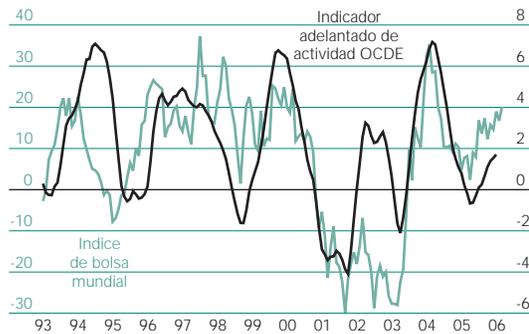
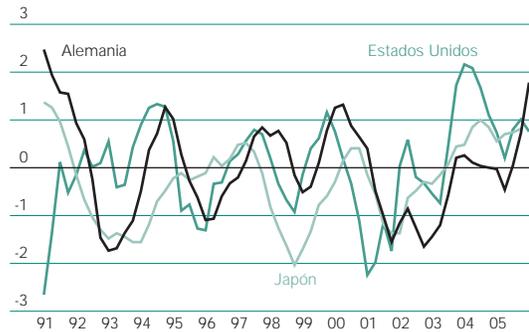


Indicadores Adelantados de Actividad



Fuente: BBVA con datos de OCDE y Morgan Stanley

Confianzas Industriales Índices estandarizados



Fuente: BBVA con datos de IFO, ISM y Tankan

Perspectivas Económicas

	2005	2006p	2007p
PIB (variación % real)	3.5	3.3	3.2
IPC (variación %)			
General	3.4	2.9	2.1
Subyacente	2.2	2.5	2.3
Fondos Federales (% fdp)	4.25	5.00	5.00

fdp fin de periodo
p pronóstico
Fuente: BBVA US

Dinamismo de la actividad mundial

La actividad económica mundial se mantiene relativamente dinámica a pesar de los elevados precios del petróleo. Los indicadores publicados en los primeros meses de 2006 apuntan a un crecimiento alto en los países industrializados, incluyendo Japón. En particular, en EUA, el crecimiento trimestral anualizado en 1T06 estará en torno al 5%, impulsado por un rebote en la expansión del consumo respecto a su crecimiento en 4T05, principalmente de bienes duraderos. El dinamismo se moderará posteriormente para llevar a la economía a crecer en torno al potencial.

Así, esperamos un crecimiento del PIB de 3.3% en 2006 y de 3.2% en 2007. La moderada disminución de la tasa de crecimiento en EUA respecto a 2005 se derivará de una menor extracción de riqueza inmobiliaria —ante una menor apreciación en los precios de la vivienda y el aumento en las tasas de interés—, que provocará que el consumo modere su ritmo de expansión a niveles más congruentes con la tasa de crecimiento del ingreso disponible. Asimismo, la generación de empleo parece haber alcanzado su máximo en el actual ciclo de expansión y todo indica que mantendrá una tendencia estable en los próximos trimestres, a una tasa promedio de entre 1.2 y 1.7% anual. La inversión no residencial seguirá creciendo por arriba del resto de la economía, impulsada por perspectivas favorables y fuertes utilidades empresariales, obtenidas por sólidas ganancias en eficiencia y elevada productividad.

El menor crecimiento de la demanda interna, y en particular del consumo en 2006 podría ser parcialmente compensado por un mayor dinamismo de la demanda externa. Por un lado, en Europa, la recuperación de las confianzas es un hecho, y debería venir acompañada de una mejoría de los datos de actividad, especialmente en países que hasta ahora han mostrado un moderado crecimiento como Alemania. Las condiciones financieras favorables para las empresas o la recuperación del ingreso disponible de las familias, en un contexto de creación de empleo, constituyen bases sólidas para relanzar la demanda interna europea. Por otro lado, Japón sigue mostrando un notable crecimiento, superior a su potencial que podría facilitar una salida de la deflación en 2006.

