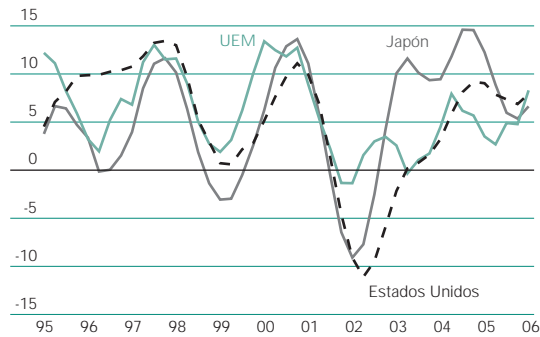


Exportaciones Reales
Variación % anual



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Continúa el crecimiento global, pero se mantienen los riesgos

La primera mitad de 2006 termina con unos niveles de crecimiento económico global que han seguido superando los pronósticos más optimistas. En el ámbito de países desarrollados, EUA registra un ritmo de avance anual promedio del PIB del 3.5% durante el último año, mientras tanto Japón como la zona euro han dado signos que apuntan hacia tasas de mayor dinamismo. Por su parte, las principales economías emergentes se mantienen en niveles de crecimiento elevado.

Este contexto internacional sigue estando caracterizado por una inflación moderada, a pesar no sólo de la propia senda de expansión económica, sino también de la escalada de precios en materias primas. Sin embargo, existe una creciente preocupación sobre la posibilidad de que presiones de inflación provenientes del encarecimiento de insumos pueden finalmente transmitirse hacia el resto de la economía. Ello ha provocado una mayor incertidumbre sobre la política monetaria, especialmente en EUA, aunque estamos ya cerca del final del ciclo alcista; y en el área euro y Japón, ya claramente en la senda de subida de tasas. Cuando se comparan los tasas de interés descontadas en mayo con los actuales se observa que ha habido un aumento, y como consecuencia, una menor liquidez global es un escenario con mayores probabilidades que hace unos meses. Ello se ha traducido en que la volatilidad abandona mínimos y el apetito por el riesgo disminuye.

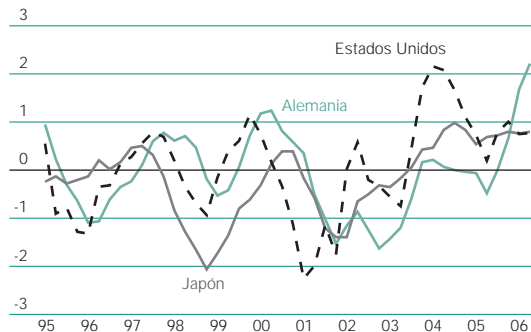
Son los mercados emergentes donde esta menor liquidez parece estar teniendo un mayor impacto. La inversión financiera ha mostrado una mayor aversión al riesgo desde mayo, que se ha traducido en una caída significativa de las bolsas de las principales economías emergentes. Mercados más vulnerables en sus fundamentos (p.e. Hungría, Sudáfrica, Turquía), o que se habían revalorizado en mayor medida en trimestres anteriores, han soportado un ajuste mayor, a través de la depreciación de sus divisas o de un aumento de sus primas de riesgo.

En todo caso, las pronósticos apuntan a que el crecimiento relativamente generalizado va a continuar. Existe además una mayor preocupación por los desequilibrios que caracterizan a este ciclo de expansión. De hecho, y aunque en el corto plazo la economía mundial pueda convivir con esta situación (alto déficit por cuenta corriente en EUA., precios del petróleo), el consenso sobre la necesidad de un ajuste en el mediano plazo es cada vez mayor. Cabe recalcar las declaraciones del FMI llamando a una modificación de los tipos de cambio como herramienta para nivelar los flujos de capital de la economía mundial. A pesar de todo, y dado el ajuste de algunas variables financieras, el optimismo perdura y la distribución geográfica del crecimiento mundial hace menos vulnerable el dinamismo observado hasta hoy.

La actividad mundial: más protagonistas

Hace ya varios trimestres se han considerado diversos y múltiples factores de riesgo sobre el crecimiento mundial. Pero a pesar de estos, la economía continúa experimentado un dinamismo elevado,

Confianzas Industriales
Índices estandarizados



Fuente: BBVA con datos de IFO, ISM y Tankan

que comprende varias regiones geográficas y que a la vez es el de mayor intensidad desde finales de la década de los sesenta.

