

COYUNTURA Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL:

Enero 2007¹

Resumen

Crecimiento mundial: En el año 2006, el crecimiento de nuestros socios comerciales fue 4,6 por ciento. Destaca el crecimiento de China (con tasas superiores a 10 por ciento). Para el año 2007, se espera un crecimiento de 3,9 por ciento. La corrección gradual en el mercado inmobiliario afectaría en 1 punto porcentual el crecimiento de Estados Unidos (EUA).

Tasas de interés: En el 2006, la mayoría de economías desarrolladas elevaron sus tasas. La existencia de presiones inflacionarias y desaceleración económica en EUA, generan alta volatilidad en las proyecciones del mercado respecto a la tasa de la FED. Se proyecta un recorte de tasas de la FED (a 5 por ciento) en el 2007 considerando la preocupación de la FED por las presiones inflacionarias y los últimos indicadores positivos de actividad en EUA. Se espera que el Banco Central Europeo y el Banco de Japón eleven sus tasas de interés.

Dólar: El dólar se depreció durante el 2006 por expectativas de reducción en el diferencial de tasas. Los desequilibrios externos de EUA generan incertidumbre respecto a la evolución del dólar en el 2007, aunque el mercado no espera una corrección brusca en el corto plazo).

Mercado inmobiliario: En los últimos trimestres, se ha confirmado la desaceleración del mercado inmobiliario en los Estados Unidos. Se mantiene la preocupación por la posibilidad de una corrección de precios mayor a la esperada.

Mercados emergentes: El mantenimiento de altos precios de commodities, las mejoras en los fundamentos macroeconómicos de las economías emergentes y el cambio de expectativas en torno a la política de tasas por parte de la FED llevaron a que los *spreads* alcanzaran sucesivos mínimos históricos.

Términos de intercambio: Luego de aumentar 26 por ciento en el 2006, el mayor incremento histórico, los términos de intercambio tendrían una corrección moderada en 2007 y algo mayor en 2008. Los bajos inventarios mantendrían altos los metales básicos (en particular, plomo, estaño y zinc) mientras que el cobre, luego de la caída reciente, se mantendría relativamente estable. El oro y el petróleo también tendrían una tendencia al alza por la incertidumbre en torno al dólar y por posibles restricciones de oferta, respectivamente.

I. CRECIMIENTO MUNDIAL.....	2
II. TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES.....	14
III. EVOLUCIÓN DEL DÓLAR EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES.....	17
IV. PERSPECTIVAS DEL MERCADO INMOBILIARIO EN EUA	21
V. SPREADS DE ECONOMÍAS EMERGENTES	30
VI. TÉRMINOS DE INTERCAMBIO.....	33

¹ En el presente informe han participado María del Rosario Bernedo, Jesús Ferreyra, Rafael Nivín, Mauricio de la Cuba y Gladys Choy de la Subgerencia de Economía Internacional.

I. Crecimiento mundial

En el año 2006 el crecimiento de nuestros principales socios comerciales fue 4,6 por ciento, ligeramente superior al del año 2005, pero inferior al registrado en el 2004 (año en que la economía mundial creció a la tasa más alta en tres de décadas). Destaca el crecimiento de China, que creció a tasas superiores a 10 por ciento, por encima de las previsiones iniciales y a pesar de las medidas aplicadas para enfriar la economía. Para los años 2007 y 2008, se espera una desaceleración del crecimiento de la economía mundial, en particular en Estados Unidos, donde la economía se vería afectada por la evolución del mercado inmobiliario.

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES ^{1/}
(En porcentaje)

	Comercio 2005	2004	2005	2006		2007		2008
				RI Set 06	RI Ene 07	RI Set 06	RI Ene 07	RI Ene 07
Socios Comerciales 2/	100	5,3	4,4	4,6	4,6	3,8	3,9	4,0
<i>Norteamérica</i>	34%	3,8	3,2	3,4	3,2	2,6	2,4	3,0
EUA	29%	3,9	3,2	3,5	3,4	2,6	2,4	3,0
Canadá	5%	3,3	2,9	2,9	2,7	2,7	2,3	2,9
<i>Europa</i>	17%	2,1	1,6	2,6	2,8	2,0	2,2	2,2
Alemania	4%	1,2	0,9	2,2	2,5	1,2	1,5	2,0
Reino Unido	1%	3,3	1,9	2,6	2,7	2,4	2,5	2,4
<i>Asia</i>	19%	7,5	7,3	7,6	7,6	6,7	6,9	7,0
China	11%	10,1	10,2	10,4	10,7	9,1	9,6	9,4
Japón	4%	2,3	2,6	2,8	2,2	2,2	1,8	2,3
<i>América Latina</i>	30%	7,3	5,4	5,0	5,2	4,4	4,8	4,2
Argentina	3%	9,0	9,2	7,7	8,4	5,6	7,2	4,7
Brasil	6%	4,9	2,3	3,5	2,8	3,6	3,4	3,6
Chile	7%	6,2	6,3	5,3	4,3	5,2	5,2	5,0
México	3%	4,2	3,0	4,4	4,7	3,4	3,4	3,7
Venezuela	3%	17,9	9,3	8,5	9,8	6,2	6,9	5,0
Nota:								
Economía Mundial		3,9	3,3	3,8	3,8	3,2	3,2	3,3

1/ Datos ejecutados del WEO y datos proyectados del Consensus Forecast del mes respectivo.

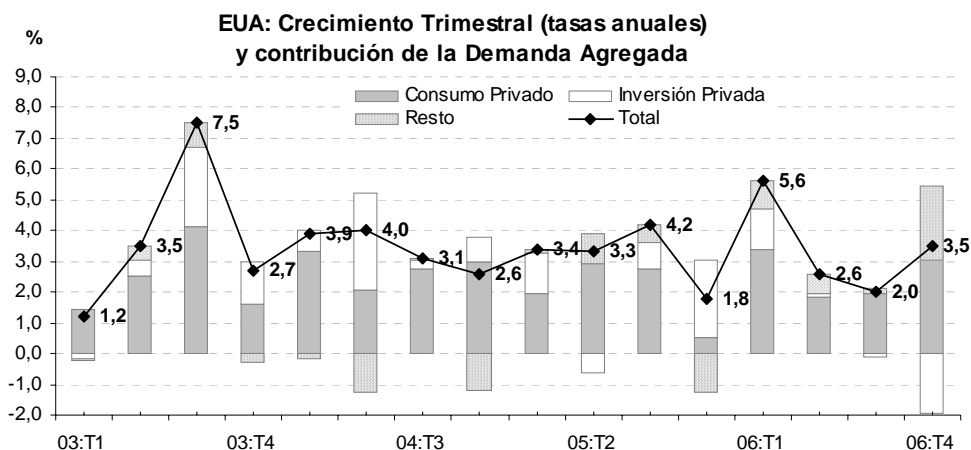
2/ Ponderado de acuerdo al comercio de 2005.

1. En **Estados Unidos**, la desaceleración del crecimiento observada desde el segundo trimestre de 2006 generó una ligera corrección de la proyección para este año, desde 3,5 a 3,4 por ciento; y para el próximo año, de 2,6 a 2,4 por ciento.
2. Luego de crecer 5,6 por ciento en el primer trimestre, la economía norteamericana se desaceleró a tasas de 2,6 y 2,0 por ciento, en el segundo y tercer trimestre, respectivamente. El factor más importante que estaría explicando la desaceleración es el enfriamiento que viene registrando el mercado inmobiliario, que ha impactado sobre el consumo y la inversión. Así, la contribución de la inversión privada se ha desacelerado desde tasas positivas a nulas e inclusive negativas.² De otro lado, la contribución del consumo ha caído desde tasas

² La contribución de la inversión privada en el crecimiento del PBI ha pasado de +1,3 por ciento en el primer trimestre a -0,1 por ciento en el tercer trimestre. De ello, la contribución de la inversión fija residencial ha pasado a -1,2 por ciento en el tercer trimestre del año, parcialmente compensada con la contribución de la inversión fija no residencial (+1,1 por ciento). La menor contribución de la inversión fija

mayores al 3 por ciento, a tasas por debajo del 2 por ciento en el segundo y tercer trimestre.

Sin embargo, la evolución favorable del empleo y los bajos niveles de desempleo, han contribuido a evitar una caída mayor en el consumo. El crecimiento del cuarto trimestre (de 3,5 por ciento) confirmó estos desarrollos. Se estima que el producto creció 3,4 por ciento durante el 2006; y para este año, las diversas fuentes de proyección estiman que la economía norteamericana reduciría su crecimiento a una tasa entre 2 y 3 por ciento.



3. A nivel de los principales sectores, la actividad del mercado inmobiliario se ha desacelerado y los indicadores del sector construcción (gastos de construcción y permisos de construcción) y del sector inmobiliario propiamente dicho (ventas de viviendas) han descendido desde los altos niveles observados en el año 2005. Asimismo, el crecimiento de los precios de los inmuebles ha comenzado a mostrar una desaceleración desde tasas de dos dígitos a tasas de un dígito al tercer trimestre del año (ver sección sobre mercado inmobiliario en EUA).

Otras actividades, en particular los sectores manufacturero y servicios, han mostrado indicadores mixtos. La manufactura reflejó una ligera desaceleración, aunque no homogénea entre los distintos estados. El mercado espera que el resto de sectores se vaya ajustando a tasas de crecimiento moderadas consistentes con el ajuste esperado del consumo.

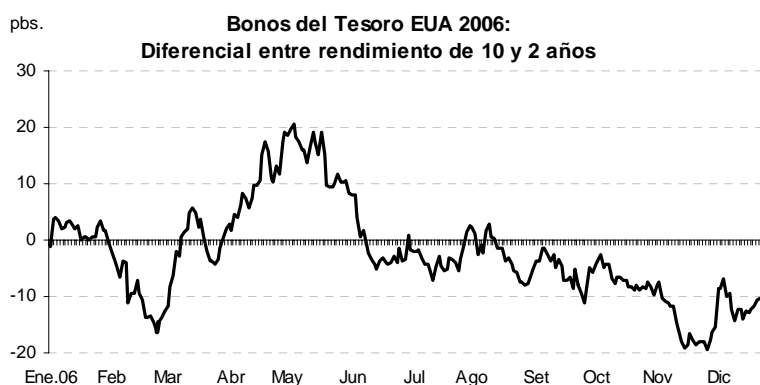
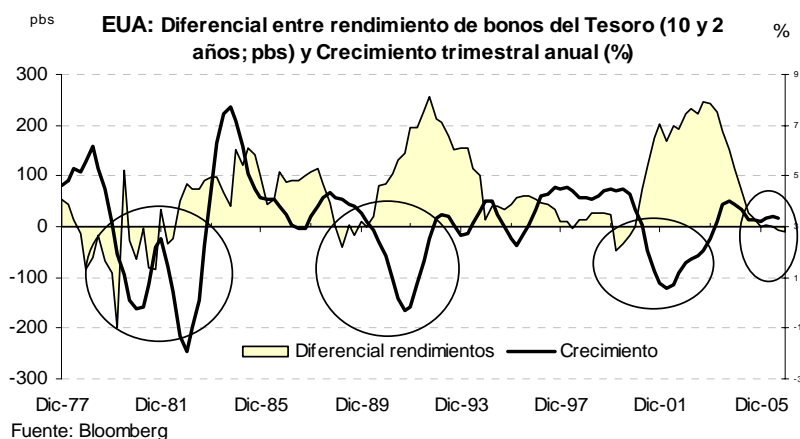
4. De esta manera, la evolución futura del mercado inmobiliario y sus efectos sobre el consumo es un punto central para las proyecciones de crecimiento para el 2007. La mayoría de proyecciones estiman que Estados Unidos reducirá su crecimiento a una tasa que se ubicaría entre 2 y 3 por ciento. Sin embargo, desde mediados de 2006, algunos economistas (como Roubini y Krugman) han señalado como el evento más probable una corrección brusca en el precio de los bienes inmuebles y, por ello, una recesión para el año 2007 (ver recuadro sobre curva invertida y recesión económica en EUA). Los desarrollos del cuarto trimestre hacen este escenario menos probable.

residencial se explica por su caída en el tercer trimestre de -18,7 por ciento (la mayor caída desde el cuarto trimestre de 1990).