A pesar del entorno de sólido crecimiento y de los altos precios del petróleo, la inflación se mantiene en un rango relativamente estrecho, especialmente el componente subyacente. Incluso en EUA, donde la utilización de los recursos productivos, capital y trabajo, ha aumentado significativamente y supera sus promedios históricos, el repunte de la inflación energética apenas se ha trasladado a los precios finales. De hecho, el impacto de la globalización, y la evolución de los salarios reales, con tasas de crecimiento prácticamente nulas a pesar de la situación cíclica de la economía, proporciona cierto margen para inferir que cualquier repunte de inflación va a ser relativamente limitado. El pronóstico de inflación subyacente en EUA durante este año es de un crecimiento del 2.5% anual, lo cual implica una moderada tendencia de alza a partir de 2T06. Para la inflación general se espera se mantenga contenida en 2.9% en promedio anual en 2006.

En un contexto donde la capacidad ociosa continúa disminuyendo y la inflación subyacente presenta potenciales riesgos al alza, prevemos que la Fed continúe restringiendo la política monetaria. No obstante, en la medida que la capacidad ociosa parece ya haber alcanzado su nivel más bajo, la inflación subyacente y las expectativas de inflación se mantendrán acotadas, y los indicadores económicos validen, como esperamos, una moderación de la actividad hacia adelante, principalmente en el mercado inmobiliario, anticipamos una pausa en el ciclo de restricción de la política monetaria al llegar al 5% en mayo. No obstante, en la medida que se perciban mayores presiones sobre la inflación subyacente en un contexto de crecimientos elevados, el FOMC podría actuar de forma cautelosa y retrasar esta pausa.

Indudablemente, a medida que se aproxima el final del ciclo de política monetaria, aumenta la incertidumbre sobre su senda futura, dando espacio para períodos de una mayor volatilidad en los pronósticos que los observados en los últimos trimestres. No obstante, con la economía creciendo en torno al potencial y la inflación subyacente estable, prevemos que la pausa podría ser prolongada como ocurrió tras el ciclo de restricción en 1995.

En la UEM, las tasas de interés irán aumentando también de manera gradual y pausada hasta situarse en tasas del 3% a fines de 2006. También Japón dio en marzo el primer paso para cambiar su política monetaria: modificó la política de relajación monetaria "cuantitativa", que podría señalar el abandono de las tasas de interés cero hacia fines de este año. En conjunto, los principales bancos centrales están moderando el grado de relajación que ha caracterizado a la política monetaria en años anteriores, aunque las tasas de interés esperadas son inferiores a los máximos alcanzados en ciclos alcistas previos.

¿Un mundo con cambios estructurales?

Uno de los debates más vívidos hoy en día entre economistas es la sostenibilidad del actual modelo de crecimiento mundial en el que, simplificando, China invierte y exporta, mientras que EUA importa y consume, al tiempo que las presiones de inflación se mantienen bajas a nivel global. Este modelo tiene su espejo en un exceso de ahorro en China (al igual que en otros países asiáticos y países productores de petróleo) que financia el ahorro negativo en EUA (con un déficit por cuenta corriente del 7% del PIB), y ayudan a que las tasas de interés a largo plazo se mantengan reducidas.

Además de una mayor credibilidad de la lucha contra la inflación de los bancos centrales, hay otros factores que apoyan que esta situación responda en parte a un cambio estructural, como el desarrollo tecnológico y la globalización de la actividad, con nuevos participantes en la economía de mercado, que está suponiendo una modificación en los mecanismos tradicionales de transmisión de precios y salarios. Esta globalización trasladada a los mercados financieros junto con la menor volatilidad de variables macro, implica una reducción de las "primas" de riesgo y, por tanto, supone una reducción de las tasas de interés de largo plazo.

