Esperamos que ante el mantenimiento o temor de recrudescimiento de las tensiones de precios algunos países eleven los tipos de interés y esto resulte en restricciones monetarias adicionales por parte de la mayoría de los bancos centrales.

América del Sur: ¿Qué percepción tienen los inversores?

El repunte de la aversión al riesgo, la caída de los índices bursátiles y, sobre todo el repunte del coste de financiación del sector corporativo en los países desarrollados han tenido - hasta ahora - una traslación relativamente moderada en los mercados emergentes, en general, y en América Latina en particular.

De hecho, los *diferenciales* de la deuda soberana en la región –medidos por el EMBI Latam - han estado menos correlacionados que en eventos anteriores similares con el índice de aversión al riesgo global aproximado por el VIX⁶. Este indicador ha repuntado casi 10 puntos desde el inicio de la crisis, situándose en niveles no vistos desde la primavera de 2003, mientras el EMBI Latam ha repuntado 125 puntos básicos, bastante menos de lo que cabría haber esperado dada la relación histórica entre ambas variables⁷. Por tanto, cabría decir que en el actual contexto de mayor aversión al riesgo, la percepción del riesgo en la región es comparativamente menor que en episodios de crisis anteriores. No obstante, habría que considerar que en los últimos años, conforme se ha producido una reducción de los niveles de deuda, especialmente la denominada en dólares, los EMBI pueden haber perdido parte de la relevancia que tenían en el pasado para medir el riesgo país. Así conviene mirar otros como son los CDS soberanos. En este caso, el repunte de los *spread* soberanos a 5 años ha sido de magnitud similar al experimentado por los *spread* EMBI, con la excepción de algunos países de la región como Venezuela, Argentina, donde el repunte ha sido muy notable.

Por lo que respecta a la renta variable, mientras los índices bursátiles referenciados a economías desarrolladas registran pérdidas superiores al 13%, los índices en América Latina, de hecho, aumentaron en una

⁵ Promedio de las tasas de interés a plazo fijo para depósitos de más de un millón de pesos, publicada diariamente por el Banco Central.

⁶ Medida de aversión al riesgo global, calculado como un índice de volatilidad implícita de los precios de las opciones del S&P 500.

⁷ En promedio un repunte de 10 puntos del VIX se ha traducido en más de 200 puntos básicos en el EMBI Latam.

magnitud similar. En lo relativo a flujos de capitales, desde comienzos de 2008, el agravamiento de la crisis ha derivado en una salida neta de capitales de la región, si bien en este aspecto América Latina está siendo menos penalizada que otras áreas emergentes, en particular Asia.

Por último, desde una perspectiva de más medio plazo, las operaciones de fusiones y adquisiciones – que están registrando un importante retroceso en reciente en los países industrializados e incluso en algunas economías asiáticas están evolucionando bien en América Latina.

Principales elementos de vulnerabilidad externa para región: de la aversión global al riesgo a los precios de materias primas.

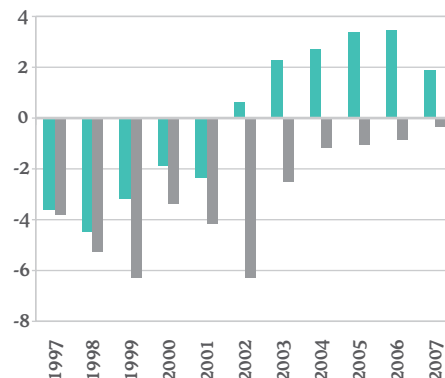
Las perspectivas para la región están condicionadas a que no se produzca ningún deterioro adicional especialmente de las condiciones externas. Con todo, hay que destacar que los principales elementos de vulnerabilidad externos son un fuerte deterioro de las variables financieras (especialmente el riesgo país y la financiación externa), y una fuerte caída de los precios de las materias primas.

En primer lugar, no esperamos un deterioro acusado de las variables financieras, gracias a la mayor solvencia alcanzada en la región. Son varios los países que presentan saldos superavitarios en las cuentas fiscales o externas (o en ambas). Otro de los grandes logros macroeconómicos ha sido la mejora de los ratios de endeudamiento público. Desde el inicio de la expansión en 2003, los ratios de deuda pública y externa han caído de forma paralela e ininterrumpida. Especialmente notable es la reducción de la deuda externa, que en apenas cuatro años experimenta una reducción de 30 puntos del PIB. Otra mejora importante en la solvencia de la región es el aumento importante del peso de la deuda emitida en moneda local respecto a la emitida en moneda extranjera – o indiciada a ella – y la dilatación de los plazos de la deuda. Respecto a este segundo punto, nos encontramos con que pocos países presentan importantes vencimientos de deuda en un futuro próximo. En Argentina y Venezuela, los vencimientos de la deuda pública para 2008 no son significativos (1,9% y 0,82% del PIB, respectivamente). Cifras que no cambian demasiado si nos adentramos en 2009. Colombia y Perú, por su parte, presentan niveles menores a los existentes en anteriores períodos de crisis, pero que suponen un esfuerzo financiero mucho más considerable. Para Colombia, los vencimientos durante los dos próximos años alcanzan el 3,8% y 4,8% del PIB, mientras que para Perú alcanzan el 2,7% en 2008 y 1,9% en 2009. Resulta evidente que el interés por el saneamiento y la ortodoxia macroeconómica ha permitido traducir la bonanza exportadora en una solvencia financiera desconocida en el pasado reciente de la región, colocándola en una posición mucho más favorable para hacer frente a la actual crisis.

Dejando a un margen la vulnerabilidad derivada de un empeoramiento en las condiciones de financiación, el canal exportador es otro foco potencial de transmisión de la presente crisis. El motivo fundamental es la elevada concentración de las exportaciones latinoamericanas en materias primas, cuyo ciclo ha estado generalmente estrechamente correlacionados con la actividad económica. Aunque hay razones para pensar que difícilmente los precios de las materias primas se van a mantener en niveles tan elevados, es difícil pensar en un desplome a corto plazo. Incluso en un escenario de ajuste severo de las materias primas, las perspectivas para América Latina seguirían siendo relativamente favorables. Para empezar, varios países (Brasil, Perú, Chile) presentan una diversificación de sus exportaciones, en destinos o en productos, lo bastante elevada como para constituir una defensa si los efectos recesivos de la crisis se limitan a EE.UU. (véase artículo “Anatomía del Comercio en América Latina” en este número). En otros casos (Argentina), nos encontramos con economías que tienen un bajo grado de apertura en relación al resto de la región, y que por tanto dependen en mayor medida de la evolución de su mercado interno. Venezuela constituye en este aparta-

América del Sur: Balance por cuenta corriente y fiscal

(% PIB)



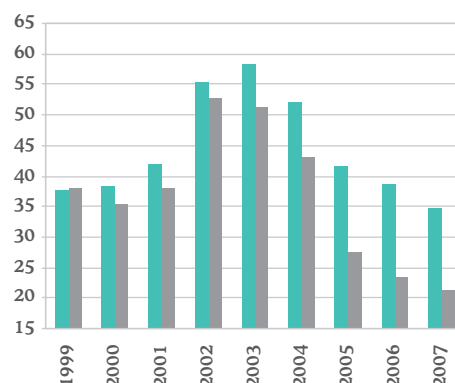
■ Cuenta corriente

■ Fiscal

Fuente: BBVA

América del Sur: Deuda Pública y Externa

(% PIB)

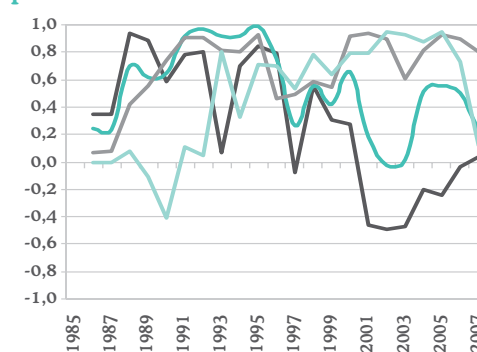


■ deuda pública

■ deuda externa

Fuente: BBVA sobre fuentes nacionales

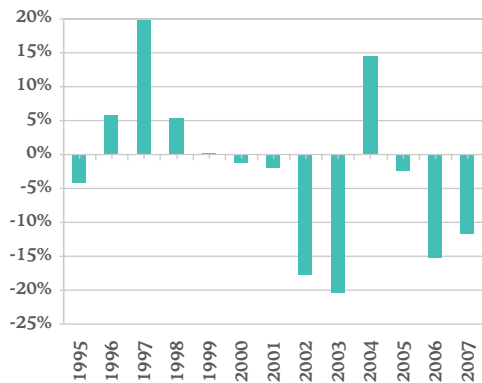
Correlación crecimiento precios materias primas-crecimiento mundial



■ TOTAL ■ Metales ■ Brent ■ Alimentos

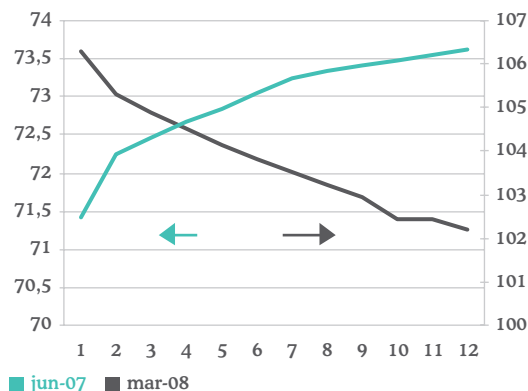
Fuente: BBVA

Trigo: variación anual en inventarios globales (%)



Fuente: USDA

Curva de futuros de petróleo (\$/barril)



Fuente: Bloomberg

Inventarios Petróleo EE.UU. (M bls.)



Fuente: EIA

do un caso aparte, al ser una economía altamente dependiente del petróleo. Lo mismo ocurre con Colombia, en la medida en la que sus exportaciones se concentran en los mercados de EE.UU. y Venezuela.

