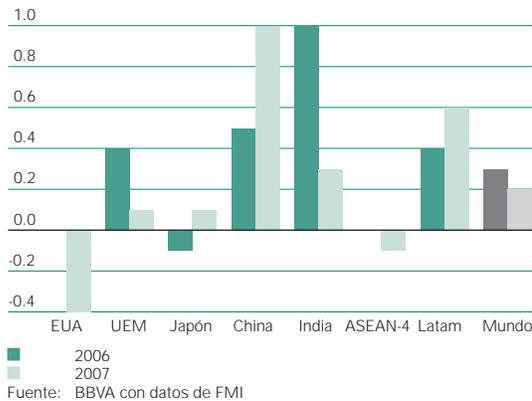


Revisión del Crecimiento Previsto por el FMI de Abril a Septiembre de 2006
Puntos porcentuales



Sigue la expansión económica y se diversifica geográficamente

La economía mundial continúa su expansión con una tasa de avance que se mantiene alrededor del 5%. Además, y a diferencia de otros ciclos, el crecimiento actual está soportado por una base geográfica cada vez más extensa. Junto con la fortaleza que muestra la recuperación de Europa, el comportamiento de los principales mercados emergentes sigue sorprendiendo favorablemente y está llevando a revisiones positivas del crecimiento esperado para finales de 2006. BBVA ha modificado al alza durante el último semestre los pronósticos para China, el Área Euro y América Latina en 1.4 puntos, 0.5 y 0.3, respectivamente; siendo la única excepción Estados Unidos, para el cual mantenemos nuestra estimación de crecimiento del PIB en 3.3%. En general, como también lo muestran los pronósticos del FMI (ver gráfico adjunto), el dinamismo mundial en los próximos trimestres se visualiza más sólido de lo que se preveía a comienzos de 2006.

Con esta amplia base geográfica respaldando el crecimiento global, nos encontramos ante la mayor fase expansiva mundial desde la década de los setenta. Factores como el desarrollo tecnológico y la globalización de la economía mundial, los mercados y los sistemas financieros, están favoreciendo el actual contexto. En este ciclo los riesgos sobre la inflación han estado acotados, a pesar de haber coexistido el incremento en el precio de materias primas con tasas de interés reales extraordinariamente bajas. Por estas razones, si colocamos en una balanza tanto la aparente reversión de la tendencia alcista de la inflación, como el giro de política monetaria en la OCDE de tasas de interés expansivas a neutrales, el riesgo de repuntes de la inflación se mantendrá relativamente bajo control.

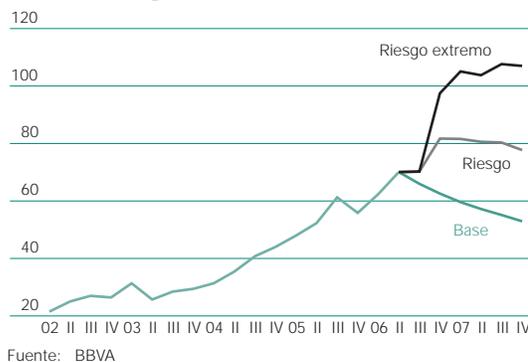
Sin embargo, la continuación de esta senda de crecimiento global depende, en gran medida, de que el crecimiento en las regiones más dinámicas sea relativamente inmune a la moderada desaceleración que ya se está manifestando en EUA. De hecho, y como detallamos a continuación, es en este país donde observamos las mayores incertidumbres en los próximos meses.

Cambian las incertidumbres para la economía mundial ...

Uno de los acontecimientos más significativos desde finales del tercer trimestre ha sido la disminución generalizada de los precios de las materias primas que, entre otras, ha afectado al gas, cobre, aluminio, zinc, níquel y petróleo. Si nos concentramos en este último bien, podemos apreciar los importantes cambios que se han producido en algunos de los factores que durante los últimos meses propiciaron su revalorización.

