

Latinwatch

Servicio de Estudios Económicos

Primer trimestre 2005



América Latina: bienvenida China
China: ¿ángel o demonio para América Latina?
Acerca del crecimiento sostenido en Brasil
Kioto y los mecanismos de desarrollo limpio

Prefacio

Una nueva etapa de Latinwatch

Con esta edición trimestral de Latinwatch inauguramos una nueva etapa: nuevos formatos, nuevos contenidos, nuevas publicaciones.

Esta nueva etapa se caracteriza de disponer por primera vez de un conjunto de publicaciones trimestrales y semanales, así como notas ocasionales sobre cuestiones específicas, elaboradas por el Servicio de Estudios Económicos del Grupo BBVA y coordinadas entre los distintos bancos del grupo.

En este sentido, simultáneamente a la aparición de este Latinwatch trimestral se divulgan por primera vez publicaciones trimestrales locales llamados “Situaciones” en Argentina, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela con una estructura y formato comunes. Estas publicaciones cumplen un doble objetivo. Por un lado, complementan el Latinwatch trimestral al suministrar información sobre la evolución económica de los países respectivos con un elevado grado de detalle. Por otro, configuran publicaciones a nivel nacional en las que se integran los aspectos globales de los mercados financieros y de la economía mundial con las especificidades de las economías a las que van dirigidas principalmente estas publicaciones.

Además del Latinwatch y los Situaciones nacionales trimestrales, con vocación a tratar temas desde una perspectiva más estructural, se ha diseñado una segunda serie de publicaciones de frecuencia semanal, denominadas “Situación semanal”, a nivel global y para cada uno de los países en los que divulga un Situación trimestral, orientadas al seguimiento de información de corto plazo sobre los mercados y las economías. Esta publicación comparte los mismos principios que los Situaciones trimestrales: coordinación en las tendencias globales y profundización en la realidad económica y financiera nacional.

Por último, se ha diseñado una serie de notas económicas que, ocasionalmente, y bajo el título “EconomicWatch”, recogen temas de impacto en la economía y en los mercados combinando la rapidez y el rigor en el análisis.

Con la revista Latinwatch se completa la nueva línea de publicaciones del Servicio de Estudios Económicos que aprovecha las sinergias del análisis económico y financiero del grupo BBVA en su doble ámbito: global y doméstico.

Estas publicaciones podrán consultarse regularmente en la web del grupo, donde, desde ahora, el Servicio de Estudios aparece en la página corporativa.

Indice

Fecha de cierre: diciembre de 2004

Editorial	2
En esta edición de Latinwatch	3
China: ¿ángel o demonio para América Latina?	7
Acerca del crecimiento sostenido en Brasil	10
Kioto y los mecanismos de desarrollo limpio: ¿una oportunidad para Latinoamérica?	13
La paradoja de los flujos de capitales	16
Spreads emergentes y liquidez	18
Materias primas	20
Mercado del petróleo	21
Tablas de indicadores y proyecciones	23
Indice de actividades	

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

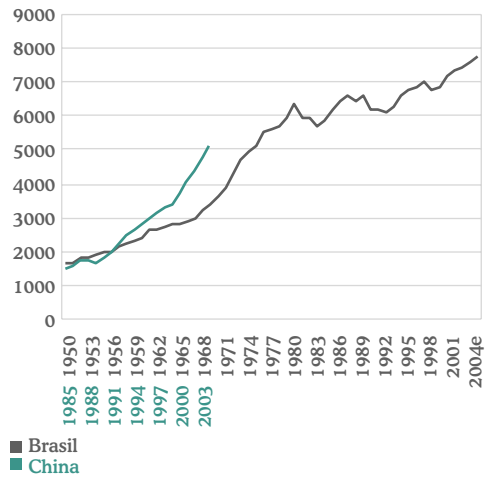
México: Adolfo Albo

Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Maite Ledo

Evolución renta per cápita en PPA (dólares constantes de 1996)



Fuente: BBVA basado en Penn World Tables

Índice de precio real de materias primas (1900=1)



Fuente: Latin American Centre at Oxford University

Editorial

China en pocos años ha pasado de ser un país marginal dentro de la economía mundial a desempeñar un papel central en el desarrollo económico a nivel internacional. Su influencia se extiende desde los mercados de divisas a los precios de las materias primas, pasando por su impacto en los flujos comerciales y en la inversión directa entre países.

Entre 1978 y 2003, el PIB real de China creció en media un 9,4%. Este extraordinario comportamiento ha hecho de China una economía doce veces más grande de lo que era hace sólo 25 años, con un tamaño similar a la suma de las economías de Brasil, México y Rusia. Es ya la séptima economía mundial, y la segunda cuando calculamos el PIB en términos de paridad de poder de compra. Y de repetirse la experiencia en el próximo cuarto de siglo, la economía china podría igualar en dimensión a la de Estados Unidos.

El fenómeno chino constituye, al mismo tiempo, el desarrollo de un importante mercado potencial. China es el cuarto mayor socio comercial a nivel mundial y el tercer importador tras Estados Unidos y Alemania. En 2003, China absorbió la mitad de la inversión directa dirigida a emergentes. Además, más de 400 de las principales 500 multinacionales realizan inversiones directas en China. La economía china es igualmente una devoradora de materias primas, no sólo como resultado de su dinamismo sino por encontrarse todavía en una etapa temprana de desarrollo.

Latinoamérica es una de las áreas económicas donde más repercute esta irrupción de China en el comercio mundial de materias primas, al estar la mayoría de los países de la región especializados en la producción de estos bienes. La excepción en Latinoamérica a este fuerte impacto positivo de China sobre los flujos comerciales la constituye México. Se trata de una economía con un elevado grado de especialización en la producción de bienes manufacturados, especialmente en actividad maquiladora, que compite fuertemente en terceros mercados con las exportaciones chinas, especialmente en el mercado estadounidense. Según estimaciones del BBVA, desarrolladas en uno de los artículos de este número, cuando se analizan los patrones de las exportaciones a nivel mundial, México, junto con Tailandia y Polonia, presenta el grado más alto de similitud con el patrón exportador chino. México está, no obstante, resistiendo la competencia china, especialmente en sectores donde los costes de transporte son decisivos.

El contraste entre la suerte de México y del resto de Latinoamérica ante el fenómeno Chino pone de manifiesto de forma particularmente cruda cómo grandes transformaciones en la economía mundial suelen generar simultáneamente retos y oportunidades. Quién resulte beneficiado a largo plazo dependerá en buena medida de cómo se afronten hoy los retos y se aprovechen las oportunidades. Los aparentes perdedores de hoy pueden convertirse en los ganadores del futuro y viceversa. Si la competencia china sirve como catalizador de las reformas estructurales, necesarias por tanto tiempo en México, este país se pondrá en condiciones para explotar su enorme potencial económico.

Del mismo modo, para el resto de Latinoamérica sería un error pensar que el "boom" del precio de las materias primas va a durar indefinidamente. Antes o después, los precios de estos bienes retomarán su tendencia secular a crecer sensiblemente por debajo del nivel general de precios, como corresponde a bienes cuya demanda relativa, a partir de un cierto umbral de renta, tiende a decrecer a medida que aumenta la renta "per cápita". Y llegará un momento en que la economía china, como antes lo hicieron la de muchos otros países, superará ese umbral.

El "cortoplacismo" es uno de los principales males que asola las economías latinoamericanas. La bonanza de hoy debe aprovecharse para transformar sus economías: sanear las finanzas públicas, invertir en educación y en infraestructuras necesarias y rentables y diversificar decisivamente el aparato productivo. Sólo así se ganará el futuro.

En esta edición de Latinwatch

Los países latinoamericanos enfrentan en la actualidad diversos retos dada su apertura e inserción en la economía global. La presente edición de nuestra revista Latinwatch reúne algunos de estos retos, haciendo especial énfasis en problemas de actualidad que serán parte de la agenda de los gobiernos de la región durante el siguiente año.

Por ejemplo, el impacto de China sobre las economías de América Latina ha sido importante. Así, en esta edición presentamos un análisis sobre los efectos del impulso chino en los países latinoamericanos. Durante la última década, el crecimiento de esta economía asiática ha sido impresionante y su impacto sobre Latinoamérica ha sido aún mayor. En particular, se puede dividir a la región en dos bloques: aquellos que se han beneficiado de la entrada de este nuevo actor en la economía mundial (los exportadores de materias primas) y aquellos que lo ven más bien como un competidor (los productores de manufacturas). El impacto sobre uno y otro grupo es diferenciado y nos da una idea acerca de la posible respuesta que la región tendrá conforme el desarrollo chino se consolide.

Continuando en la región se presenta un estudio sobre el potencial de crecimiento en Brasil. Este estudio de carácter estructural muestra las principales características de la economía sudamericana y explora las posibles razones por las cuales este país entró en una dinámica de crecimiento por debajo de su potencial. Alejandro Neut y Juan Antonio Rodríguez nos muestran cómo los bajos niveles de acumulación de capital y la falta de crecimiento en la productividad pueden explicar el mal desempeño de la economía brasileña durante la última parte del siglo pasado.

Finalmente, otro factor externo que afectará la forma de hacer negocios en América Latina será la entrada en vigor del Protocolo de Kyoto. En particular, Tatiana Alonso detalla las principales características de los llamados Mecanismos de Desarrollo Limpios o MDL. Como se explica en el artículo, América Latina ha mostrado un particular interés en promover el uso de estos mecanismos para incentivar la adopción de tecnologías menos contaminantes y atraer inversión a la región.

El año 2004 concluye con resultados positivos para América Latina. En particular, esperamos que la región crezca un 5,4% durante este año, cifra mayor al 2,6% de los últimos 20 años. Más aún, por primera vez en dos décadas, todos los países crecen simultáneamente.

Sin embargo, un análisis más prudente de los números nos indica que algunos países que han disfrutado de altas tasas de crecimiento lo han hecho como consecuencia de las graves recesiones sufridas durante el 2002 y el 2003 (por ejemplo, Argentina, Venezuela y Uruguay). De esta manera, la pregunta que debemos considerar es si la región podrá sostener la recuperación más allá del presente año. Nuestra valoración es positiva, dada las buenas expectativas en el entorno externo e interno. A continuación se da una breve explicación sobre nuestras expectativas en ambos casos.

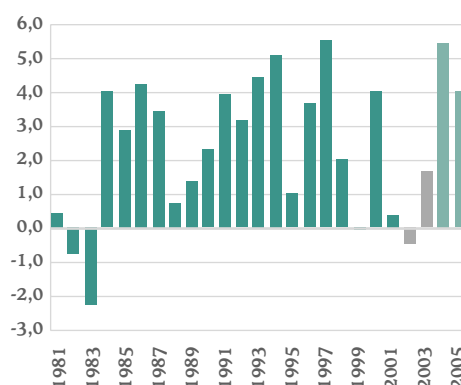
• Entorno internacional

La economía mundial mostrará en 2005 el tercer año consecutivo de expansión de la actividad. El crecimiento se ralentizará respecto al observado el último año, consecuencia de la combinación de unas condiciones monetarias que deben ser menos expansivas, y del impacto del aumento del precio del petróleo, que debería moderar la actividad en las economías industrializadas.

En este entorno de expansión de la actividad, cabe esperar que las políticas monetarias vayan ajustando gradualmente sus tipos de interés a niveles menos acomodaticios, siguiendo la pauta que se ha iniciado en 2004 en EEUU o en China, que parece haberse completado ya en economías como Reino Unido o que debería iniciarse el próximo ejercicio en la UEM.

PIB regional

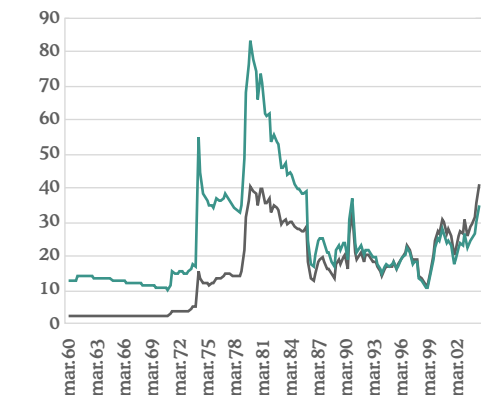
(Var. % anual)



Fuente: BBVA basado en fuentes nacionales

Precio del petróleo tipo Brent

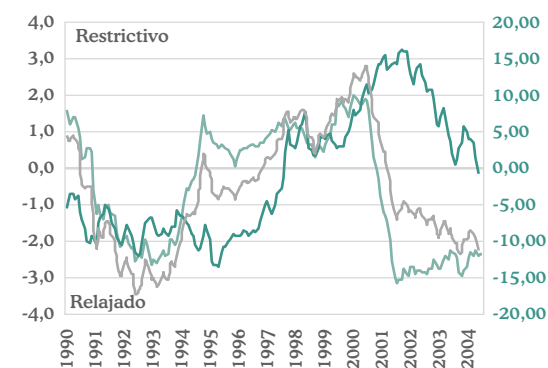
(\$/barril)



■ Nominal
■ Real

Fuente: BBVA

EE.UU.: índice de condiciones monetarias (ICM)



■ Tipos de interés
■ Dólar
■ ICM

Fuente: BBVA

Ahora bien, este escenario de ajuste gradual al alza de las políticas monetarias puede verse cuestionado por diversos factores: el precio del petróleo, el déficit corriente de EEUU o el ajuste de la economía China. En EEUU la combinación de estos factores apunta hacia riesgos al alza en los tipos de interés, con un desacoplamiento respecto a la situación de la UEM (Unión Económica y Monetaria) donde el balance de riesgos es a la baja.

El petróleo y la reacción de los bancos centrales

Las expectativas respecto al precio del crudo, que han jugado un papel protagonista en 2004, seguirán siendo importantes en el próximo año. El principal temor respecto al petróleo deriva de que las recesiones de los últimos treinta y cinco años en la economía mundial han estado vinculadas en mayor o menor medida a elevados precios del petróleo. Sin embargo, actualmente se observan algunas diferencias. En primer lugar, en magnitud el choque actual es más moderado y gradual que en el pasado, como se observa cuando se analizan los precios en términos reales. En segundo lugar, la dependencia de los países industrializados respecto al petróleo se ha reducido en los últimos años. Finalmente, en el pasado predominaron elementos de oferta como determinantes del alza de precios del crudo. En la actualidad se da una combinación más equitativa entre elementos de oferta y de demanda.

El petróleo, por tanto, tiene un impacto negativo, aunque posiblemente moderado en la actividad, pero no hay que olvidar que tiene un impacto alcista sobre los precios. En este sentido, genera un dilema para los bancos centrales. Con inflaciones bajo control, estos podrían dar más ponderación en sus funciones de reacción a la actividad, lo que no ocurriría ante sorpresas al alza de la inflación, más probables en EEUU que en la UEM donde la apreciación cambiaria limita el impacto del choque del petróleo.

