

Economía EUA

Mantenemos crecimiento económico mayor al potencial en 2005 (3.6%) y cercano a éste en 2006 (3.2%)

El desempeño de la economía en 1S05 confirma nuestro escenario base de crecimiento económico convergiendo hacia su potencial, sustentado en sólidos fundamentos. El dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión continuarán siendo los principales soportes de la expansión. A raíz de los huracanes Katrina y Rita, se generó cierta incertidumbre sobre sus efectos. Si bien el impacto será negativo sobre el crecimiento económico en 3T05, éste será compensado en 4T05 y 1T06 por los esfuerzos de reconstrucción en las zonas afectadas. El mayor riesgo no es su efecto transitorio sobre en la actividad económica en el área afectada, sino el probable impacto negativo sobre la confianza y el gasto de los consumidores que tendría la permanencia de los precios energéticos a niveles tan elevados. No obstante, los avances en la reconstrucción de la producción de petróleo y gas natural parecen ir más rápido de lo estimado inicialmente. Por tanto, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento económico de 3.6% para 2005 y 3.2% para 2006.

Los factores que han apoyado la expansión del gasto familiar continuarán impulsándolo en los siguientes trimestres, aunque en menor medida. En este sentido seguimos previendo que el crecimiento de la productividad continúe convergiendo con su tendencia de largo plazo (2-2.5%) y que la creación de empleo disminuya su ritmo (1.7% en 2005 y 1.4% en 2006). Asimismo, esperamos una moderación significativa en el crecimiento de la riqueza de las familias, derivado de una menor expansión de los precios de la vivienda, principalmente por el efecto de mayores tasas de interés reales. Ante la moderación de la riqueza y el mayor costo del crédito, esperamos una moderación en el consumo de bienes duraderos. Si bien la inversión residencial continuará fuerte en 2005, se moderará en 2006 ante las mayores tasas de interés.

La inversión no residencial continuará su tendencia de moderación ante el aumento en el costo del capital, el menor crecimiento de la demanda y principalmente, un ajuste a la baja en las utilidades empresariales, debido a los mayores costos de producción y el limitado poder de precio, esto último como consecuencia de la globalización y el cambio tecnológico. No obstante, la sólida situación financiera de las empresas y la necesidad de reemplazar equipo obsoleto contribuirán a que la inversión siga creciendo por arriba del resto de la economía.

Al desacelerarse el consumo y la inversión privada, lo harán las importaciones, mientras que la mayor expansión económica del resto del mundo impulsará las exportaciones. No obstante, la contribución de las exportaciones netas continuará negativa durante 2006 (-0.2 pp), y por el menor crecimiento económico, el déficit en cuenta corriente, como porcentaje del PIB, tendrá un marginal aumento.

Por otra parte, en 2005 esperamos una corrección en el balance público como porcentaje del PIB de 0.8 pp con respecto a 2004, principalmente por el fuerte incremento en los ingresos fiscales; no obstante, en 2006, éste aumentará 0.3 pp, por la moderación en el crecimiento de los ingresos ante la menor expansión económica y por el mayor gasto público por la reconstrucción de las zonas afectadas por el huracán Katrina.

Ingreso Personal Real Disponible y Productividad

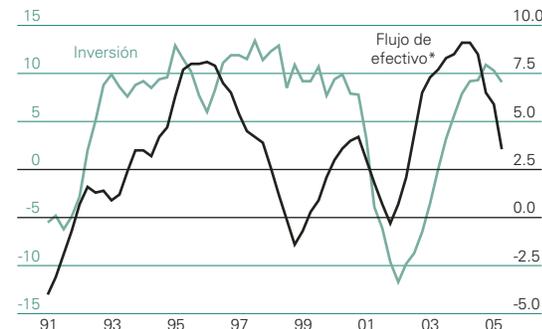
Var. % real anual, prom. móvil 4 trim., sector no agrícola