EUA: Curva de rendimientos invertida y recesión económica

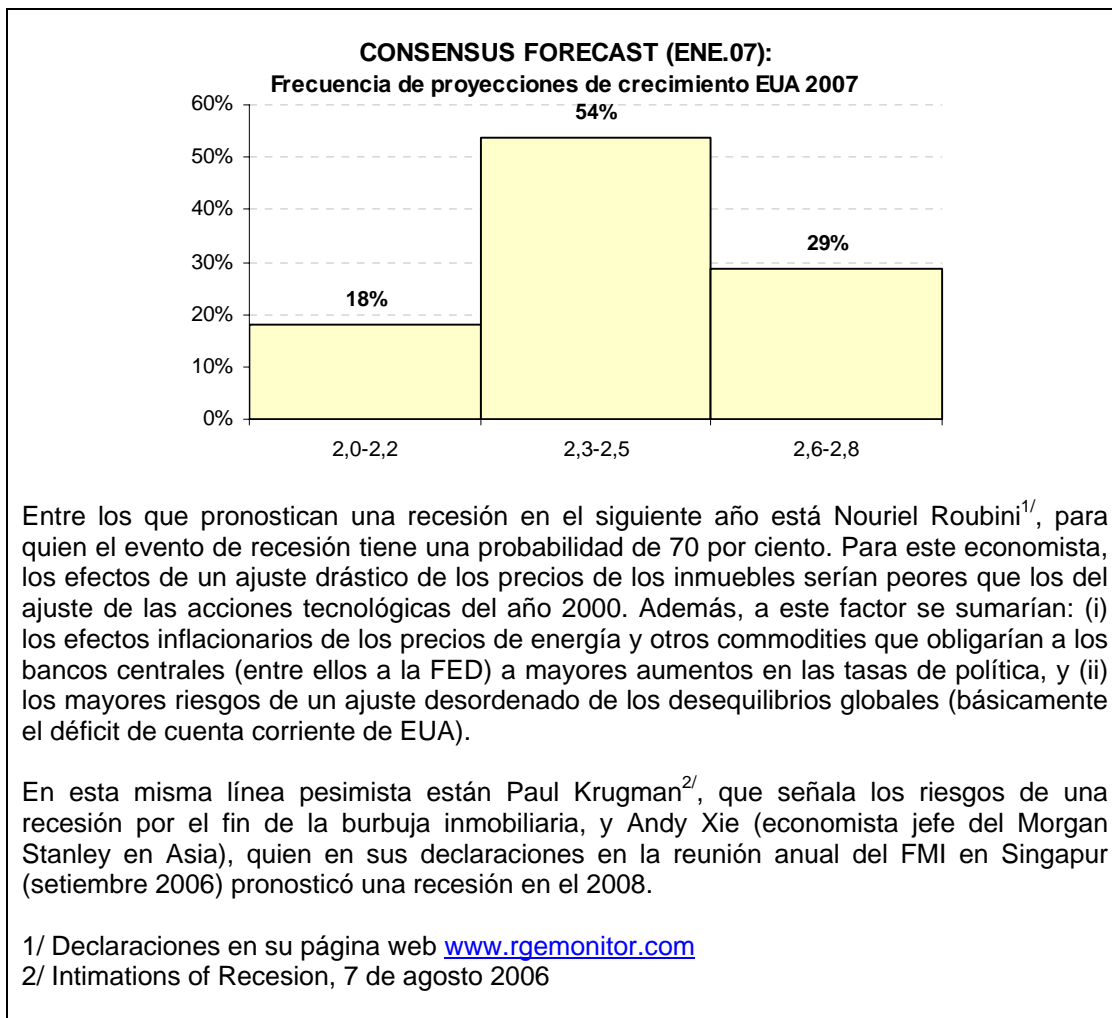
La evidencia pasada muestra una fuerte correlación entre los eventos de recesión y la curva de rendimientos invertida (fenómeno que se da cuando las tasas de largo plazo son menores a tasas de corto plazo). Básicamente, este fenómeno precede una recesión. Sin embargo, hasta el 2005 había consenso de que la presencia de la curva invertida (registrada hacia finales de dicho año) no estaría pronosticando un próximo evento de recesión económica y que respondería más bien al exceso de liquidez en el mercado que ha venido favoreciendo la demanda por títulos de largo plazo por parte de inversionistas extranjeros, fondos de pensión y entidades oficiales particularmente del Asia.

En el 2006 se volvió a observar este fenómeno en repetidas ocasiones, durante febrero y algunos días de marzo, y desde el 8 de junio de 2006. Ello ha revivido los temores de una posible recesión en EUA, aunque aún el diferencial de rendimientos (que no supera los 20 pbs) es menor que los observados en episodios pasados. En este contexto, además de la difusión de indicadores negativos del sector inmobiliario y mixtos para el resto de la actividad, desde mediados de julio, algunos investigadores económicos han estado difundiendo sus proyecciones de una recesión económica, frente al consenso de una desaceleración gradual del crecimiento de EUA.

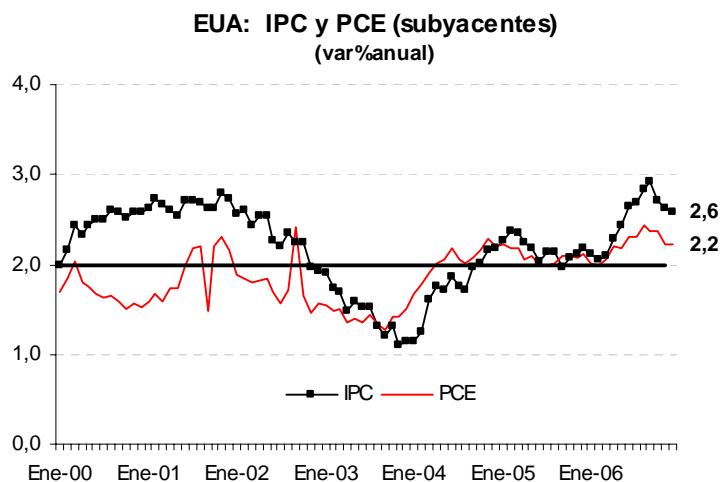


El factor principal que estaría explicando esta diferencia en las percepciones es el grado de enfriamiento del sector inmobiliario. En contraposición a un enfriamiento gradual, algunos investigadores plantean una reducción drástica de los precios de los inmuebles que afectaría la riqueza de los consumidores, y por ende del gasto de consumo, fuente principal del crecimiento de EUA.

Entre los que pronostican una desaceleración gradual en el crecimiento en el 2007, se encuentran el FMI y FED (que proyectan tasas de alrededor de 3 por ciento para el 2007). Por su parte, el Consensus Forecast (en base a su encuesta a las 28 principales casas de inversión) señala una desaceleración del crecimiento promedio desde 3,3 por ciento en el 2006 a 2,4 por ciento en el 2007 (con una desviación estándar de 0,2 por ciento).



- De otro lado, la **inflación** -medida de acuerdo al índice de Precios al Consumidor y al *deflactor* de precios del consumo personal (PCE) - ha mostrado una desaceleración desde julio de 2006 debido, principalmente, a la reducción de los precios del petróleo y otros *commodities*; mientras que el componente subyacente –que excluye alimentos y energía- ha comenzado a mostrar una ligera desaceleración recién desde octubre. Sin embargo, pese a esta evolución reciente, la inflación subyacente aún se mantiene en niveles altos.



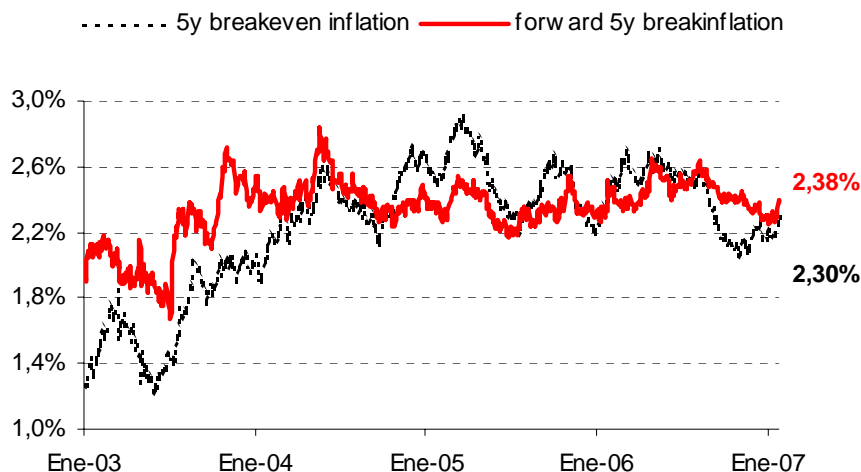
NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 6 – 16 de febrero de 2007

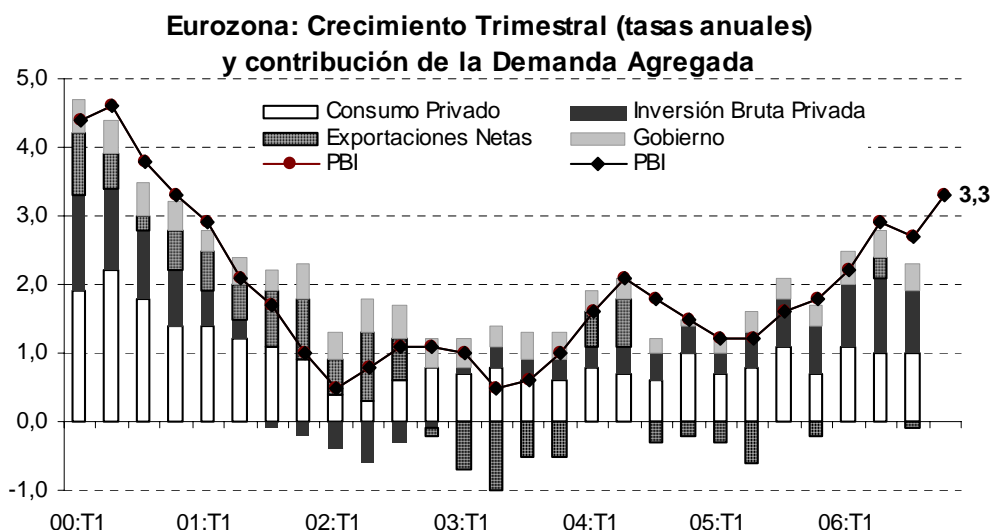
Así, a diciembre de 2006, la **inflación subyacente del IPC** fue 2,6 por ciento; mientras que el deflador del **PCE** se ha ubicado en 2,2 por ciento, aún por encima del 2 por ciento (nivel considerado de referencia por la FED).