A pesar de que algunos indicadores económicos en EUA han apuntado recientemente hacia una moderación de la actividad, el ritmo de crecimiento observado y previsto sigue siendo positivo. El sector industrial y sus niveles de inversión siguen siendo favorecidos por los utilidades empresariales, aunque la senda alcista en tasas de interés y un posible incremento de salarios nominales que han subido menos en este ciclo expansivo pueden moderar esta tendencia. Por otro lado, el consumo tiende a cierta estabilidad. A pesar del comportamiento de los precios energéticos o de activos inmobiliarios, los índices de confianza del consumidor se ven favorecidos por la riqueza financiera acumulada en mercados bursátiles, y por unos niveles de desempleo bajos. Estos factores pueden ser un contrapeso a la desaceleración del sector inmobiliario, de la cual se desprenderá una ligera moderación del consumo privado para la segunda mitad de 2006. En nuestro escenario central, esperamos que EUA presente un crecimiento del PIB de 3.3% en 2006 y ligeramente inferior el próximo año.

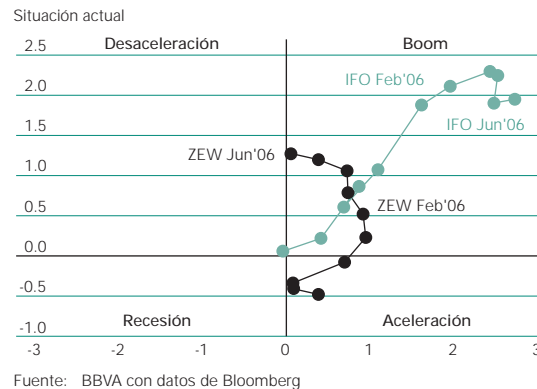
En la UEM han aparecido finalmente los primeros signos de recuperación del gasto de las familias. En Alemania, una de las economías más retrasadas en la expansión actual, los indicadores continúan siendo positivos y el optimismo es más generalizado. El fuerte dinamismo observado en el primer trimestre del 2006 se mantendrá en el segundo. Sin embargo, algunos de los recientes indicadores de confianza industrial han retrocedido ligeramente. Esto estaría reflejando una divergencia entre las expectativas de los analistas (más pesimistas) y las de los empresarios (más optimistas). Por último, Japón continúa su camino hacia un crecimiento promedio del 3%. Al término del primer trimestre de este año, el *output gap* de la economía nipona se situaba en territorio positivo por primera vez en más de ocho años. Las expectativas continúan siendo optimistas y sostenidas a lo largo del 2006 y 2007.

Este nuevo balance mundial, en el que se recupera la demanda interna de Europa y Japón, permite depender menos del crecimiento económico de EUA y de China, y se vislumbra como un factor que podría ayudar en el ajuste gradual de los desequilibrios. Este contexto internacional favorable continuará siendo un motor de apoyo para el comercio mundial y para los sectores industriales exportadores.

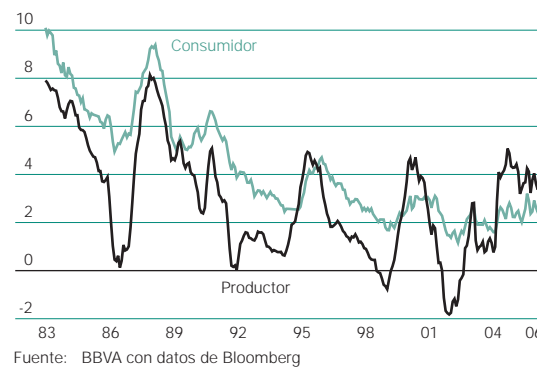
La política monetaria a primer plano

Durante el primer trimestre de 2006, EUA continuó su ciclo alcista iniciado en junio de 2004 y la pregunta era, ¿ha terminado ya este ciclo? La respuesta parecía clara, el ciclo estaba por terminar. Sin embargo, después de la reunión del 10 de mayo de la Reserva Federal, en la que no se confirmó una pausa en los incrementos; y tras los discursos alcistas de las autoridades monetarias, los mercados empezaron a descontar mayores incrementos en las tasas de interés, apuntando hacia el 5.50%. En este contexto, la Fed se debate entre dos posibilidades. O bien continuar la senda alcista dada la preocupación sobre inflación subyacente, o bien, por el contrario, estimar que el ciclo alcista ha llegado a su fin y hacer una pausa en las subidas de tasas para analizar los efectos de su estrategia de política monetaria