Dos motores con incertidumbres

Los principales interrogantes para los próximos meses radican en las dos economías que están actuando como motores de la actividad, China y EEUU. El notable déficit por cuenta corriente alcanzado en EEUU se percibe cada vez más como insostenible, especialmente ante la creciente perspectiva de que, tras la victoria electoral de Bush, no sólo no se van a producir ajustes en la política fiscal en los próximos meses, sino que más bien se avanza en la dirección de mayor gasto público y más recortes impositivos. China constituye la otra fuente de incertidumbre. Su crecimiento sigue siendo muy elevado, a pesar de las medidas de restricción del crédito adoptadas este año. El reto es cómo moderar el crecimiento de forma gradual, evitando que se produzca un ajuste brusco de la actividad. El inicio del ciclo alcista de tipos en esta economía ha reavivado algunas expectativas de que se avance hacia mecanismos de mercado y en particular a que se produzca una revaluación de la divisa china con el dólar en los próximos meses. Esto es, las decisiones económicas parecen ir en sentido contrario al deseado en EEUU, con una posible decepción en las expectativas de ajuste fiscal, o sin terminar de materializarlas como ocurre con el caso del sistema cambiario chino. Por ello, todo apunta a que a los ajustes necesarios van a continuar produciéndose por la vía de las variables financieras.

La notable dispersión de los saldos de las balanzas por cuenta corriente entre países se amplifica año a año. Los más optimistas lo consideran el producto de unos mercados de capitales más amplios y de un menor sesgo doméstico en las decisiones de los inversores. Frente a esta visión, la depreciación del dólar y la ampliación del diferencial de tipos de interés de EEUU respecto a la UEM reflejan el temor de que la situación actual sea poco sostenible. Estos dos canales, divisa y tipos de interés, reflejan que hay una menor voluntad de seguir financiando el creciente déficit corriente estadounidense. A medio plazo tendrán un reflejo en mayores presiones inflacionistas y menor actividad en la economía estadounidense, cuyo efecto dependerá de la magnitud y la velocidad del ajuste financiero.

A corto plazo, el problema es que gran parte de este ajuste financiero se está produciendo con costes para la UEM, cuya expansión, muy dependiente del sector exterior, se ve frenada por la apreciación de su divisa. En consecuencia, se enfrían las expectativas de ajuste al alza de los tipos de interés del BCE. Por su parte, la resistencia de las autoridades chinas a apreciar su divisa está generando un efecto adicional en los mercados: China realiza fuertes intervenciones en el mercado cambiario en forma de compra de bonos extranjeros. Ello contribuye a mantener bajas las rentabilidades de los países industrializados. La posibilidad de que esta demanda se esté desplazando hacia activos denominados en euros acentúa los movimientos que se observan en el mercado financiero: un euro más apreciado y un diferencial de tipos negativo para la UEM. Es además un reflejo de la vulnerabilidad de la situación de EEUU ante un cambio en la composición de las reservas de los bancos centrales asiáticos. La razón: los flujos de inversión directa que tenían un notable protagonismo en la segunda mitad de los noventa en la financiación del déficit corriente de EEUU, han sido reemplazados actualmente por flujos oficiales, ligados a los movimientos de reservas en estos bancos centrales.

Escenarios financieros para 2005

Tomando en consideración las incertidumbres que se mantienen para los próximos meses, se describe un escenario para las variables financieras y se analizan los riesgos de este escenario. El escenario base, vendrá caracterizado por el ajuste gradual de los tipos de interés al alza, que en el caso de EEUU supondría terminar el año 2005 con tasas del 3,75% para los fondos federales y por un dólar-euro relativamente estable en torno a 1,3. El balance de riesgos en EEUU, es de un escenario de tipos de interés altos, alcanzándose tasas de interés del 4,5% para los fondos federales a fin de 2005, y del 6,5% para los tipos a 10 años, y con un dólar más depreciado, que llegaría a situarse en el 1,4 con el euro a finales del próximo año. El balance de riesgos es más equilibrado en la UEM, con posibilidad de unos tipos de interés más bajos en 2005, especialmente si el euro sigue apreciándose.

• Visión regional

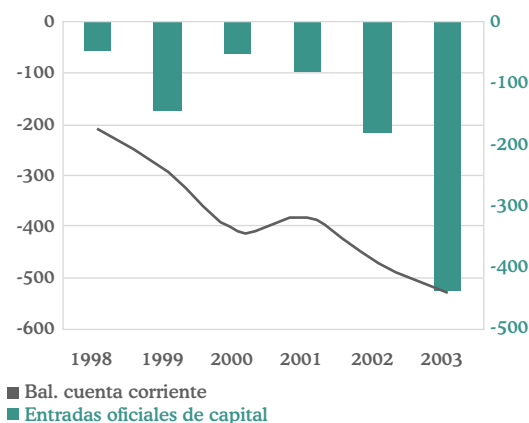
Hasta el primer trimestre de este año, los mercados internacionales de deuda experimentaron un incremento en la liquidez que trajo como consecuencia una reducción considerable del coste de pedir prestado. Esta situación ha beneficiado fuertemente a las economías de la región, y de manera más importante a países con grado de inversión como Chile y México, los cuales gozan de niveles de deuda relativamente bajos y han aprovechado para mejorar el perfil de vencimiento de lo que deben.

Otra de las características positivas del pasado rally de deuda es que la mayor accesibilidad a fondos no se ha traducido en desequilibrios importantes en las cuentas externas. En particular, la cuenta corriente presenta un superávit al finalizar el 2004 y durante el próximo año se observará un déficit relativamente bajo (ver gráfico). Así, a diferencia de otros periodos donde la región enfrentó un incremento generalizado en los tipos de interés mundiales, hoy en día existe un nivel de endeudamiento de corto plazo manejable, con reservas internacionales suficientes para mantener las monedas estables. Más aún, los flujos hacia algunos países de la región han mejorado su composición volviéndose más estables. Tal es el ejemplo de México, donde las remesas de inmigrantes se han convertido en una fuente de divisas constante e importante (superior incluso a la inversión extranjera directa).

Durante el 2004, las economías de América Latina se vieron beneficiadas por un incremento significativo en los precios de las materias primas (ver sección sobre el BBVA-MAP en esta edición). Países exportadores netos de petróleo como Colombia, México y Venezuela, vieron cómo sus términos de intercambio mejoraron fuertemente a lo largo del año. Además, otros bienes primarios como el cobre, el

EE.UU.: balanza por cuenta corriente y entradas oficiales de capital

(En mm. \$)



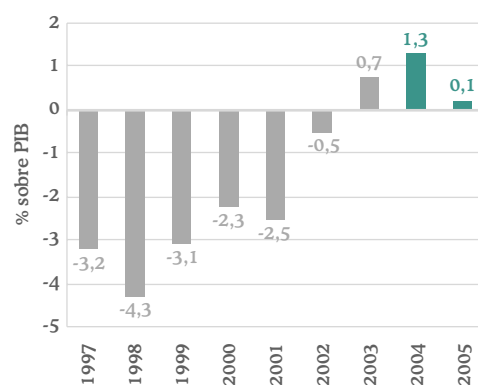
Fuente: BBVA

EE.UU. Escenario base

	Jun.04	Dic.05
Fed funds	2,75	3,50
Tipo 10 años	5,10	5,50
Dólar-euro	1,28	1,30

Fuente: BBVA

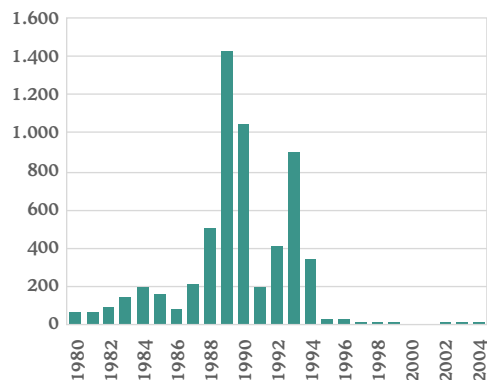
Cuenta corriente LATAM



Fuente: BBVA

Inflación en América Latina

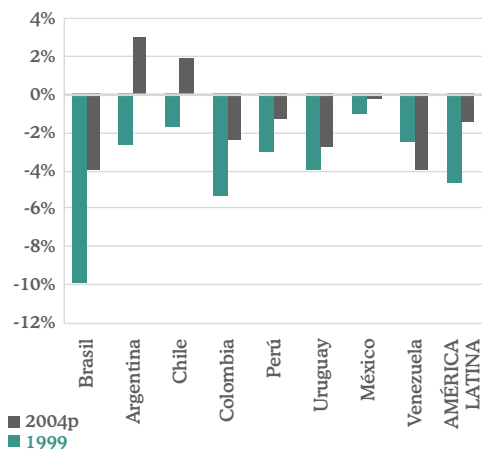
(Var. % anual)



Fuente: BBVA basado en fuentes nacionales

Déficit público

(% sobre PIB)



Fuente: BBVA

azúcar y el café también presentaron aumentos en precios que beneficiaron a varios países de la región. Aunque no esperamos que este escenario se repita durante el 2005, sí creemos que los cambios no tendrán un impacto negativo sobre la región. En particular, aún y cuando esperamos que los precios del petróleo y la soja se reduzcan durante el próximo año, los términos de intercambio para países especialmente afectados como Argentina se mantendrían en niveles relativamente altos.

Por otro lado, la calidad de las instituciones domésticas ha mejorado. Esto se ha visto reflejado en el convencimiento de los gobiernos de la región en que el crecimiento económico sólo se puede alcanzar en un marco de disciplina monetaria y fiscal. En este respecto, las ganancias obtenidas en América Latina son importantes en términos de reducción de la inflación (ver gráfico). Esta ha permanecido por debajo de los dos dígitos en 6 de los últimos siete años y esperamos que se coloque alrededor del 6,7% al final del 2004 y cercana al 6,2% en el 2005.

Asimismo, la reducción del déficit fiscal en varias economías de la región ha sido significativa. Con excepción de Venezuela, todos los gobiernos de las naciones más grandes de la región han mejorado su posición financiera con respecto a 1999. Cabe mencionar ejemplos como los de Brasil, Colombia y Perú, donde los cambios han sido significativos.

Además, pasado el episodio de inestabilidad en Venezuela, la región gozará de un año de relativa calma en el ámbito político. En particular, sólo se esperan 6 elecciones en toda la región, comparadas con las 13 celebradas en 2002 o las 18 de 1994. Por lo tanto, el tema político no será un factor importante para América Latina en el 2005.

De esta manera, la visión que se ha presentado hasta ahora establece un panorama favorable para la región en el corto plazo. Sin embargo, el crecimiento sostenido en el mediano plazo genera ciertas dudas. Dada la incertidumbre en las condiciones internacionales a partir del 2006, y la favorable coyuntura que ahora mismo se está viviendo, la necesidad que tiene la región de implementar reformas estructurales parece impostergable. En particular, después de un período de cambios significativos a finales de los 80 y principios de los 90, las economías de la región han dejado de lado cuellos de botella importantes (sobre todo microeconómicos) que valdría la pena retomar.

Así, es deseable que se vuelvan a poner sobre la mesa tópicos tan importantes como el de la reforma a la seguridad social, ya que aunque la composición de la población en América Latina es relativamente favorable, los privilegios concedidos a ciertos sectores, y las presiones que puedan generar los pagos previstos por el gobierno en un futuro, pueden poner en peligro la estabilidad fiscal y los niveles de endeudamiento.

Asimismo, es de igual importancia que los gobiernos de la región pongan especial énfasis en generar mayores ingresos tributarios. En particular, los ingresos fiscales por impuestos en América Latina apenas representan el 15% del PIB, mientras que en países desarrollados son iguales al 35%. De esta manera, dificultades como las altas tasas sobre el ingreso y la evasión fiscal impiden que el sistema impositivo lleve a cabo su labor como instrumento generador y distribuidor de la riqueza.

Además de estos dos tipos de reformas es importante que se avance en el establecimiento de un sistema judicial que garantice el respeto a las leyes como lo subrayan los organismos multilaterales.

Finalmente, resumiendo todo lo anterior, 2005 presenta un panorama relativamente optimista para la región, dado el escenario internacional y la coyuntura regional. Sin embargo, esta calma debería ser aprovechada para implementar las reformas estructurales que tanto se necesitan para asegurar el crecimiento a futuro.

China: ¿ángel o demonio para América Latina? ¹

China se asoma a principios del siglo XXI como una potencia económica global. Su economía ha mostrado una tasa de crecimiento promedio de 9,5% durante los últimos 25 años y está teniendo impactos no sólo en Asia o en la OCDE sino también en América Latina. Con tasas de ahorro doméstico y de inversión próximas al 45% y bajos salarios relativos, China es percibida como una oportunidad y una amenaza por los demás países emergentes y, en particular, los países de América Latina.

El despertar del dragón asiático: un impacto positivo para América Latina

El comercio con Asia y, en particular, con China, tiene hoy día más importancia para América Latina que para Asia. En el periodo 2003-2004, se produjo un explosivo crecimiento del comercio de América Latina con China, que ya es el tercer importador mundial. China se situó como la máxima importadora de materias primas del mundo, un boom que supuso una bonanza para el conjunto de los países de América Latina. La región exporta aproximadamente el 47% de la soja, 40% del cobre y 9.5% del crudo en el mundo.

El efecto comercial chino ha sido, en términos generales, positivo. Mientras que entre 1997 y 2002, el crecimiento promedio de las importaciones mundiales de soja era de 11%, el crecimiento promedio de las importaciones chinas se dispararon un 75%. Las importaciones de cobre mundiales aumentaron 5% durante ese período pero las importaciones chinas de cobre aumentaron cerca de 65%. En 2003, China se situó como el mayor consumidor de cobre, estaño, zinc, platino, acero y hierro. En ese año, sus importaciones de níquel se duplicaron, las de cobre aumentaron un 15%, las de soja un 70% y las de petróleo un 30%. Además, consumió el 50% del cemento mundial, el 30% del carbón y el 36% del acero.

Un ángel comercial para América Latina

China se encuentra entre los cinco primeros países de destino de las exportaciones latinoamericanas y se sitúa, a su vez, entre los 10 primeros países de origen de las importaciones en Latinoamérica.

Cabe destacar no sólo el crecimiento de los volúmenes de intercambios sino, sobre todo, el corto periodo de tiempo en que se ha producido. Hasta la década de los noventa, los flujos comerciales entre países latinoamericanos y China eran relativamente bajos. Es a partir de 1992 cuando se produce un fuerte aumento debido, principalmente, al incremento de las importaciones latinoamericanas de origen chino. Desde entonces, las exportaciones hacia China han ido creciendo durante los últimos diez años, coincidiendo con la reducción de los aranceles en China. Se han acelerado particularmente desde el año 2000, impulsado por el fortalecimiento de la demanda china y el nivel de los aranceles, situados en mínimos históricos.