En este sentido, la FED, en su último comunicado del Comité de Política Monetaria de 2006 y de enero de 2007, ha reafirmado su sesgo hacia los riesgos inflacionarios; aunque también ha señalado (en diversas declaraciones) que la inflación se mantendría por encima del 2 por ciento este año, y descendería gradualmente como respuesta al efecto de la política monetaria y a la desaceleración del mercado inmobiliario.

En este sentido, la FED estaría consintiendo un nivel superior a su “*benchmark*” pero con la perspectiva que la inflación converja en el mediano plazo. Las expectativas del mercado apuntarían también en esa dirección: el indicador de “*breakeven inflation*” - que se construye sobre la base del diferencial de tasas entre los bonos indexados a la inflación y los bonos nominales- muestra que en el largo plazo, las expectativas inflacionarias estarían ancladas en alrededor del 2 por ciento.

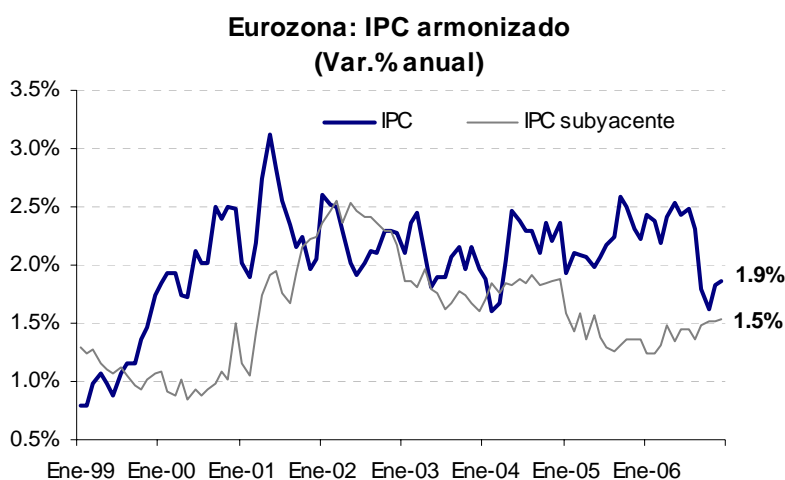


6. En **Europa**, se ha revisado al alza el crecimiento para el 2006 de los socios comerciales. Las proyecciones del Consensus estiman un crecimiento promedio de 2,7 por ciento para el 2006 y de 2,2 por ciento para el 2007.



En esta revisión al alza destaca el crecimiento de la **Eurozona** a tasas no observadas desde el primer trimestre de 2001. Así, al cuarto trimestre, la Eurozona creció en 3,3 por ciento (luego del 2,2, 2,9 y 2,7 por ciento del primer, segundo y tercer trimestre, respectivamente).

Pese al positivo desempeño del 2006, los indicadores de actividad recientes muestran cierta evidencia de desaceleración. Los indicadores de actividad industrial y servicios de la Eurozona, como también los indicadores de confianza (del consumidor) han venido registrando una evolución mixta desde julio, con alzas y retrocesos. Ello estaría evidenciando una posible desaceleración en el 2007 como consecuencia del ciclo de alza de tasas en Europa, los efectos de las medidas tributarias en Alemania –incremento del VAT- y la desaceleración de EUA.



Con respecto a la inflación de la Eurozona, desde julio 2006 se ha observado una desaceleración, desde tasas de 2,5 por ciento (en junio) a 1,6 por ciento (en octubre). Esta tendencia se interrumpió en los dos meses siguientes, cerrando el año en 1,9 por ciento. La inflación subyacente, por su parte, se ha mantenido en 1,5 por ciento. Estos resultados están en línea con lo señalado por el BCE, que espera que las tasas de inflación se mantengan cerca de la meta del 2 por ciento en el 2007³.

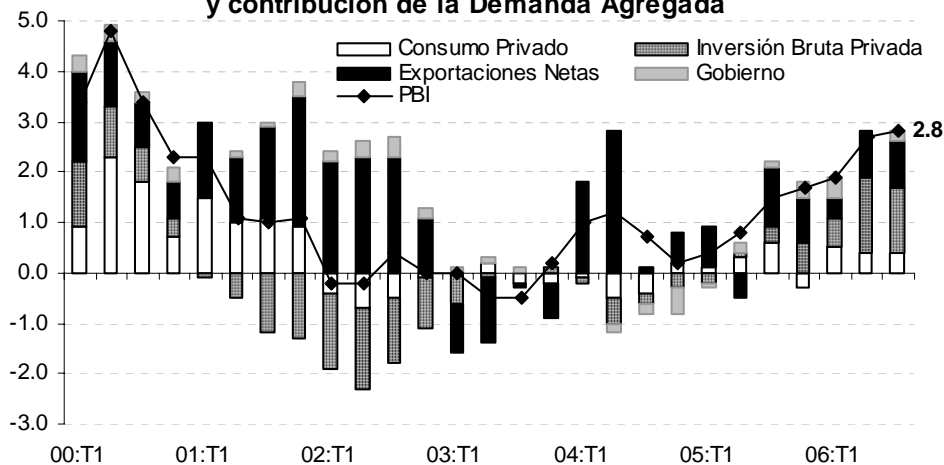
7. En **Alemania**, la economía más importante de la Eurozona, el crecimiento para el año 2006 sería de 2,5 por ciento (tasa no observada en más de 5 años), frente a una tasa de 0,9 por ciento del año anterior. El dinamismo de Alemania se explica por el repunte de la inversión, además de la manufactura exportadora. El consumo privado, por el contrario, muestra escaso dinamismo, lo que se refleja en un superávit en cuenta corriente superior al 4 por ciento del PBI⁴. En forma similar a lo observado en la Eurozona, se espera una desaceleración de la actividad para el año 2007 (con un crecimiento proyectado de 1,5 por ciento).

³ El BCE ha señalado recientemente que la inflación se ubicaría en 2,2 por ciento en el 2006, y descendería a 2 por ciento en el 2007 y a 1,9 por ciento en el 2008 (año en que se cumpliría con la meta de 2 por ciento por primera vez desde 1999).

⁴ Según el World Economic Outlook, Alemania tendría un superávit en cuenta corriente de 4,1 por ciento del PBI para el año 2006. Del resto de países de la Eurozona, Luxemburgo, Holanda y Finlandia presentarían los mayores superávits (de 8,2, 7,6 y 5,1 por ciento, respectivamente), mientras que España, Portugal y Grecia tendrían déficit superiores al 8 por ciento del PBI.

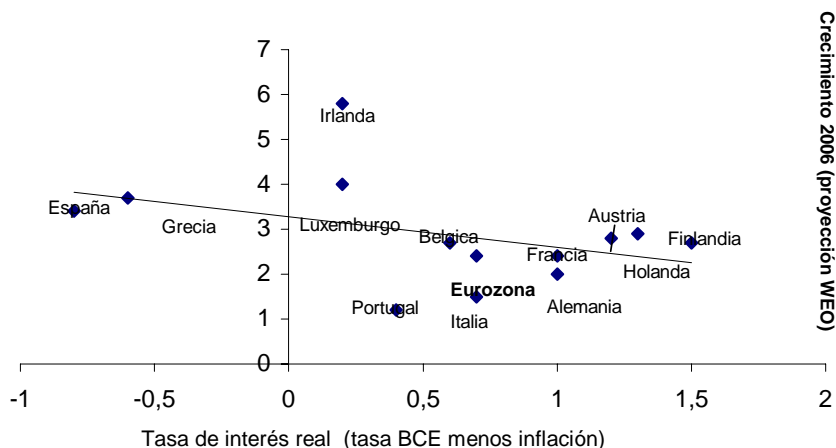


**Alemania: Crecimiento Trimestral (tasas anuales)
y contribución de la Demanda Agregada**



8. Si bien Alemania muestra una recuperación importante (y mayor a la inicialmente proyectada), cabe señalar que en la Eurozona las mayores tasas de crecimiento se siguen observando en España, Luxemburgo, Irlanda y Grecia, países con las tasas de interés reales más bajas.

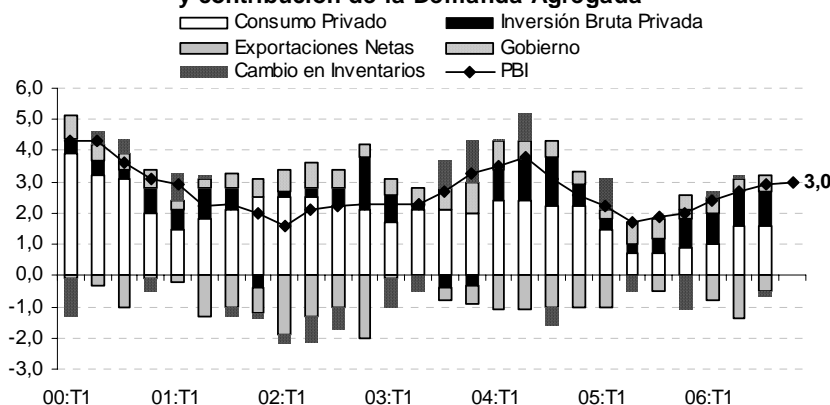
Eurozona: Tasas de interés real y crecimiento 2006



9. Fuera de la Eurozona, destacó el crecimiento de **Reino Unido**, que al igual que Alemania, registró tasas crecientes a lo largo del año y con perspectivas positivas para el 2007. El principal factor del crecimiento ha sido la demanda doméstica.

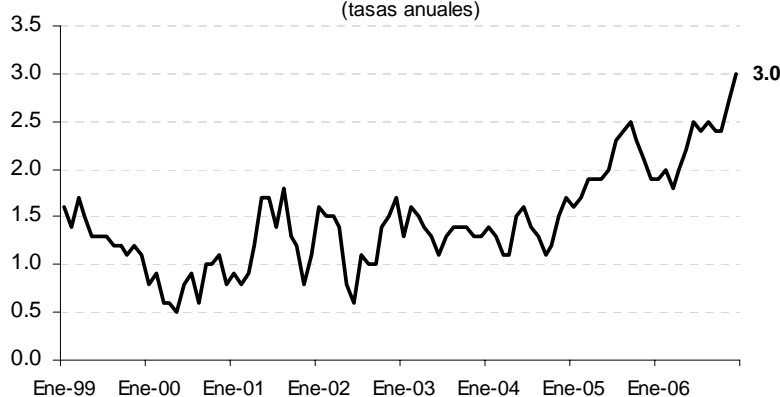


**Reino Unido: Crecimiento Trimestral (tasas anuales)
y contribución de la Demanda Agregada**



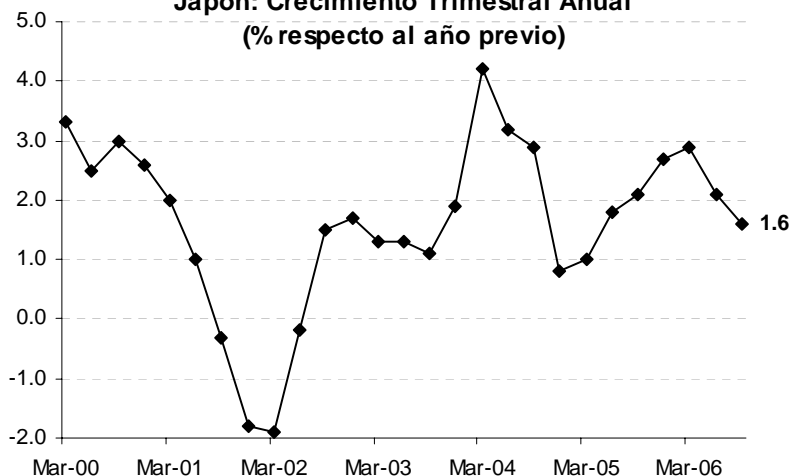
La inflación, por su parte, ha mostrado un crecimiento progresivo desde junio 2006 y alcanzó una tasa de 3,0 por ciento al cierre del 2006. Un factor inflacionario importante ha sido el precio de las viviendas que, a noviembre, registró un crecimiento anual de 9,6 por ciento, el mayor en 20 meses.