Fuente: BBVA US con datos de BEA y BLS

Inversión no Residencial y Flujo de Efectivo

Variación % real anual



* Promedio móvil 8 trimestres

Fuente: BBVA US con datos de BEA

Escenario Base PIB

	Var. % real anual		Contribución*	
	2005	2006	2005	2006
Producto Interno Bruto	3.6	3.2	3.6	3.2
Gasto pers. consumo	3.5	3.0	2.5	2.1
Inversión fija bruta	6.4	5.5	1.1	1.0
Exportaciones totales	7.3	5.2	0.8	0.6
Importaciones totales	6.6	4.5	-1.0	-0.7
Consumo gobierno	1.7	2.0	0.3	0.4

* Contribución al crecimiento, puntos porcentuales
Fuente: BBVA US

Escenario Base

	Promedio anual	
	2005	2006
Inflación		
CPI		
General	3.3	2.8
Subyacente	2.3	2.5
PCE		
General	2.8	2.3
Subyacente	2.0	2.1
Fin de periodo		
Política monetaria		
Fondos Federales (%)	4.25	4.75
Otros indicadores		
Cuenta corriente (% PIB)	-6.2	-6.4
Balance fiscal (% PIB)	-2.8	-3.1
Empleo (prom. mensual, miles)	173	134
Producción industrial (var. %)	3.3	3.0

Fuente: BBVA US

Escenario de Riesgo

	Var. % real anual	
	2005	2006
PIB (var. % anual)	3.5	1.3
CPI (% anual)		
General	3.4	3.9
Subyacente	2.4	2.7
Fondos Federales (% fdp)	4.25	4.00
Cuenta corriente (% PIB)	-6.3	-6.1
Balance fiscal (% PIB)	-2.8	-3.5

Fuente: BBVA US

Aumentan riesgos de transmisión a la inflación subyacente

Nuestros modelos indican que la inflación subyacente continuará su tendencia de alza, aunque se mantendrá contenida. Para 2005, la fortaleza del dólar en los meses recientes y el menor crecimiento industrial acotan los precios subyacentes de importaciones y al productor, y seguirán permitiendo una inflación subyacente estable, que incluso podría ubicarse 0.1 pp por abajo de nuestra previsión de 2.3%.

No obstante, los mayores costos de producción (energéticos y laborales), la posición de la economía en el actual ciclo de expansión —con el mercado laboral fortaleciéndose, el crecimiento de la productividad convergiendo con su tendencia de largo plazo (2-2.5%), los costos laborales unitarios aumentando y la capacidad ociosa restante en la economía reduciéndose— impone riesgos claramente al alza sobre la inflación subyacente y las expectativas de inflación en los próximos trimestres. Más aún, con la economía creciendo por arriba de su potencial, las presiones competitivas sobre los productores podrían disminuir ligeramente, aumentando con ello su poder de precio. Sin embargo, 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. Por tanto, para 2006 prevemos una tendencia alcista de la inflación subyacente, la cual promediaría 2.5%.

En contraste, considerando el escenario de petróleo del Grupo, que supone bajas continuas en su precio de más de 4% por trimestre, la inflación general tenderá a moderarse de 3.3% en 2005 a 2.8% en 2006. Un elemento fundamental en nuestras estimaciones lo constituyen las expectativas de inflación. El mayor riesgo de corto plazo es que los precios de los energéticos se mantengan elevados e impacten los precios de otros bienes y servicios, y que esto a su vez contamine las expectativas de inflación.

Escenario de riesgo 2005-2006

Este escenario asume que los desequilibrios de la economía provocan un choque abrupto a partir de 2006. En este sentido, el escenario de riesgo no sólo adelanta la mayor desaceleración económica del escenario base, además, la hace más pronunciada y duradera. Este escenario considera una caída significativa en los precios de la vivienda, una desaceleración abrupta en las utilidades empresariales, un bajo crecimiento de la productividad y un precio del petróleo más elevado. Este entorno implicaría una pérdida de confianza prolongada con consecuencias significativas en el consumo y la inversión, que a su vez implicarían una corrección importante en el déficit en cuenta corriente.