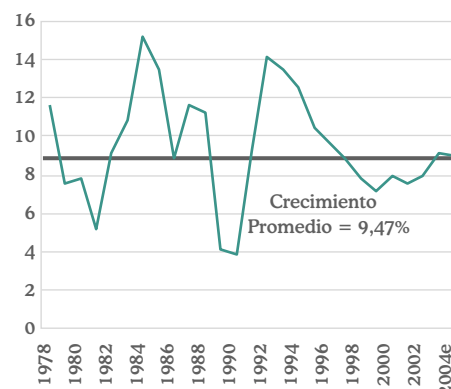
En este sentido, China ha experimentado una reducción significativa de sus aranceles durante las dos últimas décadas, pasando de una tarifa nominal promedio (ponderado) de 40,6% en 1992 a 11,1% a fines de 2001. Tras el acceso a la OMC, China se comprometió a reducir la tarifa nominal a cerca de 6,9% en los cinco años posteriores a su acceso pero apenas transcurrido un año desde su compromiso, ya se había reducido al 6,4%.

En el año 2003 se produjo un explosivo crecimiento del comercio de América Latina con China. Las exportaciones de la región hacia el

¹ Artículo elaborado a partir de un trabajo de investigación realizado por Jorge Blázquez, Javier Rodríguez y Javier Santiso, "Angel or devil? Chinese Impact on Latin American Emerging Markets", BBVA Servicio de Estudios, octubre 2004, presentado en Washington D.C. (EEUU) en el Centro para Latinoamérica, Universidad de Georgetown, el 4 de octubre 2004; en Nueva York (EEUU), en el Instituto de Estudios Latinoamericanos, Universidad de Columbia, el 6 de octubre 2004; en la conferencia internacional co-organizada por el Banco Mundial y Deutsche Bank, "Asia and Latin America: Opportunities and Challenges - The World Bank Ninth LAC Meets the Market Conference", en Nueva York (EEUU), el 26 de octubre 2004; y en LACEA, Costa Rica, el 6 de noviembre 2004.

Javier Santiso
javier.santiso@grupobbva.com
Ya-Lan Liu
yalan@grupobbva.com
Javier Rodríguez
javier.rgarcia@grupobbva.com

China: crecimiento del PIB



Fuente: BBVA basado en IIF

América Latina: peso de las exportaciones de materias primas (en % del total)

	Alimentos	Combustible	Metales	Manufacturas
México	6	10	2	81
Brasil	31	1	9	54
Argentina	49	12	2	34
Colombia	32	31	1	31
Perú	35	7	39	17
Chile	25	1	48	16
Venezuela	2	83	2	12

Fuente: BBVA

China: evolución de la tasa nominal de aranceles

	Media	Dispersión		
		Media ponderada	(desviación típica)	Máximo
1982	55,6
1992	42,9	40,6	...	220,0
1997	17,6	16,0	13,0	121,6
2002	12,3	6,4	9,1	71,0

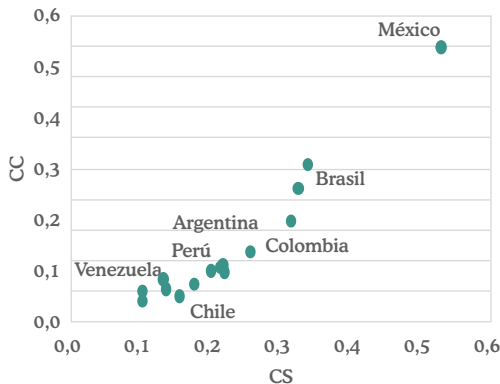
Fuente: BBVA basado en World Economic Outlook

Comercio con China. Pesos y variaciones porcentuales

	Exportaciones (% del total)			Importaciones (% del total)		
	2002	2003	Variación	2002	2003	Variación
Argentina	4,25	8,37	4,12	3,67	5,25	1,58
Bolivia	0,56	0,70	0,14	4,83	4,66	-0,17
Brasil	4,18	6,31	2,13	3,41	4,59	1,18
Chile	7,03	9,29	2,26	7,16	7,48	0,32
Colombia	0,23	0,51	0,28	4,2	—	—
Ecuador	0,29	0,22	-0,07	5,25	5,01	-0,24
México	0,28	0,28	0,00	3,72	5,47	1,75
Paraguay	0,84	—	—	12,64	—	—
Perú	7,97	7,73	-0,24	6,19	7,61	1,42
Uruguay	5,57	4,27	-1,30	3,83	3,99	0,16
Venezuela	0,39	3,02	2,63	1,93	2,04	0,11

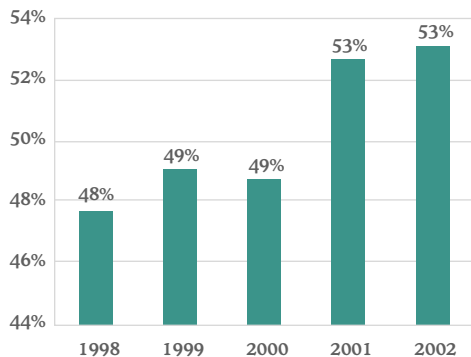
Las importaciones de Bolivia son para los primeros 6 meses
Las de Ecuador y Venezuela para los 8 primeros meses
Fuente: BBVA basado en ALADI

Competencia comercial China con América Latina



Fuente: BBVA

Competencia comercial China con México



Fuente: BBVA basado en Summer and Hestos database

mercado chino crecieron un 72%, para totalizar 10.900 millones de dólares. Las exportaciones de América Latina, en general, crecieron un 8,5%, debido a mejoras en los precios y mayor volumen de colocaciones de productos básicos, como cobre, soja, petróleo, soja y algodón, derivado de la demanda de los países asiáticos en desarrollo, en especial, China.

China lleva experimentando una reducción de los aranceles durante las dos últimas décadas, pasando de una tarifa nominal promedio (ponderado) de 40,6% en 1992 a 11,1% a fines de 2001. Tras su incorporación a la OMC, China se comprometió a reducir la tarifa nominal a cerca de 6,9% en los cinco años posteriores a su acceso pero apenas un año desde su compromiso, ya se habían reducido al 6,4%.

En el 2003, las exportaciones de Brasil a China superaron el 6% de sus exportaciones totales mientras que para Argentina (8,5%), Perú (8%) y sobre todo Chile (9,5%), el tropismo comercial chino fue todavía más pronunciado en términos relativos. Los países latinoamericanos que más aumentaron sus exportaciones a China fueron Argentina (125%), Brasil (80%), Venezuela (75%) y Colombia (60%), aunque el aumento fue generalizado en la región.

El caso de Brasil es, por ejemplo, llamativo. Este país ha experimentado un boom excepcional de sus exportaciones globales y, en particular, hacia China. En el 2004, Brasil registrará un superávit comercial récord aproximándose a los 100 mil millones de dólares. Sin embargo, se mantiene la tendencia de los últimos cuatro años, en los que las materias primas ganan peso sobre el total de exportaciones, habiendo pasado de un 22% en 2000 hasta un 31% en los diez primeros meses de 2004, en detrimento de los productos manufacturados, cuya cuota cae del 16% al 14% y sobre todo de los semimanufacturados (61% al 55%) en el mismo período.

No obstante el efecto positivo de China a corto plazo, se plantea el reto de la calidad de la especialización exportadora. Ganan en cuota las exportaciones de materias primas, que se caracterizan por tener menor valor añadido y estar expuestas a mayores fluctuaciones de precios. Por tanto, surge de nuevo el reto de ampliar las exportaciones más allá de estos productos. Los últimos datos brasileños apuntan en este sentido: si bien se está consiguiendo, de manera excepcional, aumentar las exportaciones y diversificarlas por destinos de países, se mantiene el desafío comercial de conseguir mayor diversificación exportadora por productos.

Cuando se analiza en detalle la estructura exportadora e importadora china, el efecto positivo para el conjunto latinoamericano se corrobora en el tiempo. A partir de una base de datos de 620 productos, hemos construido dos índices de competencia comercial con el objetivo de comparar el impacto comercial chino durante el período 1998-2002 para un conjunto de 34 economías (15 de ellas latinoamericanas). El resultado observado es que globalmente, América Latina y China no presentan elevados coeficientes de especialización (CS) y de conformidad (CC) en términos comerciales. Es decir, no son a nivel agregado competidores comerciales directos. Incluso cuando se compara con los demás emergentes, los países de América latina, con la excepción de México, presentan coeficientes menores. Países asiáticos o europeos como Tailandia o Polonia presentan coeficientes de especialización y conformidad superiores.

México es el país de la región que presenta mayor competencia China, en particular en el mercado de Estados Unidos, que absorbe cerca de 90% del total de sus exportaciones. Según los datos del *US Bureau of Economic Analysis* (BEA), por primera vez, la cuota de mercado de China en el total de importaciones de Estados Unidos superó la de México en el año 2003. Las importaciones estadounidenses de China y México representaban el 13,2% y el 11,9% de las importaciones totales respectivamente.

Si bien China representa un reto competitivo para México, es importante matizarlo. En primer lugar, los datos de 2003 comportan un elemento coyuntural. En los primeros diez meses del 2004, observamos

un repunte de las exportaciones mexicanas hacia Estados Unidos, conforme se corrobora el repunte de la actividad industrial estadounidense (fuertemente correlacionada con la mexicana).

En segundo lugar, las pérdidas de cuota de mercados en Estados Unidos fueron relativas, siendo Japón y Canadá los dos grandes perdedores mientras México mantuvo sus niveles de principios de 2001.

Ante todo, México posee amplios márgenes de ajuste a este reto:

El primero es de índole macroeconómico. Para México, el reto no es, en este sentido, tanto la competencia de China sino avanzar permanentemente en mejorar su productividad.

Otros factores de competitividad serían la estabilidad financiera, un sistema fiscal que genere incentivos adecuados, la vigencia del estado de derecho, la infraestructura productiva eficiente, la flexibilización en el mercado de trabajo o la inversión en capital humano.

Ante todo, México cuenta con la ventaja competitiva de su proximidad al mercado estadounidense frente a los bajos costes salariales de China. De hecho, los costes de transporte y distribución superan hoy los costes de producción². Los primeros pueden incluso ser dos veces superiores a los segundos³. Los impactos de la distancia y del tiempo sobre los costes comerciales no sólo no se han reducido a lo largo de las últimas décadas sino que se han incrementado. En el caso de México, una mejora de la eficiencia en materia de infraestructuras marítimas a niveles comparables a Suecia o Francia, conllevaría una reducción del 10% de sus costes de transporte a Estados Unidos.

Más allá de los flujos comerciales

En términos generales, el impacto comercial de China sobre América Latina es positivo. Más allá del corto y medio plazo, se puede considerar el impacto chino desde el punto de vista no solo de los flujos comerciales sino también de los flujos de capitales. Entre el año 2000 y 2003, China se convirtió en el principal receptor de inversión extranjera directa (IED) en el mundo, acaparando cerca del 50% del total de IED dirigida a países emergentes. América Latina experimentó un retroceso. Según datos de la CEPAL, la región recibió apenas 36 mil millones de IED en el 2003; un monto muy inferior a los casi 60 mil millones recibidos por China ese mismo año.

Sin embargo, el boom de flujos de inversión directa hacia China puede representar, como diría Albert Hirschman, un "blessing in disguise" para América Latina. Las empresas chinas están aumentando su presencia internacional y, según la última encuesta de la UNCTAD, China se coloca en el quinto lugar, después de Estados Unidos, Alemania, Inglaterra y Francia, como principal inversor en el extranjero en los próximos años.

En 2004, Baosteel, el principal productor de acero chino, realizó la mayor inversión china al día de hoy en América Latina (1,5 mil millones de dólares), concretamente en Brasil. El reciente viaje en el mes de noviembre, del presidente chino Hu Jintao a cuatro países latinoamericanos (Brasil, Argentina, Chile y Cuba) ha concluido con la firma de varios acuerdos de cooperación en materia de comercio e inversión con Brasil, Argentina y Chile; y en materia de biotecnología, educación y agricultura en Cuba. A cambio, China consigue ser reconocida como economía de mercado por dichos países, a los que se suma Perú. En el año 2003, América Latina recibió un tercio del total de la inversión china en el extranjero, según fuentes oficiales chinas. Más allá de los flujos comerciales entre China y América Latina, el desarrollo de los flujos de capitales sería una nueva buena noticia procedente de Oriente para la región.

En 2005, el congreso anual del Banco Interamericano de Desarrollo se organizará en Okinawa (Japón) y debería concretizarse con la incorporación de China como nuevo miembro oficial de la organización. Sin duda, el tropismo latinoamericano de China está más que nunca de actualidad.

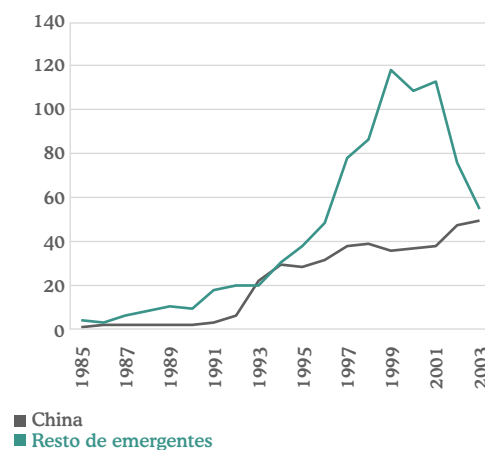
Proximidad geográfica a Estados Unidos



Fuente: BBVA

Inversión extranjera directa en términos reales

(en miles de millones de dólares de 2003)

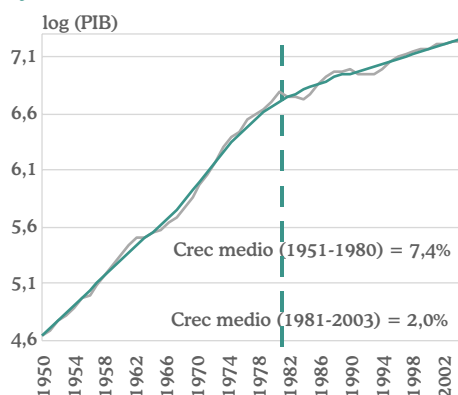


Fuente: BBVA basado en IIF

² Ver Alan Deardoff, "Local comparative advantage: trade costs and the pattern of trade", University of Michigan Gerald Ford School of Public Policy, *Discussion Paper*, n° 500, 2004.

³ Ver James Anderson y Eric van Wincoop, "Trade costs", NBER, Boston College and University of Virginia, 2004, por publicar en 2005 en el *Journal of Economic Literature*. Evans, Charles y James Harrigan, "Distance, time, and specialization", *NBER Working Paper*, n° 9729, 2003.

