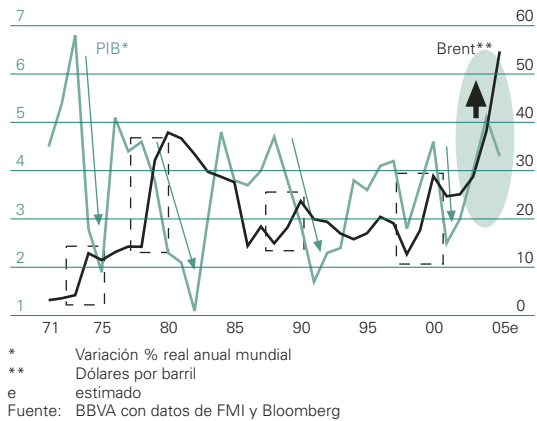


Crecimiento Mundial y Precio del Petróleo



Un mundo diferente

Una de las características principales del 2005 ha sido el balance positivo en crecimiento económico a pesar del aumento de los precios del petróleo. La coincidencia en el tiempo de ambos factores podría responder a un incremento de la demanda mundial, que se estaría traduciendo en un significativo dinamismo de los flujos de comercio y en un aumento de los precios de las materias primas, principalmente energéticas y metálicas. Por lo tanto, el choque que estaría teniendo lugar no tendría su origen en el encarecimiento del crudo, sino que estaría derivado de la creciente incorporación al comercio y a la actividad de nuevos países, que suponen casi la mitad de la población mundial, como China y la India.

En la vertiente de la oferta, el aumento relativo de la fuerza de trabajo está provocando un menor crecimiento de los salarios, que compensaría parcialmente el aumento de los costos energéticos y que supone un factor global de contención de las presiones sobre la inflación. Esto ha permitido a los bancos centrales mantener una elevada liquidez en momentos de alto crecimiento económico, sin que las perspectivas de avance de los precios en el mediano plazo hayan repuntado. Sólo en países con fases cíclicas más adelantadas las expectativas de inflación han experimentado un repunte por el temor a la aparición de efectos de "segunda ronda" derivados del encarecimiento de la energía. A pesar de ello, las tasas de interés de largo plazo se mantienen bajas, reflejo de la credibilidad sobre el control de la inflación de las autoridades monetarias, pero también de la creciente importancia de los flujos.

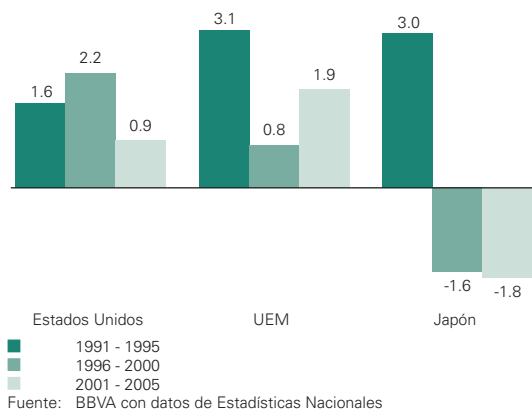
Continuidad en el crecimiento sólido en Estados Unidos

En 2006, el dinamismo económico en conjunto será similar al del año precedente, pero con una composición algo diferente. En Estados Unidos esperamos una desaceleración de su crecimiento de 3.6% en 2005 hacia tasas próximas a 3% en 2006. Detrás de esta evolución estaría principalmente la moderación en el dinamismo del consumo privado, en un contexto de una tasa de ahorro negativa.

Su evolución vendría condicionada por varios factores. En primer lugar, una menor expansión del ingreso real disponible por la convergencia de la productividad con su tendencia de largo plazo (2-2.5%), proceso que podría haber comenzado ya, y que moderaría el crecimiento de los salarios reales. En segundo lugar, el consumo será afectado por una creación de empleo más moderada ante la mayor cautela de las empresas y una menor generación de nuevos empleos en el sector inmobiliario, el cual ha impulsado fuertemente la creación de empleo privado en los últimos 3 años. De hecho el gradual enfriamiento del sector inmobiliario (efecto riqueza) que comienza a reflejarse con nitidez en algunos indicadores adelantados ayudará a moderar el consumo al reducir los refinanciamientos hipotecarios.