Si la existencia de mercados alternativos al estadounidense supone una defensa ante la crisis, más importante si cabe es la evolución prevista para la mayoría de las materias primas. Y en este sentido, una aguda corrección a la baja de los precios de materias primas dista de ser la situación más probable a corto plazo. De hecho, la característica que define en mayor medida la situación actual de los mercados de materias primas es el bajo nivel de inventarios, tanto para productos agrícolas, minerales, o energéticos. Esta relativa carestía ha tenido un efecto directo sobre la evolución de algunos mercados de futuros, particularmente del petróleo, que durante 2007 pasa de contango (pendiente positiva) a *backwardation* (pendiente negativa), evidenciando el relativo desabastecimiento del mercado⁷.

Junto al nivel de inventarios, otros factores alejan la posibilidad de descensos importantes en los precios durante los próximos meses. Empezando por los productos agrícolas, la soja seguiría favorecida por las crecientes necesidades chinas de importar este producto, y las buenas expectativas de demanda para la industria de biocombustibles⁸. El trigo comparte estas perspectivas alcistas. En este caso, son ya varios los países productores (Rusia, Argentina, Ucrania, Kazajstán) que han limitado la exportación de este cereal, con objeto de contener los precios en sus mercados locales. Con todo, debemos recordar que estos aumentos de precios podrían extenderse a otras materias primas agrícolas, gracias a la reorientación de cultivos, y la consiguiente reducción de la oferta de aquellas inicialmente exentas de aumentos de precios.

Dentro de la familia de metales básicos, el cobre experimentaría una ligera reducción que todavía mantendría a este mineral cerca de sus máximos históricos, gracias a que las favorables expectativas de demanda asiática contrarrestarían la menor demanda por parte de EE.UU. Por el lado de la oferta, las nuevas explotaciones previstas en Chile podrían tener un efecto atenuante sobre los precios en 2008. No obstante, la posibilidad de que se repitan las restricciones energéticas o las tensiones laborales en el sector extractivo son dos elementos que pueden contrarrestar el efecto de los nuevos yacimientos mineros, y que podrían dejar la oferta de cobre sin variaciones sustanciales durante el próximo año.

Por su parte, el petróleo aparece en estos momentos como la materia prima con más posibilidades de experimentar una cierta reducción en sus niveles de precios. A pesar de que los mercados petroleros siguen estando afectados por bajos inventarios y el rechazo de la OPEP a aumentar la oferta, esperamos un retroceso de los máximos alcanzados a principios de marzo, hacia niveles en torno a los 75-80\$ a finales de 2008⁹.

En definitiva, los mercados de materias primas siguen estando caracterizados por una fuerte demanda y, en algunos casos, por una oferta que encuentra impedimentos para crecer. Razones que nos animan a concluir a favor de un mantenimiento de los altos precios actuales para la mayoría de estos productos. A un plazo más largo, el comportamiento de las materias primas presenta mayor incertidumbre, y depende fundamentalmente de que la desaceleración estadounidense contagie a otras grandes áreas económicas. Este escenario supondría un examen mucho más estricto a la fortaleza de América Latina, y que esperamos que diera lugar a respuestas más divergentes entre países.

⁷ La reducción en los inventarios de una materia prima favorece el alza de su precio *spot*, y por tanto la inversión de la curva de futuros (*backwardation*).

⁸ El desarrollo de esta industria requerirá cotas crecientes de la producción de soja, hasta llegar a la quinta parte de la oferta mundial durante la próxima década. Un análisis más detallado del efecto de la industria de los biocombustibles sobre los precios agrícolas se encuentra en nuestra revista "Situación Argentina", del primer trimestre de 2008.

⁹ Esta moderación de los precios estaría justificada por el escenario global de desaceleración, y por el incremento previsto en la oferta de los exportadores no miembros de la OPEP, lo que ayudaría a elevar el nivel de inventarios.

III. Temas de fondo

Anatomía del comercio en América Latina

Las economías de América Latina han sido muy vulnerables a crisis externas así como a crisis inducidas por su propio comportamiento. La actual turbulencia financiera es difícilmente comparable con buena parte de los anteriores episodios, ya que en esta ocasión se ha originado en un país desarrollado. Si en los episodios en los que las crisis se originaron en los países emergentes (crisis mexicana, crisis rusa o crisis asiática) la región se vio afectada por un efecto “contagio”, en esta ocasión, estamos ante una crisis financiera originada en los países desarrollados y con escasa propagación a emergentes. La comparación con el episodio inmediatamente anterior de recesión de la economía estadounidense (2001) tampoco resulta muy útil porque América Latina se vio arrastrada por una crisis idiosincrásica a la región, la crisis argentina.

En todos estos episodios el canal financiero tuvo un efecto amplificador provocando un ajuste brusco de las economías. En esta ocasión el impacto financiero parece amortiguado ¿cabe pensar lo mismo por el lado real?

¿Son ahora las economías más o menos vulnerables?

El grado de vulnerabilidad y, por tanto, el potencial impacto en términos de crecimiento en estas economías depende básicamente de tres factores: 1) de la existencia de otras fuentes del crecimiento que permitan compensar una moderación de las exportaciones, 2) del grado de apertura de las economías y, por último, 3) del grado de diversificación de las exportaciones tanto por destinos como por productos.

En un contexto de clara desaceleración de las economías desarrolladas como en el que nos vamos a mover en los próximos meses, el comercio constituye un elemento sensible para las economías de la región.

- (1) **Crecimiento menos dependiente del sector exterior.** El crecimiento de la región en los últimos años se ha debido principalmente al tirón de la demanda interna, tanto por el consumo como por la inversión. Este aumento de la demanda interna es consecuencia del aumento en el ingreso disponible, por un lado debido a unos favorables términos de intercambio y por otro, por el empuje del gasto fiscal. Desde 2004 a 2006 el sector exterior está restando crecimiento.
- (2) **Las economías son más abiertas y, por tanto, están más integradas.** Una forma de evaluar el posible alcance de una desaceleración económica es el grado de apertura comercial, medido por la suma de las exportaciones e importaciones sobre PIB. El grado de apertura de las economías de América del Sur ha crecido en los últimos años reforzando su crecimiento y aumentando sus opciones de comercio. Pero por otro lado implica una mayor integración en la evolución de la economía mundial, lo que las hace más sensibles a las circunstancias externas y por tanto más vulnerables en periodos difíciles. En la **tabla 1** se observa cómo este ratio ha aumentado de manera notable en la mayoría de las economías de la región desde la década de los 90 hasta ahora.
- (3) **Grado de diversificación de las exportaciones** Una forma de reducir su vulnerabilidad es mediante la diversificación de destinos y de productos exportados. Por ello es clave 1) analizar los cambios que se han producido en las relaciones comerciales de los

Beatriz Asensio
beatriz.asensio@grupobbva.com
Elvira Prades Illanes
elvira.prades@grupobbva.com

Tabla 1.
Grado de apertura comercial

	1990	2006
Argentina	15%	45%
Brazil	12%	26%
Chile	61%	75%
Colombia	33%	43%
Peru	28%	48%
Venezuela	58%	58%

Nota: Exportaciones más importaciones en % del PIB
Fuente: International Financial Statistics, IMF

Tabla 2:
Peso de exportaciones de América Latina sobre el total mundial (en %)

	1998	2006
Argentina	0,5	0,4
Brazil	0,9	1,2
Chile	0,3	0,5
Colombia	0,1	0,2
Peru	0,4	0,6
Venezuela	0,2	0,2

Fuente: Direction of Trade Statistics IMF y BBVA

Tabla 3:
Índice de exportaciones por precio y cantidad (2000=100)

Exportaciones	2006	
	Volumen	Precio
Argentina	143,4	122,4
Brasil	173,5	144,1
Chile	141,9	213,1
Colombia (coffee)	119,1	115,7
Perú	144,2	264,4
Venezuela	107	168,7

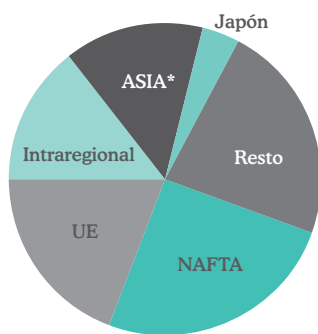
Año 2000=100
Fuente: IFS y IIF

Tabla 4: Peso de exportaciones a EE.UU. sobre total de las exportaciones (en %)

	1998	2002	2006
Argentina	7,8	11,5	8,8
Brasil	19,3	25,7	17,8
Chile	14,3	19	15,6
Colombia	38,2	44,1	35,7
Perú	32,8	26,2	24
Venezuela	42,1	45,1	46,2

Fuente: DOTS

Gráfico 1:
Distribución de las exportaciones por destino (en %)



Fuente: DOTS
*India, China, Tailandia, Filipinas, Malasia, Indonesia, Vietnam y Bangladesh

países, 2) saber qué razones les han llevado a estos cambios en los últimos años (globalización, tratados comerciales...), y 3) analizar qué efectos tendrán dado el panorama internacional actual.

Las relaciones comerciales de los países están cambiando en varios frentes: en primer lugar, se observa un importante aumento en las cantidades exportadas, lo que en la literatura de comercio se denomina el 'margen extensivo', en segundo lugar, se está produciendo una diversificación por destinos y finalmente, aunque en menor medida, se está produciendo una diversificación en las líneas de productos y variedades exportadas, lo que se denomina el 'margen intensivo'.

a) **El volumen de exportaciones de la región ha mantenido ritmos de crecimiento elevados.** Las exportaciones de América Latina han crecido a tasas superiores a las del total de exportaciones a nivel mundial. En la **tabla 2** evaluamos cómo ha aumentado el peso de sus exportaciones en el comercio mundial: como es de esperar, las economías más grandes han continuado ganando peso específico. Pero, es interesante descomponer este crecimiento tanto por precios como por cantidades, ya que algunas regiones se han visto favorecidas por una positiva relación real de intercambio, principalmente por las materias primas. Analizando los índices de precios de exportaciones y el índice de volumen en la **tabla 3** observamos que ambos han aumentado, siendo Chile y Perú los países más favorecidos por un efecto de valoración de sus mercancías.

b) y se ha producido una **diversificación de los destinos**

... han ganado peso otros mercados...