Reino Unido: Inflación del IPC
(tasas anuales)



10. **Japón** mostró una recuperación económica importante en el primer trimestre (con una tasa de 2,9 por ciento anual); para luego mostrar una desaceleración significativa en el segundo y tercer trimestre. Asimismo, los indicadores recientes (como los referidos a los gastos de capital y los pedidos de maquinaria proyectados para el último trimestre de 2006) darían señales de desaceleración.

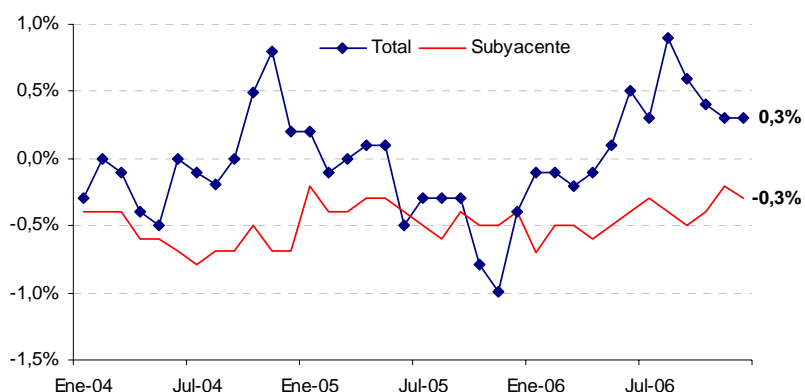
Japón: Crecimiento Trimestral Anual
(% respecto al año previo)



En línea con estos resultados, las proyecciones oficiales también muestran una reducción de la proyección de crecimiento en el 2007 (a tasas menores al 2 por ciento, similar al consenso del mercado).

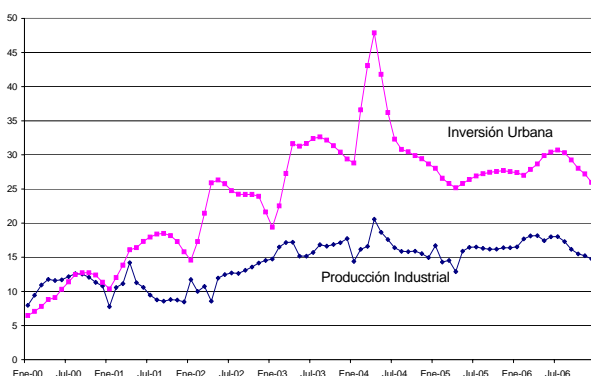
De otro lado, el Banco de Japón (BoJ) ha señalado que la evidencia en torno al fin del proceso deflacionario tampoco es categórica; en particular, ha señalado que la inflación, medida con una nueva metodología, habría aumentado menos de lo esperado.⁵ Desde mayo 2006, la inflación del IPC ha sido positiva y en diciembre fue 0,3 por ciento anual, mientras que la inflación subyacente se ha mantenido negativa durante todo el año (-0,3 por ciento anual en diciembre), al igual que el deflator del PNB (-0,7 por ciento anual en el segundo trimestre).

Japón: var% anual del IPC

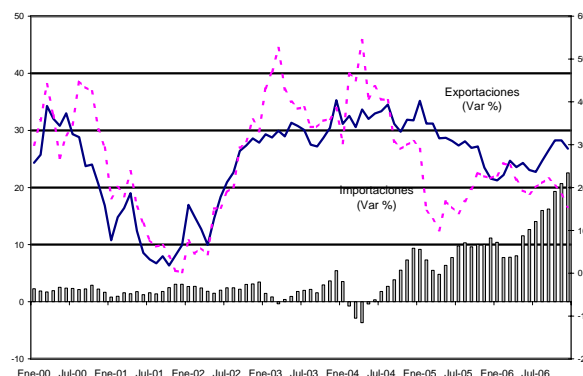


11. Dentro de las **economías emergentes**, destaca el significativo dinamismo de **China**. El PBI creció en 10,7 por ciento en el año 2006, la tasa más alta desde mediados de los años noventa, mientras que la producción industrial alcanzó un crecimiento de 17 por ciento.

China: Actividad Económica (Var. %) (promedio móvil a 3 meses)



China: Balanza Comercial (promedio móvil a 3 meses)



El significativo crecimiento económico chino ha sido sustentado por la inversión (la inversión urbana alcanzó un crecimiento promedio de 28 por ciento entre enero y diciembre) y las cuentas externas (la balanza comercial registró un superávit de US\$ 177,8 mil millones en el año 2006, 74 por ciento mayor al registrado en el 2005). El ingreso por exportaciones y el flujo de inversión externa ha conllevado a acumular reservas por un billón de dólares y a incrementar los temores de que el aumento de la liquidez en la economía produzcan un sobrecalentamiento. Por tal

⁵ Los cambios en los métodos utilizados para la medición del IPC se dan en Japón cada 5 años, el cual incluye una reestructuración de los componentes de la canasta de productos y el peso asignado a cada uno de ellos. El nuevo método utiliza como año base el 2005, sustituyendo al año 2000.

motivo las autoridades han tomado medidas para evitar que el exceso de la liquidez afecte negativamente la economía china⁶.

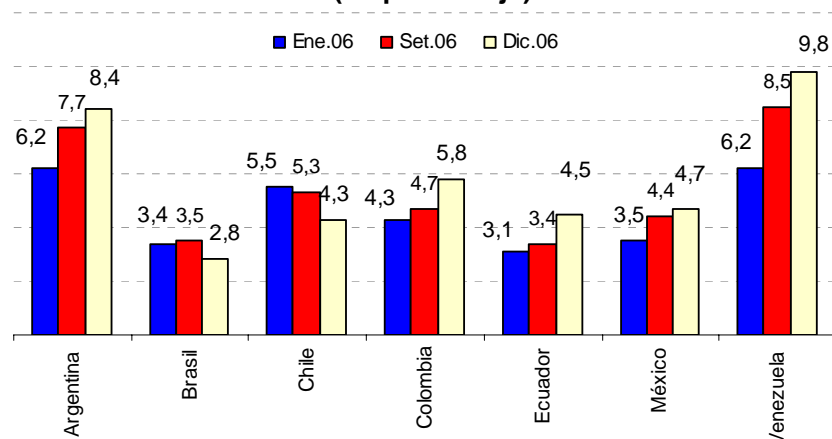
Estas medidas adoptadas por el gobierno durante el año, habrían provocado que los indicadores económicos moderen su dinamismo. Así, el PBI del cuarto trimestre de 2006 fue menor al alcanzado en los dos trimestres previos (10,4 por ciento versus 11,5 y 10,6 por ciento en segundo y tercer trimestre), mientras que la producción industrial creció en diciembre en 14,7 por ciento (menor al 16,7 por ciento promedio en el período enero-noviembre), en tanto que la inversión urbana creció en diciembre en 24,5 por ciento (menor al 28,9 por ciento promedio de enero-noviembre).

Por otro lado, durante el año 2006 se han realizado coordinaciones entre el gobierno chino y el Departamento del Tesoro de EUA, con el fin de tomar medidas para una mayor flexibilización de la moneda china. Si bien las conversaciones no concluyeron con medidas específicas, el gobierno chino se comprometió a impulsar una mayor flexibilización de su moneda, lo que también podría afectar las perspectivas de crecimiento en los próximos años.

12. En **América Latina**, el dinamismo de la actividad económica continuó durante el año 2006, explicado básicamente por el fuerte incremento en la demanda interna. Del mismo modo, continuó el contexto externo favorable traducido en los elevados precios de las materias primas y en las condiciones financieras internacionales –caracterizadas por la abundante liquidez internacional (a pesar del incremento de las tasas de interés internacionales).

Las proyecciones de crecimiento de nuestros principales socios comerciales en la región para el año 2006, aumentaron de 4,5 por ciento en enero a 5,2 por ciento en diciembre, mientras que las proyecciones para el año 2007 se elevaron de 4,0 a 4,8 por ciento. Con estas nuevas proyecciones es probable que el crecimiento de la región iguale la tasa de 5,3 por ciento registrada en el año 2005, pero continúe debajo de la expansión de 7,3 por ciento que se observó en el año 2004.

**Proyecciones de Crecimiento del PBI para el 2006
(en porcentaje)**



⁶ El gobierno chino ha tomado las siguientes medidas durante el año 2006: (i) incrementos de la tasa de interés (2 veces en el año, 27 pbs en abril y en agosto), (ii) incrementos en la tasa de encaje (cuatro aumentos –junio, julio y noviembre y enero 2007- de 50 pbs hasta ubicar la tasa en 9,0%) (iii) orden a empresas financieras de evaluar cuidadosamente los préstamos (iv) aumento de venta de bonos para reducir la liquidez de la economía.

13. Las economías con mayores tasas de crecimiento continuaron siendo Argentina y Venezuela.

Argentina creció 8,7 por ciento en el tercer trimestre del año 2006, continuando con el fuerte crecimiento experimentado desde el año 2003. Destaca la expansión del consumo y de la inversión (especialmente en activos inmuebles); por el contrario, las exportaciones netas han tenido una contribución negativa. Con estos desarrollos, la proyección de crecimiento para el año 2006 se ha elevado a 8,4 por ciento.

Sin embargo, diversos analistas advierten que esta tasa de crecimiento estaría sobre el potencial debido a las presiones inflacionarias (la inflación anual a noviembre es de 10 por ciento) y al problema existente en el sector de energía (controles de precios y falta de inversión). Consistente con ello, las proyecciones para el 2007 muestran un menor crecimiento.

En **Venezuela**, las proyecciones del crecimiento económico han aumentado en el año, estimándose una tasa anual de 9,8 por ciento. Este crecimiento se dio en un contexto en que la inflación anual aumentó a 15,8 por ciento en noviembre, la mayor tasa en 13 meses y por encima del rango de la meta de inflación del próximo año (entre 10 y 12 por ciento).

14. **Brasil**, por su parte tuvo tasas de crecimiento por debajo del promedio de la región. Así, el Banco Central de este país redujo su proyección de crecimiento económico de 3,5 por ciento a 3,0 por ciento para el año 2006.

Sin embargo, la reducción de las tasas de interés estaría impulsando el consumo y la inversión empresarial para expandir la capacidad productiva. Todo ello es consistente con un mayor crecimiento esperado para el año 2007 (3,4 por ciento).

15. De otro lado, **México** creció a una tasa de 4,6 por ciento en el tercer trimestre (esperándose una tasa anual de 4,7 por ciento). Sin embargo, se prevé que para el 2007 la economía se desacelere, siguiendo a la economía de EUA. Esto lo confirman indicadores económicos recientes. Las ventas minoristas crecieron 1,7 por ciento anual en octubre, menos que lo esperado y la producción industrial creció 5,0 por ciento anual en octubre, menor al crecimiento de 5,8 por ciento de septiembre.