Los mayores precios del petróleo, aunados al impacto alcista en la inflación subyacente derivado de una mayor transmisión de costos a precios finales, ante la significativa desaceleración de las utilidades empresariales, más que compensaría el efecto bajista en los precios por un mayor *output gap* negativo en 2006. El deterioro de la inflación y la contaminación de las expectativas llevarían al Fed a incrementar su tasa de referencia hasta 5% a fines de junio de 2006. No obstante, ante la desaceleración económica y el cambio de tendencia en la inflación, el Fed revertiría las alzas de manera apresurada, al considerar que han aumentado de más, cerrando así el año en 4%.

Tasas de interés y tipo de cambio

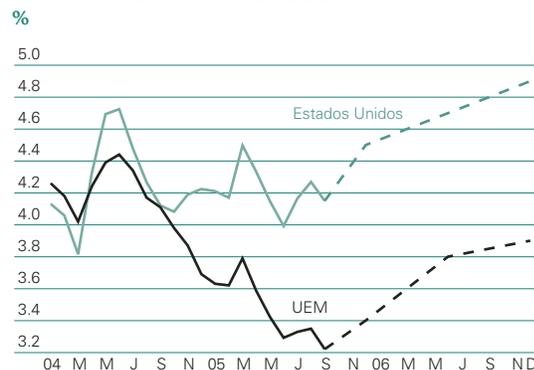
La evolución reciente de los mercados financieros ha estado dominada por dos factores que se interrelacionan. Por un lado, las dudas sobre el escenario macroeconómico ligadas al aumento del precio del petróleo. Por otro, el mantenimiento de elevados flujos de capital, en un contexto de ahorro mundial elevado. Ambos elementos están dando lugar a un entorno de rendimientos de largo plazo por abajo de lo que se esperaba. En EUA, es significativo que las tasas a 10 años se sitúen actualmente por abajo de las observadas al inicio del ciclo alcista de la tasa de fondos federales en junio de 2004, a pesar de que ésta ha aumentado de 1 a 3.75%.

Aparecen así dos cuestiones claves para los próximos meses. La primera tiene que ver con la posibilidad de una recesión de la economía en la que el petróleo actuaría como desencadenante de una corrección de las expectativas, particularmente de la confianza de las familias, que han aumentado su endeudamiento en los últimos años. En este caso, las tasas de interés de largo plazo descontarían una recesión y su recorrido al alza sería limitado. La segunda es si, incluso en un entorno macroeconómico caracterizado por un notable vigor de la economía estadounidense, los rendimientos de largo plazo siguen en niveles bajos, como consecuencia del comportamiento de los flujos de capital internacionales.

El precio del petróleo que en 1999 se situaba en 11 dólares por barril se encuentra en torno a los 60 dólares. A pesar de estos niveles de precios, la economía mundial mantiene un notable dinamismo, con una moderada desaceleración desde los niveles máximos de crecimiento de 2004. El carácter gradual de la subida de precios, que ha permitido un ajuste de las expectativas de los agentes, la mayor eficiencia energética o el menor protagonismo de los mecanismos de indización salarial han facilitado que el impacto sobre la economía haya sido moderado. En realidad, junto con el choque del petróleo, se está produciendo un proceso de globalización que actúa compensando, al menos parcialmente, este choque. El comercio mundial es más dinámico y hay mayor oferta relativa de fuerza de trabajo, lo que contribuye a abaratar los costos laborales. El sector corporativo, que había realizado un notable proceso de saneamiento, muestra un crecimiento significativo de los beneficios, que aumentan su participación en el producto nacional en detrimento de las rentas salariales.

Todo apunta a que la probabilidad de un escenario de recesión ligada a la evolución de los precios del petróleo es limitada, pero no todas las incertidumbres están despejadas. En primer lugar, cabe esperar una moderación de estos precios hacia niveles más acordes con el equilibrio, que podría situarse entre 40 y 50 dólares. Niveles de precios como los actuales elevan la oferta de petróleo y reducen la demanda, haciendo además rentable la explotación de fuentes de energía alternativas. Ahora bien, dado que el mercado tiene un estrecho diferencial de oferta y demanda, se muestra muy vulnerable a cualquier choque, y en un contexto de aumento del riesgo geopolítico es posible un escenario de mayores precios del petróleo (escenario de riesgo).