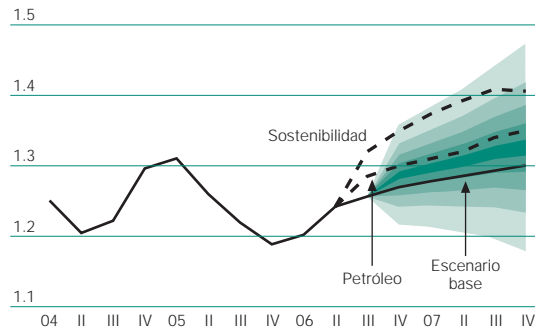
Fases de la Actividad Según Indicadores



OCDE: Inflación Variación % anual



Euro - Dólar



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

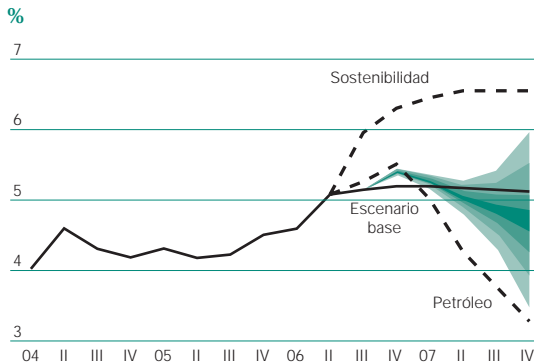
y disponer de más datos sobre el efecto de la subida acumulada en precios energéticos en la inflación y el consumo.

En todo caso, incluso si continúa el ciclo alcista en EUA y considerando que la UEM seguiría este mismo camino a lo largo de 2006, los tasas de interés se moverán dentro de un rango de tasas neutrales. Por otro lado, Japón, con sus buenos resultados en actividad y precios, estaría también a punto de comenzar su ciclo alcista y abandonar su política monetaria relajada. Por el momento, tras abandonar su política de extraordinaria liquidez, ya ha subido por primera vez en seis años la tasa de referencia de 0% a 0.25%.

En EUA existen señales que apuntan hacia la aceleración de la inflación subyacente, que se mantendrá elevada durante el segundo semestre del año (aunque todavía dentro del rango de pronóstico de la Fed que ha sido elevado ligeramente para el conjunto de 2006). Esto, junto con el potencial aumento de expectativas de inflación en el corto plazo, la baja tasa de desempleo y la alta capacidad utilizada representan importantes riesgos que la autoridad monetaria tendrá que valorar. Esto, en conjunto con la moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad, supone una atención más detallada de la coyuntura para determinar el rumbo de la política monetaria, aunque lo relevante son los pronósticos de inflación y crecimiento en el mediano plazo.

El pronóstico central es que, dado el crecimiento estable y la inflación relativamente controlada, los tasas oficiales en EUA se mantendrán en el 5.25% en 2006 y 2007. Mientras tanto, la UEM finalizará este año en 3.50% y el próximo año en 4.0%, dada la mejora en las expectativas de crecimiento y la existencia de presiones de inflación. Con este escenario base, y en el supuesto de que el ciclo alcista en EUA ha terminado, los tasas de 10 años oscilarían en un rango de 5.1-5.2%, pero manteniendo un sesgo al alza en caso de presentarse sorpresas coyunturales en crecimiento o inflación. El pronóstico del escenario base para la zona euro deja las tasas a largo plazo entre 4.2 y 4.3%. Esta evolución en las tasas de interés ya no favorecerá al dólar como hace unos trimestres, lo que junto con el creciente consenso sobre la necesidad de una mayor depreciación de la divisa estadounidense, lleva nuestra pronóstico a un rango de 1.25-1.30 por euro.