Por un lado, la relativamente benigna temporada de huracanes en el Golfo de México, ha eliminado la posibilidad de riesgos en el suministro del hidrocarburo en esa zona a diferencia de lo ocurrido en 2005. Por otro, los menores riesgos geopolíticos han dado a sus precios un respiro que es especialmente importante, tanto por los avances diplomáticos en las tensiones en Medio Oriente, como porque su-

BBVA: Escenarios de Petróleo
Brent, dólares por barril



ponemos que los recientes acontecimientos en Corea del Norte no tendrán impacto en el mercado. En septiembre, Israel completó la retirada de tropas de Líbano, acatando la principal resolución dictada por la ONU para resolver el conflicto. Otro riesgo político que ha influido sobre las expectativas de precios de petróleo, la disputa que enfrenta a EUA e Irán sobre la energía nuclear, también parece ceder, aunque el ensayo nuclear coreano podría encarecer la negociación.

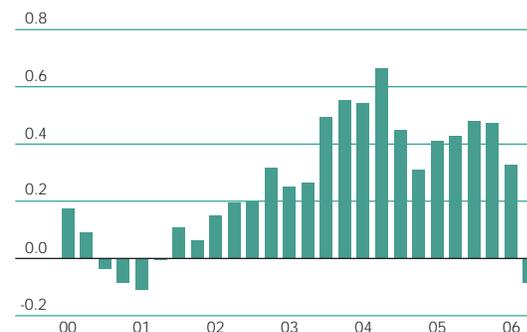
En este caso, si bien nos encontramos lejos de una solución arbitrada como la que ha puesto fin al reciente enfrentamiento entre Líbano e Israel, parece que Washington tiende cada vez más a desechar una salida militar al conflicto. Con el petróleo alrededor de los 60 dólares, el riesgo para la economía global derivado de un *shock* de precio es hoy considerablemente menor que hace unos meses. Por tanto, aumenta la probabilidad del escenario base que implicaría precios promedio de casi 66.5 dólares por barril (dpb) en 2006 y de 58.2 dpb para el Brent en 2007, equivalentes para la mezcla mexicana de 56.2 dpb y de 51.9 dpb. Este comportamiento encontraría soporte en un escenario de menor dinamismo en el crecimiento mundial. En síntesis, nuestro escenario base contempla la estabilidad de los precios del petróleo en torno a los niveles alcanzados a finales de septiembre.

Este contexto no implica la ausencia de riesgos para la economía mundial, ya que hay otros factores de incertidumbre que han cobrado protagonismo recientemente. De éstos, el ajuste del sector inmobiliario en EUA es sin duda el más importante. El escenario base supone que la economía estadounidense moderará paulatinamente su ritmo de crecimiento. Con esto, la inversión residencial tendría una aportación negativa por primera vez desde 1995, y el consumo se moderaría paulatinamente, a medida que cuente con un menor soporte derivado de las ganancias en el ingreso y en la riqueza que ha representado el aumento de los precios de la vivienda en los últimos años lo que debería llevar a una ligera moderación del ratio consumo sobre PIB.

Sin embargo, la economía norteamericana seguiría creciendo muy cerca de su nivel potencial, alcanzando una tasa de alrededor de 2.8% en 2007. Por un lado, la expansión del resto del mundo y la depreciación acumulada del dólar están permitiendo que las exportaciones netas tengan una aportación positiva al crecimiento por primera vez desde 1995. Por otro, la inversión no residencial mantiene un tono positivo, apoyada por las elevadas utilidades empresariales, los altos niveles de liquidez y por los bajos niveles de pagos de intereses en un entorno en el que las condiciones globales de financiamiento siguen siendo muy favorables.

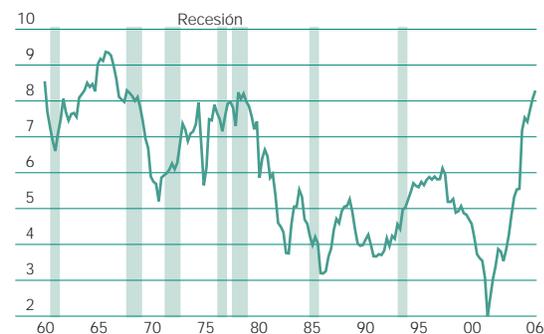
La respuesta más probable de la autoridad monetaria a esta situación económica será el mantenimiento de las tasas de interés oficiales en los niveles actuales de 5.25% durante un periodo prolongado. Hay varias razones para ello. En primer lugar, la inflación se va a moderar, pero seguirá cerca de la parte alta del rango deseado por la Reserva Federal. En segundo, la moderación de la actividad va a ser limitada —la economía cuenta con soportes internos y externos para enfrentar una desaceleración de la inversión residencial—, y en la medida en que sea moderada, será vista por la Reserva Federal como un evento favorable para contener la inflación y tal vez incrementar la tasa de ahorro privado y reducir el desequilibrio externo. En tercero, tras un