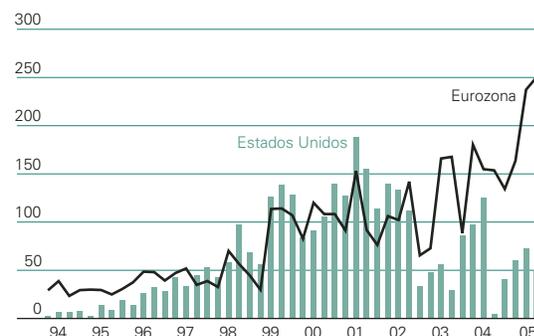
Tasas de Interés a 10 Años



Nota: Estimado a partir de octubre 2005
Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal y BCE

Emisión Neta de Deuda

Miles de millones de dólares



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Tipo de Cambio

Dólares por euro



Nota: Estimado a partir de octubre 2005
Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal

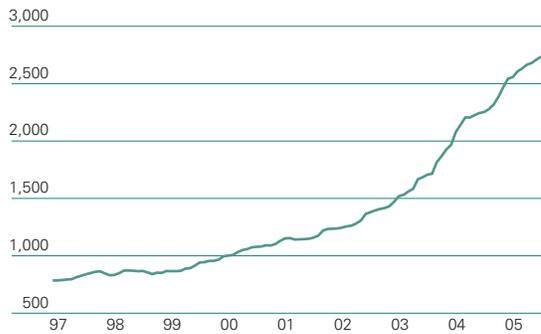
Anuncios de M&A



* Entradas netas en EUA desde la UEM, miles de millones de dólares
Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Reservas Internacionales Mundiales

Miles de millones de dólares



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Escenario Base Financiero

Promedios

	Actual	2005	2006
Tasas oficiales			
Estados Unidos	3.50	3.20	4.70
UEM	2.00	2.00	2.15
Tasas a 10 años			
Estados Unidos	4.17	4.30	4.85
UEM	3.12	3.40	3.65
Tipo de cambio			
Dólares por euro	1.23	1.20-1.25	1.17-1.25

Fuente: BBVA

En segundo lugar, es importante la manera en que se gestione la política monetaria. En economías con un elevado grado de utilización de los recursos productivos como EUA, el sesgo al alza en la inflación que supone el aumento del precio del petróleo debería llevar a que continuara la senda de subidas de tasas oficiales, tratando de situarlos en niveles más próximos a tasas neutrales en los primeros meses de 2006. En este sentido, la Reserva Federal mantendrá una pauta de subidas graduales hasta alcanzar 4.75%. Este escenario apoyaría al dólar, que en su cambio con el euro cotizaría en el rango 1.17-1.25.

En tercer lugar, como ya se comentó, debe vigilarse el canal de las expectativas, que se convierten en un elemento clave, sobre todo en economías en las que las familias están fuertemente endeudadas. Un descenso de la confianza podría provocar una reducción de la demanda de activos como la vivienda y con ello una reducción de la riqueza inmobiliaria y del consumo. En este caso, en EUA las tasas de interés, que inicialmente habrían aumentado para frenar las expectativas de inflación, podrían empezar a bajar antes de que finalice 2006. No es descartable en este escenario alternativo un sesgo del dólar hacia la depreciación, en el rango 1.25-1.33.

En consecuencia, en el escenario base, las economías seguirán creciendo a ritmos notables, aunque menores que el año anterior, mientras la política monetaria se ajusta al alza, especialmente en EUA y el dólar consolida niveles con el euro o se aprecia ligeramente. Sin embargo, las tasas de interés de largo plazo no tienen un importante recorrido al alza, por la importante demanda de bonos, que está vinculada al proceso de globalización financiera.