Como consecuencia de este menor ritmo de expansión del consumo, el aumento en el costo de financiamiento y la moderación en la

Costos Laborales Unitarios
 Tasa media anual de crecimiento, %



expansión del flujo de efectivo y las utilidades empresariales, la inversión privada tenderá a moderarse en especial la residencial. La tendencia del flujo de efectivo sugiere menor inversión privada hacia delante. Además, aún cuando las utilidades se mantienen en niveles históricamente elevados, esperamos que su tasa de crecimiento continuará en una tendencia de moderación, afectada por una menor tasa de aumento en las ventas, mayores costos laborales y tasas de interés y un poder de precio si bien mayor, aún limitado por la elevada competencia y la globalización. En conjunto, lo anterior afectará las expectativas y el optimismo de los negocios, esta mayor incertidumbre añadirá a la cautela de las empresas, limitando moderadamente la inversión privada no residencial.

El menor crecimiento del consumo y de la inversión provocará una menor expansión de las importaciones de bienes de consumo y capital. Así, la menor demanda implicará un crecimiento de las importaciones menor al de las exportaciones, con lo cual se reducirá el déficit en cuenta corriente como proporción del PIB en 2006 y 2007. En contraste, prevemos que la razón de déficit fiscal a PIB aumentará en 2006 principalmente por los gastos de reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes. En 2007, la reducción de las apropiaciones extraordinarias asociadas a la guerra en Irak y la lucha contra el terrorismo, principalmente, y un mayor crecimiento económico, que impulsará la recaudación tributaria, permitirán reducir este ratio.

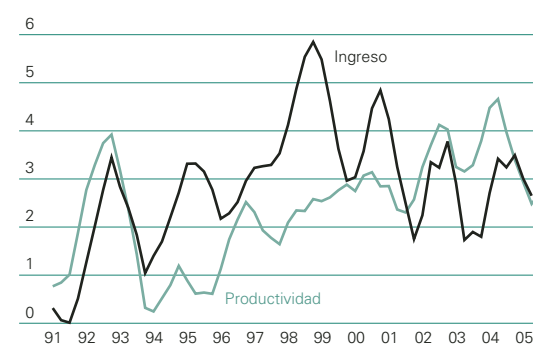
En otras áreas, como la Unión Económica y Monetaria (UEM), las perspectivas económicas han mejorado. La confianza ha comenzado a repuntar de forma significativa, especialmente en Alemania, lo que permite esperar una recuperación de la actividad hacia tasas del 2.0% del PIB en 2006, tras el avance del 1.3% el año anterior. No obstante, la incertidumbre acerca del crecimiento europeo no se ha disipado por completo. Por su parte, el sudeste asiático y particularmente China, que acaba de revisar al alza el valor de su producción agregada, seguirán mostrando tasas próximas al promedio elevado de los últimos años. Si bien seguirá fuertemente sesgado hacia un dinamismo notable de la inversión, consistente con un modelo de expansión que busca el desarrollo de plataformas exportadoras y una pauta moderada en el consumo de las familias. Por su parte, Japón podría incorporar en 2006 el impacto positivo del crecimiento en la zona, recuperando tasas de crecimiento del PIB cercanas a su potencial. Finalmente, otras regiones como Oriente Medio, seguirán beneficiándose del choque en términos de intercambio que ha supuesto el encarecimiento de las materias primas que exportan y mantendrá tasas de crecimiento en torno del 5%.

Ajuste paulatino de las políticas monetarias

En el contexto anterior, en el que el ritmo de crecimiento mundial en 2006 se mantendrá elevado, es previsible que los bancos centrales adopten una política menos expansiva. Sin embargo, dado que la prioridad de las autoridades monetarias es el control de las expectativas sobre los precios, y éstas en términos generales se mantienen moderadas, el ajuste de las tasas de interés será paulatino, descartando un escenario de fuerte ajuste en las economías.

Estados Unidos: Productividad no Agrícola e Ingreso Real Disponible

Variación % anual



Fuente: BBVA con datos de BLS y BEA

Precios de Producción y Consumo

Subyacente, variación % anual



Fuente: BBVA con datos de BLS

En Estados Unidos, la inflación subyacente mantendrá una tendencia moderada al alza durante 2006 (2.5% promedio), derivada de la transmisión retardada de los mayores costos de producción a precios finales. La posición de la economía en el actual ciclo de expansión, con el mercado laboral fortaleciéndose y la baja capacidad ociosa imponen riesgos al alza, pero el notable crecimiento de la productividad, la flexibilidad de los mercados, la elevada competencia, los bajos precios externos, la absorción de mayores costos ante los elevados márgenes y, principalmente, las expectativas de inflación ancladas, acotarán estos aumentos. Bajo estos parámetros, y con una inflación general esperada de 2.8% para 2006, ante la caída prevista en el precio del petróleo, prevemos que la Reserva Federal situará las tasas de interés oficiales en niveles del 4.75% en el primer trimestre de 2006, niveles de mayor neutralidad monetaria en los que podría detener el proceso de incrementos iniciado en junio de 2004.