Este último factor novedoso podría explicar el interrogante de que a pesar del aumento de los fondos federales en EUA, las tasas de largo plazo se hayan mantenido relativamente estables, propiciando

EUA: Ingreso Disponible y Gasto Personal en Consumo (PCE) Variación % real anual, promedio móvil 12 meses



Fuente: BBVA con datos de BEA

Tasas de Interés Oficiales



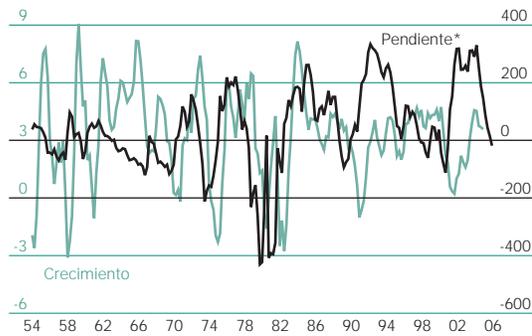
Nota: Estimado a partir de abril 2006
Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal, BCE

EUA: Descomposición de los Factores Explicativos para las Tasas a 10 Años

	Tasa 10 años	Tasas reales
1990	8.70	4.00
2005	4.30	2.00
Variación	4.40	2.00
Expectativas de tasas reales	-90	
Expectativas de inflación	-100	
Premio en términos reales	-150	
Prima de riesgo por inflación	-30	

Fuente: BBVA

EUA: Crecimiento y Pendiente



* 10 años / 3 meses, 6 trimestres adelantada
Fuente: BBVA con datos de BEA y Reserva Federal

un significativo aplanamiento de la curva de rendimientos, incluso en algunos momentos una pequeña inversión de la misma.

Habitualmente una inversión de la curva de rendimientos se interpretaba como un anticipo de recesión económica, con un adelanto promedio de cuatro trimestres. Ahora bien, en esta ocasión, es posible añadir, como ha señalado recientemente Bernanke, que el aplanamiento de la curva de deuda puede ser consecuencia de una menor "prima" de riesgo, derivada de la menor incertidumbre macroeconómica y de la mayor demanda de bonos por parte de agentes que resultan poco sensibles a los criterios de rentabilidad-riesgo. Esta explicación podría suponer que una curva de rendimientos plana es compatible con un crecimiento estable en los próximos meses.

Además de estos factores estructurales, algunos elementos coyunturales contribuyen a reducir los riesgos en la situación actual. En primer lugar, el ajuste progresivo al alza de las tasas de interés oficiales constituye un primer paso para limitar el exceso de liquidez que podría haber llevado a subvaluar el riesgo de algunos activos. En segundo lugar, la diferencia en el crecimiento de la demanda interna entre EUA y otras economías se está moderando, a medida que se va relanzando el crecimiento en Europa y Japón, y se modera el crecimiento del sector inmobiliario y del consumo en la economía estadounidense. Por último, el dinamismo de la economía china le está permitiendo ir ajustando de forma lenta pero gradual su tipo de cambio con el dólar.

Escenarios de riesgo sobre la actividad: poco probables

A pesar de estos cambios estructurales, que constituyen el soporte del escenario base de crecimiento de la economía mundial, hay algunos elementos que podrían suponer riesgos a la baja sobre la actividad. La probabilidad de que la valoración del riesgo por parte de los inversionistas esté siendo muy baja, provocando un aumento del precio de los activos en un entorno en el que las familias están muy endeudadas podría implicar algún ajuste económico. De igual forma, el elevado y creciente déficit de cuenta corriente de EUA, constituye un factor de incertidumbre, especialmente si se observa que una parte del déficit es financiado por el superávit de los países exportadores de petróleo y por los flujos de capital oficiales procedentes de la acumulación de reservas internacionales de un conjunto de países, especialmente emergentes asiáticos, que intentan evitar la reevaluación de sus divisas.

Ahora bien, junto a los factores de soporte mencionados anteriormente, hay que señalar que, en todo caso, no es fácil anticipar ni la forma de un potencial ajuste ni el detonante del mismo. Un "choque" real, como podría ser un brusco aumento del precio del petróleo, consecuencia de una reducción significativa de la oferta, no necesariamente provocaría un fuerte aumento de la inflación y podría tener como consecuencia una recesión de las economías y menores tasas de interés. Un "choque" financiero, en el que el aumento de la aversión al riesgo llevase a los inversionistas a pedir una mayor remuneración por los activos de EUA y que provocase una depreciación del dólar, significaría un notable aumento de las rentabilidades de la deuda en esta economía. Un error de política monetaria, que implicase tasas de interés oficiales demasiado altas y provocase un desplome del