Tradicionalmente, Estados Unidos y el área NAFTA han sido los principales destinatarios de las exportaciones de América Latina. Sin embargo, el comercio con el área NAFTA ha disminuido, ya que ha pasado de recibir un 32,7% en 1997 de las exportaciones de la región a representar sólo un 25,4% del total en 2007. Por países, se observa (**tabla 4**) cómo las exportaciones a EEUU han caído de 2002 a 2006 en todos los países de la región, excepto en Venezuela. La principal caída ha sido en Brasil que ha pasado de un 25% a un 17%. Por otro lado Argentina es el país que menor porcentaje destina a EEUU, tan sólo un 8,8% de sus exportaciones. Algo similar ha ocurrido con las exportaciones a la UE que han pasado de un 29% a un 19%.

Pero han ganado peso otros bloques de emergentes, tanto Asia como los propios países que integran la región (**gráfico 1**). Asia ha pasado de pesar un 6% a un 14% en 2007 sobre el total de las exportaciones. En particular, ha aumentado con China e India. En los últimos años han aumentado el número de tratados comerciales con la región asiática¹. Y el grado de comercio intra-regional ha pasado de representar un 8% a un 14% del total.

Para el conjunto de la región parece muy claro el avance de la diversificación por destino. Sin embargo observando los datos por países no es tan clara, ya que economías como la colombiana o la venezolana continúan teniendo una gran dependencia de EEUU.

... el número de países a los que venden sus productos ha aumentado...

Una medida para evaluar la evolución de la diversificación por destino consiste en tratar de identificar la penetración en nuevos

¹ Chile firmó tratados de libre comercio con Corea (2003), China (2005) y Japón (2007) y Perú con Tailandia (2005).

mercados (aunque su peso específico sea pequeño). Hemos elaborado un indicador en donde se mide qué mercados de destino han ganado cierta representatividad.² Este indicador muestra que en los últimos años la mayoría de los países han incrementado en más de un 50% el número de destinos.

Otro indicador más estándar para evaluar la diversificación de las exportaciones por destino es el de concentración de exportaciones por países. Por ejemplo, observamos como el 50% de las exportaciones de los países de América Latina aún están muy concentrados en pocos mercados ya que en media presentan 5 mercados de destino, sin embargo este indicador también muestra indicios de cierto grado de diversificación dado que el número de países a los que destinan este 50% de las exportaciones ha aumentado desde 1998 hasta 2006, pero no de manera notable.

Ambas medidas muestran los avances en términos de diversificación geográfica que está llevando la región, concluyendo que si bien la tendencia es positiva aún queda mucho margen para aumentar el número de mercados de destino.

... el comercio intra-regional se ha visto favorecido por los acuerdos preferenciales de comercio firmados en los últimos años. Los países de la región están potenciando sus complementariedades y aprovechando sus diferencias productivas para incrementar su crecimiento. La firma de acuerdos preferenciales y de tratados comerciales está fomentando las relaciones dentro de la región. América Latina encuentra, cada vez más salida para sus productos en países vecinos, lo cual favorece el desarrollo de nuevas industrias, de relaciones comerciales y por tanto una mayor especialización.

Comparando las exportaciones acumuladas de 2007 con las de 2002 y 1998 en la **tabla 5** se observa cómo el peso del comercio intra-regional ha aumentado en Brasil y Colombia. Sin embargo dada la cercanía geográfica estos datos aún son poco significativos. Se espera que con la evolución que está viviendo la región estas relaciones se intensifiquen.

Los países de América Latina tienen en su mayoría tratados de libre comercio y tratados preferenciales. Chile, Colombia y Perú han firmado en los últimos años tratados de libre comercio con otros países de la región, lo que puede ser un factor determinante en el crecimiento del comercio intra-regional. A pesar de que no parece que los tratados comerciales hayan afectado de manera directa al crecimiento de las exportaciones intra-regionales en términos de volumen si que pueden haber potenciado la diversificación y haber desarrollado nuevos focos de comercio.

c) Diversificación por productos

Otra de las variables que reduce la vulnerabilidad por el canal comercial es la diversificación de los productos y variedades exportadas. En la región existen nuevos sectores entrando en el comercio internacional con mayor valor añadido como son la producción de autopartes, textil y calzado, y la aeronáutica. El desarrollo de nuevas industrias ha permitido la entrada en mercados internacionales no tradicionales, pero el nivel de entrada sigue siendo bajo y el peso de las materias primas sigue siendo muy elevado.

² Calculamos el número de 'nuevos mercados' a los que los países de la región están accediendo, tomando como nuevo mercado aquel al que se destina al menos el 2% de las exportaciones como porcentaje del PIB. Este es un concepto prestado de la literatura empírica de comercio internacional basado en datos de firmas, ver Eaton, Kortum and Kamarz, (2005) "An anatomy of international trade: Evidence on French Firms".

Tabla 5:
Exportaciones intra-regionales
(% del total)

	1998	2002	2007
Argentina	41,3	36,48	33,1
Brasil	23,2	15,42	27,1
Chile	19,2	16,81	15,2
Colombia	20,8	20,26	28,7
Perú	16,0	12,78	20,5
Venezuela	16,0	8,64	5,6

Fuente: DOTS

Tabla 6:
Exportaciones de materias sobre el total de exportaciones por destinos (%)

	2000	2006
NAFTA	79,09	76,15
UEM	69,74	60,34
ASIA	81,45	80,91
Japan	82,19	90,05

Fuente: COMTRADE y BBVA

Box. Metodología

Coefficiente de especialización:

$$C.E. = 1 - \frac{1}{2} \sum_n (a_{in}^n - a_{jn}^n)$$

Coefficiente de conformidad:

$$C.C. = \frac{\sum_n a_{in}^n a_{jn}^n}{\sqrt{\sum_n (a_{in}^n)^2 \sum_n (a_{jn}^n)^2}}$$

Donde a representa la participación del bien n en las exportaciones totales del país i (en nuestro caso evaluamos cada país de la región Latam) y se compara con la participación de las exportaciones del bien n en el total de las exportaciones de j , en este caso de China.

En un reciente estudio realizado por La Cooperación Andina de Fomento³ se muestra el efecto directo que tienen los tratados preferenciales sobre el patrón comercial de los países. Los países con los cuales tienen tratados preferenciales muestran un claro incremento en las variedades de productos de las exportaciones y en sectores con mayor valor añadido lo cual es un factor muy positivo para el desarrollo del comercio de América Latina.

La región no ha hecho excesivos avances en la diversificación de la producción. Sigue habiendo una serie de productos predominantes que son los que conforman la principal parte de su producción. Esto provoca la existencia de dos focos de riesgo que se expondrán más adelante con detalle: por un lado la elevada dependencia de las materias primas y, por otro lado la competencia de nuevas economías emergentes y, en especial China y, en menor medida, India.

Dependencia de las materias primas

Las materias primas se han convertido en un elemento clave del comercio mundial y en particular en América Latina ya que conforman más de la mitad del total de exportaciones y el precio de las mismas en los últimos años han aumentado de forma acusada (ver **tabla 6**).

La actual subida en los precios está favoreciendo los términos de intercambio para estos países, incrementando el valor de sus exportaciones y por tanto se trata de un shock de origen externo muy favorable. El incremento del comercio con los países asiáticos y las características del mismo potencian la concentración de exportaciones de América Latina en materias primas. Pero es necesario aprovechar este momento de auge en los precios para invertir en otros sectores que pueden no parecer tan beneficiosos pero que a la larga posibiliten un mayor crecimiento.

Se están tomando medidas dentro de los países para tratar de aumentar el número de industrias y el número de variedades. El estudio realizado por la Cooperación Andina de Fomento (CAF) mencionado anteriormente con datos desagregados por industria y variedad de productos⁴ afirma que Perú presenta altos niveles de crecimiento en las variedades exportadas, Chile y Colombia se encuentran en niveles moderados y muestran crecimiento moderado. Brasil parte de una situación de mayor diversidad de variedades exportadas y su crecimiento está siendo moderado.

El elemento clave para mantener el crecimiento es favorecer la inversión en innovación y la adopción de nuevas tecnologías para ganar competitividad en los mercados internacionales. La región aún tiene mucho que avanzar en este sentido. Según un reciente estudio de la OECD a través del Índice Global de Competitividad Chile y Brasil son las economías más adelantadas, Perú está realizando también esfuerzos tratando de alcanzar mejores niveles de innovación⁵.

Los países LATAM no son los únicos emergentes que han entrado en el comercio mundial

La aparición de nuevos mercados como es el caso de China e India supone tanto un aumento de la competencia en los mercados internacionales así como un incremento de mercados potenciales. Si los países de la región mantienen su patrón de comercio centrado en las materias primas no tendrán una competencia fuerte mientras continúe este impulso en la demanda. Sin embargo, es necesario incre-

³ "Export Variety in Latin America" Jose Pineda y Pablo Sanguinetti. (2007) Documento de Trabajo de la Cooperación Andina de Fomento (CAF) mimeo.

⁴ Utilizando la clasificación internacional armonizada

⁵ Ver "Comercio para el desarrollo: China, India y el reto de la especialización" (2008) Perspectivas Económicas de América Latina OECD

mentar la inversión en nuevos procesos productivos de mayor valor añadido que garanticen su papel en el comercio mundial en el futuro. Con el fin de evaluar el proceso de especialización y el grado de competencia que puede estar sufriendo la región por la aparición de estos nuevos mercados calculamos dos índices que miden el grado de especialización en la exportación de ciertos productos en dos economías: el *coeficiente de especialización (CE)* y el *coeficiente de conformidad (CC)*. Para calcular estos coeficientes utilizamos la base de datos compilada por Naciones Unidas- COMTRADE con un nivel de desagregación de los productos exportados hasta 3 dígitos. El cálculo de estos índices se realiza para las economías de mayor tamaño de la región frente a la estructura de las exportaciones de China, al ser una de las principales economías que podría suponer una amenaza para la región en los mercados internacionales. Además calculamos el *coeficiente de especialización regional* que mide el grado de especialización de los diferentes sectores dentro de la región.