Por su parte, la inflación se ubicó en 4,05 por ciento anual, ligeramente por encima del límite superior de la meta de inflación de 3 por ciento (+/- 1 por ciento). Sin embargo, la inflación ha mostrado una tendencia decreciente, disminuyendo desde 4,3 por ciento anual en octubre. Esta tendencia está en línea con las declaraciones de funcionarios del banco central respecto al carácter temporal de las presiones inflacionarias como consecuencia de la evolución de algunos productos agrícolas. El banco central proyecta una inflación de 3,5 por ciento para el año 2007.

16. Chile y Colombia, por su parte, experimentaron expansiones importantes que generaron presiones de demanda. En **Chile**, estas presiones de demanda llevaron a la elevación de las tasas de interés que generó una desaceleración gradual del crecimiento a lo largo de 2006. En el tercer trimestre de 2006, la economía creció sólo 2,9 por ciento, lo que ha llevado a una revisión de la tasa de crecimiento del 2006 (el consenso del mercado redujo su proyección de 5,5 por ciento a 4,3 por ciento). Cabe destacar que, sin embargo, indicadores recientes de producción

NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 6 – 16 de febrero de 2007

industrial y de empleo hacen prever que la desaceleración de la economía se habría detenido.

En **Colombia**, el consenso del mercado espera que la economía crezca 5,8 por ciento en el 2006 y 5,0 por ciento el 2007. Sin embargo, estas tasas podrían ser mayores si se mantiene la tendencia observada en el tercer trimestre, período en el cual la economía se expandió 7,7 por ciento.

Esta expansión de la economía se debe principalmente al crecimiento de la demanda interna, gracias a la evolución favorable de la construcción y del sector de servicios no financieros. Destaca también la fortaleza de la inversión. Algunos indicadores recientes apoyan el mayor crecimiento. Por ejemplo, la producción industrial –excluyendo el café procesado– aumentó 14,9 por ciento anual en septiembre, el mayor incremento desde marzo de 2003. Las ventas minoristas subieron 19,3 por ciento anual en septiembre, el mayor alza desde el 2000. En este contexto, el Banco Central de Colombia elevó durante el 2006 la tasa de interés con el fin de que la inflación se ubicara dentro del rango meta (4 –5 por ciento para el 2006).

PRINCIPALES INDICADORES DE LATINO AMÉRICA 1/

	2004	2005	2006	2007	2008
Crecimiento de PBI (En %)					
Argentina	9,0	9,2	8,4	7,2	4,7
Brasil	4,9	2,3	2,8	3,4	3,6
Chile	6,2	6,3	4,3	5,2	5,0
Colombia	4,9	5,2	5,8	5,0	4,2
México	4,2	3,0	4,7	3,4	3,7
Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)					
Argentina	3,4	5,8	6,3	5,0	3,1
Brasil	11,7	14,2	13,1	7,1	6,5
Chile	1,6	0,7	5,2	2,7	0,3
Colombia	-0,9	-2,0	-2,5	-3,3	-3,8
México	-6,7	-5,0	-2,9	-8,7	-11,1
Inflación (acumulada)					
Argentina	6,1	12,3	9,9	10,4	10,2
Brasil	7,6	5,7	3,1	4,1	4,2
Chile	2,4	3,7	2,5	2,9	2,9
Colombia	5,5	4,9	4,4	4,1	3,9
México	5,2	3,3	3,9	3,5	3,5

1/ Fuente Latin American Consensus Forecast



II. Tasas de interés internacionales

Durante el año 2006, la mayoría de economías desarrolladas elevaron sus tasas de interés. La FED continuó con el ciclo de alzas hasta mediados de año, luego de lo cual la mantuvo la tasa en 5,25 por ciento. La existencia, en forma simultánea, de presiones inflacionarias y desaceleración económica en EUA, hace difícil prever la evolución de tasas de la FED. El mercado actualmente prevé una reducción (de 25 pbs), aunque funcionarios de la FED han reiterado su preocupación por la inflación. Se espera que el Banco Central Europeo y el Banco de Japón eleven sus tasas de interés durante el 2007.

17. Durante el año 2006, la mayoría de bancos centrales elevaron sus tasas de interés, en un contexto de mayores presiones inflacionarias (por los precios de petróleo y otros *commodities*) y de recuperación de la actividad económica en la mayoría de economías. Esta tendencia estuvo en línea con las elevaciones por parte de la FED.

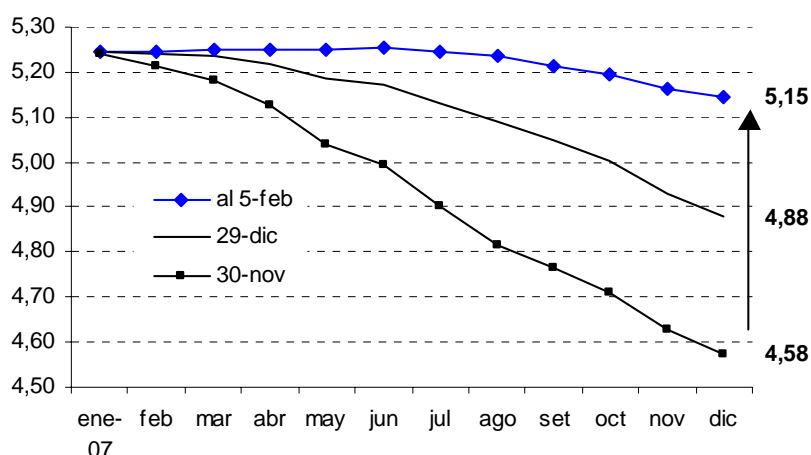
La FED continuó con su política de alzas moderadas con incrementos de 25 pbs. en cuatro oportunidades, hasta ubicarla en 5,25 por ciento. Desde agosto de 2006, luego de 17 alzas consecutivas, la FED ha mantenido sus tasas de interés en un contexto de desaceleración de la actividad económica y a pesar de la evidencia de ciertas presiones inflacionarias. De acuerdo con el último comunicado del Comité de Política Monetaria de enero 2007 y las minutas de la reunión de diciembre 2006, la FED reconocía que los riesgos de una desaceleración mayor a la prevista habían disminuido y mantenía su sesgo por las presiones inflacionarias aunque considera que éstas se reducirían gradualmente. En tal sentido, la actual política sería consistente con tasas de crecimiento moderadas.

En este contexto, de acuerdo con la información del mercado de futuros, la posibilidad de recortes de tasas en el 2007 ha ido disminuyendo. La probabilidad de que la FED recorte su tasa de interés en su reunión de marzo de 2007 disminuyó progresivamente desde 100 por ciento (el 30 de noviembre) a 22 por ciento (el 29 de diciembre). Asimismo, la probabilidad de que tal evento se realice en la reunión de junio se ha reducido hasta 48 por ciento. Cabe señalar, además, que el mercado no descarta que se den dos recortes de tasas en el 2007, aunque la probabilidad se ha reducido sustancialmente (en particular luego de los datos positivos de actividad del cuarto trimestre 2006).

En este sentido, la proyección actual considera sólo un recorte de la tasa de la FED en el 2007, sobre la base del sesgo inflacionario que la FED ha mantenido en sus últimos comunicados, de la tendencia de las expectativas del mercado y de la evidencia de una desaceleración moderada de la economía norteamericana.



Futuros de tasas de la FED



18. De otro lado, otros bancos centrales de economías desarrolladas también han venido incrementando sus tasas de interés. En el 2006, el Banco Central de la **Eurozona** (BCE) ha elevado su tasa en cinco oportunidades (desde 2,25 por ciento en diciembre 2005 hasta 3,5 por ciento en diciembre 2006). El mercado prevé aumentos adicionales en el 2007.

El presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, ha dado señales de que se dará una fuerte vigilancia de los datos de inflación y que se daría un progresivo retiro del estímulo de la política monetaria "si la economía se desarrolla como lo esperado". Con estas declaraciones, y de acuerdo con el mercado a futuros, se espera un alza de tasas en marzo 2007 (de 25 pbs. a 3,75 por ciento) y no se descarta la posibilidad de otro ajuste en la segunda mitad del año (a 4,0 por ciento).

Asimismo, el Banco Central de **Inglaterra** (BOE) elevó la tasa de interés en 25 pbs. en dos ocasiones durante el 2006, hasta 5,0 por ciento. En enero 2007, el BOE elevó su tasa a 5,25 por ciento, decisión no esperada, en un contexto de mayores presiones inflacionarias (en particular por el mercado inmobiliario). Actualmente el mercado no descarta la posibilidad de otro ajuste de la tasa en el presente año (la tasa se ubicaría en 5,5 por ciento) con el fin de controlar la inflación que actualmente supera la meta de 2,0 por ciento.

19. El Banco de **Japón** (BOJ), por su parte, anunció en marzo 2006 el cambio de su política monetaria, al pasar de un esquema basado en agregados monetarios a uno de tasa de interés. Asimismo, anunció el retiro gradual de liquidez consistente con una próxima elevación de la tasa de interés, lo que sucedió en el mes de julio 2006 cuando elevó la tasa a 0,25 por ciento. Sin embargo, los desarrollos recientes respecto a la desaceleración de la actividad económica y la incertidumbre respecto a la inflación, llevaron a la postergación de incrementos durante el año 2006. El mercado no descarta un aumento en marzo de 2007.

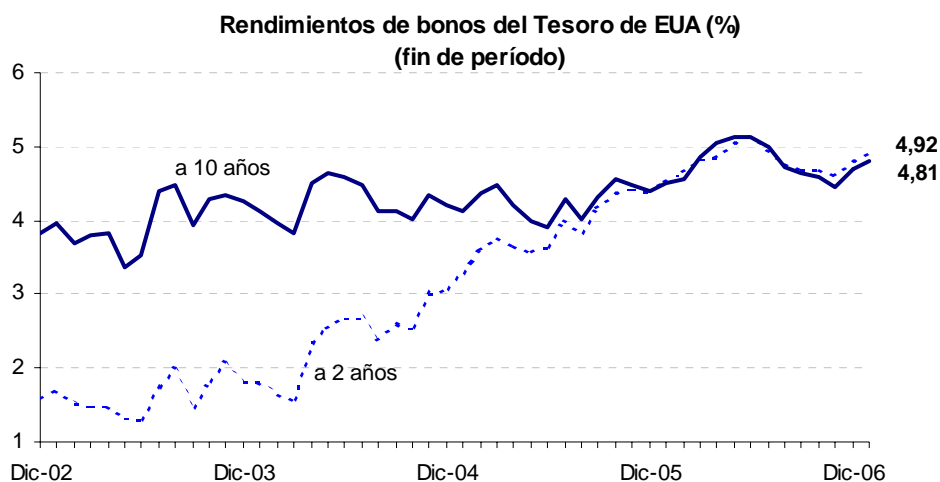
20. Los bancos centrales de **América Latina** tuvieron diferentes respuestas de política y no necesariamente siguieron el comportamiento de las tasas de interés de la FED. En aquellos países con menores presiones inflacionarias y bajo crecimiento, como Brasil y México, las tasas de interés han continuado reduciéndose durante el año 2006. En el caso de **Brasil**, la tasa de interés SELIC se ha reducido desde 19,75 por ciento anual a mediados del 2005 a 13,25 por ciento en diciembre de 2006, esperándose incluso recortes adicionales para el 2007. **México**, por su parte, redujo las tasa de interés en cuatro oportunidades a inicios del 2006 (desde

8,25 a 7 por ciento), aunque posteriormente la mantuvo por ciertas presiones inflacionarias (consideradas temporales por el banco central) y por la recuperación en el nivel de actividad.