China: Evolución del Yuan / Dólar desde la Revaluación de Julio 2005



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

precio de los activos inmobiliarios más que una moderación en el ritmo de crecimiento de sus precios, conduciría a una significativa recesión y a un descenso de tasas de interés en el futuro. Evidentemente, cualquiera de estos escenarios tendría consecuencias más negativas sobre el precio de los activos si fuera acompañado de un aumento de la inflación, en un contexto en el que las ganancias de productividad en EUA se pusieran en duda y hubiera un retroceso en la globalización, derivado de la adopción de medidas proteccionistas en el comercio mundial. El mapa de riesgos, en consecuencia, es diverso y el detonante de un ajuste, difícil de anticipar. En todo caso, cuando se hace un balance entre los factores de soporte y los elementos de riesgo, se concluye que la probabilidad de estos escenarios de ajuste en el contexto actual resulta reducida.

Tasas de interés de largo plazo con recorrido limitado al alza y dólar estable

En consecuencia, en el escenario central económico, la pendiente de la curva rendimientos en EUA se mantendrá relativamente “plana”, aunque a medida que aumente la incertidumbre sobre la política monetaria y se ralenticen algunos de los flujos de capitales de no residentes, podría mostrar una ligera pendiente. Las tasas de largo plazo de EUA se situarán en el 4.8 y en el 5.1% en promedio en 2006 y 2007, respectivamente. En Europa, las tasas de largo plazo que han descendido significativamente en 2005, se mantendrán en niveles históricamente bajos debido al escaso recorrido al alza esperado para las tasas de interés oficiales y a la demanda de activos de largo plazo de los inversionistas domésticos, en gran medida como consecuencia de medidas regulatorias. Así, en promedio, los tasas de interés a diez años en Europa se situarán en 3.7 y 4.1% en 2006 y 2007, casi un punto por debajo de los de EUA. Este diferencial de tasas de interés seguirá siendo uno de los principales soportes del dólar que con el euro se mantendrá en un rango estable en el entorno del 1.21 en 2006 y del 1.25 en 2007. Ahora bien, la situación de la balanza de cuenta corriente en EUA implica un balance de riesgos a la baja para el dólar.

Saldo en Cuenta Corriente Porcentaje del PIB mundial



Fuente: BBVA con datos de FMI

Perspectivas Financieras

	2005	2006p	2007p
Fin de periodo			
Estados Unidos			
Tasas oficiales	4.25	5.00	5.00
Tasas 10 años	4.50	5.20	5.10
UEM			
Tasas oficiales	2.25	3.00	3.25
Tasas 10 años	3.40	3.80	4.20
Divisas			
Dólar / euro	1.19	1.23	1.26
Promedio			
Estados Unidos			
Tasas oficiales	3.20	4.90	5.00
Tasas 10 años	4.30	4.80	5.10
UEM			
Tasas oficiales	2.00	2.60	3.20
Tasas 10 años	3.40	3.70	4.10
Divisas			
Dólar / euro	1.24	1.21	1.25

p pronóstico
Fuente: BBVA US

Mercado Petrolero: Histeria o Histéresis

Los fundamentales apoyan una baja de precios

Entre junio de 2004 y marzo de este año, hemos observado un cambio estructural en el mercado petrolero. La demanda se ha incrementado en 3.8%, lo que representa un aumento promedio de 3 millones de barriles diarios; en términos anuales representa un acumulado de 1,135 millones de barriles adicionales. El 70% del crecimiento de esa demanda proviene de los países emergentes, en particular de China, que contribuye con 40%. Sin embargo, en ese mismo período se han constituido unos 255 millones de barriles de inventarios totales para los países de la OECD, para ubicar el stock total de inventarios en 4,222 millones de barriles equivalentes a 137 días de producción actual de la totalidad de la OPEP incluyendo Irak. Paradójicamente el precio del Brent se ha duplicado desde junio de 2004. Parecería que el ciclo actual de precios se desconecta de los fundamentales de la oferta y demanda, que deberían haber impulsado, (corrigiendo por los efectos de las temporadas de huracanes), una disminución de los precios del crudo.