Coeficientes de especialización y conformidad

Estos dos indicadores permiten comparar las estructuras comerciales de dos mercados/ países. Comparamos los países de la región con China por su importancia en el comercio mundial y los efectos que puede causar su competencia en los mercados internacionales. Estos coeficientes no están exentos de limitaciones ya que no tienen en cuenta factores que pueden tener importancia para algunos estudios como puede ser el caso del tamaño de las economías o que no tenemos en cuenta el patrón importador de la economía China para evaluar la complementariedad de sus productos y la posible interacción intra-industrial. Sin embargo, en nuestro caso lo que queremos evaluar es la evolución que han seguido en los últimos 15 años las exportaciones de cada país y su impacto para la competencia.

Estos coeficientes comparan el peso de un bien particular sobre el total de sus exportaciones en dos economías. Si el peso de los diferentes bienes en la estructura de exportaciones es idéntico en las dos economías el *coeficiente de especialización* va a ser igual a 1, lo que implica que el grado de competencia es elevado. Por el contrario, si la estructura es totalmente diferente el coeficiente va a ser igual a 0. Los resultados obtenidos indican que la competencia entre los países de América Latina y China está cayendo y no parece que haya un elevado grado de coincidencia dado que los índices toman valores cada vez menores. El coeficiente de especialización muestra que excepto en el caso de Brasil la especialización de China y los países de América Latina siguen tendencias divergentes. El *coeficiente de conformidad* tiene una lectura similar al anterior. El valor 1 supone un elevado grado de especialización mientras que un valor bajo supone un menor grado de especialización. En la **tabla 7** se aprecia cómo este cae en todos los países excepto en Brasil.

De lo anterior se infiere que América Latina no tiene en China a un importante competidor, puesto que su patrón de comercio sigue centrado en las materias primas.

Coeficiente de Especialización Regional (CER):

Con el fin de comparar la especialización lograda por cada uno de los países de América Latina calculamos el *Coeficiente de Especialización Regional (CER)* de cada país comparado con la región.

Si el $CER > 100$ la región está especializada en dicho sector; $CER < 100$ significa falta de especialización y si el $CER = 100$, el nivel de especialización del país en ese sector es similar al de la región. En este estudio el CER es empleado para determinar el nivel de especialización del país en el sector de la industria manufacturera.

Tabla 7: Coeficiente de Conformidad y Especialización

		1997	2006
Argentina	C.E.	0,16	0,10
	C.C.	0,06	0,02
Brazil	C.E.	0,24	0,30
	C.C.	0,12	0,22
Chile	C.E.	0,16	0,10
	C.C.	0,06	0,02
Colombia	C.E.	0,25	0,22
	C.C.	0,17	0,09
Perú	C.E.	0,21	0,14
	C.C.	0,11	0,05
Venezuela	C.E.	0,13	0,04
	C.C.	0,13	0,02

Fuente: COMTRADE y BBVA

Box. Coeficiente de Especialización Regional:

Este coeficiente mide el nivel de especialización regional, en relación al país, del sector considerado (Saenz de Buruaga, 1988: 430).

$$CER = \frac{\left(\frac{P_{ir}}{P_{iN}}\right)}{\left(\frac{P_r}{P_N}\right)} \cdot 100$$

Donde calculamos el ratio del valor P de las exportaciones de un país r en el sector i sobre el total de las exportaciones de la región N . Dividiendo entre el peso de las exportaciones del país r sobre el total de las exportaciones de la región. Los países que incluimos en el cálculo son:

Argentina
Chile
Colombia
México
Perú
Venezuela

El grado de desagregación de los sectores son 10, tomamos un solo dígito que incluyen del 0 al 9 siguiendo la clasificación internacional:

- 0 Alimentos y animales vivos
- 1 Bebidas y tabaco
- 2 Mercancías en bruto excepto alimentos y combustible
- 3 Combustible/lubricantes minerales
- 4 Cera/grasa/aceite animal o vegetal
- 5 Productos químicos no especificados en otros renglones
- 6 Manufacturas
- 7 Maquinaria y equipos de transporte
- 8 Manufacturas varias
- 9 Materias primas no especificadas en otros renglones

En las **tabla 8 y 9** resumimos los resultados obtenidos para los años 1997, 2002 y 2006. Para cada año reportamos los países que tienen el mayor coeficiente de especialización regional para cada uno de los subgrupos. En primer lugar reportamos cual es el país más especializado en la producción en las diferentes partidas de producto. Observamos como a lo largo de estos años ha habido ligeros cambios. Como es de esperar, Venezuela ha mantenido su liderazgo en la rubrica 3, por el petróleo, Chile en Manufacturas y en Mercancías. Mientras que la partida de bebidas y alimentos se la han disputado Brasil, Chile y México en los años seleccionados. En la **tabla 9** vemos los coeficientes para el año 2006 y podemos observar como las partidas de materias primas, bien extractivas o de cultivo son las que tienen un mayor coeficiente. Lo que pone de manifiesto que la región tiene margen para fomentar el desarrollo de actividades relacionadas con los sectores con mayor valor añadido.

Conclusiones

La desaceleración mundial, liderada por la economía estadounidense tendrá su reflejo en una reducción de las exportaciones de la región. No obstante, hay elementos que permiten ser moderadamente optimistas respecto a la magnitud del impacto. En primer lugar, se ha producido una importante diversificación geográfica de las exportaciones de la mayoría de las economías latinoamericanas hacia zonas de alto crecimiento. Además, los indicadores de especialización y complementariedad sugieren que el comercio con la región Asiática, más concretamente con China, está avanzando en buena dirección para la mayoría de las economías de la región. Pero, como elemento negativo cabe destacar la aun elevada concentración sectorial en materias primas dado que en el corto plazo se espera una moderación en los precios. Por otro lado este es un punto de clara vulnerabilidad en el medio plazo al que la región debería hacer frente.

Tabla 8: Ranking Coeficiente de Especialización Regional para América Latina

Sector *	1997	2002	2006
0	Argentina 252,23	Argentina 284,42	Argentina 286,73
1	Brasil 221,39	Chile 267,53	Argentina 128,79
2	Chile 360,05	Chile 369,97	Chile 337,77
3	Venezuela 533,57	Venezuela 538,04	Venezuela 443,42
4	Argentina 648,16	Argentina 784,02	Argentina 859,19
5	Venezuela 218,11	Colombia 231,87	Colombia 180,88
6	Chile 243,09	Chile 265,23	Chile 289,61
7	México 173,79	México 159,32	México 182,79
8	México 163,11	México 151,57	México 177,81
9	Perú 737,70	Perú 1330,77	Perú 789,63

* Ver leyenda en Box página 17
Fuente: COMTRADE y elaboración propia

Tabla 9: Coeficiente de Especialización Regional para América Latina

Sector *	2006									
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Argentina	287	129	102	70	859	177	70	43	30	121
Brazil	171	119	173	37	109	147	127	82	59	111
Chile	124	163	338	9	11	96	290	5	9	141
Colombia	138	35	64	184	55	181	100	21	120	160
Mexico	38	109	15	74	4	77	58	183	178	33
Peru	128	5	296	38	89	43	164	2	105	790
Venezuela	1	5	4	443	0	25	34	3	2	1

* Ver leyenda en Box página 17
Fuente: COMTRADE y elaboración propia

La tasa de interés natural: una estimación para Colombia y Perú¹

Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe
Francisco Grippa
fgrippa@grupobbva.com.pe

El instrumento que los bancos centrales usualmente emplean para comunicar ajustes en la posición de la política monetaria es la tasa de interés de corto plazo. Así, se relaciona un incremento en ésta con un ajuste en la política monetaria hacia una posición más restrictiva (o menos expansiva), en tanto que reducciones reflejarían condiciones más flexibles (o menos restrictivas). Es decir, lo que se enfatiza aquí es la dirección en la que se modifica la posición monetaria, comparando el nuevo nivel de la tasa de interés de política con el nivel anterior.

Sin embargo, el nivel per se de la tasa de interés de política no es un indicador de la posición absoluta, ya sea expansiva o contractiva, que adopta la política monetaria en un determinado momento del tiempo. Para hallar esta posición en términos absolutos se requiere comparar la tasa de interés (real) de corto plazo con respecto a un tipo de interés de referencia, de naturaleza más estructural, que se conoce en la literatura económica como tasa natural de interés (TNI).

Según Wicksell (1989), la TNI es aquélla que iguala el ahorro y la inversión, en un entorno de estabilidad de precios. Esto ocurre cuando la tasa de interés es similar a la productividad marginal del capital. Greenspan (1993), por su parte, define la TNI como aquélla que hace que la actividad económica se mantenga en su nivel potencial a lo largo del tiempo. Una tercera definición la proporciona Woodford (2003), quien señala que la TNI corresponde a la que resulta de un modelo de equilibrio general sin rigideces nominales, es decir, con precios flexibles.

Así, una posición monetaria expansiva (contractiva) corresponde a una tasa de interés que se ubica por debajo (encima) de su nivel natural. Adoptando esta posición, el banco central buscaría inducir una aceleración (disminución) de la actividad económica, presionando a la tasa de inflación al alza (a la baja) para gradualmente alinearla con su objetivo.

Si el banco central conociera cuál es el nivel natural de la tasa de interés, la toma de decisiones de política se simplificaría pues lo que debería hacer es orientar su tasa de interés de política hacia su nivel natural. Asimismo, sería más fácil comunicar la verdadera posición de la política monetaria.

Sin embargo, la TNI no es observable ni constante ya que sus determinantes fluctúan a lo largo del tiempo. En particular, la TNI depende de la tasa de preferencia intertemporal de los agentes económicos, del crecimiento de la productividad total de factores, de la elasticidad de sustitución entre consumo y ahorro, de la política fiscal, de las primas asociadas a distintos riesgos, de las restricciones al movimiento de capitales, entre otras variables. Dado que algunas de estas variables no son observables, tampoco lo es la tasa natural de interés, por lo que debe ser estimada.