Por el contrario, **Chile** y **Colombia** elevaron sus tasas de referencia. En Chile, las presiones de demanda e incrementos en los costos de energía llevaron a una elevación de 75 pbs. en la tasa de interés (de 4,5 a 5,25 por ciento). Sin embargo, el BC mantuvo su tasa de interés en los últimos cuatro meses de 2006 y la redujo en 25 pbs. en enero de este año. El presidente del Banco Central de Chile, Vittorio Corbo, anunció que la tasa de interés de política monetaria se encuentra cerca del nivel neutral para la economía.

El banco central de **Colombia**, por su parte, ante presiones inflacionarias derivadas de la expansión de la demanda interna, elevó su tasa de política en 6 ocasiones (25 pbs. en cada ocasión) para pasar de 6,0 a 7,5 por ciento, y con ello, la tasa de interés se ubicó en su nivel más alto desde marzo de 2002. La inflación del año 2006 fue 4,5 por ciento, dentro del rango de la meta para ese año (entre 4 y 5 por ciento). Cabe señalar que el banco central sorprendió al mercado elevando su tasa de interés en 25 pbs. el 15 de diciembre debido a las preocupaciones de que la fuerte demanda doméstica genere presiones inflacionarias que impidan el cumplimiento de la meta de inflación para el 2007 (entre 3,5 y 4,5 por ciento). Diversos analistas esperan que el banco central continúe elevando su tasa de interés.

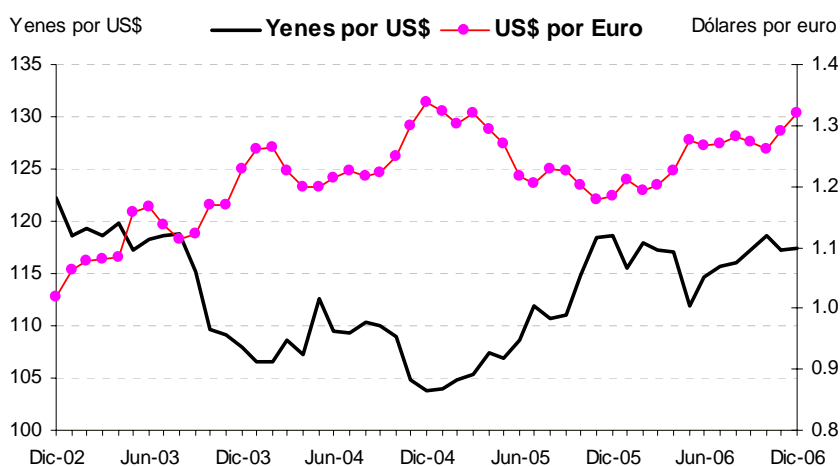
21. Las **tasas de largo plazo** han registrado una disminución, influidas por las perspectivas de menor crecimiento de EUA. En los últimos meses, las tasas de los bonos a dos años han disminuido en forma más acentuada que la de los bonos a 10 años. Ello ha determinado que desde el mes de junio la curva de rendimiento nuevamente se haya mantenido invertida (ver recuadro sobre curva invertida). Cabe mencionar que desde diciembre, las tasas de largo plazo han comenzado a revertir parcialmente esta evolución por los menores temores de una desaceleración brusca en EUA.



III. Evolución del dólar en los mercados internacionales

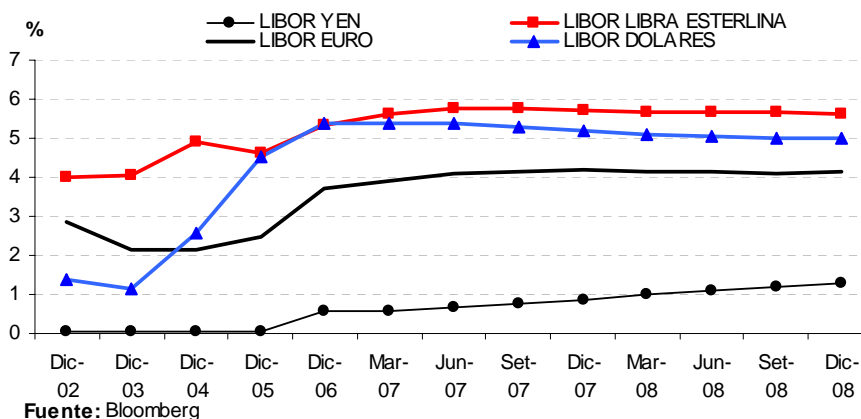
El dólar retomó su tendencia depreciatoria durante el año 2006, afectado por las expectativas de reducción en el diferencial de tasas que existe a favor del dólar. Estos desarrollos se dan en un contexto en que se mantienen los desequilibrios externos de EUA, lo que genera incertidumbre respecto a la evolución del dólar en el 2007. No obstante, el mercado no espera una corrección brusca en el corto plazo.

22. Desde junio de 2006, el dólar retomó su evolución depreciatoria (interrumpida en el 2005). La reducción del diferencial de tasas entre las economías de EUA y el resto del mundo y las expectativas de una mayor reducción en el 2007 (ante la posibilidad de recorte de la tasa de la FED) influyeron en la depreciación del **dólar** con respecto al euro y otras monedas fuertes como la libra; a ello se sumó la probabilidad de mayores alzas de tasas en el resto de economías, y una eventual recomposición de los portafolios de los bancos centrales a favor del euro.



Con respecto al euro, entre diciembre 2005 y diciembre 2006, el dólar se depreció en 10 por ciento. Se espera que el diferencial de tasas (actualmente en 175 pbs.) se reduzca en el futuro ya que existe la expectativa de que el BCE incremente sus tasas en el 2007. Con respecto al yen, el dólar se ha depreciado en 1 por ciento ya que en Japón se mantienen aún bajas las tasas de interés y en vista de las perspectivas no tan favorables para la actividad (aunque el mercado no descarta la posibilidad de ajustes en 2007).

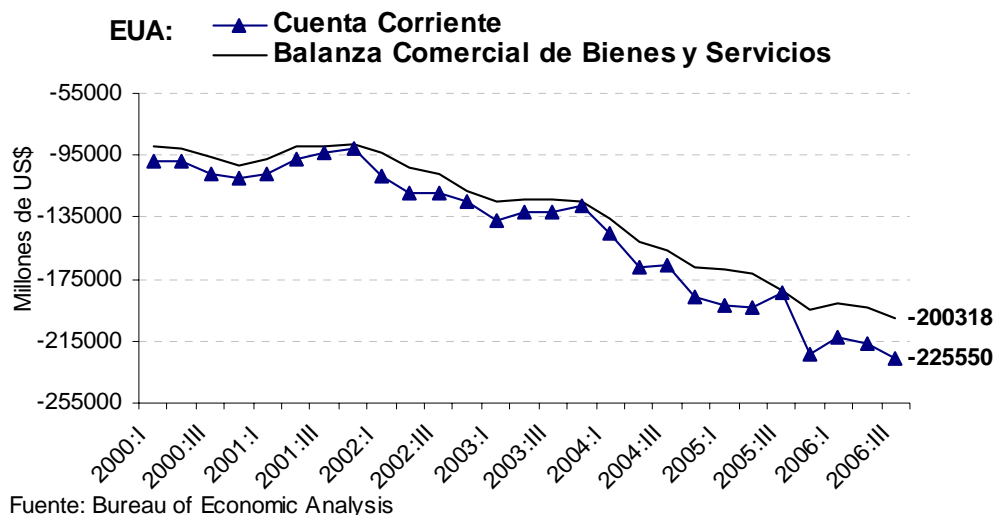
LIBOR a 3 meses: Spot (ejecutados) y Futuros (2007-08)
(fin de periodo; futuros: mar, jun, set, dic)



NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

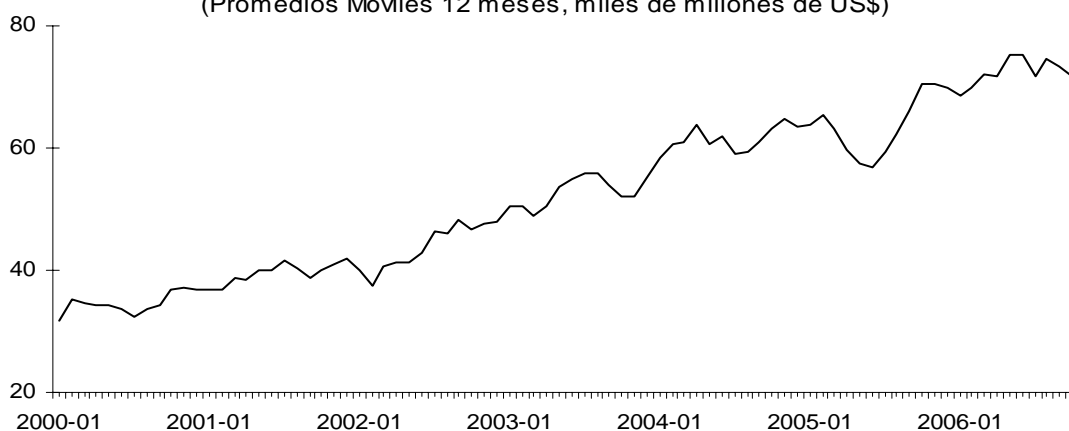
No. 6 – 16 de febrero de 2007

Por otro lado, el ajuste del dólar se da en un contexto de fuerte desequilibrios de balanza de pagos de EUA; donde el déficit de cuenta corriente continúa financiado por la entrada de capitales. Así, las compras de activos de largo plazo, totales y del gobierno, han registrado una tendencia creciente.



Estados Unidos: Compras Netas de Activos de Largo Plazo de No Residentes

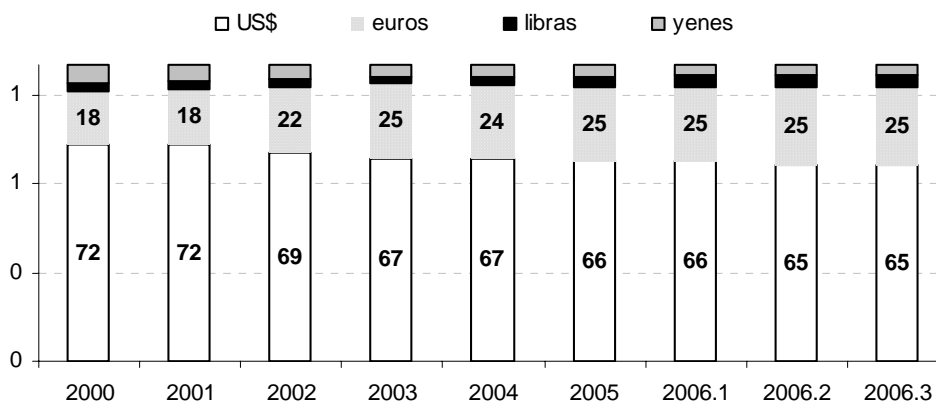
(Promedios Móviles 12 meses, miles de millones de US\$)



Fuente: Department of the Treasury/Federal Reserve Board

23. Sin embargo, esta tendencia lleva a un incremento en la posición deudora del país, que incrementa la potencial vulnerabilidad del dólar en el futuro. Por ejemplo, algunos países han anunciado recientemente su intención de recomponer sus tenencias de reservas hacia otras monedas, lo cual podría generar presiones depreciatorias en el futuro. La última información disponible del FMI, al tercer trimestre de 2006, muestra que el porcentaje de las reservas en dólares se ha mantenido en alrededor de dos tercios, con una ligera disminución en el segundo trimestre.