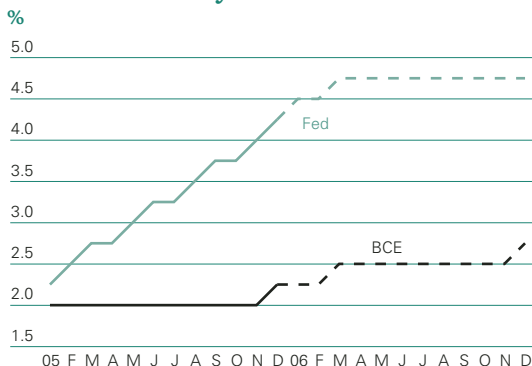
En la UEM, aunque el Banco Central Europeo inició el ciclo de alza de tasas de interés en diciembre de 2005, justificado en el crecimiento monetario y el temor a un deterioro de las expectativas de inflación, no parece probable que se produzcan incrementos significativos. Ante las dudas y la incertidumbre acerca del crecimiento futuro de la zona, esperamos que las tasas de interés oficiales se sitúen en el 2.75% al finalizar el año 2006. En Japón, las pronósticos son menos agresivos, e incluso el primer incremento de tasas podría retrasarse más de lo que descuenta el mercado, que la sitúa a mediados de 2006. El recorrido es limitado, ya que un incremento prematuro de las tasas de interés podría tener un impacto negativo sobre la salida del proceso deflacionista.

La globalización y la diversificación financiera apoyan el anclaje de las tasas de largos plazo

El aplanamiento que se observa en las curvas de tasas de interés en un contexto generalizado de políticas monetarias menos expansivas, respondería a la confluencia de dos factores. El primero sería la profundización de los flujos de capital, en cuya expansión de los últimos años destaca el incremento en los volúmenes operados de bonos. Detrás de esta evolución estarían la incertidumbre en la economía mundial, el ahorro elevado en Europa y Japón por el ciclo de vida, cuestiones regulatorias que afectan principalmente a las compañías de seguros o fondos de pensiones, y el desarrollo del mercado corporativo europeo o el de mercados de bonos emergentes en moneda local.

El segundo factor sería la diversificación en los flujos de capital, ya que un mayor número de agentes y de países participan activamente en el mercado financiero. Así, la dispersión de los saldos de balanza de cuenta corriente no sólo no ha disminuido, sino que ha aumentado en los últimos años. El déficit de cuenta corriente de Estados Unidos está incrementándose y entre las economías superavitarias no sólo destacan las del sudeste asiático o Japón, sino también los países exportadores de petróleo.

Estados Unidos y UEM: Tasas de Interés



Nota: Estimado a partir de enero 2006
Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Esta profundización y diversificación de los flujos de capital podría estar suponiendo, según algunas estimaciones, casi un punto porcentual menos en la tasa de los bonos a 10 años. Dado que no se anticipa una inflexión en ambas tendencias y que tampoco existen elementos para pensar en un aumento de la volatilidad nominal y real de las economías, cabe esperar que las tasas de interés de largo plazo se mantengan en niveles bajos.

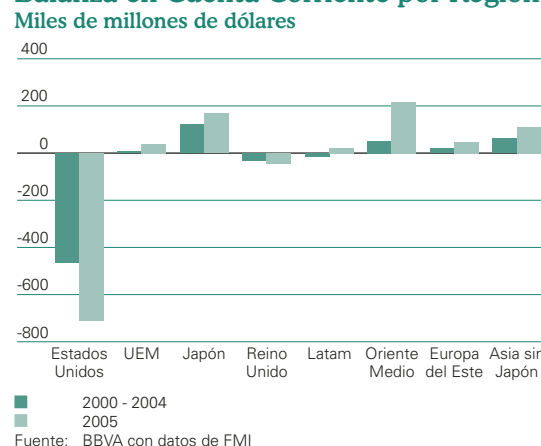
En particular, la curva de deuda en Estados Unidos podría mantenerse prácticamente plana, con tasas a 10 años que terminarían el año 2006 en niveles del 4.8%, y podrían avanzar hacia el 5.1% en 2007, menos de un punto porcentual por encima de su nivel de diciembre de 2005. En la UEM, la tasa a 10 años podría situarse en el 4.0% y en el 4.3% al finalizar 2006 y 2007, respectivamente.