Existen diversas aproximaciones para estimar la TNI. En primer lugar, con un enfoque estadístico simple, se puede obtener el promedio móvil de la tasa de interés real. Bajo esta aproximación se emplea una ventana que refleje la duración promedio de un ciclo económico, de tal manera que los *shocks* idiosincráticos sobre la tasa de interés nominal y sobre la tasa de inflación se compensen, con lo que se espera que la tasa de interés promedio sea similar a la natural. La ventaja de esta metodología es su simplicidad; la desventaja es que no captura cambios estructurales ni de régimen, con lo que la estimación depende, en buena parte, de que la inflación y la tasa de crecimiento de la actividad económica sean relativamente estables.

En segundo lugar, se puede estimar el nivel natural de la tasa de interés a partir de modelos macroeconómicos. La ventaja de esta metodolo-

¹ Se agradece la colaboración de Mario Nigrinis con la estimación de la tasa natural de interés y con la descripción de los resultados para el caso colombiano.

gía es que permite obtener no sólo el nivel natural de la tasa de interés, sino también las fuentes de variación del mismo. Un ejemplo es el modelo que emplea Bomfim (1997). Una de las limitaciones de este enfoque es el uso de modelos extensos y complicados, lo que hace costosa la estimación; asimismo, la serie estimada para la tasa natural de interés depende crucialmente de los supuestos del modelo.

Una tercera aproximación, más concreta, es la propuesta por Laubach y Williams (2003) para el caso de Estados Unidos. Dado que la TNI es una variable no observable, estos autores la estiman utilizando el algoritmo de suavizamiento del filtro de Kalman, en un modelo semi-estructural de pequeña escala para una economía cerrada, en donde la TNI queda determinada por la productividad. Si bien la metodología de Laubach y Williams (2003) es una de las más usadas, puede ser eventualmente costosa cuando se trata de realizar estudios transversales, dado que habría que definir modelos semi-estructurales para cada país.

En este artículo desarrollamos una aproximación alternativa que facilita la estimación de la TNI. Así, se considera una estructura flexible mediante una representación espacio-estado, bajo la forma de un VAR(2). Las variables incluidas en el modelo son la tasa de interés real ex-post² del mercado interbancario (r_t); la brecha del producto (og_t) y la brecha de inflación (gap_inf_t). Las dos últimas variables se obtienen mediante la aplicación del filtro de Hodrick-Prescott.

El modelo empleado es un sistema de tres ecuaciones:

$$r_t = \mu_{1t} + \sum_{i=1}^2 \beta_{1it} r_{t-i} + \sum_{j=1}^2 \alpha_{1jt} og_{t-j} + \sum_{l=1}^2 \delta_{1lt} gap_inf_{t-l} + \varepsilon_{1t}$$

$$og_t = \mu_{2t} + \sum_{i=1}^2 \beta_{2it} r_{t-i} + \sum_{j=1}^2 \alpha_{2jt} og_{t-j} + \sum_{l=1}^2 \delta_{2lt} gap_inf_{t-l} + \varepsilon_{2t}$$

$$gap_inf_t = \mu_{3t} + \sum_{i=1}^2 \beta_{3it} r_{t-i} + \sum_{j=1}^2 \alpha_{3jt} og_{t-j} + \sum_{l=1}^2 \delta_{3lt} gap_inf_{t-l} + \varepsilon_{3t}$$

La TNI se obtiene de los estados de la ecuación de la tasa de interés (la primera del modelo) cuando las brechas del producto y de la inflación están cerradas. De esta manera, la tasa natural de interés equivale a:

$$r_t^* = \frac{\mu_{1t}}{(1 - \sum_{i=1}^2 \beta_{1it})}$$

Por último, los estados μ_{1t} , β_{1t} y β_{2t} se estiman con un factor de suavización de los estados que es endógeno en la estimación.

Resultados

Para el caso de Colombia, la TNI se ubica entre 4 por ciento y 5 por ciento, con una ligera tendencia a la baja. Esta estimación es bastante similar a la de estudios previos realizados por el Banco de la República de Colombia (BR), tales como Echavarría et.al 2006.

De la estimación de la TNI se pueden extraer algunas lecciones sobre la política monetaria colombiana a partir de 1990. Al respecto vale la pena recordar que en Colombia se empezó a implementar la estrategia de metas de inflación desde 1999. Antes de ese año la estrategia implementada era un híbrido entre agregados monetarios y control del tipo de cambio mediante un esquema de banda cambiaria. De esta manera, lo primero que se observa es la amplitud de la variación de la tasa de interés durante la década de los años noventa, frente a los movimientos observados a lo largo de la presente década, bajo el esquema de metas de inflación.

² La tasa de interés real ex-post se obtiene deflactando la tasa de interés nominal con la tasa de inflación realizada.

Al inicio de la década de los años 90, la economía colombiana experimentó una etapa de reformas estructurales. Se inició un proceso de mayor apertura económica, se modificó el orden institucional dándole independencia al BR y se le encomendó la misión de mantener el poder adquisitivo de la moneda, buscando una tasa de inflación baja y estable. El primer reto que enfrentó el BR fue en el año de 1992, cuando el país sufrió un racionamiento eléctrico debido al efecto negativo que tuvo el fenómeno climático de El Niño sobre las reservas de agua utilizadas por las plantas hidroeléctricas. El Banco Central decidió adoptar una postura de política monetaria expansiva³ con el fin de aliviar los efectos perversos que tuvo este choque sobre la economía. Luego, a mediados de la década, el BR adoptó una política restrictiva, consistente con el propósito de suavizar el ciclo económico. La década finaliza con la mayor caída del producto desde que hay cifras disponibles, como resultado de la crisis generada por la moratoria en el pago de la deuda rusa y el aumento de la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales, lo que llevó a un recorte del flujo de capitales y a un fuerte ajuste cambiario.

En la primera parte de la presente década, el BR adoptó una política monetaria expansiva con el fin de contribuir a la recuperación de la economía. A partir del año 2006, el BR ha venido aumentando su tasa de interés de referencia con el fin de llevar la posición de la política monetaria hacia un nivel más neutral. La estimación de la TNI confirma esta percepción y muestra que la posición de la política monetaria a diciembre de 2007 sería neutral. Considerando la decisión que tomó el BR en febrero de 2008 de aumentar su tasa de intervención en 25 pb, así como la tendencia observada y esperada de la inflación y la estimación del ciclo económico, no se descarta que la autoridad monetaria decida mantener esta posición a lo largo del presente año. Para ello, se estima que sería suficiente que el BR mantenga la tasa de intervención en su nivel actual de 9,75 por ciento.

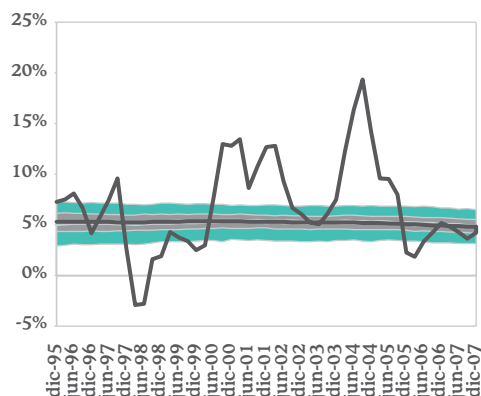
En el caso de Perú, la TNI estimada se encuentra entre 5 por ciento y 6 por ciento, aproximadamente, en el período 1995-2007, con una tendencia a la baja más acentuada que para el caso de Colombia. El nivel estimado es congruente con el de Castillo et al. (2006), en el que a partir de un modelo de equilibrio general se estima que el nivel promedio de la TNI entre 1994 y 2005 es 4,7 por ciento.

Los resultados obtenidos reflejan bastante bien los diferentes períodos que ha tenido la ejecución de la política monetaria por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) en los últimos años. Así, se observa que entre fines de 1995 y 1997 la posición de la política monetaria fue expansiva, lo que se reflejó en una fuerte recuperación de la tasa de crecimiento de la actividad económica (7,1 por ciento como promedio anual entre 1993 y 1997), luego del período recesivo de 1988 a 1992 (5,3 por ciento de caída del PIB como promedio anual en ese período). La expansión de la economía se tradujo en desequilibrios en el sector externo, con un déficit en cuenta corriente que alcanzó como promedio anual alrededor de 7 por ciento del PIB entre 1993 y 1997. La inflación, sin embargo, empezó una gradual reducción hacia niveles acordes con la estabilidad de precios, en línea con una posición monetaria que de manera consistente se dirigió hacia un grado de menor flexibilidad.

Entre 1998 y la primera mitad de 1999, la TNI se ubicó alrededor de 6 por ciento. Dado que la tasa de interés real se mantuvo durante el período significativamente por encima de este nivel, la posición de la política monetaria se ubicó en un grado claramente contractivo. En este período (*shocks* financieros externos originados en Rusia y Brasil que repercutieron negativamente sobre el resto de economías emergentes), el BCRP pareció privilegiar la moderación de la depreciación del sol peruano (frente a la desaceleración que se podía inducir en la actividad económica) para reducir su impacto negativo sobre la probabilidad de impago de los agen-

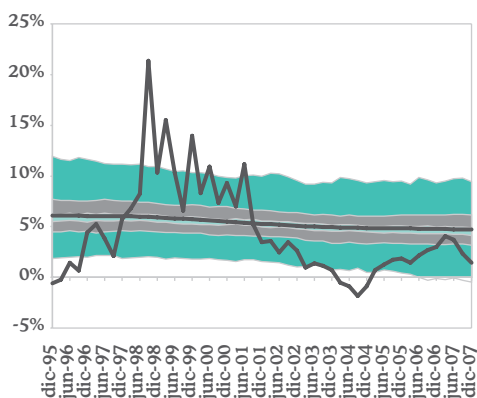
³ La posición de la política monetaria se mide como la diferencia entre la tasa de interés real interbancaria en términos reales y la tasa natural de interés estimada.