EUA: Tasas de Interés a 10 Años



Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal

Los riesgos dan un sesgo al alza a las tasas en el corto plazo

Dentro de este marco económico, ¿cuáles son los principales riesgos? Uno de los más importantes es consecuencia directa de la incertidumbre relativa a la política de la Reserva Federal de EUA. No podemos eliminar la posibilidad de que la Fed muestre una actitud más alcista en aras, no sólo de contener tensiones de inflación, sino también de convencer a los mercados sobre su determinación en materia de política monetaria. Este contexto es propicio para una ligera "sobre-restricción", que suba las tasas de interés de referencia por encima de los niveles que el mercado descuenta actualmente. Con estas consideraciones, de materializarse este escenario, esperaríamos que la subida de tasas aumente las entradas de inversionistas extranjeros en deuda pública norteamericana, guiadas por un "efecto refugio" que reduciría el volumen de flujos financieros que las economías emergentes han recibido hasta hace muy poco. Estas entradas en el

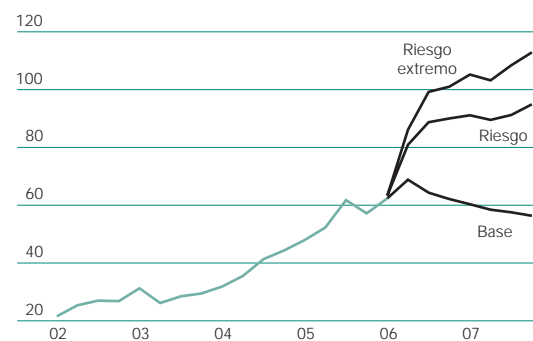
mercado de renta fija estadounidense no evitarían una depreciación del dólar ni una subida limitada de las tasas de largos plazo en dicho país. Ahora bien, en este escenario, parte de la subida de tasas oficiales se revertiría en 2007.

El segundo escenario de riesgo tiene como factor desencadenante la convicción generalizada sobre la inviabilidad del déficit de EUA. Este *shock* financiero traería consigo subidas de tasas considerables en EUA., depreciación del dólar, descensos de los precios bursátiles, y una posterior caída del PIB. En Europa, la apreciación del euro limitaría las subidas de tasas de interés.

El último riesgo abandona los aspectos financieros para concentrarse en la economía real, concretamente en el mantenimiento de los elevados niveles en los precios del petróleo. El escenario base de petróleo contempla un precio promedio del Brent de 61.4 dólares por barril en promedio en 2006 y de 56.7 en 2007. En un escenario alternativo el petróleo alcanzaría los 82.5 dólares en 2006, y 91.6 en 2007. Y asimismo, una considerable caída en los principales índices bursátiles, del 10% en 2006, y 20% en el año siguiente. Los tasas de interés experimentarían un incremento algo mayor al del nuestro escenario base en 2006, para bajar sustancialmente en 2007.

Con todo, las tensiones de inflación así como la estabilidad en el crecimiento mundial dibujan un horizonte en el que las tasas de interés muestran un sesgo ligeramente al alza durante 2006. En 2007 el sesgo sería bajista tanto en EUA como en la zona euro. Por su parte, el dólar muestra un sesgo claramente depreciador dado el amplio déficit corriente de EUA, y el alejamiento de la ventaja estadounidense en tasas de interés.

BBVA: Escenarios de Precio del Petróleo Dólares por barril



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

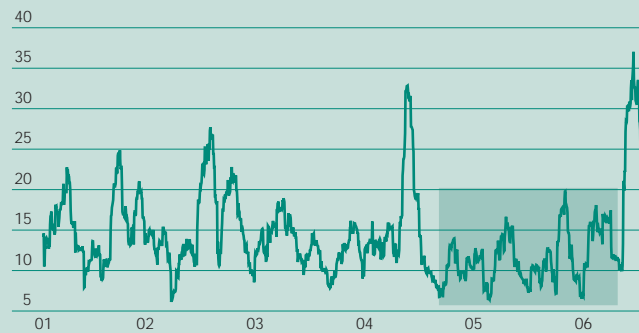
Después del Fuerte Apetito, un Poco de Cautela

2006 comenzó con apetito y ahora está neutral

Las entradas netas de capital en los mercados emergentes han estado apuntaladas básicamente por dos factores muy importantes: gran apetito por el riesgo por parte de los inversionistas —acompañado de baja volatilidad en los mercados de capitales— y abundante liquidez internacional. En 2005 y hasta mayo de 2006, la volatilidad se mantuvo en niveles mínimos y el apetito por el riesgo en niveles máximos. Esto respaldó el aumento del precio de los activos y las fuertes entradas de capital. En junio el apetito de los inversionistas comenzó a corregir, pero lo ha hecho hacia una zona de neutralidad, no de aversión. Además, en el caso del apetito por el riesgo, se puede argumentar, que también se vio respaldado por una clara estrategia de búsqueda de rendimientos por parte de los inversionistas.