PIB y tendencia



Fuente: BBVA basado en datos de IPEA

Acerca del crecimiento sostenido en Brasil

Un cuarto de siglo decepcionante

En los últimos años la investigación económica dedicada a Brasil ha estado orientada casi por completo al estudio de políticas de estabilización económica. No es de extrañar si se tienen en cuenta las convulsiones ocurridas en el último cuarto de siglo. En dichos años, Brasil ha sufrido dos crisis de petróleo (el país es importador neto de esta materia prima), una crisis de deuda externa, hiperinflación, varias recesiones, cambios de moneda, devaluaciones, y un cambio de régimen político (fin de la dictadura militar). Sin embargo, con la estabilidad conseguida recientemente en materia monetaria y fiscal, se ha retomado un tema que llevaba dos décadas olvidado. Tras haber pasado varios años en un cajón cerrado con llave, de nuevo se discute acerca del crecimiento económico sostenido en Brasil (ver Teixeira da Silva Filho (2002)). La pregunta clave hoy en día, después de que el país vaya a registrar este año un crecimiento superior al 4%, es si esta cifra es sostenible de ahora en adelante.

En los treinta y cinco años posteriores a la Segunda Guerra Mundial, Brasil creció a un ritmo anual del 7%, consolidándose como la novena economía del planeta. Esta época dorada llegó a su plenitud durante los 70's, en que dicha economía promedió tasas de crecimiento superiores al 8%, desempeño que le valió el calificativo de "milagro brasileño".

Pero como se observa en el primer gráfico, esta trayectoria sufrió un duro revés en 1980. A partir de ese año el crecimiento del PIB ha sido, en media, de un 2% anual, a pesar de la existencia de algunos años aislados de bonanza económica.

La crisis del petróleo de 1979, primero, y la crisis de la deuda externa casi inmediatamente después, desencadenaron en Brasil el comienzo no sólo de la conocida "década perdida", sino de lo que ha resultado ser un decepcionante cuarto de siglo.

Mayor crecimiento para resolver los desequilibrios

Ciertos desequilibrios macroeconómicos (hiperinflación, desequilibrios fiscales) frenan en Brasil un mayor crecimiento. Hasta mediados de los 90, el mantenimiento constante de un déficit público fue financiado con una elevada inflación. El Plan Real en 1994 puso fin a la hiperinflación de los años anteriores pero disparó el nivel de deuda pública interna. La composición de la deuda también sufrió ya que sólo fue posible colocar deuda indexada (a tipo de cambio y tipo de interés variable).

De esta forma un aumento del riesgo país va generalmente acompañado de fuga de capitales y una depreciación cambiaria, lo cual, además de generar inflación, eleva el nivel de deuda. Para controlar las expectativas inflacionarias el Banco Central necesita entonces elevar los tipos de interés, provocando a su vez aumentos adicionales del stock de deuda, y aún peor, empeorando más su composición y elevando el riesgo país. En el último tiempo, Brasil ha logrado salir de este círculo vicioso gracias a unas favorables condiciones financieras internacionales, de elevada liquidez y reducida aversión al riesgo. Así, la inflación se mantiene alta pero controlada, proporcionando una relativa tranquilidad en el corto plazo.

Esta ventana ha sido bien aprovechada por el gobierno brasileño para empezar a recomponer la estructura de su deuda, amortizando deuda indexada y emitiendo nueva deuda en condiciones más favorables. Sin embargo, esta recomposición es lenta y dependiente de la confianza de los compradores y de la liquidez internacional.

Por ello, la corrección de este desequilibrio sólo puede ser garantizada a través de crecimiento sostenido, reto que pasa por aumentar la productividad.

La importancia de la acumulación de capital y de un uso productivo del mismo

2004 será un buen año para Brasil. Esperamos un crecimiento superior al 4% sustentado en una recuperación de la demanda interna y en el sólido desempeño del sector externo. Este último acumula un impresionante crecimiento del 36%.

Pero en los últimos 25 años se contabilizan 8 años con desempeños mejores que el previsto para 2004 (4,3%), y en ningún caso se produjo el anhelado despegue del estancamiento. Por este motivo, si bien se admite que el optimismo reinante pueda estar justificado, éste debería sustentarse en mayor evidencia.

Observando los dos principales factores productivos, capital y trabajo, se aprecia un importante y significativo cambio en el comportamiento del capital. Como se observa en el segundo gráfico, el stock de capital creció a un ritmo promedio de 8,3% anual antes de 1980, y se desaceleró rápidamente hasta una tasa de crecimiento de tan sólo un 3% anual a partir de entonces.

Para entender qué explica el cambio en la acumulación de capital, y eventualmente el pobre desempeño de la economía, utilizaremos la descomposición propuesta por Bacha *et al* (2004). Ellos descomponen el crecimiento del capital como sigue:

$$\frac{\Delta K}{K} = s \times \frac{P}{P_i} \times u \times A_K - \delta$$

donde $K \equiv$ stock de capital; $\Delta K \equiv$ crecimiento del capital; $s \equiv$ ahorro doméstico; $P/P_i \equiv$ inverso del coste relativo de la inversión; $u \equiv$ utilización de la capacidad instalada; $A_K \equiv$ productividad del capital y $\delta \equiv$ depreciación del capital.

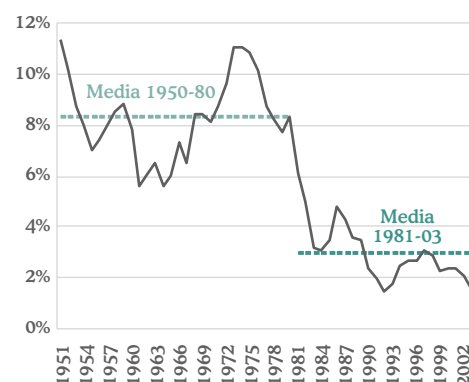
Así pues, se tiene que el ritmo de crecimiento del capital depende positivamente de la tasa de ahorro doméstico, la utilización de la capacidad instalada y la productividad del capital, y negativamente del precio relativo de la inversión.

Es sabido que la tasa de ahorro doméstico en los países latinoamericanos es muy baja, y Brasil no es una excepción. A una tasa de ahorro promedio del 19% del PIB en los últimos 25 años, Brasil se encuentra muy por debajo de la tasa de ahorro de los países del sudeste asiático (superiores al 30%). Pero, a pesar de la restricción que supone al crecimiento de largo plazo, la baja tasa de ahorro brasileña no es muy distinta a la tasa existente en Chile (22,8%) o en México (19,8%) (promedio en los últimos 10 años). Más importante aún, la tasa de ahorro total no sufrió un cambio significativo en los 80 que explique el cambio observado en la acumulación de capital.

Como se aprecia en el cuarto gráfico, el coste de inversión (relativo al índice general de precios de la economía) sí sufrió un cambio significativo. De promediar 0,77 en los años anteriores a 1980, el coste subió a 1,15 a partir de 1980. De haberse mantenido el coste de inversión en los niveles pre-80, *ceteris paribus*, hoy Brasil poseería un stock de capital 8,5% superior al actual. Suponiendo una función de producción Cobb Douglas, el incremento del stock de capital hubiera resultado en un PIB 12% mayor que el actual (con un nivel de trabajo igual al existente, y un factor tecnológico exógeno igual al residuo efectivo observado cada año), situándolo a un nivel de ingresos per cápita similar al de México.

El alza en los costes de inversión se concentra en el sector inmobiliario (ver Ellery *et al* (2004)). La razón más esgrimida para ello es el incremento en la demanda de activos inmuebles que sirven de refugio contra la alta inflación y el riesgo de *default* de la deuda interna.

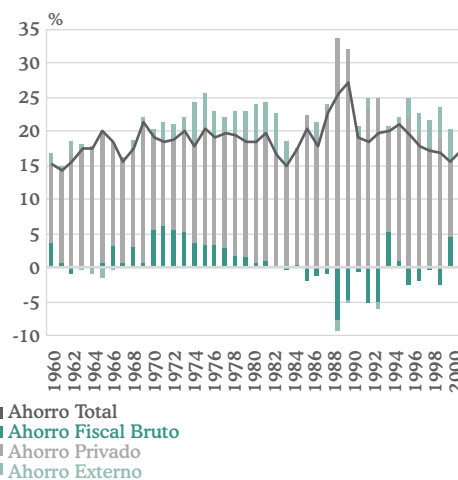
Crecimiento del stock de capital (%)



Fuente: BBVA basado en datos de IPEA

Tasa de ahorro

(% del PIB)



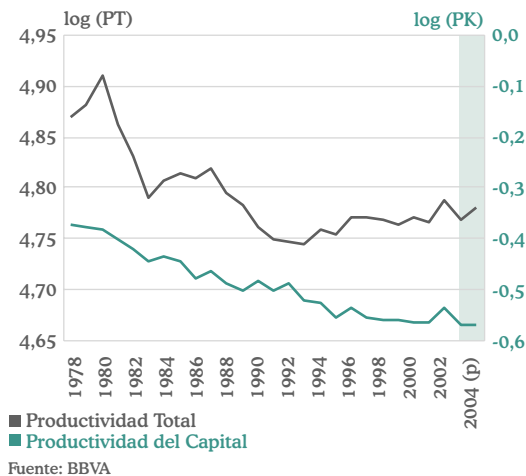
Fuente: IBGE

Precios de inversión sobre índice general de precios

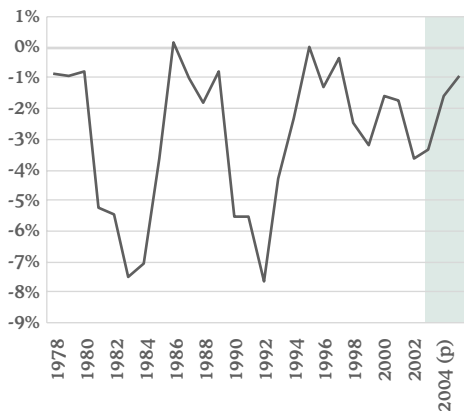


Fuente: BBVA basado en datos de Penn World Table

Productividad total de los factores y productividad del capital



Output gap



La utilización de capital también cayó significativamente en todos los sectores productivos. Tras presentar una utilización del 84% antes de 1980, la economía disminuyó la utilización de capital en 5,1 puntos porcentuales en promedio, con caídas de más de 12 puntos porcentuales en ciertos sectores (bienes de capital y material para la construcción). De haberse mantenido el nivel de utilización de capital *ceteris paribus*, hoy Brasil poseería 16% más capital del que tiene, con un PIB un 20% mayor que el actual, situándolo a un nivel de ingresos per cápita similar al de Chile.

Pero el componente que sufrió un verdadero descalabro fue la productividad. Tras 1980 la productividad total de los factores disminuyó de forma continua durante casi 15 años para empezar a recuperarse sólo a partir de 1994 con el Plan Real. De haberse mantenido la productividad del capital en los niveles en los que terminó la década de los 70, *ceteris paribus*, hoy Brasil poseería un stock de capital un 57% superior al que tiene. Esto habría permitido que el producto brasileño fuese hoy un 63% mayor que el actual, lo que implicaría un nivel de ingresos per cápita del orden de un país como Grecia.

Las reformas de la administración Lula

El Gobierno brasileño pretende llevar a cabo una agenda de reformas (algunas ya aprobadas) que, de concretarse y ceñirse a los objetivos iniciales, pueden atacar los problemas descritos más arriba.

Como ejemplos, la actual reforma del sistema de seguridad social pública y la futura reforma al sistema de previsión social para privados propiciaría un aumento del ahorro doméstico.

La reforma tributaria corrige distorsiones de precios y propicia una caída en el coste de las inversiones de largo plazo.

La ley de quiebras debería ayudar a liberar capital paralizado en interminables litigios, fomentando la utilización del capital instalado.

Además, el proyecto de las PPP's y la reforma judicial están orientadas a buscar un aumento de eficiencia y de infraestructuras, ambas necesarias para mejorar la productividad.

Si bien el Gobierno ha hecho un adecuado diagnóstico de los problemas económicos de fondo, las reformas están resultando muy costosas en términos políticos y los objetivos iniciales llegan a sufrir grandes distorsiones que terminan con reformas más tímidas y muchas veces insuficientes. La necesidad del PT de mantener coaliciones y los intereses cruzados de los representantes de los distintos Estados condicionan el paso de estas reformas, que sólo pasan tras un proceso complejo de negociación y de concesión de privilegios.

Por ello, si bien nos encontramos en mitad de una fase expansiva del ciclo económico, que esperamos se prolongue a 2005, es necesario y urgente que las reformas se produzcan más temprano que tarde. Estas han de dirigirse a resolver tanto desequilibrios macroeconómicos (se necesita un ajuste fiscal más profundo) como ineficiencias microeconómicas (mayores infraestructuras y menores costes de transacción que fomenten la productividad). Esta es la forma de que Brasil pueda asegurarse en el largo plazo las cifras de crecimiento económico que se esperan para este año y el próximo.

Referencias

Edmar Bacha y Regis Bonelli, "Accounting for Brazil's Growth Experience – 1940-2002", *SSRN Documento de trabajo 1018*, mayo 2004.

Robert Ellery Jr., Mirta Bugarin, Victor Gomes y Arilton Teixeira, "Investment and Capital Accumulation in Brazil from 1970 to 2000: a Neoclassical View", *ECO/UnB Documento de trabajo 316*, junio 2004.

Nilson Teixeira da Silva Filho, "Estimating Brazilian Potential Output: a Production Function Approach", *BCB Documento de trabajo 17*, agosto 2002.

Kioto y los mecanismos de desarrollo limpio: ¿una oportunidad para Latinoamérica?

El Protocolo de Kioto es un acuerdo internacional de lucha contra el cambio climático que establece límites a las emisiones futuras de gases de efecto invernadero (GEI) de las economías avanzadas. Firmado en 1997 por más de cien países, sufrió un grave revés con la retirada de EEUU en 2001. A pesar del respaldo incondicional por parte de la Unión Europea, Canadá y Japón, su entrada en vigor no se producirá hasta febrero de 2005, 90 días después de la esperada ratificación por parte de Rusia.

El primer periodo de cumplimiento de Kioto abarca de 2008 a 2012, con un objetivo global de reducción del 5% por debajo de los valores registrados en 1990. Esta meta se deberá conseguir con el esfuerzo conjunto de los llamados países del Anexo B¹ y con arreglo a un reparto de cargas basado en las emisiones de partida y el potencial de reducción de cada economía.

¿Qué son los mecanismos de desarrollo limpio?

La opciones disponibles para cumplir con los objetivos de Kioto son variadas. Por una parte existe la propia reducción de emisiones, que se puede conseguir mediante una mayor eficiencia energética o inversiones en tecnologías menos contaminantes (como las energías renovables). Por otra parte, los “mecanismos flexibles” abarcan desde la compra de derechos de emisión hasta las inversiones limpias en terceros países. La justificación de estos mecanismos radica en que las emisiones GEI se distribuyen de manera uniforme en la atmósfera terrestre y por tanto el lugar donde se consigan las reducciones reviste escasa importancia.