Reservas Internacionales de Bancos Centrales: Composición por moneda (%)



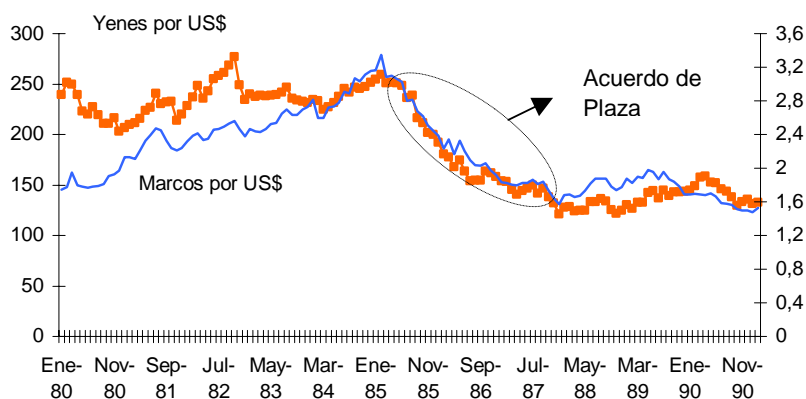
Fuente: FMI (COFER)

24. Estos factores, sumados a la incertidumbre en torno a la modificación de tasas de interés por parte de la FED, dificultan la proyección del valor del dólar. Las proyecciones del *Consensus Forecast* muestran que la mayoría de casas de inversión proyectan, para fines de período, una apreciación muy ligera en el 2007 y en el 2008 (de 1 por ciento en cada año) con respecto al euro (y de otras monedas fuertes), mientras que consideran una mayor depreciación con respecto a las monedas del Asia (yen, yuan y otras). Esta corrección ligera del dólar frente al euro refleja la expectativa del mercado de una corrección gradual de los desequilibrios externos en EUA y, en particular, que el ajuste del dólar se de contra las monedas del Asia.

Otras experiencias de ajuste del dólar: El acuerdo de Plaza

A mediados de los años ochenta, Estados Unidos presentaba desequilibrios similares a los observados actualmente. El déficit en cuenta corriente superaba el 3 por ciento del PBI, explicado en gran medida por la evolución de las finanzas públicas. Asimismo, las tasas de interés, luego del ajuste monetario realizado por Paul Volcker en 1982-1983, se mantenían en alrededor de 10 por ciento, con lo cual la moneda se mantenía fuertemente apreciada.

En ese contexto, los países desarrollados (Francia, Alemania, Japón, Reino Unido y Estados Unidos) realizaron una coordinación de políticas, conocida como el Acuerdo de Plaza (setiembre de 1985), donde se comprometieron a realizar un ajuste gradual de sus monedas. En particular, el yen y el marco alemán debían apreciarse, lo que suponía una menor intervención (compras) de los bancos centrales en el mercado cambiario. En el marco de este acuerdo, tanto el marco como el yen se apreciaron en alrededor de 50 por ciento. Esta depreciación fue incluso mayor a la prevista, lo que originó en 1987 un nuevo acuerdo (Acuerdo de Louvre), para frenar la caída del dólar.



Muchos utilizan esta experiencia para extrapolar una posible coordinación de políticas con miras a reducir el actual desequilibrio externo de Estados Unidos. En la actualidad, China, al igual que Japón hace dos décadas, es la economía que tiene un elevado superávit comercial y que tiene una moneda que, según diversos estudios, estaría fuertemente subvaluada. La experiencia del acuerdo de Plaza muestra que el déficit comercial entre Estados Unidos y Japón no se redujo significativamente con la depreciación del yen, en parte por las restricciones a las importaciones que existían en Japón (en cambio sí fue efectivo en reducir el déficit con Alemania).

Una situación similar se podría producir en el caso de una apreciación del yuan. Según señala *The Economist*, China exporta a Estados Unidos muchos productos que no son producidos en dicho país, por lo que una apreciación del yuan podría reducir el déficit con China, pero lo incrementaría con otros países. Incluso, podría darse el caso de que el dólar esté sujeto a presiones depreciatorias debido a que la demanda de China por títulos del Tesoro americano se reduciría.

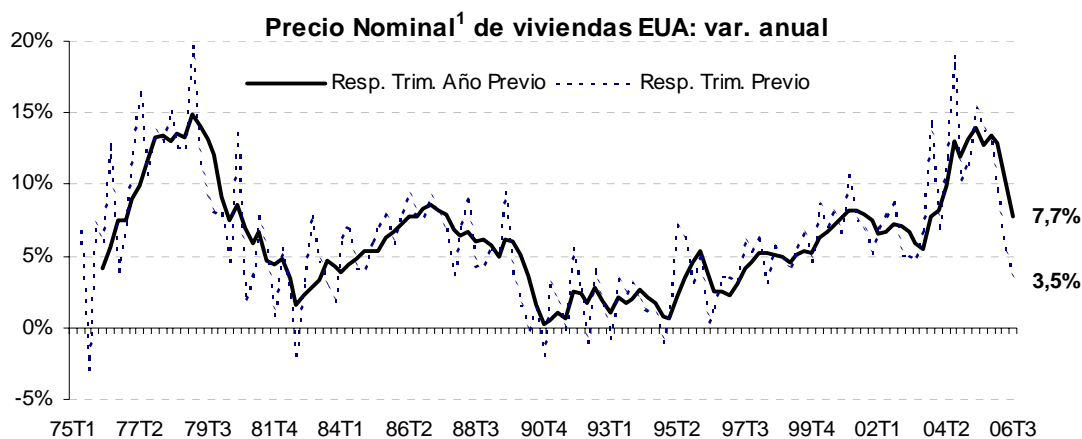
Adicionalmente, hay que considerar que, en el caso de Japón, la apreciación del yen tuvo un impacto recesivo sobre la economía, al igual que podría tenerlo una desaceleración de China (con el consiguiente impacto sobre la economía mundial). El Banco de Japón compensó este impacto a través de una política monetaria expansiva que contribuyó a la burbuja bursátil de inicios de los años noventa.

IV. Perspectivas del mercado inmobiliario en EUA

En los últimos trimestres del 2006 se ha confirmado la desaceleración del mercado inmobiliario en los Estados Unidos, lo cual reaviva la preocupación de que una caída en los precios de este sector pueda afectar el crecimiento de la economía norteamericana. Sin bien no existe consenso sobre la existencia de una sobrevaloración en el mercado inmobiliario, en el 2006 se ha registrado una corrección consistente con la elevación de tasas de interés.

Evolución reciente del sector inmobiliario

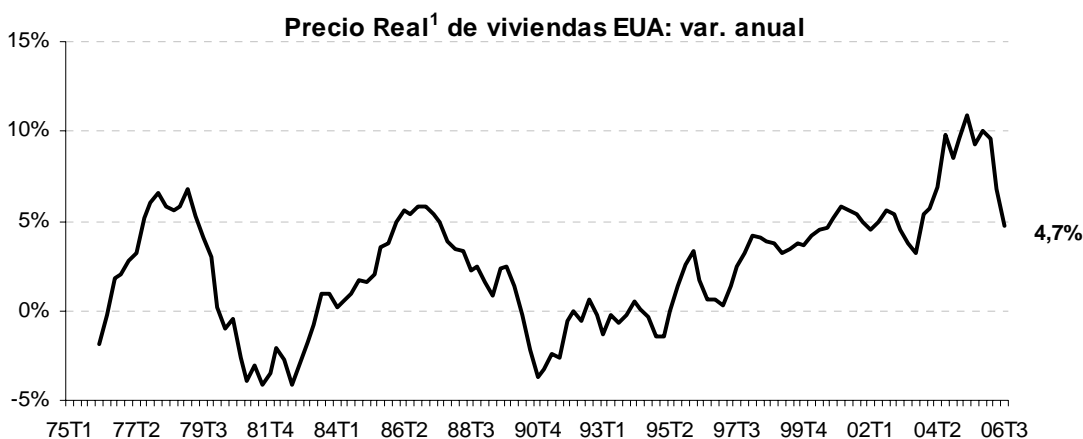
25. En los últimos años, los precios de las viviendas de EUA han experimentado un fuerte crecimiento. Desde fines del 2001 (año del inicio de la recesión de EUA), los precios en términos nominales han crecido, en promedio, en más de 50 por ciento; y en términos reales, en más de 30 por ciento. Conviene precisar que las tasas de crecimiento han diferido sustancialmente entre estados⁷.



Fuente: OFHEO

Desde una perspectiva histórica, con información de precios de la OFHEO (*Office of Federal Housing Enterprise Oversight*), se observa que las tasas de crecimiento nominales anuales observadas desde fines del 2003 (de casi 15 por ciento) han superado las registradas en experiencias pasadas de *booms* (*eventos de alzas*) de los 80's y 90's, y son muy parecidas a las observadas durante mediados de los 70's. Asimismo, en términos reales, las tasas de crecimiento anuales (alrededor del 10 por ciento anual) han registrado récord histórico.

⁷ Según la información del tercer trimestre de 2006, por ejemplo, en un estado (Michigan) se registró la primera caída anual de precios (0,6 por ciento); en otros, tasas de crecimiento menores al promedio (Nueva York, Mississippi, Carolina del Norte y Carolina del Sur); mientras que en otros (Idaho, Utah, Oregon y Arizona) se registraron aún incrementos sustantivos (por encima del 15 por ciento). Desde una perspectiva de largo plazo, esta diferencia en las tasas de crecimiento se acentúa en los últimos cinco años; algunos estados han registrado crecimientos superiores al 100 por ciento (Florida, Hawai, Maryland, Distrito de Columbia, Nuevo México, California y Nevada), mientras que otros como Mississippi y Carolina del Norte han tenido un crecimiento inferior al 30 por ciento.