Tasa de Interés Natural Colombia



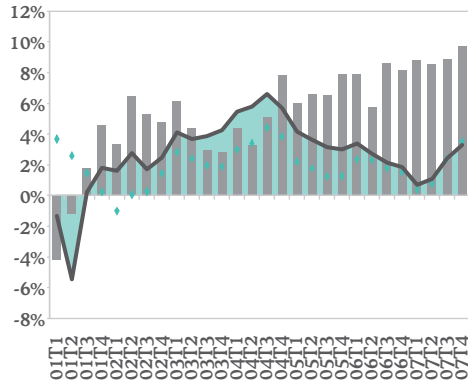
Fuente: BBVA y elaboración propia

Tasa de Interés Natural Perú



Fuente: BBVA y elaboración propia

Perú: Posición de la política monetaria^{1/}, tasa de inflación y crecimiento del PIB: 2001-2007



■ Posición de la política monetaria
■ PIB
◆ Tasa de inflación

^{1/} La posición de la política monetaria se mide como la diferencia entre la tasa de interés interbancaria en términos reales y la tasa natural de interés. En el gráfico se muestra el negativo de esta brecha, con lo que una posición monetaria expansiva corresponde a un signo positivo.
Fuente: BBVA y elaboración propia

tes económicos (efecto hoja de balance), dada la elevada dolarización financiera en la economía.

Luego del período de crisis y de la turbulencia política de 2000-2001, el Banco Central buscó favorecer el crecimiento de la actividad económica (0,2 por ciento en 2001) y evitar los riesgos de una deflación (el nivel general de precios cayó 0,1 por ciento en 2001). Considerando que en 2002 el BCRP empezó a implementar un esquema de metas de inflación para la política monetaria, con una meta de 2,5 por ciento (+/- un punto porcentual)⁴, y que la tasa de inflación se ubicaba en ese momento significativamente por debajo de la misma, se esperaría observar una posición monetaria expansiva a partir de 2002. En efecto, la estimación realizada recoge no sólo el cambio en la dirección de la posición monetaria hacia un nivel más laxo, sino que la misma posición se torna expansiva alrededor de esta fecha.

En el segundo semestre de 2004, el BCRP empezó el ciclo alcista de su tasa de interés de referencia, elevándola en ese período en dos oportunidades, en un contexto en que *shocks* de oferta tuvieron un impacto al alza sobre la tasa de inflación y esto empezó a transmitirse a las expectativas de inflación. Desde entonces, y hasta 2006, la estimación muestra un gradual retiro del estímulo monetario, acorde con los comunicados que el Banco Central ha realizado. Como resultado de ello, a fines de 2006, y considerando la incertidumbre de la estimación realizada, la posición monetaria era básicamente neutral.

Sin embargo, durante 2007 y hasta recientemente, la estimación muestra el inicio de un nuevo período de flexibilización de la posición de la política monetaria. Esto está relacionado con que los incrementos de la tasa de interés de política (en julio y septiembre de ese año) no compensaron el incremento de la inflación. En la medida de que los efectos transitorios al alza sobre la tasa de inflación, generados por el aumento de los precios internacionales de los alimentos y del petróleo, no se trasladan a las expectativas de inflación y se empiecen a disipar, se espera observar en los próximos trimestres una gradual convergencia de la posición de la política monetaria a un nivel más cercano al neutral. Esto también podría ocurrir mediante la elevación de la tasa de interés de referencia o de la tasa de encaje a las obligaciones de la banca. Esta última opción de política ya la empleó el BCRP en dos ocasiones durante 2008; se estima que el efecto acumulado equivalente de estas medidas sería un aumento de la tasa de interés de referencia de 100 puntos básicos en los próximos doce meses.

En resumen, la metodología sugerida en este artículo permite, entonces, obtener estimaciones del tono de la política monetaria que parecen reflejar muy de cerca las actuaciones de los bancos centrales de Colombia y Perú en los últimos años. Asimismo, son similares a estimaciones realizadas con modelos más complejos y, por lo tanto, más costosos de implementar, lo que constituye una ventaja para el enfoque que aquí se emplea.

Referencias

- Bomfim, Antulio. 1997. "The equilibrium fed funds rate and the indicator properties of term-structure spreads". *Economic Inquiry*. Octubre, 830-846.
- Castillo, P., Montoro, C. y Vicente Tuesta. 2006. "Estimación de la tasa natural de interés para la economía peruana". Serie de documentos de trabajo del Banco Central de Reserva del Perú. Junio de 2006.
- Greenspan, Alan. 1993. "Testimony on 1993 monetary policy objectives to the US Senate".
- Laubach, T. y John Williams. 2003. "Measuring the natural rate of interest". *The Review of Economics and Statistics*. Noviembre, 85 (4).
- Wicksell, Knut. 1936. *Interest and prices*. (tr. de R. F. Kahn de la edición de 1898). Londres: Macmillan.
- Woodford, Michael. 2003. *Interest and prices*. Princeton University Press.

⁴ A partir de 2007 la meta de inflación es 2,0 por ciento (+/- un punto porcentual). Es importante también señalar que desde que se implementó el esquema de metas de inflación, el BCRP ha empleado como meta operativa una referencia para la tasa de interés interbancaria *overnight*. Antes de ello se emplearon agregados monetarios.

Producto Potencial y Brecha de Producción: Aplicación para Argentina, Chile y Venezuela

La estimación del producto potencial es un tema relevante básicamente porque permite establecer hasta donde es posible crecer sin generar presiones inflacionarias y en qué medida se está perdiendo bienestar por no lograr alcanzar el potencial de producción.

Para estimar este potencial, tradicionalmente, se han desarrollado dos metodologías: la estimación de funciones de producción tipo Cobb-Douglas, con base en datos de factores de producción, y la aplicación de algún tipo de filtro a la serie del Producto Interno Bruto (PIB) para extraerle su tendencia.¹ Ambos procedimientos son, en mayor o menor medida, poco satisfactorios. En el primero normalmente se estima la productividad total de los factores (PTF) como un residuo, lo que supone un comportamiento para ésta excesivamente volátil y bastante alejado de la noción que se tiene de la PTF. En el caso de los filtros, las críticas principales son la ausencia de fundamentos y una brecha que por construcción suma cero.

La metodología que se propone y aplica en el presente artículo permite una mejor aproximación a la noción de producto potencial relevante en la toma de decisiones de política económica, como en el caso de una regla de Taylor, o para predecir variaciones en la tasa de crecimiento del PIB y de la inflación. Dos referencias de interés sobre la distinción entre las nociones de producto potencial, frontera de posibilidades de producción y producto de tendencia son: Koop, Osiewalski and Steel (1999) y Hall (2005).

A continuación se presenta una metodología que combina las virtudes de ambos métodos y los resultados de su aplicación a Argentina, Chile y Venezuela.

Desde la famosa afirmación de Solow (1957) de que la PTF sería una “medida de nuestra ignorancia” se ha desarrollado una enorme literatura alrededor de su contabilización y los factores que la explicarían. El problema, por supuesto, es que se trata de una variable no observable, que recoge nociones tan amplias como las de nivel tecnológico o desarrollo institucional así como factores del crecimiento. Por lo mismo, parece más que natural utilizar un modelo que permite combinar variables observables con no observables en la estimación de la función de producción de un país. Esto puede hacerse con la representación espacio-estado de una función del PIB que dependa del stock de capital y el empleo (variables observadas) y de la PTF (variable no observada), como la siguiente:²

$$\ln(PIB_t) = \ln(ptf_t) + \alpha_t \ln(L_t) + \beta_t \ln(K_t) + \omega_t \quad (1)$$

$$\ln(ptf_t) = \ln(ptf_{t-1}) + \gamma_t \ln(Z) + \varepsilon_{1t} \quad (2)$$

$$\alpha_t = \alpha_{t-1} + \varepsilon_{2t} \quad (3)$$

$$\beta_t = \beta_{t-1} + \varepsilon_{3t} \quad (4)$$

$$\gamma_t = \gamma_{t-1} + \varepsilon_{4t} \quad (5)$$

Donde, L sería la medida del factor trabajo, K la del capital, Z una variable exógena genérica, en tanto ω y ε_i serían términos de perturbación aleatorios.

¹ Un aporte reciente en este campo son la estimación de fronteras estocásticas de producción. Ver Koop, Osiewalski y Steel (2005).

² No obstante, es sorprendente la ausencia de referencias al uso de esta metodología en este campo. Dos excepciones los constituyen publicaciones del año 2007: una es Fuentes, R. y M. Morales (2007) y la otra Castro, E., R. Mendez y A. Puente (2007).

Erikson Castro
erikson_castro@provincial.com
Rodolfo Méndez
rodolfo.mendez@grupobbva.com
Alejandro Puente
alberto_puente@provincial.com

$$\begin{pmatrix} \omega_t \\ \epsilon_{1t} \\ \epsilon_{2t} \\ \epsilon_{3t} \\ \epsilon_{4t} \end{pmatrix} \sim iid \begin{pmatrix} 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \end{pmatrix}, \begin{pmatrix} \sigma_\omega & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \sigma_{\epsilon 1} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \sigma_{\epsilon 2} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \sigma_{\epsilon 3} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \sigma_{\epsilon 4} \end{pmatrix}$$

En los modelos espacio estado uniecuacionales a la ecuación de las observaciones, la ecuación (1), se le llama ecuación observacional. En el presente caso, la ecuación de las observaciones se refiere a la función de producción, para la cual se suponen rendimientos constantes a escala, imponiendo la restricción $\alpha+\beta=1$. Las ecuaciones (2) a (5) son denominadas ecuaciones de los estados y representan el comportamiento dinámico de las variables no observables. En general, las ecuaciones de los estados pueden incluir variables observables, Z , dentro de las variables explicativas. Particularmente, en el caso de Venezuela la ecuación (2) de la PTF incorpora los términos de intercambio dada su relevancia. Los restantes estados permiten estimar las pseudo productividades (3) y (4), y también en el caso de Venezuela, la sensibilidad de la PTF a los términos de intercambio, (5).