El Comercio de Emisiones se basa en el intercambio de derechos de emisión entre empresas, tanto a nivel nacional como internacional. En Europa, este comercio será posible a partir de enero de 2005² y existen otros mercados voluntarios y de carácter incipiente en Reino Unido, EEUU y Australia.

Los Mecanismos de Desarrollo Limpio (MDLs) y los proyectos de Aplicación Conjunta (AC) permitirán a los países del Anexo B obtener créditos verdes mediante la financiación de proyectos de reducción de emisiones en el extranjero, ya sea en países en vías de desarrollo, en el primer caso, o en países del propio Anexo, en el segundo. Estos mecanismos brindan a Latinoamérica la oportunidad de captar importantes flujos de inversión y beneficiarse de la adquisición de tecnologías compatibles con el desarrollo sostenible de sus economías.

Desarrollo e implementación de MDLs

Los MDLs pueden ser llevados a cabo por empresas o gobiernos bajo el amparo de programas nacionales, a través de organismos internacionales o mediante la intermediación de bancos privados u otras entidades. Hasta la fecha, el Banco Mundial se ha mostrado especialmente activo, así como varios gobiernos europeos y algunas empresas japonesas.

El proceso comienza con la identificación de una oportunidad de proyecto y la formulación de una propuesta detallando el escenario base de emisiones y la ganancia de reducciones que éste aportaría. A continuación es necesario obtener la aprobación de la Autoridad Nacional Gestora de MDLs del país receptor. Para conseguirla, a menudo es necesario negociar con el país receptor aspectos importantes del proyecto como el posible reparto de créditos.

¹ Europa, Rusia, Canadá, Nueva Zelanda y Japón. EEUU y Australia no han ratificado Kioto.

² La UE obliga a sus países miembros a controlar las emisiones GEI a partir de 2005 y cumplir con sus objetivos de reducción en 2008-2012, con independencia de que Kioto entre en vigor. Los MDL generarán créditos a partir de reducciones registradas desde el año 2000 y serán canjeables por derechos de emisión en el Mercado Europeo a partir de 2008.

Entrada en vigor de Kioto: % de emisiones reunido

Zona geográfica	% Mt. CO ₂	
	(1990)	Acumulado
UE y candidatos	32%	32%
Japón	9%	40%
Otros	4%	44%
Umbral Entrada en Vigor		55%
Rusia	17%	62%
EE.UU.	36%	98%

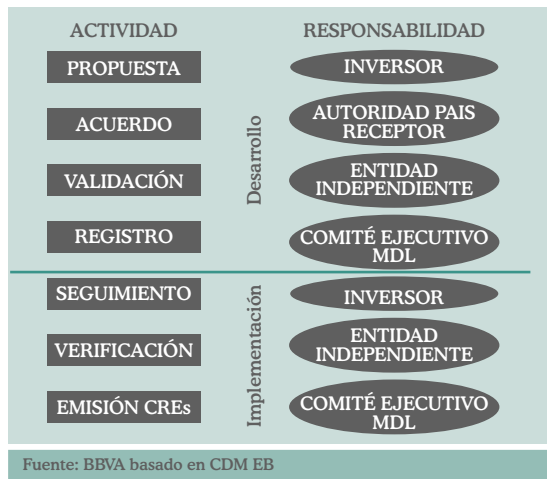
Fuente: BBVA basado en DG Europea del Medio Ambiente

Reparto de gases invernadero en la atmósfera

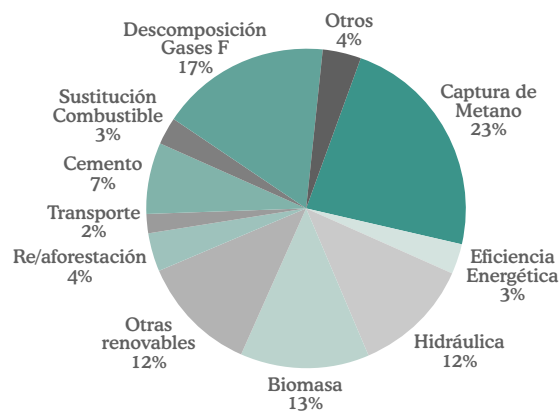
Dióxido de carbono	CO ₂	85%
Metano	CH ₄	7%
Oxido nitroso	N ₂ O	6%
Gases fluorados	HFCs, PFCs, SF ₆	2%
Total GEI		100%

Fuente: BBVA basado en UNFCCC

Diagrama de fases y agentes implicados en un MDL

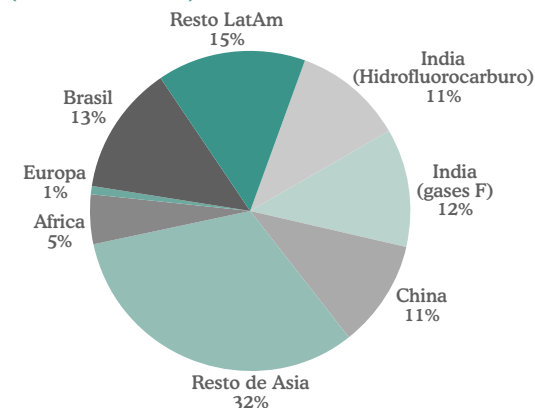


Reducciones GEI por MDLs según tecnología. 2003



Países receptores de MDLs. 2003

(% de reducciones)



Finalmente, la metodología de cálculo de las emisiones debe ser auditada por una entidad independiente designada por el Comité Ejecutivo para MDLs, organismo internacional encargado de la aprobación y emisión de los Certificados de Reducción de Emisiones (CREs).

Para ser aprobados por el Comité, los proyectos deben ser aditivos, esto es, generar una reducción de emisiones superior a la que se produciría de no implementarse el MDL. Por lo tanto, los proyectos elegibles serán, en general, aquellos en los que se sustituyen instalaciones emisoras por otras con tecnologías menos contaminantes (por ejemplo, sustitución de fuel por biomasa en generación eléctrica). La experiencia acumulada muestra que aquellos MDL que presentan beneficios sociales, tales como creación de empleo e impulso de industrias locales, son vistos favorablemente tanto por las Autoridades Nacionales Gestoras como por el Comité Ejecutivo.

Según datos presentados por el Banco Mundial en asociación con otros organismos internacionales,³ el proceso que conduce hasta la aprobación de un MDL puede durar más de seis meses y comportar unos costes de transacción superiores a los 150.000€. Ello hace que los proyectos sean viables para reducciones superiores a las 100.000 toneladas de CO₂ equivalente (tCO₂e) al año, siendo de 150.000 tCO₂e el tamaño medio de los existentes.

La fase final de implementación conlleva el seguimiento de las reducciones de emisiones y su verificación por parte de una entidad independiente. Los CREs serán emitidos por el Comité Ejecutivo a partir de las reducciones certificadas por dicha entidad.

La experiencia muestra que pueden pasar varios años antes de que el MDL comience a generar certificados. El coste unitario medio de desarrollo e implementación de los MDLs registrados hasta la fecha ronda los 1,2€ por tonelada reducida.

¿Cuál es el potencial de los MDLs?

Las proyecciones recogidas por el Panel Intergubernamental de Cambio Climático sitúan las necesidades de compra de los países del Anexo B en 900 MtCO₂e/año entre 2008 y 2012. Con una oferta máxima de derechos y créditos AC de 700 Mt (525 de Rusia y Ucrania y 175 de otros países), quedaría un mínimo de 200 Mt para ser cubiertos con créditos MDL.

No obstante, cabe contemplar que Rusia y Ucrania tengan incentivos económicos a restringir su oferta de derechos para evitar desplomar el precio de mercado. Con una oferta de 400 Mt, se alcanzaría un precio medio de 11€/tCO₂e, quedando una demanda de certificados de 500Mt.

Los precios registrados en las transacciones realizadas durante 2003-2004 han estado entre los 3 y los 6,5 € por crédito, dependiendo del plazo de entrega y el reparto de riesgos acordado. Estimaciones a futuro dan una horquilla de precios entre los 8€ y los 12€ para 2008-2012.

Tanto la OCDE⁴ como el Banco Mundial consideran que no existirán problemas para atender la demanda de CREs. No obstante, dada la vida media superior a 20 años de las inversiones asociadas a MDLs, resulta fundamental garantizar el valor de los certificados más allá de 2012 si se quiere seguir atrayendo capital. Se espera que los países del Anexo B adopten medidas en este sentido.

La inversión destinada hasta la fecha a MDLs supera los 600 M€ y la OCDE espera que alcance los 800M€ con la entrada en vigor de Kioto y una mayor participación privada. Este organismo internacional considera que el desarrollo de MDLs puede convertirse en polo de atracción para otras inversiones, multiplicándose por seis u ocho veces la inversión asociada al MDL. Por tanto, el volumen total de inversión movilizadora entre 2008 y 2012 podría alcanzar los 6.400M€.

³ "Estimating the Market Potential for the Clean Development Mechanism: Review of Models and Lessons Learned", PCF plus Report 19, WBCFB, IEA e IETA, junio 2004.
⁴ OCDE, "Taking Stock of Progress under the CDM", junio 2004.

MDLs, una oportunidad para Latinoamérica

América Latina ha sido pionera en la implementación de Mecanismos de Desarrollo Limpio, concentrando hasta 2003 el mayor número de proyectos y porcentaje de reducciones (40% en dicho año).

Por países destaca la actividad registrada por Brasil, con 13 proyectos registrados en la actualidad, seguido por Chile y Costa Rica. Por su parte, México y Colombia presentan buenas expectativas futuras al haber establecido acuerdos y negociaciones con algunos gobiernos de países del Anexo B.

Los proyectos registrados se concentran mayoritariamente en tres sectores: energías renovables (eólica, biomasa, biodiésel), reducción de emisiones de metano y eficiencia energética en generación eléctrica. Adicionalmente, se han identificado oportunidades en el campo de la eficiencia industrial, el tratamiento de aguas residuales y las actividades de reforestación.

En cuanto a la demanda de CREs, destaca la elevada presencia de gobiernos, tanto de manera directa (caso holandés) como indirecta, mediante la participación en el *Carbon Finance Business* (CFB), programa que engloba todos los fondos de carbono gestionados por el Banco Mundial.⁵ No obstante, el registro de proyectos presentados ante el Comité Ejecutivo de MDLs ponen de manifiesto un aumento considerable de la participación futura del sector privado.

Los principales riesgos específicos asociados a los MDLs tienen que ver con la incertidumbre sobre el valor de los certificados y la probabilidad de rechazo o retraso en la aprobación. En la medida en que los países latinoamericanos sean capaces de minimizar los riesgos intrínsecos a su país mediante la creación de Autoridades Nacionales Gestoras eficientes, conseguirán atraer un mayor número de inversiones de este tipo.

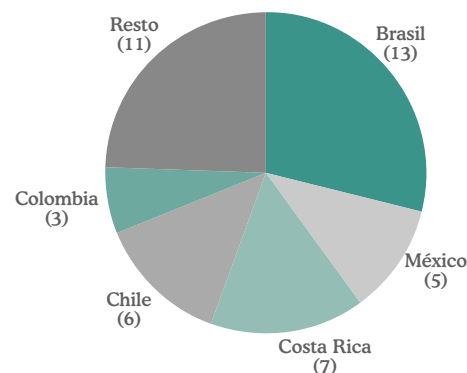
Desde 2004, Asia ha pasado a liderar el elenco de anfitriones gracias al lanzamiento de varios macro proyectos de combustión de metano y descomposición de gases fluorados. A pesar de esto, Latinoamérica sigue registrando una actividad superior a su potencial de reducción mediante MDLs, estimado en un 15% del total mundial y con el que podría captar en 2008-2012 una inversión de más de 1.000M€. A efectos comparativos, este volumen de fondos representa un 10% de la inversión directa extranjera que fluyó en 2003 desde los países desarrollados hacia la región, el 18% de la Ayuda Oficial al Desarrollo recibida durante ese mismo año y el 1% de la inversión en el sector eléctrico contemplada por la Agencia Internacional de la Energía para el periodo 2000-2030.

La demostrada capacidad de Latinoamérica para captar inversiones en MDLs se ha debido, muy probablemente, al buen clima con el que cuenta la inversión extranjera en comparación con otras economías, así como al esfuerzo realizado por ofrecer los medios institucionales necesarios para posibilitar el desarrollo de estos proyectos. En este sentido, cabe destacar el papel fundamental que juegan las Agencias Nacionales Gestoras.

Por otra parte, cabe pensar que la fuerte presencia en la región de importantes grupos europeos, líderes en sectores contaminantes como el energético, y sujetos a fuertes compromisos de reducción, contribuirá a reforzar la afluencia de inversiones a América Latina.

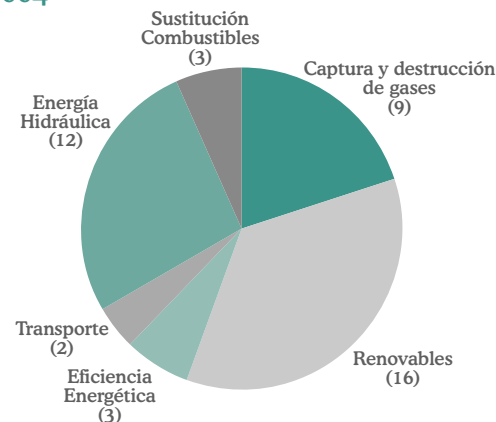
Por último, los países latinoamericanos podrían contemplar la posibilidad de implementar Mecanismos de Desarrollo Limpio unilaterales, y vender posteriormente los certificados asociados a los países demandantes.

MDLs desarrollados en Latinoamérica. 2004



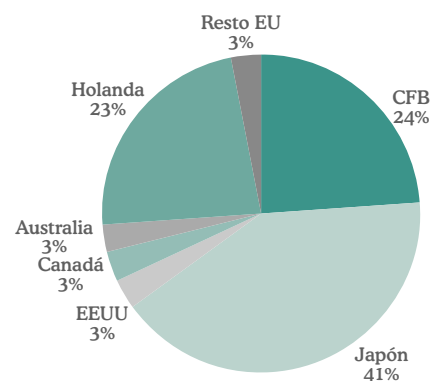
Fuente: BID

MDLs latinoamericanos por tecnología. 2004



Fuente: BID

Inversores en MDLs. 2004 (% de CREs)



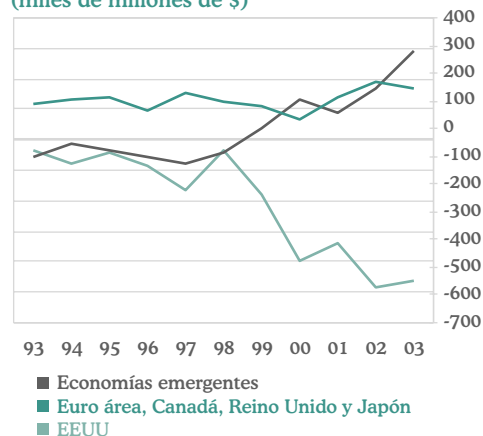
Fuente: World Bank

⁵ Entre ellos, el *Prototype Carbon Fund*, se nutre al 50% de inversiones públicas europeas.