Estados Unidos: Contribución Inversión Residencial al PIB Puntos porcentuales



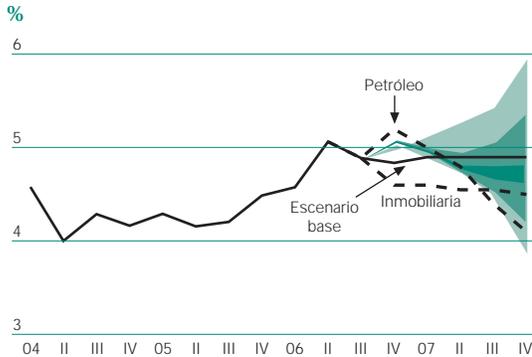
Fuente: BBVA con datos de Estadísticas Nacionales

Beneficios Empresariales % del PIB



Fuente: BBVA con datos de Estadísticas Nacionales

EUA: Tasas de Interés a 10 Años



Fuente: BBVA

periodo de notable liquidez en todo el mundo, generado por una muy laxa política monetaria en los últimos años, los bancos centrales van a ser cautelosos al momento de reducir sus tasas de interés oficiales.

Las condiciones monetarias no están en zona restrictiva en EUA y las expectativas de consumidores y empresarios parecen relativamente ancladas. En este contexto, los tasas de interés de largo plazo tienen un recorrido limitado, con un margen de incremento hasta el 5% para el bono de 10 años. En esta perspectiva, consideramos que dicha cifra es de referencia ante la actual expectativa del mercado de reducción de tasas de interés a lo largo en 2007. Por su parte, los flujos de capital siguen mostrando un notable dinamismo, y el interés comprador por activos de EUA se ha reactivado, tanto por parte de los bancos centrales, como de agentes privados, lo que también pone límites al aumento de las tasas de interés de largo plazo.

... pero su probabilidad se mantiene contenida

El escenario de riesgo que enfrenta la Reserva Federal corresponde a un mayor ajuste de la inversión residencial y del consumo privado, que desaceleraría el crecimiento hasta niveles entre el 1 y el 1.5% en los próximos dos años. En todo caso la probabilidad de este escenario es reducida. Las experiencias recientes de ajustes del sector residencial en países como Reino Unido o Australia muestran que el impacto sobre el conjunto de la economía no es elevado y tanto las ganancias en términos de ingreso o empleo en los últimos años, como la reducción estructural de los tasas de interés justifican, en gran medida, que los niveles de precios de la vivienda sean elevados y no experimenten ajustes prolongados. Ahora bien, si este escenario se materializara, la Reserva Federal podría “comprar un seguro” frente al bajo crecimiento, reduciendo sus tasas de interés oficiales hacia al menos 4.5% en 2007, lo que llevaría las tasas de interés de 10 años a niveles próximos a 4.3%.

Además de circunstancias que pueden limitar los efectos del ajuste inmobiliario sobre el resto de la economía estadounidense, también aparecen dudas sobre el alcance para la economía mundial. El actual proceso de globalización ha traído en algunos casos una reorientación de los flujos comerciales. En el caso de Asia, se observa una tendencia hacia un crecimiento cada vez más endógeno, intensificando los lazos comerciales intra-regionales, y en detrimento del peso relativo de EUA en las exportaciones asiáticas. Por otro lado, la situación macroeconómica de los mercados emergentes es en general muy satisfactoria, con varios países en situación de superávit en cuenta corriente y acumulación de reservas, que conforman un perfil macroeconómico mucho menos vulnerable que el característico de las crisis financieras de la década pasada.