Como método de estimación del sistema anteriormente descrito se utiliza el filtro de Kalman, que es un algoritmo para la actualización secuencial de la proyección lineal de un sistema.

Una vez estimada la PTF y los parámetros de la ecuación (1) el siguiente paso, en la estimación del PIB potencial, es definir el nivel potencial de los factores trabajo y capital. En el caso del factor trabajo se define una tasa natural de desempleo, de manera que el empleo natural o pleno definiría el potencial. En cuanto al capital, el potencial vendría dado por el capital total ajustado por las desviaciones positivas de la tasa de desempleo de su tasa natural.³

Aplicamos la metodología brevemente descrita a tres países (Argentina, Chile y Venezuela) para los cuales se dispone o se ha podido construir series anuales, de capital y trabajo ajustadas por retiros debidos a obsolescencia y depreciación la primera y por escolaridad la segunda, en ambos casos considerando las variaciones de calidad en los factores de producción empleados.⁴ El periodo muestral es 1960-2006.

Para Argentina se estima una tasa de crecimiento del producto potencial de 3,2% al final del periodo y una brecha entre producto efectivo y potencial de 9,4% para el cierre de 2007.⁵ Este resultado sería consistente con las expectativas de mayor inflación y menor crecimiento para 2008, 11% y 7,5% respectivamente, si bien estas cifras no reflejan totalmente la magnitud de la brecha.

Desde una perspectiva histórica, la estimación del potencial parece reflejar adecuadamente la noción de una brecha generalmente positiva en las dos primeras décadas, y negativa en las dos siguientes, especialmente en el año de abandono de la convertibilidad como mues-

³ En el caso de Chile se utilizaron las horas trabajadas ajustadas por educación, lo cual es la variable ideal. Sin embargo, en este caso no es posible definir el potencial en los mismos términos que como se hizo para Argentina y Venezuela. En su lugar se utilizó el dato de horas trabajadas ajustadas y el stock de capital total. Esto debe suponer alguna subestimación del factor trabajo y una sobre estimación del capital.

⁴ En el Latinwatch N°1 de 2006 se describe la metodología aplicada en la estimación de los stock de capital físico y humano empleados para Venezuela.

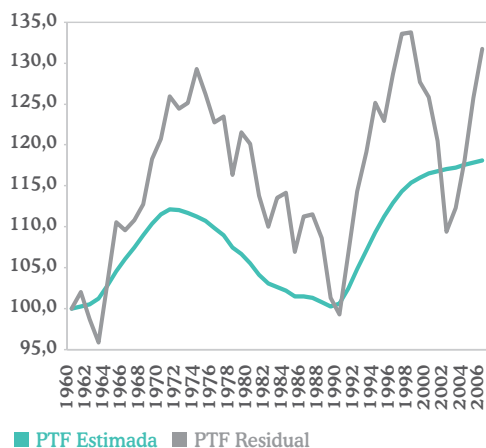
⁵ La serie se divide en tres sub-periodos: 1960-1972, donde el parámetro ruido/señal (lambda) toma un valor de 10, 1973-1990, donde se utiliza un valor de 5 para el lambda, y 1991-2006, con un lambda nuevamente de 10. El valor de 5 en el periodo 1973-1990 indicaría una mayor volatilidad de la economía en este periodo, atribuida a una mayor volatilidad o variabilidad de la tendencia con relación a la volatilidad del ruido (*shocks* estrictamente aleatorios). Se considera atípico el dato del año 2002.

Gráfico 1.
Argentina: Brecha del PIB



Fuente: BBVA y elaboración propia

Gráfico 2.
Argentina: Productividad Total de Factores



■ PTF Estimada ■ PTF Residual

Fuente: BBVA y elaboración propia

tra el gráfico 1. Por otro lado, el gráfico 2 permite comparar la estimación de la PTF con el método tradicional residual, con el obtenido con la metodología espacio-estado. Es bastante claro que a pesar de la similitud en la tendencia de los resultados parece más coherente el comportamiento suave de la estimación utilizando nuestra metodología.

Finalmente, cabe destacar que se estimaron pseudo-productividades del capital y trabajo, al final de la serie considerada, de 0,64 y 0,36 respectivamente.

En el caso de Chile se estima un crecimiento potencial de 4,2% al final del periodo y una brecha positiva de 0,6%.⁶ Estos resultados darían cuenta de las dificultades que tiene Chile para retomar los ritmos de crecimiento observados desde fines de la década de los ochenta hasta la crisis del sudeste asiático de 1998. Por otro lado, a pesar de que el crecimiento de 2007, 5,1%, estaría por encima del crecimiento potencial, recién el pasado año habría aparecido una brecha positiva e inferior al 1%, lo que ratificaría la percepción de que el repunte inflacionario del último año obedecería a factores puntuales y exógenos (aumento en el coste de la energía y sequía) y no a un exceso de demanda. Sin embargo, políticas que intenten retomar un crecimiento por encima del 4% que no den cuenta de la necesidad de aumentar la tasa de crecimiento del producto potencial podrían significar renovadas presiones inflacionarias. Es interesante destacar, que otros trabajos sobre Chile, como Fuentes, Gredig y Larrain (2007), también llegan a estimaciones de tasa de crecimiento del producto potencial en torno al 4%.

En términos de la evolución histórica de la brecha, los resultados parecen reflejar la percepción acerca del ciclo chileno. En los años noventa se creció por encima del potencial, pero con ajustes a este que permitieron mantener la brecha acotada y reducir la inflación, además con ganancias de productividad.

Las estimaciones de las elasticidades del producto al capital y trabajo, al final de la serie, serían 0,65% y 0,35%, respectivamente.

Por último, en el caso de Venezuela se utiliza una variante en la estimación de la ecuación de la PTF, al incorporar los términos de intercambio como una variable explicativa (observable) de la misma. La medida de términos de intercambio relevante para Venezuela es el precio del petróleo en términos reales, y su incorporación en la explicación de la productividad total de los factores supone considerar un canal distinto a los niveles de inversión y escolaridad que permitirían financiar los ingresos petroleros.

Por otra parte, se asume que el aumento en la volatilidad del producto, observada a partir de 1977, supone un cambio estructural que se considera a través de un ajuste en el parámetro ruido/señal a partir de esta fecha⁷. Al igual que en los casos de Argentina y Chile, se considera que las estimaciones del producto potencial y la brecha de Venezuela reflejan de manera coherente las nociones que se manejan con relación al comportamiento histórico del ciclo económico en el país. Particularmente, se destaca el comportamiento positivo de la brecha en la segunda mitad de la década de los setenta (periodo de fuerte expansión luego del primer *shock* petrolero) y en el periodo 91-93 (primera guerra del golfo), y negativo durante los años 83-84 (crisis financiera y abandono del régimen de cambio fijo). Más recientemente, tras las fuertes caídas del PIB los años 2002 y 2003, la economía se mantiene por debajo de su potencial hasta 2006, año en que se revierte la tendencia decreciente que venía mostrando la inflación. Al cierre de 2007 se es-

⁶ Se consideran observaciones atípicas los años 1975 y 1982, cuando el país experimentó profundas recesiones.

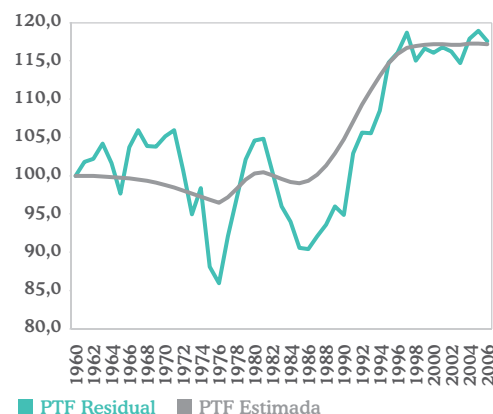
⁷ El dato de 2003 se considera un atípico, debido a que en este año la economía venezolana experimentó una fuerte recesión motivada en un paro general que tuvo una duración aproximada de dos meses.

Gráfico 3.
Chile: Brecha del PIB



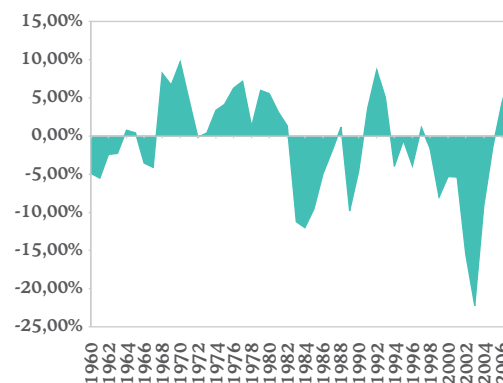
Fuente: BBVA y elaboración propia

Gráfico 4.
Chile: Productividad Total de Factores



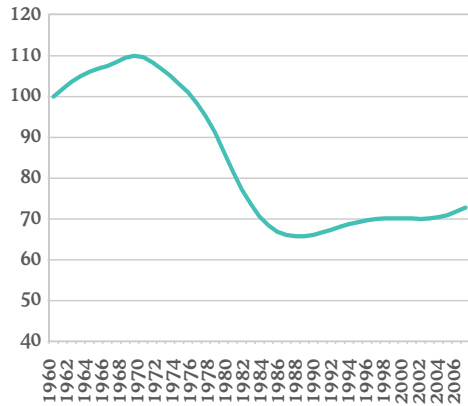
Fuente: BBVA y elaboración propia

Gráfico 5.
Venezuela: Brecha del PIB



Fuente: BBVA y elaboración propia

Gráfico 6.
Venezuela: Productividad Total de los Factores



Fuente: BBVA y elaboración propia

tima una brecha de 8,5% y un crecimiento del PIB potencial de 4,3%%, lo que ayuda a explicar las estimaciones de desaceleración del crecimiento y elevada inflación que se prevén para Venezuela durante 2008.