La paradoja de los flujos de capitales

Importadores y exportadores de capital (1993-2003)

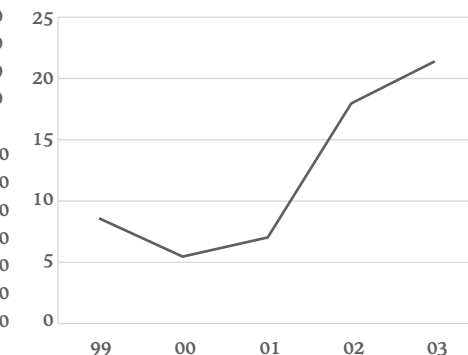
(miles de millones de \$)



Fuente: BBVA basado en FMI

Reservas

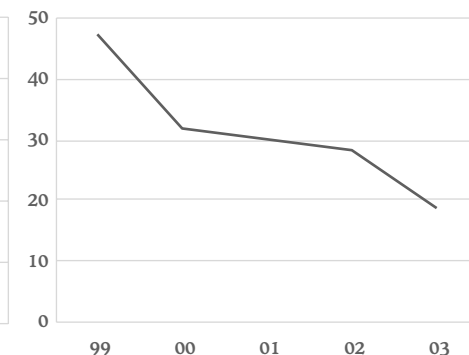
(% de los flujos internacionales totales)



Fuente: BBVA basado en FMI

Inversión directa

(% de los flujos internacionales totales)



Fuente: BBVA basado en FMI

La teoría neoclásica predice que los capitales se movilizan de los mercados desarrollados hacia los menos desarrollados, ya que en general, el capital es un recurso escaso y su productividad es mayor. Con libre movilidad de capitales, los inversores asignarán sus recursos a las regiones o países donde los mismos le reportarán el máximo rendimiento. Es indudable que el producto marginal del capital es mayor en los mercados emergentes que en los desarrollados, con lo cual deberíamos observar importantes flujos de capitales hacia los primeros. Sin embargo, gran parte de los mercados emergentes – y a partir del 2003 también América Latina – se encuentran en una situación que se puede asemejar a lo que se conoce como la “Paradoja de Lucas”¹: actualmente las economías emergentes en vez de recibir capital lo están exportando.

¿Qué ha sucedido últimamente?

Es importante notar que durante el período comprendido entre 2000-04 las economías emergentes han sido exportadoras netas de capital. Esto debido a que en tiempos de crisis, o cuando los retornos ajustados por riesgo, señalan menores exposiciones en los mercados emergentes los inversores reasignan y/o re-localizan sus inversiones. Por esto algunos mercados emergentes se transforman en exportadores netos de capital. En los dos primeros años del período 2000-04 fue el sector no-residente el que impulsó la salida de capitales privados, mientras que en los dos últimos años fue el sector oficial – vía acumulación de reservas (RIN's) – el que lideró la salida de capitales. En la década de los 80's el déficit de EEUU se financiaba con capital procedente básicamente de Europa, Japón y otros países desarrollados. Actualmente los mercados emergentes son parte relevante del grupo que financia a EEUU.

Cuando se observan las tendencias a nivel regional el panorama no es sustancialmente diferente. Asia emergente ha sido exportadora neta de capital desde 1998, Europa emergente desde el año 2000, mientras que América Latina ha sido exportadora neta – de manera marginal – desde 2003. En Asia, y aunque la salida de capitales privados de residentes se incrementaba, los flujos privados de no-residentes alcanzan un pico que comenzó en 1999. Lo más importante es que, a pesar de las crisis, la inversión extranjera directa (IED) hacia la región Asiática ha permanecido estable, siendo China el país que continúa despertando más interés para la IED destinada a esa región. En Europa Emergente la entrada de capitales privados de no-residentes disminuyó de manera muy marcada durante el bienio 2001-02, aunque en el año 2003 se revirtió la tendencia y se alcanzó el máximo histórico. Claramente, el cambio de tendencia fue respaldado e inducido por las expectativas de ingreso de algunos países a la UE, algo que queda evidente cuando notamos que el grueso de los flujos correspondió a IED y deuda. Al igual que sucedió en Europa, el ingreso de capitales privados de no-residentes en América Latina se frenó de manera importante desde 1997, mientras que desde ese mismo año la salida de capitales privados de residentes se moderó sustancialmente.

Si analizamos los flujos de capital desde una perspectiva histórica podemos sostener que los mismos parecen estar recuperándose, aunque aún se encuentran lejos de los niveles alcanzados en el año 2000.

Comparando la composición de los flujos en 2003 con el promedio de los cuatro años anteriores, vemos que la misma ha sufrido variaciones. Por un lado, la variación más importante se observa en las partidas de IED, ya que su proporción en el total disminuyó un 47%. Por otro lado, las reservas duplicaron con creces su importancia. Esto es explicado por la fuerte acumulación de reservas por parte de los países de la región Asiática. En concreto, durante el 2003, la

¹ Robert Lucas, “Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?”, *American Economic Review*, vol. 80, Nº 2, 1990, pp. 92-96.

Composición por tipo de activo

	1999-2002	2003	Variación
IED	34	18	-47%
Renta fija y variable	31	31	-2%
Activos Bancarios	25	30	19%
Reservas	10	21	119%

Fuente: BBVA

IED para 5 países emergentes

	2002	2003	2004 (*)	Ac. 2004 / Total 2003
Argentina	1.093	1.020	1.454	143%
Brasil	16.566	10.144	12.381	122%
Chile	1.594	1.587	4.323	272%
China	49.039	56.000	48.692	87%
México	14.775	10.783	10.292	95%

* Datos para el 1er semestre. Brasil 3^{er} trimestre 2004
Fuente: BBVA en base a Bancos Centrales

acumulación de reservas por parte de Japón y China equivale al 57% del déficit por cuenta corriente de EEUU. En 2004, la partida de reservas continua incrementando su proporción, esto es debido a que Japón ha realizado importantes intervenciones dirigidas a frenar la apreciación del Yen frente al dólar, buscando minimizar así el riesgo de frenar su recuperación.

Intentando explicar la paradoja

Algunos países experimentan la paradoja de manera más acentuada que otros. Esto se podría explicar desde dos perspectivas. La primera, desde el punto de vista de las diferencias en los fundamentos que afectan la estructura productiva. Aquí se pueden incluir las diferencias en los factores de producción, las políticas gubernamentales, y las instituciones. Tengamos en cuenta que todas estas diferencias pueden tener impacto en la productividad. La segunda, se centra en las imperfecciones de los mercados de capitales, es decir en el riesgo país y las asimetrías de información. Así, aunque el capital es más productivo y obtiene un mayor rendimiento en los países emergentes, estos fallos de mercado impiden que los capitales fluyan hacia ellos.

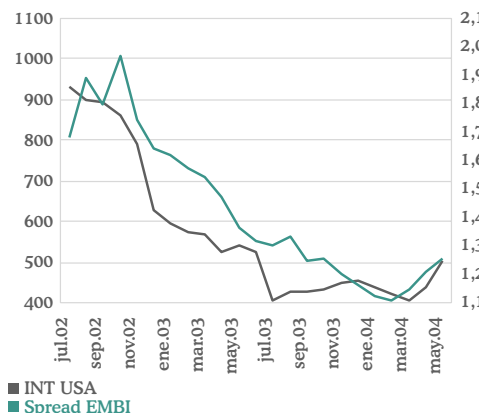
Es indudable que los factores globales, como son las (bajas) tasas de interés en los mercados desarrollados, en particular en EEUU, juegan un rol positivo y determinante en la persistencia de los flujos de crédito privado hacia todos los mercados emergentes. Por otro lado, también tenemos que el peso de los gobiernos, la estabilidad política, y el grado de apertura de la economía son referentes importantes para los inversores de IED. Determinados países, como China, soportan el peso del riesgo país y las asimetrías de información al igual que los demás, pero mitigan la exportación de capital privado con reformas enfocadas a mejorar la estructura productiva, así como flexibilizar sus instituciones, y aquí tienen una vía más por donde logran generar diferencias respecto de las demás economías emergentes. Es cierto que China ha sido uno de los principales acumuladores de RIN's, pero también es cierto que es el destino que resulta más atractivo para los inversores en IED, siendo esta última una sólida y estable fuente de financiación y crecimiento. En lo que va del 2004, las cifras globales de IED estarían indicando que se podría haber alcanzado un piso, y que los niveles estarían recobrando fuerza.

América Latina, a pesar de no estar profundizando de manera agresiva en las reformas necesarias para lograr atraer capitales frescos, cuenta con buenas oportunidades. La necesidad de China de asegurar el suministro de materias primas implica la existencia de importantes posibilidades de inversión directa desde Asia a América Latina². Sin lugar a dudas China ofrece hoy una oportunidad real tanto en términos comerciales como de inversión directa.

² Jorge Blázquez, Javier Rodríguez y Javier Santiso, "Angel or devil? Chinese Impact on Latin American Emerging Markets" *Madrid, BBVA Servicio de Estudios*, octubre 2004.

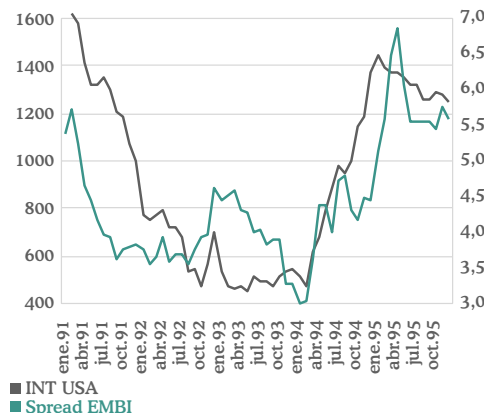
Spreads emergentes y liquidez

Gráfico 1.
Spreads y tipos EE.UU.
(2002-2004)



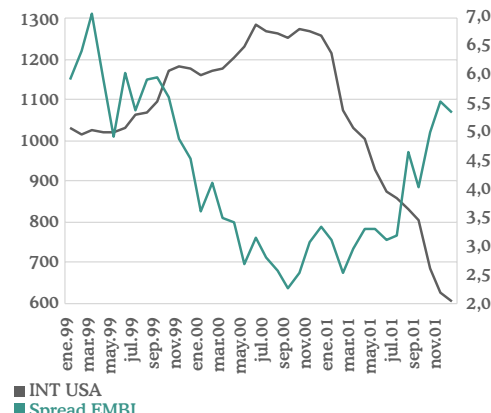
Fuente: JP Morgan y Reserva Federal de EE.UU.

Gráfico 2.
Spreads y tipos EE.UU.
(1991-1996)



Fuente: JP Morgan y Reserva Federal de EE.UU.

Gráfico 3.
Spreads y tipos EE.UU.
(1996-2002)



Fuente: JP Morgan y Reserva Federal de EE.UU.

¿Sobrerreacción de spreads emergentes a liquidez internacional?

En el segundo semestre de 2003 los spreads de deuda soberana en países emergentes cayó aceleradamente para que en 2004 se estabilizaran en niveles comparables a aquellos previos a la crisis del sudeste asiático. El objetivo de este artículo es analizar cual es la importancia de la liquidez internacional en dichos sucesos y anticipar que le pasará a los spreads ante la esperada alza de tipos en EE.UU.

Factores externos e internos

Los factores que afectan el precio de los activos de renta fija pueden clasificarse según su origen: interno o externo. Entre los factores internos, o de oferta, se encuentran shocks al tamaño de emisión, vencimiento de la deuda, voluntad y capacidad de pago del gobierno, reservas acumuladas y capacidad exportadora. Entre los factores externos, o de demanda, se encuentran cambios en la aversión al riesgo o en el nivel de liquidez existente en los mercados globales.

Muchos analistas estiman que el escenario actual ha sido provocado por un shock externo asociado a una mayor liquidez internacional. En particular, estiman que el factor determinante ha sido la política monetaria expansiva de la FED en Estados Unidos. Empíricamente, este diagnóstico se fundamenta en la alta correlación observada entre los tipos en Estados Unidos y el spread de los bonos emergentes. En el período julio 2002 – mayo 2004, la correlación entre los tipos a 3 meses de Estados Unidos y el spread EMBI fue igual a 0,91 (gráfico 1).

1994 versus 2004: ¿vuelta al pasado?

Esta alta correlación ha causado aprehensión en muchos analistas que recuerdan los eventos de 1994, cuando una alta liquidez dio paso a políticas restrictivas de la FED (los tipos pasaron de 3% a 6% en apenas 12 meses). Esta subida encareció la recompra (roll over) de la deuda mexicana y gatillaron el Tequilazo. La correlación entre 1991 y 1996 fue alta e igual a 0,67 (gráfico 2). Mientras que para el Tequilazo (entre 1994 y principios de 1995) el alza de tipos llevó a una fuerte alza del spread EMBI, el cual superó los 1000 puntos base. En este período la correlación entre tipos y spread igualó 0,81.

Pero ¿qué pasa con esta relación al mirarla en un periodo más amplio? Si se observa la correlación en los seis años que separan los dos periodos anteriores se observa que la correlación no es significativa e incluso de signo contrario (-0,26) con periodos, como en los tres años entre 1999 y 2001 en que la correlación llegó a -0,41 (Gráfico 3). Es más, si observamos los últimos seis meses, entre mayo y noviembre de 2004. Obtenemos una correlación negativa en la que los tipos de EE.UU. han estado subiendo mientras el spread de bonos emergentes se ha reducido.

Análisis SVAR

A continuación presentamos un simple análisis de los datos. Para ello, determinamos las relaciones entre el riesgo emergente y la liquidez internacional usando vectores autoregresivos estructurados. Distinguimos entre innovaciones internas (propias de los bonos emergentes) y externas (propias de la liquidez internacional) utilizando el supuesto de que innovaciones contemporáneas en la liquidez internacional afectan al spread emergente pero no viceversa. Al contrario de lo previsto por muchos analistas, esta identificación arroja que los tipos de Estados Unidos afectan significativamente al spread de emergentes, pero no en las magnitudes asociadas al Tequilazo.