Europa, por su parte, alcanzaría en 2006 un crecimiento de 2.5%, superior a las expectativas que se tenían sobre esta área. Debe destacarse la recuperación de la demanda interna, apoyada por la buena situación empresarial y la recuperación de la confianza de empresarios y consumidores. En este contexto, las tasas de interés oficiales alcanzarían en esta región niveles de 4% a mediados de 2007, mientras que el euro mantendría su relativa fortaleza frente al dólar, situándose en cifras próximas a las actuales, esto es, cerca de 1.30.

Escenario Central: Crecimiento del PIB por Regiones

	2005	2006	2007p
Estados Unidos	3.5	3.3	2.8
UEM	1.4	2.5	2.2
China	9.9	10.0	9.5
Latino América	4.4	4.7	4.0
Mundo	4.9	4.9	4.6

p pronóstico
Fuente: BBVA

El Peso de los Fundamentos en el Mercado Petrolero

La aproximación que tienen los analistas del mercado petrolero tiende a ser dicotómica. Siempre hay un grupo que piensa que el precio del petróleo se irá a niveles superiores a 100 dólares y otro, entre los que nos encontramos, que defiende que el precio de equilibrio del mercado está por debajo de los 50 dólares.

El enfoque “Maltusiano”

La primera de las visiones (la más popular) se centra en el desequilibrio estructural de la oferta y la demanda. Las economías que más demandan petróleo son las emergentes, lideradas por China. Ésta ha sido la causante de un verdadero cambio estructural en el mercado energético, ya que en los últimos 20 años ha cuadruplicado su consumo de petróleo, triplicado el de gas natural y quintuplicado el de electricidad. China, conjuntamente con otros emergentes, como India, ha explicado más de la mitad del crecimiento de la demanda mundial de petróleo en los últimos años.

Por el lado de la oferta se tiene mucho pesimismo. Parece legítima la siguiente pregunta: ¿hasta cuándo durará un recurso no renovable como el petróleo? La respuesta obvia es que tarde o temprano el petróleo se agotará. Este punto de fondo es acompañado de otras evidencias de corto plazo. Muchos analistas afirman que desde 1980 no se descubren nuevos campos petrolíferos importantes, dando pie a la sospecha de que no hay mucho más por descubrir. Es decir, el nivel máximo de producción se ha alcanzado y la producción neta comenzará a declinar: el mayor crecimiento de la demanda sobre la oferta es estructural. El resultado obvio de este escenario es ciertamente una senda explosiva de precios. Es además una visión “Maltusiana” del mercado petrolero.

Una aproximación más optimista

La segunda visión reconoce buena parte de los argumentos de la primera, pero con atenuantes, tanto por el lado de la demanda como de la oferta, similares a los recogidos en el mismo “Ensayo sobre el principio de la población” de Malthus (1798).

Por el lado de la demanda, tenemos que la elasticidad del consumo de petróleo a PIB es mayor en los países desarrollados dados los elevados niveles de precios actuales ante avances tecnológicos que permiten ahorrar energía. Por el lado de los emergentes se tiene que éstos comienzan a absorber parte de los incrementos de precios con ganancias de eficiencia que se están observando en economías como China e India.

Por el lado de la oferta, no es del todo cierto que no se estén incorporando nuevas reservas y producción desde 1980. La caída de precios desde ese año hasta el último ciclo de alzas, salvando los periodos de conflicto, fue un factor que inhibió la exploración y puesta en producción de campos de mayor complejidad.

Los proyectos anteriormente se valoraban a precios inferiores a los 18 dólares, siendo económicamente explotable sólo el 20% de las potenciales nuevas reservas. Sin embargo, en la actualidad estos proyectos se valoran a 40 dólares, activándose la casi totalidad de proyectos que no eran factibles. El resultado concreto lo comenzamos a ver con la puesta en funcionamiento por parte de Canadá de un importante yacimiento de arenas petrolíferas en Alberta, que significó un incremento de las reservas probadas del mundo en un 14%, similar a lo ocurrido con el Mar del Norte en su oportunidad.

Situación similar se observa en el Mar Caspio, la Faja Petrolífera del Orinoco en Venezuela y en el mismo Mar del Norte, sin entrar a considerar las reservas “ marginales” del resto de países de la OPEP. La visión apocalíptica de que el fin del petróleo está cerca dista mucho de incorporar estos elementos tanto por el lado de la demanda como de la oferta. La idea de convergencia de precios a un nivel de equilibrio por debajo de los 50 dólares incorpora estos elementos, y la desalineación de corto plazo con respecto a este precio se fundamenta en los factores de riesgo geopolítico y en las expectativas que incorpora el predominio de la primera de las visiones.