La tasa de interés real es el resultado de la interacción del ahorro y la inversión mundiales, especialmente cuando el sesgo doméstico de los inversionistas se reduce. En el contexto actual el ahorro podría estar aumentando, con una clara diferenciación de comportamiento por grupos de países. Los industrializados están reduciendo su ahorro; sin embargo, el ahorro aumenta en Asia, dado el modelo de crecimiento o en Oriente Medio, como consecuencia de los ingresos de los países exportadores de petróleo. Ello podría estar detrás de un descenso de los rendimientos reales. Además, las expectativas de inflación mundial se encuentran en niveles bajos, en parte ancladas por la ganancia de credibilidad que han tenido los bancos centrales en los últimos años, lo que contribuye a reducir los rendimientos nominales de largo plazo. Por su parte, la reducida volatilidad de la inflación es un elemento que ha reducido las primas de riesgo por plazo en los bonos de mayor duración, si bien éstas tal vez han caído en exceso.

Las bajas tasas de interés generan flujos de capital en busca de rendimiento hacia los países emergentes, apreciándose sus divisas. Para resistir esta apreciación, estos países intervienen en el mercado de divisas. La acumulación de reservas sigue siendo importante, aunque se ha ralentizado respecto al año anterior. Con ello, por un lado, aumentan su liquidez doméstica; por otro, instrumentan estas intervenciones comprando bonos y contribuyendo a mantener bajas tasas de interés, cerrando así un círculo que constituye un acelerador de la liquidez mundial. Con todo ello, los aumentos esperados para las tasas de interés de largo plazo serán limitados. En EUA, los rendimientos a 10 años podrían terminar el año 2006 en 4.9%.

Eventos Inesperados Impulsan los Precios del Petróleo

Cuatro hechos relevantes

El frágil equilibrio entre la oferta y la demanda, que se refleja en una capacidad adicional de producción de corto plazo de apenas 2% de la demanda, hace extremadamente sensible el mercado petrolero ante cualquier conjunción de eventos poco afortunados. El tercer trimestre fue particularmente abundante al producirse cuatro hechos relevantes que han tenido importantes repercusiones en el mercado petrolero.

El primero de ellos fue la **muerte del Rey Fahd**. A pesar que la sucesión se dio como se esperaba, el nuevo rey Abdullah es miembro de una generación octogenaria que constituye la línea de sucesión, hecho que vislumbra una fuerte volatilidad ante el establecimiento de un gobierno que ha demostrado ser clave para la estabilización y unificación del principal productor mundial de petróleo. Adicionalmente, en esta línea de sucesión conviven visiones contrapuestas hacia Occidente, que incorporan una mayor incertidumbre sobre un comportamiento futuro.

El segundo evento es la **crisis de Irán**. La elección del ultra conservador Ahmadinejad como nuevo Presidente revierte la línea reformista. Una de las primeras acciones del nuevo Gobierno fue volver a su programa nuclear, que estaba suspendido, en un claro tono de desafío a Estados Unidos y Europa con una difícil solución diplomática, hecho que le da mayor probabilidad a un escenario de conflicto geopolítico.

El tercer elemento es la **actual temporada de huracanes del Atlántico Norte**. Se esperan un total de 21 tormentas tropicales y 11 huracanes, de los cuales más de la mitad pueden transformarse en huracanes mayores. Hasta la fecha se han producido 17 tormentas, de las cuales 9 han llegado al grado de huracanes y restan dos meses de temporada. La zona más afectada ha sido la del Golfo de México, donde se produce el 28% del petróleo de Estados Unidos, ingresan 60% del crudo importado, se encuentra 47% de la capacidad de refinación y 20% de la producción de gas natural, siendo por tanto una temporada particularmente sensible para el mercado petrolero.

El cuarto elemento son los **mayores problemas de la actividad refinadora en los Estados Unidos**. Previo al impacto de los huracanes, se produjeron distintos eventos que paralizaron en diferentes intensidades alrededor de 11 refineras, hecho que se reflejó en una disminución

de los inventarios de gasolina más allá de lo previsto y una menor construcción de inventarios de destilados a los esperados en el verano.

La conjunción de cuatro elementos, que por separado tienen una baja probabilidad de ocurrencia, han explicado un alza del 30% en la cotización del Brent desde el mes de mayo.