Para el modelo se utiliza toda la muestra, entre enero de 1991 y octubre de 2004, bajo la siguiente especificación:

$$A_v = C(L)v + B_e,$$

Gráfico 4.
Comercio total (% del PIB)
(1994-2004)

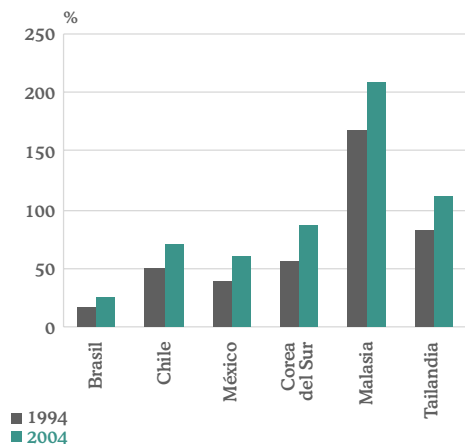
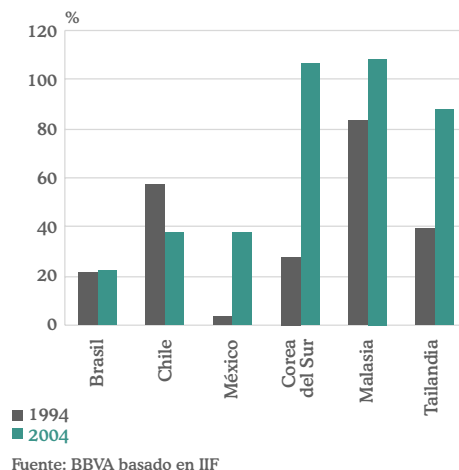


Gráfico 5.
Reservas en % de la deuda externa
(1994-2004)



Donde: v es un vector de dimensión 2 con su primera coordenada igual a un índice de liquidez internacional tipo y su segunda coordenada igual a un índice del riesgo emergente, A es una matriz de 2 por 2, triangular inferior con “unos” en su diagonal y $C(L)$ es un operador de retardos de orden 2 y B una matriz diagonal.

Inspirados en la metodología empleada por Blanchard (2004), definimos el índice de riesgo emergente como $\log(\text{Spread}/100 + \text{Yield})$. En esta ecuación Spread y Yield son el spread y el rendimiento porcentual de la canasta de bonos EMBI.

La liquidez internacional se mide con el term spread entre el tipo largo a 10 años y el tipo corto a 3 meses. Asumiendo una relación uno a uno entre los tipos largos y el tipo de interés de equilibrio, cambios en este índice implican un distanciamiento o convergencia entre el tipo corto actual y el esperado por los mercados en equilibrio. Por ello, un aumento del term spread está asociado con mayor liquidez mientras una disminución se asocia con menor liquidez.

A diferencia de otras medidas de liquidez, como los tipos a 3 meses, ésta resulta altamente significativa en todos los intervalos de tiempo considerados. Se obtiene un $A(2,1)$ significativo con el signo correcto (entre 0,06 y 0,11 dependiendo del intervalo de tiempo considerado). Considerando toda la muestra se obtiene un $A(2,1) = 0,06$ con un z-test igual a 2,05. Una disminución de la liquidez tal que el term spread se reduzca 30 puntos base (i.e. innovación negativa igual a una desviación estándar) genera un aumento de 0,035 puntos en el índice de spread emergente después de 3 meses (a los niveles actuales, este cambio equivale a un aumento de 17,5 puntos base en el spread emergente), este efecto de signo positivo perdura en el tiempo por a lo menos 7 meses. Como es de esperar, también se observa que los shocks internos, propios al spread emergente, no tienen nunca un efecto sobre los tipos en Estados Unidos y la liquidez de los mercados globales.

Aventurándose a utilizar esta simulación para predecir el spread futuro, la eventual cesación de estos shocks hará que el spread vuelva a subir desde los $-3,28$ a $-2,83$ (lo que equivale a una subida de 250 puntos base) a fines de 2005.

Existen muchos otros factores que es necesario controlar econométricamente para poder predecir el spread futuro. Las predicciones no son el fuerte de series de tiempo, en especial si son previsiones de mediano y largo plazo. En todo caso, la situación actual de reservas y estructura de las deudas emergentes ratifica este resultado, en el sentido que el aumento esperado del spread no sería de ordenes catastróficos, como lo fue en 1994.

Los fundamentos macroeconómicos son mejores que en 1994 y los canales de transmisión no son tan sensibles. El primer canal por el cual una subida de tipos en EEUU afecta el spread emergente es un efecto sustitución: es más atractivo adquirir bonos americanos en desmedro de los ofrecidos por los países emergentes. Este desplazamiento de la demanda se traduce en un menor precio de los bonos emergentes y, por ende, en un posible aumento de su spread.

El segundo efecto tiene que ver con la oferta de estos bonos emergentes. Al aumentar los tipos norteamericanos, y producirse la consecuente demanda por dólares, el dólar se aprecia. Dicha apreciación trae consigo un aumento de la probabilidad de impago de la deuda emergente (en especial en Latinoamérica ya que la deuda soberana está en su mayor parte denominada en dólares) y, en consecuencia, un aumento en la prima de riesgo de estos papeles.

Pero la sensibilidad que hoy exhiben los spreads es diferente a la que exhibían en 1994 (gráficos 4 y 5). Esto se debe a que una de las lecciones aprendida en los noventa fue la necesidad de mantener más reservas unido a una mayor apertura comercial y a una mejor estructuración de la deuda, en particular alargando su vencimiento. Por ello es de esperar que, cuando se produzca la inminente subida de tipos en Estados Unidos, el spread de los países LatAm se incremente, pero no de una manera traumática como en 1994 si no de una forma suave que no genere dinámicas adversas.

Oliver Blanchard, “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil”, NBER, documento de trabajo 10389, marzo 2004.

Alicia García Herrero y Alvaro Ortiz, “The Role of Global Risk Aversion in Explaining Latin American Spreads”, Banco de España y Repsol YPF, 2004 (mimeo).

Materias primas^{1, 2}

Indice BBVA-MAP

(1995=100)



Fuente: BBVA

BBVA-MAP sin petróleo

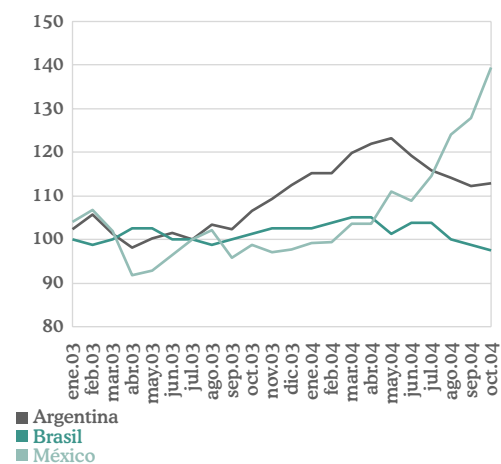
(1995=100)



Fuente: BBVA

BBVA-MAP por países

(2003=100)



Fuente: BBVA

La tendencia de los precios de las materias primas ha sido a la alza durante todo el 2004. El índice BBVA-MAP ha tenido un incremento considerable desde mediados del 2003 (40%) principalmente impulsado por las variaciones en el precio del petróleo. Sin embargo, la mejora en los ingresos por exportaciones en América Latina no solamente se debe a incrementos en el precio del crudo. En particular, si observamos el comportamiento del índice sin petróleo podemos ver que el crecimiento en precios de bienes tales como el cobre, café, azúcar y oro también han tenido un impacto positivo en la región. De esta manera, países como Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela se han visto fuertemente beneficiados por estos aumentos.

Cabe hacer mención de aquellos bienes que durante este año presentaron un decremento en sus precios. En particular, la soja, el trigo, el maíz y la carne de ternera presentaron reducciones importantes. No es de extrañar entonces que nuestros índices para países como Argentina, Brasil y Uruguay hayan presentado un comportamiento negativo durante los últimos meses. En el caso de Argentina, los efectos han sido paliados por el hecho de que el país es un exportador neto de petróleo, un privilegio que ni Brasil, ni Uruguay tienen.

Finalmente, nuestras previsiones para el siguiente año indican una disminución en los precios del café, el cobre, el petróleo y la soja. Sin embargo estas proyecciones se sitúan en la mayoría de los casos por encima de los niveles observados en 2003. Por lo tanto, se espera que la situación siga siendo favorable en 2005, aunque no tan buena como lo fue en 2004.

¹ El BBVA-MAP incluye los precios de las principales materias primas producidas por América Latina, donde la ponderación recibida por cada uno de estos precios es una función del peso que tengan las exportaciones netas del bien en particular en el comercio exterior de la región.

² En esta edición de Latinwatch presentamos una nueva versión de nuestro índice de precios de materias primas, el BBVA-MAP. Los detalles sobre su elaboración se explican en una nota metodológica disponible en nuestra página web: <http://www.bbva.es>.

Indice BBVA-MAP de materias primas

(cambios porcentuales a octubre)

	Últimos 12 meses	Últimos 3 meses	Desde enero
BBVA-MAP	40,41	14,64	36,61
SIN PETRÓLEO	17,06	1,50	13,52
COMPONENTES			
Metales	32,78	6,93	22,85
Agrícolas	11,67	-2,22	8,41
Energía	62,04	28,14	60,91
PAÍSES			
Argentina	5,99	-2,38	0,53
Brasil	-3,99	-6,49	-4,70
Chile	23,88	1,10	16,48
Colombia	34,96	15,86	33,36
México	41,24	21,73	42,76
Perú	12,91	4,19	8,31
Uruguay	-19,80	-9,42	-22,20
Venezuela	58,74	26,13	55,57

Fuente: BBVA

Precios de materias primas

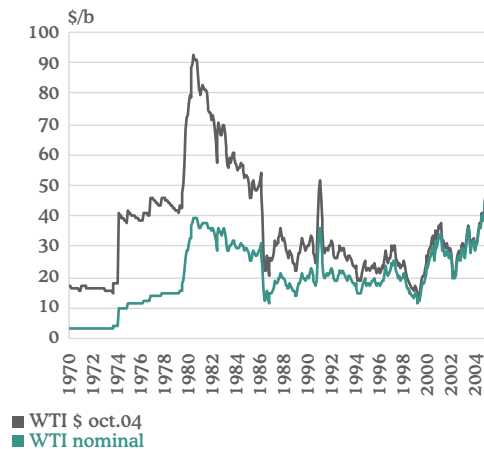
(promedio del período)

	2003	2004/p	2005/p
Café (US\$ / lb)	0,65	0,85	0,80
Cobre (US\$ / ton)	81	126	115
Oro (US\$ / onza)	409	438	450
Petróleo* (US\$ / barril)	29,6	40,6	34,2
Soja (US \$ / ton.)	238	267	225

p /previsión
* Petróleo Brent
Fuente: BBVA

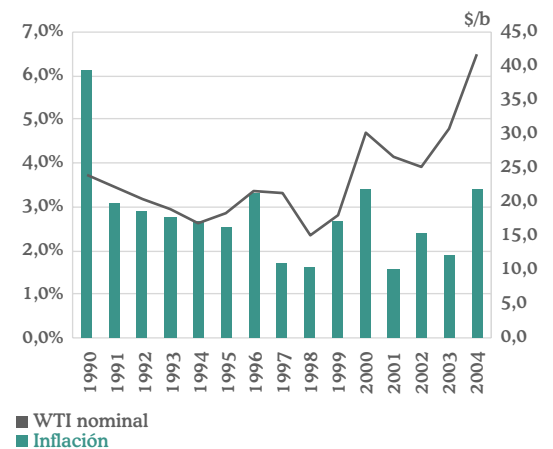
Mercado del petróleo

Precios del petróleo



Fuente: BBVA Banco Provincial

Inflación en EE.UU. vs precios del petróleo



Fuente: BBVA Banco Provincial

El precio del petróleo se ajustará en un 26% en los próximos dos años

En 2004, el mercado petrolero se ha caracterizado por mostrar un incremento que, para el cierre del mes de octubre, llegó al 72%, junto con una volatilidad del 17%. Si el análisis se realiza desde el cierre del 2001, el incremento del precio del petróleo ha sido del 155%, con una media de 30 dólares para el Brent y una volatilidad del 22%. A la luz de este comportamiento caben tres preguntas: ¿Qué ha cambiado en el mercado petrolero?, ¿Por qué el impacto de esta alza del petróleo, en la economía, ha sido menor que en el pasado? y ¿Cuál será su comportamiento en los próximos dos años?.

La primera pregunta nos lleva a considerar que en el mercado petrolero se han producido cambios estructurales durante los últimos cinco años que explican el comportamiento actual. Un 75% del incremento promedio de la demanda diaria en ese período esta asociada a países emergentes capitaneados por China y el resto de países asiáticos que se caracterizan por ser dos veces y media más ineficientes en el uso del petróleo por unidad de PIB que los países de la OECD. Por el lado de la oferta, un 60% del incremento promedio diario en los últimos cinco años del crudo ofertado lo han incorporado los antiguos países de la extinta Unión Soviética, liderados por Rusia, mientras que los países de la OPEP sólo han aportado el 20%. Adicionalmente, la capacidad de producción de la OPEP ha pasado de representar el 15% de la demanda mundial de crudo en 1989, al 2% en la actualidad. Detrás de esta menor elasticidad de la oferta esta la disminución registrada en términos reales de la inversión en exploración y producción que mostró una caída del 16% en promedio para el período 1983-2003 con respecto al registrado entre 1973-1982, mientras que la producción se incrementó entre estos períodos en un 13%.

Una oferta más inelástica hace que la creciente inestabilidad política registrada en el Medio Oriente tenga un mayor impacto en los precios del que tenía en el pasado. Por otro lado, las expectativas de los agentes acerca de que una salida del mercado, por parte de algún productor de la región, no puede ser suplida por el resto, dada la limitada capacidad adicional de producción, repercute en una mayor demanda.

Estos cambios estructurales en el mercado petrolero se sintetizan en un incremento estructural en los precios. Con respecto al mercado de los 80' y 90', el "fair value" para el Brent se ubicaría en el rango de 30-32 dólares el barril, en términos reales a dólares de 2004.

A pesar de los precios el impacto ha sido limitado

La segunda pregunta, tiene que ver con el impacto que un alza del petróleo de estas magnitudes debería estar generando en las economías en términos de inflación y crecimiento. Lo primero que hay que acotar al abordar estos temas es que el análisis sobre magnitudes nominales no dice mucho. Se deben analizar magnitudes reales. En este sentido, al evaluar la media del Brent para el año se tiene que el mismo se ubica en 38 dólares. Este precio representa, en términos reales, sólo la mitad de la media observada entre 1974-1984, lo que nos dice que al evaluar los precios en términos reales, éstos no son tan altos. Inclusive, si se compara con la anterior alza sostenida de precios registrada en el 2000 (que duró 20 meses), tenemos que el alza actual medida en términos reales sólo representa para EEUU un 60% del alza observada en dicho evento. Mientras que para Europa, por efecto de la apreciación del Euro, el alza actual representa el 44%.