Riesgos sobre el escenario central

Entre los factores de riesgo globales para 2006 cabe mencionar la desaceleración de alguna de las economías más dinámicas del mundo, especialmente China y Estados Unidos. En el primer caso, su dinamismo actual y la ausencia de señales de claro recalentamiento llevan a asignar una baja probabilidad a un escenario de brusca desaceleración. En el caso estadounidense, los signos de moderación en el sector inmobiliario alertan sobre los riesgos que derivan de un ajuste del precio de los activos, que en caso de producirse podría ralentizar el consumo y la inversión y llevar a una reducción de las tasas de interés en todos los plazos de la curva de rendimientos. Ahora bien, la probabilidad de que se produzca dicho ajuste es limitado, ya que hay factores que podrían compensar el efecto negativo sobre la riqueza de las familias: las condiciones financieras, los niveles de productividad y especialmente el comportamiento del mercado laboral.

Otro elemento de riesgo radica en un posible incremento en el precio del petróleo asociado a la difícil situación geopolítica en algunos de los principales países productores de petróleo. Si esto llegara a derivar en que el precio se mantenga más elevado que nuestro actual pronóstico de ligera moderación en 2006, no sólo el crecimiento tendería a moderarse, sino que la presión sobre la inflación llevaría a mayores alzas en las tasas de corto plazo.

Balanza en Cuenta Corriente por Región



Petróleo: ¿Calma Luego de la Tormenta?

El mercado petrolero luego de un año de fuerte alza hasta el mes de septiembre de 2005 del 60% en su precio, pareció entrar a principios de 2006 en un período de calma. En un principio los factores que impulsaron el encarecimiento del energético fueron: una percepción de un débil equilibrio en el mercado, un período de alza sostenida de la demanda, el temor de la salida (aunque fuera de carácter temporal o transitorio) de un productor importante en un mercado con baja capacidad para compensarla, una temporada de huracanes más intensa que lo habitual (que impactó significativamente al Golfo de México), zona en la que se produce, refina e importa el grueso de crudos y productos de los Estados Unidos. Parecería que a finales de 2005 se estaban regresando a una temporada de calma. En el cuarto trimestre del 2005 el precio del petróleo registró una caída del 11%, para cerrar el año con un promedio de 54.48 dólares para el Brent y de 42.72 para la mezcla mexicana. La gran pregunta es: ¿sí se mantendrá esta tendencia o por el contrario volverán a incrementarse los precios?

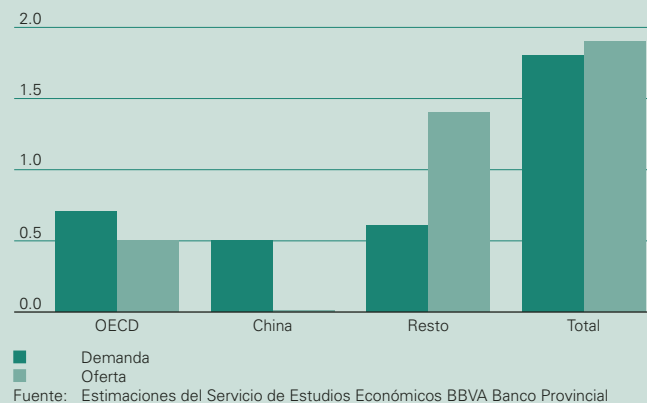
Los pesimistas (precios altos) piensan que se mantendrá el fuerte crecimiento de la economía mundial y de la demanda. Este comportamiento dado la baja capacidad adicional de producción disponible y la persistencia de las pérdidas de producción por los huracanes, conjuntamente con un mayor riesgo geopolítico asociado a la situación en el Medio Oriente podría explicar un alza sostenida de precios, como el que está ocurriendo en las últimas semanas, y que llevaría al Brent a los 63 dólares el barril como estima el *Energy Information Administration* (EIA) del Gobierno Federal de los EUA y por lo menos se mantendrían en términos reales en esos niveles para los próximos años.