Volatilidad: MSCI de Mercados Emergentes

Volatilidad anualizada



Fuente: BBVA con datos de Capital Flows

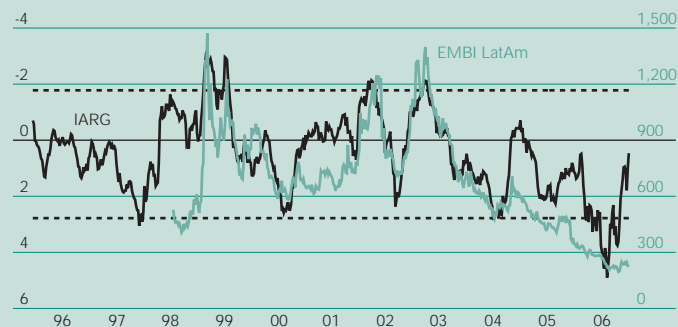
¿Debe preocupar la volatilidad?

Por un lado, y dado los niveles de partida, un aumento de la volatilidad no debería generar preocupación excesiva. En mayo de 2006, tras la reunión de la Reserva Federal en la que no se da por finalizado el ciclo alcista de tasas de interés, la volatilidad repuntó hasta niveles no vistos desde mayo de 2004. Después, ha corregido a la baja. De hecho, los mercados esperaban un alza moderada en la volatilidad, si bien es cierto que el brusco comportamiento tomó por sorpresa a los inversionistas. Tanto es así, que en mayo se especuló con el inicio de una crisis financiera o con que la volatilidad fue causada por la operativa de los *Hedge Funds*. Lo cierto es que no hubo cambios importantes a nivel macroeconómico. Por lo tanto, todo parece indicar que la explicación más razonable para lo ocurrido en mayo es que, luego de un gran período de bonanza, los inversionistas juzgaron que “ciertos” emergentes podrían estar sobre-valorados y decidieron materializar sus utilidades. Las expectativas de tasas de interés más altas, apoyaron esa decisión.

La evolución de los mercados en el último mes y medio confirman la probabilidad de esta explicación. La volatilidad ha corregido en gran medida, dado que parte de la incertidumbre que existía en el mercado se redujo con la subida de tasas de interés por parte de la Reserva Federal el 30 de junio y especialmente con un comunicado que parecía descartar escenarios extremos de subidas de tasas de interés. Conjuntamente tenemos una patente diferenciación por parte de los inversionistas a la hora de comprar activos, en la que se penaliza a países con fundamentos más débiles. Mercados como México o Brasil no fueron “castigados”, mientras que otros como Turquía sí han sido penalizados. Por otro lado, los inversionistas podrían incorporar los efectos negativos que se producirían en los mercados ante la evolución de la coyuntura actual. La misma se encuentra determinada en gran medida por los mayores tasas de interés en los países desarrollados, y las fuertes tensiones geopolíticas que se están produciendo en el Medio Oriente.

América Latina: Índice de Aversión

Dólares



Nota: La aversión al riesgo en cada período se calcula como la pendiente de la regresión transversal entre los retornos en exceso y la volatilidad

Fuente: BBVA con datos de Capital Flows

Sin lugar a dudas estos conflictos pueden desencadenar un incremento mayor en los precios de las materias primas, algo que produciría presiones inflacionarias y a la postre mayores tasas de interés. Para los mercados emergentes, un escenario de mayores tasas de interés, volatilidad y creciente aversión al riesgo sería algo menos confortable.

En conclusión, se debe tener cautela

Los efectos de un mayor nivel de volatilidad junto con un no despreciable riesgo de mayores tasas de interés globales (inflación) impactarían negativamente en el apetito por el riesgo de los inversionistas. Así, la valoración de los activos emergentes se perjudicaría y las primas de riesgo se elevarían. Todo indica que los inversionistas son más selectivos. Por esto, quizás sea el momento de ser prudentes, a la vez que audaces, para abordar las reformas (macro y micro) que logren aislar a las economías de efectos tan negativos.

Eduardo Pedreira

eduardo.pedreira@grupobbva.com