Irán: la de mayor impacto en el mercado

Más allá del impacto de corto plazo que genera la temporada de huracanes, y que dependerá la cuantía de daños y el tiempo de recuperación de esta neurálgica zona petrolera, el factor de mayor impacto potencial sobre el mercado es, sin duda, la evolución del conflicto por el programa nuclear de Irán, país que produce 4 millones de barriles diarios de crudo. El detonante fue el relanzamiento de un programa que denominan de energía nuclear pacífica, desconociendo el veto impuesto en el pasado por la ONU y que para Occidente constituye un paso hacia la fabricación de armas atómicas.

Estados Unidos y los países de la Unión Europea han rechazado los argumentos iraníes y procuran elevar el tema al Consejo de Seguridad de la ONU, lo que implicaría establecer un ultimátum que de no ser cumplido conllevaría sanciones militares y económicas, y que podría eventualmente incluir un embargo a las exportaciones de ese país. Sin embargo, China y Rusia, dos miembros permanentes del Consejo, y en consecuencia con la facultad de vetar sus decisiones, se oponen a cualquier acción inmediata contra Irán.

Por su parte, este país ha reaccionado airadamente al conocer la resolución de los países europeos y ha amenazado con ir más allá y reanudar su programa de enriquecimiento de uranio en caso de que se apruebe, amenazando además con suspender su compromiso de cumplir el llamado Protocolo Adicional del Tratado de No Proliferación de Armas Nucleares, que permite inspecciones sin previo aviso en su país.

Esta situación tiene una compleja solución diplomática, que hará que el mercado se tense ante la posibilidad de salida del mercado de la producción iraní. Aunque esta no se lleve a cabo, la probabilidad (no nula) de que pueda producirse, es sin duda el factor de mayor impacto en la actualidad.

Revisión del escenario de precios

Uno de los principales rasgos del mercado es la alta persistencia del efecto sobre los precios de las noticias y temores del mercado acerca del balance futuro entre demanda y oferta de crudos. Los cuatro eventos descritos anteriormente, algunos de los cuales seguirán constituyendo elementos de preocupación, hacen necesario revisar el escenario de precios del petróleo.

El nuevo escenario base supone que los daños de la temporada de huracanes son de corto plazo y que el factor que persiste es la incertidumbre de una eventual salida del crudo iraní. Para 2006 el alza con respecto al escenario anterior sería de 20% para un precio medio esperado de 54.6 dólares por barril para el Brent y para la mezcla mexicana de 42 dólares por barril.

Estimación del Precio del Brent 2005-2007 Dólares por barril



Fuente: Estimaciones del Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Sin embargo, la situación iraní abre un escenario de riesgo, probabilidad entre 10-15%, que implica una salida real de la producción de ese país por un período superior a un año y que colocaría el precio para 2005 en 61.2 dólares por barril para el Brent y de 47.1 para la mezcla mexicana (9% superior al base) y en 89.9 dólares para el Brent y de 69.2 dólares para la mezcla mexicana para 2006 (64% superior al base).

Para 2007 se tendría en el escenario base un precio promedio esperado de 46.2 dólares por barril, mientras que en el de riesgo sería de 84 dólares. Para la mezcla mexicana sería de 35.6 dólares para 2007 y 64.6 en el escenario de riesgo.

¿Hacia un nuevo equilibrio de precios?...

La pregunta clave: ¿estamos en presencia de un movimiento prolongado de alza hacia un nuevo equilibrio o es una sobre-reacción que tendrá una corrección a un nivel inferior?

Al analizar el comportamiento histórico de los precios se observa que estamos en ciclo atípico de alzas continuas, que ya comprende 9 trimestres, el más extenso desde 1957. Los cambios permanentes de los niveles de precios se han caracterizado por ser movimientos rápidos de alzas que contrastan con procesos de subidas de precios más graduales en los que los niveles de precios no se consolidan y convergen a un nivel inferior. Este clásico comportamiento del mercado, conjuntamente con un mejor desempeño de la oferta a mediano plazo, hace prever que estamos en una fase de sobre-reacción que se ajustará en el Brent a niveles más cercanos a 40 dólares que a los 63 dólares de la actualidad y como referencia para mezcla mexicana de 50 dólares a 30 dólares. Pero para llegar a estos niveles, incluso en el escenario central, habrá que esperar unos trimestres más.

Giovanni Di Placido giovanni_diplacido@provincial.com