Los optimistas (precios bajos) se fundamentan en un menor crecimiento de la economía mundial y de la demanda que a su vez se resiente del impacto de los altos precios, acompañados por una mayor recuperación de los inventarios, mayor capacidad de crecimiento de la oferta y menor riesgo geopolítico. Para estos la corrección de los precios va a ser mucho más rápida de lo esperado y tendríamos precios promedio cercanos o inferiores a los 50 dólares por barril para el Brent y de 38.5 para la mezcla mexicana.

En el corto plazo, los pesimistas tienen ventaja. El año 2006 comienza con un conflicto entre Rusia y Ucrania al cumplir el primero con la amenaza de cortar el suministro

de gas natural a Ucrania después de que este rechazara definitivamente el incremento de precio por parte de Rusia. *Gazprom* (la empresa pública rusa del gas) empezó a bajar la presión en el gasoducto que transporta el carburante destinado para Ucrania, reduciendo los suministros en unos 120 millones de metros cúbicos al día y afectando al resto de Europa que recibe el 85% del suministro que atraviesa a Ucrania. Esto impulsa los precios por un posible impacto sobre la demanda de productos, sobre todo por las menores temperaturas observadas en el continente europeo en el comienzo del año. Más allá de constituir un hecho puntual y de corto plazo, se anexa al número de potenciales factores de riesgo de cara al futuro.

Incremento de la Oferta y la Demanda en 2006



El otro elemento, tal vez de mayor relevancia, es el incremento del riesgo geopolítico en el Medio Oriente asociado a la vuelta de Irán al tema nuclear y el posible impacto que este evento tendría en la estabilidad de la región.

¿Qué esperar en el 2006?...

El comportamiento del mercado en el 2006 estará a medio camino entre la posición de los optimistas y los pesimistas. Éste será un año de sólido crecimiento de la economía mundial con un incremento promedio de la demanda del 1.8% superior al registrado en 2005, pero con una mejora similar o ligeramente superior por el lado de la oferta. Profundizando por el lado de la oferta nos encontramos, que a los niveles actuales de precios la reacción de los países productores no es insensible ya que un precio estable de \$60 dpb (dólares por barril) reales incorpora una expansión de la oferta de los paí-

ses No-OPEP del 40% en los próximos cinco años, al activarse y hacerse viable del punto de vista económico el 85% de las reservas de estos países, mientras que un escenario de \$20 dpb, el 70% de estas reservas no se desarrollan, y en uno de \$40 dpb el 55% no lo hace. En este ciclo de precios los países No-OPEP volverán a jugar un rol central en el crecimiento de la oferta.

De hecho el anuncio de la OPEP para el segundo trimestre del año de la necesidad de recortar la producción en por lo menos un millón de barriles ya que estarían en un año de construcción de inventarios comienzan a evidenciar esta mayor fortaleza por el lado de la oferta. El seguimiento del comportamiento y reacción de la OPEP será clave, sin embargo esta se encuentra atrapada en el dilema de qué niveles sostenidos de precios reales de \$60 dpb podría implicar una pérdida de participación en el mediano plazo, similar a la ocurrida con la expansión generada por el Mar del Norte, por lo que es probable que favorezca como precio objetivo de medio plazo algo más cerca de 40-45 dólares que los niveles actuales

Una revisión más detallada por el lado de la demanda apunta que a pesar de contar con una baja elasticidad, la

mejora de la eficiencia está permitiendo absorber los mayores requerimientos asociados al crecimiento y mejora del nivel de vida de países emergentes sin crecimiento explosivos de la demanda pero si sostenidos.

Estos cambios estructurales que vendrían a acompañar una visión más bien optimista se enfrenta en el corto plazo con los elementos geopolíticos que efectivamente se están acentuando en el comienzo del año y que van a incorporar una mayor incertidumbre, destacando el caso de Irán que es el factor de mayor riesgo para 2006, conjuntamente con una discontinuidad en la salida negociada al conflicto judío-palestino.

Dada nuestra visión de una mayor fortaleza de fundamentos de mercado que los contemplados por parte de los pesimistas y un mayor riesgo geopolítico que el contemplado por los optimistas, el escenario para 2006 es un intermedio entre ambas posturas que se reflejará en un precio promedio de 54.6 dólares para el Brent equivalente para la mezcla mexicana de 42 dpb, similar al registrado en 2005.

Giovanni Di Placido giovanni_diplacido@provincial.com