Escenario petrolero

\$/b	Escenario Base		\$/b	Escenario Base	
	WTI	Brent		WTI	Brent
2003:I	33,9	31,3	2005:I	44,7	40,3
2003:II	30,0	27,0	2005:II	40,6	37,8
2003:III	31,0	28,6	2005:III	39,0	36,3
2003:IV	29,9	28,5	2005:IV	37,4	34,8
2004:I	35,2	31,8	2006:I	35,9	31,4
2004:II	38,4	35,5	2006:II	35,5	32,0
2004:III	44,1	41,7	2006:III	34,9	32,4
2004:IV	48,8	42,7	2006:IV	34,1	31,7

Fuente: BBVA Banco Provincial

En el corto plazo, los shocks de productividad han hecho que el impacto del alza de los precios del petróleo - ajustados en términos reales - no hayan tenido un impacto devastador sobre el crecimiento. De hecho, las expectativas de crecimiento para 2004 y 2005 así lo muestran, tanto para EEUU, Europa como Japón. En líneas generales, un impacto sostenido de los precios del petróleo tiene una mayor repercusión en la inflación que en el crecimiento. De hecho, al analizar estas tres economías desarrolladas se tiene que, para EEUU, un incremento sostenido de 10 dólares en los precios del petróleo mayor a un año genera una caída de actividad del 0,2% y un incremento de la inflación de 40 pb. Para Europa, el impacto es de 0,4% y 50 pb, mientras que para Japón sería de 0,3% y 50 pb. El dilema, acerca de los precios del petróleo generarían una disminución en el crecimiento de corto plazo o una salida inflacionista en el medio plazo, parece apuntar más a la segunda alternativa. Más aún teniendo en cuenta la importancia que la Reserva Federal comienza a dar al déficit de cuenta corriente estadounidense.

El precio caerá en 11 dólares entre 2004-2006

La tercera pregunta nos lleva a considerar que, en el corto plazo, existe una desalineación del precio de mercado con respecto al "estructural" expresado en unos 14 dólares de prima de riesgo coyuntural. Esta prima de riesgo está compuesta tanto por factores de demanda como de oferta, y que irán desapareciendo a lo largo de los próximos dos años.

Por el lado de la oferta existen unos \$ 9 de prima que irán disminuyendo en la medida que Arabia Saudita incorpore mayor producción, Irak estabilice la suya en niveles de 2 a 2,4 MMBD, y que culminen las dificultades fiscales que enfrenta Yukos. Por el lado de la demanda, en la medida que no se produzcan nuevas sorpresas, se licuarán aproximadamente \$ 5 que están impactando en el corto plazo. De cara al próximo año se espera que la demanda mundial, luego de haber experimentado un alza del 3,5% en 2004, alcance un incremento de sólo un 2% en el 2005. Para el próximo año, se estima que el crecimiento de la demanda en los países desarrollados será de aproximadamente el 1,4%. Respecto de la oferta, mostrará un incremento similar al de la demanda. Por esta razón no se espera una estabilidad del actual stock de inventarios.

Para 2004, se espera una media del Brent de 38 dólares. La misma se mantendrá casi invariable de cara al 2005 donde se estima una media de 37,3 dólares, pero con una corrección del 18% entre los cierres de ambos años. Para 2006, la media estimada será de 32 dólares, con una corrección del 8,7% entre el cierre de 2005 y 2006. La corrección acumulada para los próximos dos años se espera que sea de 11 dólares, equivalente al 26% del nivel de cierre de 2004.

Giovanni di Placido
giovanni.diplacido@grupobbva.com

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
EE.UU.	2,2	3,1	4,4	3,5	2,4	1,9	3,4	2,4
UEM	0,9	0,5	1,8	1,9	2,3	2,0	2,2	1,9
Japón	-0,3	2,6	4,2	2,0	-0,3	-0,4	0,0	0,0
China	8,0	9,1	9,0	8,5	-0,8	1,2	4,0	3,0

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	25/11/04	mar-05	jun-05	dic-05	25/11/04	mar-05	jun-05	dic-05
EE.UU.	2,00	2,75	3,25	3,75				
UEM (\$/€)	2,00	2,00	2,00	2,50	1,32	1,28	1,28	1,30
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	103	106	104	100
China (\$/cny)	5,58	5,58	–	–	8,28	8,28	8,28	8,28

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina	-10,9	8,7	7,6	4,5	41,0	3,7	6,1	8,0
Brasil	1,9	0,5	4,3	3,7	12,5	9,3	7,5	6,0
Chile	2,0	3,3	5,6	5,7	2,8	1,1	2,3	2,2
Colombia	1,8	3,9	4,0	4,0	7,0	6,5	5,6	5,5
México	0,7	1,3	4,1	3,8	5,7	4,0	5,3	4,0
Perú	5,2	4,0	4,3	4,1	1,5	2,5	3,4	2,3
Uruguay	-10,8	2,5	9,5	4,0	25,9	10,2	9,0	8,5
Venezuela	-8,9	-9,2	17,4	3,9	31,2	27,1	18,5	22,4
LATAM ¹	-0,5	1,6	5,4	4,0	13,2	7,1	6,7	6,2

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina ²	-1,4	0,5	2,6	1,9	9,8	6,3	2,2	0,9
Brasil	-10,3	-3,7	-4,0	-4,0	-1,7	0,8	2,0	0,7
Chile ²	-0,7	0,0	2,2	1,6	-0,7	-0,8	2,7	0,4
Colombia	-3,7	-2,7	-2,5	-2,4	-2,0	-1,8	-1,5	-2,7
México	-1,2	-0,6	-0,3	-0,1	-2,2	-1,5	-1,2	-2,0
Perú	-2,3	-1,9	-1,4	-1,2	-1,9	-1,8	-0,7	-1,1
Uruguay	-4,0	-3,2	-2,9	-2,5	2,0	1,7	0,4	0,6
Venezuela ²	-3,0	-5,1	-4,1	-3,5	8,1	10,3	14,5	11,8
LATAM ¹	-4,3	-1,9	-1,6	-1,5	-0,5	0,7	1,3	0,1

¹ Media de los 8 países mencionados. ² Gobierno Central

	Tipo de cambio (% , frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año) ³			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina	3,40	2,96	3,00	3,12	30,0	3,8	3,3	6,0
Brasil	3,53	2,89	2,90	3,20	25,0	16,5	17,3	15,5
Chile	702	599	590	596	3,0	2,3	2,5	3,8
Colombia	2865	2778	2607	2841	7,7	7,9	7,7	8,2
México	10,31	11,24	11,40	11,85	7,0	6,0	8,6	9,2
Perú	3,51	3,46	3,30	3,40	3,8	2,5	3,0	4,5
Uruguay	27,22	29,34	27,30	29,00	69,9	4,0	n.d.	n.d.
Venezuela	1387	1600	1920	2300	26,8	15,1	12,4	13,1

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

Argentina

	2003	2004p	2005p	2003	2004p	2005p
PIB (%)	8,7	7,6	4,5	0,5	4,3	3,7
Inflación (% , fin de año)	3,7	6,1	8,0	9,3	7,5	6,0
Balanza comercial (m.M. \$)	15,5	11,3	8,8	24,8	34,2	24,5
Cuenta corriente (% PIB)	6,3	2,2	0,9	0,8	2,0	0,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	14,1	19,1	23,1	49,3	52,0	53,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,96	3,00	3,12	2,89	2,90	3,20
Saldo sector público (% PIB) ¹	0,5	2,6	1,9	-3,7	-4,0	-4,0
Tasa de interés (fin de año) ²	3,8	3,3	6,0	16,5	17,3	15,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	52	51	53	60	62	58
1/ Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones						
2/ Argentina: depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC						

Brasil

Chile

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	3,3	5,6	5,7
Inflación (% , fin de año)	1,1	2,3	2,2
Balanza comercial (m.M. \$)	3,0	8,3	5,7
Cuenta corriente (% PIB)	-0,8	2,7	0,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	15,9	15,0	15,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	599	590	596
Saldo sector público (% PIB) ¹	0,0	2,2	1,6
Tasa de interés (fin de año) ²	2,3	2,5	3,8
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	84	85	83
1/ Chile: Gobierno Central			
2/ Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); Colombia: DTF a 90 días			

Colombia

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	3,9	4,0	4,0
Inflación (% , fin de año)	6,5	5,6	5,5
Balanza comercial (m.M. \$)	0,2	0,6	-1,1
Cuenta corriente (% PIB)	-1,8	-1,5	-2,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	10,9	13,0	13,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2778	2607	2841
Saldo sector público (% PIB) ¹	-2,7	-2,5	-2,4
Tasa de interés (fin de año) ²	7,9	7,74	8,2
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	71	78	74

México

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	1,3	4,1	3,8
Inflación (% , fin de año)	4,0	5,3	4,0
Balanza comercial (m.M. \$)	-5,7	-6,1	-10,7
Cuenta corriente (% PIB)	-1,5	-1,2	-2,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	57,4	62,5	64,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	11,24	11,40	11,85
Saldo sector público (% PIB)	-0,6	-0,3	-0,1
Tasa de interés (fin de año) ²	6,0	8,6	9,2
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	105	103	103
2/ México: Cetes a 28 días; Perú: tasa interbancaria			

Perú

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	4,0	4,3	4,1
Inflación (% , fin de año)	2,5	3,4	2,3
Balanza comercial (m.M. \$)	0,7	2,4	2,3
Cuenta corriente (% PIB)	-1,8	-0,7	-1,1
Reservas (m.M. \$, fin de año)	10,2	12,0	11,7
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,46	3,30	3,40
Saldo sector público (% PIB)	-1,9	-1,4	-1,2
Tasa de interés (fin de año) ²	2,5	3,0	4,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	89	92	90

Uruguay

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	2,5	9,5	4,0
Inflación (% , fin de año)	10,2	9,0	8,5
Balanza comercial (m.M. \$)	0,0	-0,1	0,0
Cuenta corriente (% PIB)	1,7	0,4	0,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	2,1	n.d.	n.d.
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	29,34	27,30	29,00
Saldo sector público (% PIB) ¹	-3,2	-2,9	-2,5
Tasa de interés (fin de año) ²	4,0	n.d.	n.d.
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	75	84	86
1/ Venezuela: Gobierno Central			
2/ Uruguay: Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela: Certificado de Participaciones a 30 días			
3/ Venezuela: incluye FIEM			

Venezuela

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	-9,2	17,4	3,9
Inflación (% , fin de año)	27,1	18,5	22,4
Balanza comercial (m.M. \$)	14,8	21,8	19,4
Cuenta corriente (% PIB)	10,3	14,5	11,8
Reservas (m.M. \$, fin de año)	21,3	21,1	22,7
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1600	1920	2300
Saldo sector público (% PIB) ¹	-5,1	-4,1	-3,5
Tasa de interés (fin de año) ²	15,1	12,4	13,1
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	98	92	93

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Bogotá www.bbva.com.co

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Medellín, 5 nov. 04
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Cali, 4 nov. 04
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Bogotá, 2 nov. 04
Algunas causas y remedios del déficit presupuestal	Universidad de los Andes	Bogotá, 26 oct. 04
Coyuntura macroeconómica	Tesorería BBVA	Bogotá, 15 oct. 04

Buenos Aires www.bancofrances.com.ar

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
VI Congreso de Economía	Consejo Prof. de Ciencias Económicas de la Ciudad de Bs.As.	Buenos Aires, abr. 04
Conferencia: Perspectivas Económicas 2004	FORUM business information	Buenos Aires, mar. 04

Caracas www.provincial.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Escenario 2004-2005	Instituto Venezolano de Ejecutivos de Finanzas	Maracaibo, nov. 04
Mercado Petrolero, Perspectivas de corto y largo plazo	Venezuela Corporate Leaders' Forum	Caracas, nov. 04
Mercado Petrolero y Perspectivas 2005	Cámara de la Construcción	Caracas, nov. 04
Escenario 2004-2005	Cámara Inmobiliaria	Valencia, oct. 04
Escenario 2004-2005	Cámara de Transportistas	Valencia, oct. 04
Escenario 2004-2005	Fundes	Barquisimeto, oct. 04

Lima www.bbvabancocontinental.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Peruvian Economy	Ex In Bank	Lima, 2 dic. 04
Escenarios Financieros	BBVA Continental Bolsa	Lima, 11 nov. 04
Perspectivas Económicas 2005	Clientes principales de Banca Mayorista	Lima, 25-26 nov. 04
Situación Económica	BBVA Banca Empresa Institucional	Lima, 04 oct. 04
Perú: Contexto Económico	Equilibrium Clasificadora Riesgo	Lima, 27 oct. 04
Perú: Contexto Económico	Cámara de Comercio Oficial de España	Lima, 24 sep. 04
¿En Dónde Estamos?	Universidad San Ignacio de Loyola	Lima, 24 ago. 04

Madrid www.bbva.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
China: ¿ángel o demonio para América Latina?	Corporación Andina de Fomento	Caracas, 1 dic. 04
Inversión socialmente responsable	VII Congreso Nacional de Medio Ambiente	Madrid, 22 nov. 04
Las Claves del Escenario Financiero	Universidad Navarra	Madrid, nov. 04
Europa, Situación y Perspectivas	Grupo Expertos Coyuntura	Madrid, nov. 04
Las claves del Escenario Financiero	Círculo de Economía	Madrid, nov. 04
Spanish Real Estate	FMI	Madrid, nov. 04
Angel or Devil? Chinese Impact on Latin America	World Bank	Nueva York, oct. 04
A journey towards Latin American Emerging Markets	Fundación CIDOB	Barcelona, oct. 04
Foreign Direct Investment in Latin America	Inter- American Develop. Bank	París, oct. 04
In search of a better world: BBVA in Latin America	Columbia Business School	Nueva York, oct. 04
Chinese Impact on Latin America	Georgetown University	Washington, oct. 04
Latin America: Oh, les beaux jours!	BBVA Corporate Banking	París, oct. 04
Las Claves del Escenario Macroeconómico y Financiero	Jornadas de Empresa Familiar	Oviedo, sep. 04

México www.bancomer.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
México: Transformación y Perspectivas	CESCE	Madrid, 25 oct. 04
Ambiente de Inversión en el Sector Turismo	Bolsa Mexicana de Inversión Turística	México, 9 sep. 04

Santiago de Chile www.bhif.cl

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Panorama económico 2004-2005	Banca Minorista BBVA	Santa Cruz, 26 nov. 04
Panorama económico mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, 10 nov. 04
Recuperación en medio de turbulencias	BBVA Clientes por Región	Puerto Varas, 5 nov. 04
Instituciones y crecimiento económico	Seminario BBVA	Madrid, 18 oct. 04
Panorama económico mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, 18 oct. 04
Perspectivas económicas 2004-2005	Constructora Gardilic	Santiago, 14 oct. 04

Interesados diríjase 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

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.