Inventarios OECD y Precio del Brent



Balance entre Oferta y Demanda de Petróleo

Millones de barriles diarios



Fuente: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

En síntesis, estos factores de riesgo geopolíticos han impulsado una presión constante de compras especulativas que se traducen en una demanda adicional, que no considera los equilibrios fundamentales del mercado y que explica parcialmente el comportamiento de los inventarios. Adicionalmente, la creciente liquidez mundial también se ha dirigido a la compra de futuros en el mercado petrolero que ha incorporado elementos propios de los activos financieros que han acotado los precios y provocando una mayor estabilidad de corto plazo en los niveles actuales y respondiendo menos a los fundamentos propios de la oferta y demanda actual.

El efecto de Nigeria: una “prima” adicional

Un grupo armado autodenominado “*Movement for the Emancipation of the Niger Delta*” (MEND) creado en diciembre de 2005 exige un mayor control del recurso petrolero por parte de Nigeria y desea quitarle poder a las transnacionales. Para lograr su objetivo, se han valido de ataques a la industria petrolera que han dejado como resultado una caída en la producción de aproximadamente 600,000 barriles diarios. La Agencia Internacional de Energía ha señalado que la OPEP ha cubierto esa caída de producción y que no es necesario establecer una política de emergencia para los inventarios de crudo de los países de la OECD, mientras que Nigeria anunció el pronto restablecimiento de la producción. Este factor es un elemento de riesgo geopolítico que viene impactando desde finales de 2005 y que comienza a tener mayor impacto por su participación de mercado en el actual ciclo.

Irán: baja probabilidad de embargo

El principal factor de riesgo geopolítico que afecta el mercado petrolero es la complicada situación en Irán con respecto a la decisión de ese país de retomar su programa de enriquecimiento de Uranio para generación de energía. Esta decisión es vista por Occidente con cautela, ubican el programa más cerca del desarrollo de armamento que el energético.

El caso ha sido motivo de una declaración unánime del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas que exige a Irán la suspensión completa de todas las actividades de enriquecimiento de uranio en un plazo de treinta días que concluyen a finales de abril. La pregunta clave es ¿terminará esta disputa en un embargo a las exportaciones iraníes?, pareciera que la respuesta trivial es no. Desde el punto de vista iraní, tiene menor holgura de la esperada ante un embargo. Las reservas internacionales, excluyendo el oro, solo cubren 10 meses de importaciones (22% del PIB). Por su parte el gasto público representa 40% del PIB con un fuerte componente de subsidios directos a la población, siendo los ingresos fiscales petroleros 55-60% del total.

Desde el punto de vista de Occidente, la endeble capacidad adicional de producción existente en la actualidad a duras penas permitirá cubrir la salida de las exportaciones de Irán, de 2.9 millones de barriles diarios, generando un fuerte impacto de corto plazo en los precios. Pareciera que existen las condiciones objetivas para alargar la toma de decisiones o llegar a una solución “honorable” para las partes.

Para colocar en contexto la situación, los eventos típicos de contracción de la producción iraní ocurridos desde 1985, han sido normalmente transitorios, la producción se restablecía en pocos trimestres y relativamente pequeños en cuanto a la magnitud de la caída (promedio de 5%, máximo de 10%, lo que hoy representaría 200 mil y 400 mil b/d respectivamente).

En estos eventos los restantes oferentes de crudo elevaban rápidamente su producción para compensar la reducción iraní, lo cual atenuaba su impacto en el precio del petróleo, que finalmente se eleva progresivamente acumulando un incremento de 3% en términos reales a los cuatro trimestres del evento, desvaneciéndose de forma igualmente progresiva en los siguientes trimestres. Sin embargo, una reducción cinco veces superior a la máxima registrada en el pasado, en los actuales momentos de reducida capacidad excedente de producción, no podría ser contrarrestada por los restantes oferentes de crudo, generando un fuerte incremento real en el precio del crudo. El aplanamiento de los precios de los futuros alrededor de los precios actuales pareciera estar descontando un escenario de baja probabilidad al embargo, pero también de persistencia de esta prima de riesgo en los próximos meses.

Giovanni Di Placido giovanni_diplacido@provincial.com