Finalmente, los estimados para las pseudo-productividades del trabajo y capital, para el final de la serie, son 0,36 y 0,64, bastante cercanos al peso que los factores respectivos tienen en el ingreso nacional, y el estimado de contribución de la productividad total de los factores al crecimiento. Además de reflejar el comportamiento suave anteriormente destacado para los casos de Argentina y Chile, da buena cuenta de la relevancia que ha tenido la disminución de la productividad en la desaceleración del crecimiento observada desde comienzos de la década de los ochenta. Más aún, a pesar del repunte de los últimos años todavía se encuentra muy por debajo de lo que era su contribución hace tres décadas, lo que indicaría que el crecimiento en Venezuela está básicamente sostenido por la acumulación de factores de producción.

Referencias bibliográficas

- Castro, E., R. Méndez y A. Puente, 2007: "Producto Potencial y Brecha", Situación Venezuela N° 2, 2007, BBVA.
- Fuentes, R. y M. Morales, 2007: "Measuring TPF, a Latent Variable Approach", Documento de Trabajo N° 419, Banco Central de Chile.
- Fuentes, R., F. Gredig y M. Larrain, 2007: "Estimating the Output Gap for Chile", Documentos de Trabajo N° 455, Banco Central de Chile.
- Hall, Robert E., 2005: "Separating the Business Cycle from Other Economic Fluctuations", NBER, Working Paper N° W11651.
- Koop, Gary, Jasek Osewalski and Mark, F.J. Steel, 1999: "The components of Output Growth: A Stochastic Frontier Analysis", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 61, 4(1999)
- Solow, R. (1956): "A Contribution to the Theory of Economic Growth", Quarterly Journal of Economics, Vol. 70 N° 1. Pp. 65-94.

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	2,9	2,2	1,1	1,5	3,2	2,9	2,9	1,8
UEM	2,9	2,6	1,4	1,5	2,2	2,1	2,6	2,0
Japón	2,4	2,0	1,4	1,8	0,2	0,0	0,6	0,5
China	11,1	11,4	10,1	10,4	1,5	4,8	5,7	4,5

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	31/12/07	jun-08	dic-08	dic-09	31/12/07	jun-08	dic-08	dic-09
EE.UU.	4,25	2,00	2,00	2,75	—	—	—	—
UEM (\$/€)	4,00	3,75	3,50	3,50	1,46	1,49	1,45	1,40
Japón (yenes/\$)	0,50	0,50	0,50	1,00	112	106,0	105	100
China (cny/\$)	7,47	7,47	7,88	8,01	7,30	6,73	6,6	6,3

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina	8,5	8,7	7,5	5,3	9,8	8,5	11,0	10,0
Brasil	3,7	5,2	4,6	4,3	3,1	4,5	4,5	4,5
Chile	4,0	5,1	4,6	4,0	2,6	7,8	4,4	2,5
Colombia	6,8	7,0	5,0	4,6	4,5	5,7	5,0	4,5
México	4,8	3,3	2,7	3,4	4,1	3,8	3,6	3,3
Perú	7,6	9,0	7,0	6,0	1,1	3,9	3,4	2,9
Venezuela	10,3	8,4	5,5	4,3	17,0	22,5	24,0	28,0
LATAM ¹	5,4	5,7	4,7	4,3	5,1	6,3	6,2	4,6
LATAM Ex-México	5,7	6,5	5,4	4,6	5,4	7,2	7,1	5,2

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina ²	1,8	1,2	2,0	2,0	3,8	2,7	2,5	1,6
Brasil	-3,0	-2,2	-1,8	-2,0	1,6	0,6	-0,5	-1,0
Chile ²	7,8	8,9	5,0	2,7	3,9	3,4	-0,3	-1,4
Colombia	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-2,1	-3,3	-4,0	-2,4
México	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,8	-1,1	-2,4
Perú	2,1	2,9	1,4	0,5	2,9	1,4	-1,4	-2,4
Venezuela ²	0,0	1,5	0,5	0,3	15,0	11,4	10,8	9,6
LATAM ¹	-0,5	-0,3	-0,3	0,0	2,3	1,1	0,3	-0,0
LATAM Ex-México	-0,8	-0,4	-0,4	0,3	3,5	2,0	0,8	0,0

¹ Media de los países mencionados ² Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año) ³			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina	3,06	3,14	3,23	3,47	8,90	12,20	12,70	12,70
Brasil	2,15	1,78	1,75	1,80	13,25	11,25	10,75	10,50
Chile	530,00	499,00	486,50	495,00	5,25	6,00	5,75	4,65
Colombia	2261,34	2014,20	2075,00	2161,00	6,82	8,98	9,84	9,26
México	10,88	10,86	10,93	11,25	7,02	7,44	6,47	6,47
Perú	3,21	2,98	2,80	3,00	4,50	5,00	5,50	5,50
Venezuela	2150,00	2150,00	2,15	3,00	10,30	11,70	14,0	14,00

³ Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente

Argentina

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	8,5	8,7	7,5	5,3
Inflación IPC (% , fin de año)	9,8	8,5	11,0	10,0
Balanza comercial (m.M. \$)	12,3	11,2	11,8	8,4
Cuenta corriente (% PIB)	3,8	2,7	2,5	1,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	32,0	45,2	53,0	56,7
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,06	3,14	3,23	3,47
Saldo sector público (% PIB) ¹	1,8	1,2	2,0	2,0
Tasa de interés (fin de año) ²	8,9	12,2	12,7	12,7
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	52	48	52	—
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	140	157	149	—

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

Brasil

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	3,7	5,2	4,6	4,3
Inflación IPC (% , fin de año)	3,1	4,5	4,5	4,5
Balanza comercial (m.M. \$)	46,1	41,3	26,0	15,6
Cuenta corriente (% PIB)	1,6	0,6	-0,5	-1,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	85,8	180,0	235,0	240,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,15	1,78	1,75	1,80
Saldo sector público (% PIB)	-3,0	-2,2	-1,8	-2,0
Tasa de interés (fin de año)	13,25	11,3	10,8	10,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	83	98,9	101,8	—
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	81	79,8	83,1	—

Chile

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	4,0	5,1	4,6	4,0
Inflación IPC (% , fin de año)	2,6	7,8	4,4	2,5
Balanza comercial (m.M. \$)	22,2	24,5	21,2	11,6
Cuenta corriente (% PIB)	3,9	3,4	-0,3	-1,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	19,4	16,9	16,0	16,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	530	499	487	495,00
Saldo sector público (% PIB) ¹	7,8	8,9	5,0	2,7
Tasa de interés (fin de año) ²	5,25	6,00	5,75	4,7
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	93	91	89	87,0
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	139	133	125	—

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

Colombia

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	6,8	7,0	5,0	4,6
Inflación IPC (% , fin de año)	4,5	5,7	5,0	4,5
Balanza comercial (m.M. \$)	-0,1	-0,8	-0,9	1,4
Cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-3,3	-4,0	-2,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	15,4	21,1	20,7	18,3
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2261	2014	2075	2161
Saldo sector público (% PIB)	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9
Tasa de interés (fin de año)	6,8	9,0	9,8	9,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	91	98	95	95
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	158	167	157	—

México

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	4,8	3,3	2,7	3,4
Inflación IPC (% , fin de año)	4,1	3,8	3,6	3,3
Balanza comercial (m.M. \$)	-6,1	-11,2	-12,0	-25,1
Cuenta corriente (% PIB)	-0,3	-0,8	-1,1	-2,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	67,7	78,0	83,0	87,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	10,88	10,86	10,93	11,25
Saldo sector público (% PIB) ¹	0,1	0,0	0,0	0,0
Tasa de interés (fin de año) ²	7,0	7,4	6,5	6,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	112	114	114	114,4
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	203	220	195	—

² México: Cetes a 28 días; Perú: Tasa interbancaria en soles

Perú

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	7,6	9,0	7,0	6,0
Inflación IPC (% , fin de año)	1,1	3,9	3,4	2,9
Balanza comercial (m.M. \$)	8,9	8,4	5,5	4,0
Cuenta corriente (% PIB)	2,9	1,4	-1,4	-2,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	17,3	27,7	35,7	37,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,21	2,98	2,80	3,00
Saldo sector público (% PIB)	2,1	2,9	1,4	0,5
Tasa de interés (fin de año)	4,50	5,00	5,50	5,50
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	88	86	83	—
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	142	145	138	—

Uruguay

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	-11,0	2,2	11,8	6,6
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 (% PIB)	3,1	-0,5	-0,8	0,6
Reservas (m.M. \$, fin de año) ³	0,8	1,9	2,3	3,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	27,1	29,2	26,6	23,51
Saldo sector público (% PIB) ¹	-4,1	-3,2	-1,8	-2,5
Tasa de interés (fin de año) ²	69,9	7,5	5,7	4,6
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	90	75	81	87,5
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	87	88	88	82,5

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

Venezuela

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	10,3	8,4	5,5	4,3
Inflación IPC (% , fin de año)	17,0	22,5	24,0	28,0
Balanza comercial (m.M. \$)	33,0	25,1	35,1	28,2
Cuenta corriente (% PIB)	15,0	11,4	10,8	9,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	37,3	33,9	31,9	31,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2150	2150	2,15	3
Saldo sector público (% PIB)	0,0	1,5	0,5	0,3
Tasa de interés (fin de año)	10,3	11,7	14,0	14,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	101	114	129	102
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	310	357	299	—

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

Depósito Legal: M-31252-2000

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Economistas Jefes:

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo

España: Julián Cubero

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Europa: Miguel Jiménez

Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Macroeconómico Mercados Emergentes: Sonsoles Castillo

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Juana Patricia Téllez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Alejandro Puente

China: Ya-Lan Liu

Norteamérica: Jorge Sicilia

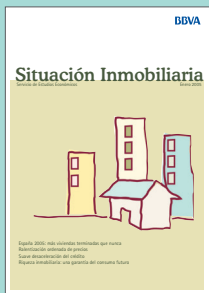
Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

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.