Interpretando el mercado...

Reflejo de esta segunda visión es lo ocurrido en los últimos tres meses. La corrección a la baja en los precios ha superado el 25%, producto de a) menores expectativas de *shocks* adversos de oferta por la culminación de una benévola temporada de huracanes, en línea con lo estimado al cierre del primer trimestre, b) la apertura a un potencial proceso de negociación con Irán, c) la culminación del conflicto en el Líbano y, por último, d) una potencial menor inversión “ especulativa” después de lo ocurrido con las fuertes pérdidas del fondo de inversión Amaranth en el mercado del gas, hecho que desplazó la atención de las inversiones de este tipo en materias primas durante el último mes. Habría que añadir que el reciente ensayo nuclear de Corea del Norte no tendría impacto significativo en el mercado, aunque podría encajarse algo la negociación con Irán.

Algunos analistas afirman que el movimiento reciente de los precios del petróleo se fundamenta más en una mayor atonía de la economía global que no se ha hecho evidente en la totalidad de su magnitud aún, fundamentalmente porque el movimiento es sincronizado con el resto de las materias primas. Si bien de hecho existe la percepción de un menor dinamismo, éste es, desde nuestro punto de vista, modesto, siendo de hecho el crecimiento esperado para la economía de los Estados Unidos próximo al nivel potencial en 2007.

El comportamiento del último trimestre puede estar explicando que el componente especulativo en el mercado de materias primas es más importante de lo esperado. De hecho, se han canalizado unos 60,000 millones de dólares hacia estos mercados. El volumen de estas inversiones especulativas tiene un efecto claro: genera una demanda adicional y ficticia de materias primas que presiona al alza los precios de futuros.

Correlación 12 Meses de Variaciones Diarias entre el Precio del Petróleo y Otras Materias Primas



Fuente: BBVA

Este elemento puede ser un factor clave que explica el movimiento conjunto de las materias primas en este ciclo y explica, por ejemplo, por qué el cobre se encuentra a más del doble de su precio de equilibrio, divorciado de sus fundamentos. Además de la demanda china, el componente especulativo está jugando un rol central. Una hipótesis puede ser que el conjunto de las materias primas están siguiendo el comportamiento del petróleo a pesar de estar en mercados disímiles, siendo explicado parte de esa relación efectivamente por las inversiones especulativas.

Recorte de cuota de la OPEP

La OPEP, que en la actualidad produce casi 1.5 millones de barriles diarios por encima de su cuota, ha anunciado un posible recorte en 1 millón, con objeto de detener la caída de los precios observadas en las últimas semanas. La percepción de que el mercado tiene exceso de oferta se refleja en el comportamiento de los inventarios estadounidenses, que se encuentran por encima de los nivel máximos de los últimos cinco años, inclusive si se ajusta por demanda.

Los países que más promueven dicho recorte dentro de la organización son aquellos que se encuentran por debajo de la cuota actual, por lo que una reducción no implicará salida de producción, mientras que el resto de los países, de darse el recorte, sacrificarían crudos pesados. La incógnita para evaluar la viabilidad de que esta propuesta se concrete tiene que ver con el comportamiento de los países aliados de Estados Unidos dentro de la OPEP, dada la proximidad del proceso electoral en el Congreso.

Escenarios de Petróleo Brent, dólares por barril



Fuente: BBVA

Un elemento adicional a ser evaluado es que a partir de 2002, en la medida que mejora la oferta y se incrementan los inventarios estadounidenses, el precio reacciona al alza. Hasta entonces existía una clara correlación negativa y robusta entre precios del petróleo y stock de reservas. Hay que considerar que una variable clave son las expectativas de precio asociadas a la capacidad adicional de producción. En la medida en que ésta sea mayor, se percibe que el mercado esta más preparado para hacer frente a los factores de riesgo geopolítico, de salida eventual de parte de la producción de un país.

Giovanni Di Placido giovanni_diplacido@provincial.com