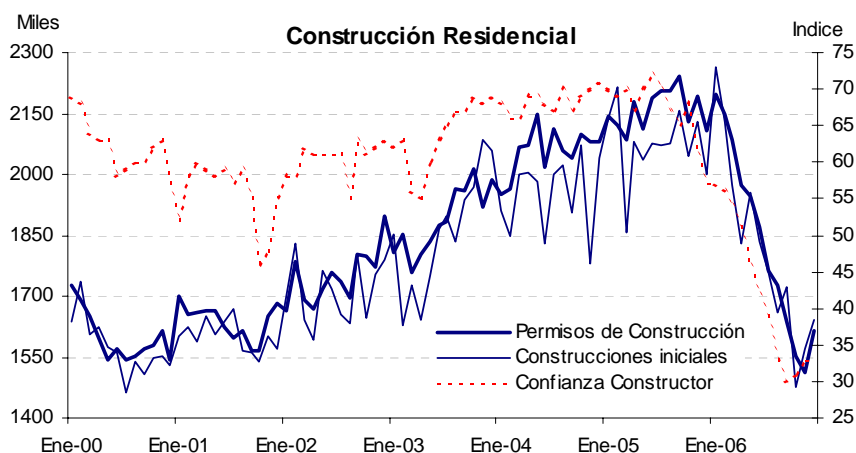


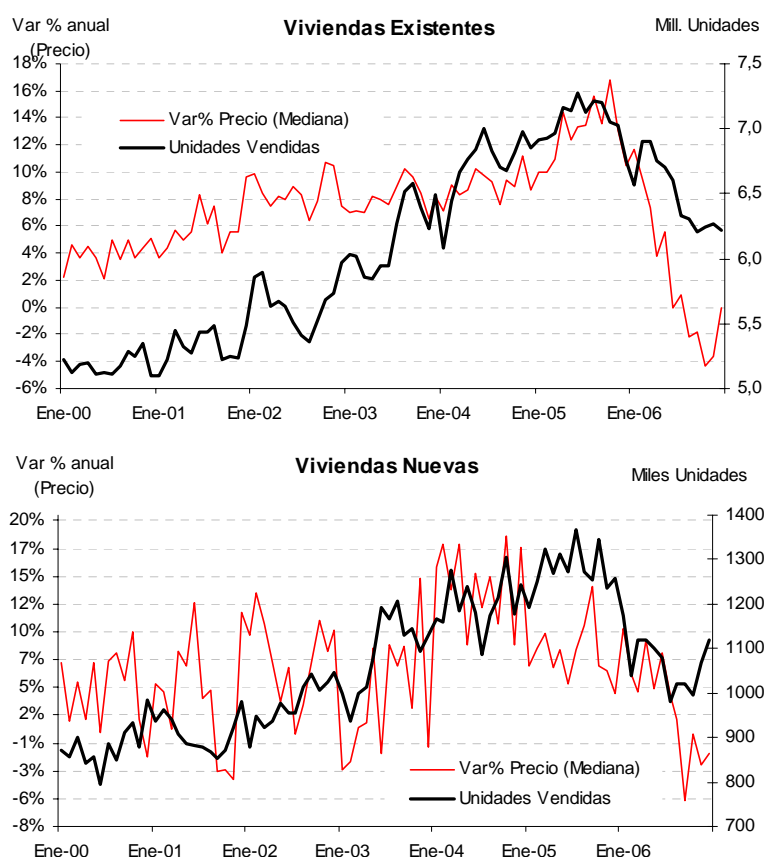
1. Los precios nominales (OFHEO) deflato por el deflator de precios del PNB de EUA.

Sin embargo, desde el 2006, el crecimiento de los precios (nominales y reales) ha comenzado a desacelerarse. Así, la tasa anual de los precios nominales ha descendido, desde 13,9 por ciento en el tercer trimestre de 2005 (la mayor en treinta años) a 7,7 por ciento en el tercer trimestre de 2006; mientras que las tasas reales han descendido desde más de 10 por ciento a casi 5 por ciento. En este contexto, se ha generado mucha incertidumbre respecto a si esta desaceleración está reflejando una próxima caída de precios, creando temor de los posibles efectos sobre el nivel de actividad de EUA.

26. En efecto, si se revisa los principales indicadores del mercado inmobiliario, que involucra prácticamente a dos sectores -el inmobiliario propiamente dicho y el de construcción-, la reciente desaceleración en el crecimiento de los precios refleja un enfriamiento de la actividad en dichos sectores.

En los últimos meses se han difundido indicadores negativos del sector inmobiliario, como la caída de las ventas de viviendas nuevas (15 por ciento del mercado) y existentes (85 por ciento restante), el incremento- a niveles récord- de los inventarios de viviendas; así como otros indicadores del sector construcción, como la caída del índice de confianza de los constructores y de los permisos y gastos de construcción residencial. Si bien los ajustes observados durante todo el 2006 son significativos, se observa claramente cierta estabilización en los dos últimos meses del año.





Sobre la posible corrección de precios

27. Al tercer trimestre del año 2006, de acuerdo con la OFHEO, los precios promedios han registrado una desaceleración de su crecimiento; mientras que según información del propio sector inmobiliario (de ventas de viviendas, data mensual), la mediana de los precios registró caída desde agosto de 2006⁸, y al cierre del año, en el caso de las viviendas existentes los precios registraron variación nula respecto a diciembre 2005; mientras que los precios de las viviendas nuevas mostraron una caída de 1,5 por ciento.

28. Algunas investigaciones consideran que estos desarrollos corresponden a un proceso de corrección de la sobrevaloración de los mismos. Ello sobre la base del crecimiento real de los precios y de la relación precio e ingreso personal promedio (relaciones que algunos investigadores consideran debería mantenerse estable).

También existiría una sobrevaloración desde la perspectiva del análisis financiero (ya que la vivienda es considerada como un activo de inversión), lo que se refleja en el fuerte incremento del ratio entre Renta Equivalente y Precio de la Vivienda, que en términos financieros es equivalente al conocido *price-earning ratio*. Una investigación del BBVA (Economicwatch del 5 de setiembre de 2006), ha encontrado que dicho ratio está 50 por ciento por encima de su valor de 1997; y

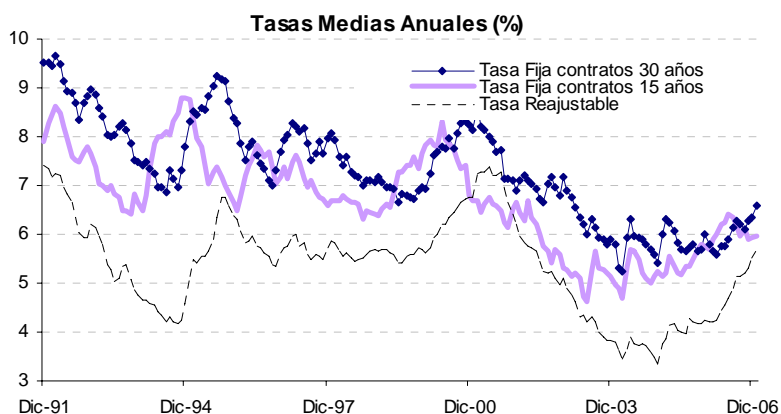
⁸ En el caso de las ventas de viviendas existentes, el principal mercado, en octubre 2006 los precios registraron una caída anual, por tercera vez consecutiva, de 3,5 por ciento anual. En el caso de las viviendas nuevas, los precios registraron un aumento de 1,9 por ciento.

encuentra que desde el punto de vista de los costos de producción y de la demanda de consumo, los precios estarían sobrevalorados en 35 por ciento⁹.

Las estimaciones de sobrevaloración, en general, fluctúan entre 20 y 40 por ciento aproximadamente. Por otro lado, otras investigaciones no consideran que los precios estén sobrevalorados¹⁰.

29. Frente a estos diferentes puntos de vista, las investigaciones sí coinciden en que una de las principales variables que explican el fuerte incremento de los precios de los inmuebles es la baja tasa de interés de corto plazo¹¹ (y la de largo plazo) asociada con el ciclo expansivo de la FED observado entre el 2001 y 2004, y que habría influido en las tasas promedio de las hipotecas de EUA¹².

Por ello, se puede prever que estas condiciones favorables del mercado de inmuebles se revertirán, como efectivamente ya ha estado sucediendo, por el efecto de las mayores tasas de la FED (el ciclo de alzas se inició en junio 2004). En este sentido, el incentivo para la demanda de inmuebles desaparecería y, por ende, los precios de los inmuebles tendrían que ajustarse.



Como se puede observar en el gráfico, desde fines de 2003 se ve una reversión al alza en la evolución de las tasas medias anuales de las hipotecas, aunque aún en niveles muy bajos. Entre los distintos contratos, los de tasas variables son los que se han venido ajustando consistentemente con el alza de tasas de corto plazo, mientras que los de tasas fijas muestran un ajuste menor y más lento, y son estos tipos de contratos (los de tasas fijas) los más comunes en EUA (constituyen más del 80 por ciento).

⁹ De manera similar, en The Economist ("Checking the thermostat", 7 de setiembre de 2006), se considera que de acuerdo al ratio Renta/Precio de viviendas, los precios estarían sobrevalorados en 20 por ciento o más. A nivel estadístico, otras investigaciones (Gallin, 2004; Malpezzi, 1999) han encontrado que los ratios de precios respectivos a la renta equivalente y al ingreso promedio muestran reversión a la media, por lo que se esperaría una caída de los mismos. En un estudio reciente del Moody's Economy.com, se estima que los precios de más de la mitad de los valores de inmuebles de las aéreas metropolitanas de EUA registrarían una reducción en el 2007.

¹⁰ "Bubble, Bubble, Where's the House Bubble?", Margaret Hwang Smith y Gary Smith, Brookings Papers on Economic Activity 1:2006, Brookings Institution Pres.

¹¹ Investigación del FMI, "The Global Price Boom", set. 2004.

¹² Cabe recalcar que del total de hipotecas que se transan, el 37 por ciento es para refinanciación (aprovechando así la reducción de los intereses).

30. Los factores señalados anteriormente hacen prever que esta tendencia seguiría y que se daría una corrección en los precios.

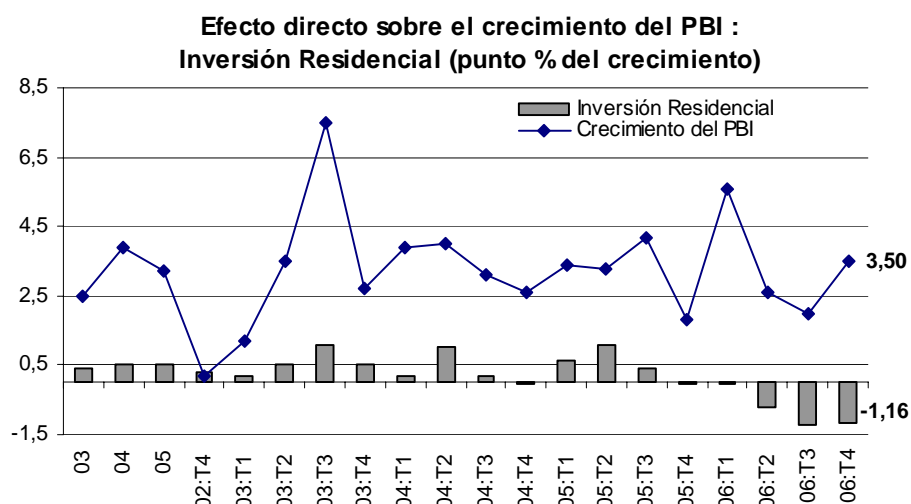
Algunos investigadores consideran que se daría un proceso de corrección gradual, en la medida que el ajuste de tasas ha sido gradual y por el lento traspaso de este ajuste sobre las tasas hipotecarias. Entre los que proyectan que el ajuste de precios sería ordenado destacan el FMI y la FED (aunque a nivel de estados no hay consenso).

Por otro lado, otros investigadores consideran que el ajuste podría ser significativo con un retroceso de los precios de manera rápida, como lo sostiene Nouriel Roubini quien señala una alta probabilidad de un ajuste drástico y, por lo tanto, con efectos nocivos sobre la actividad.

Posibles efectos sobre el PBI

31. La preocupación por la caída de los precios de los inmuebles se explica por sus efectos sobre el PBI y sobre el sistema bancario (sector expuesto a las hipotecas)¹³. En particular, el temor de una desaceleración del crecimiento radica en mayor medida en el impacto sobre el consumo, que actualmente explica el 70 por ciento del crecimiento del PBI, y en menor medida, en el impacto sobre la inversión.

Con respecto a la inversión, los efectos sobre el crecimiento son directos y se darían por la menor inversión en el sector construcción residencial, sector que es intensivo en mano de obra¹⁴. Sin embargo este efecto no es tan dramático porque la inversión residencial participa con aproximadamente un 6 por ciento del PBI de EUA.



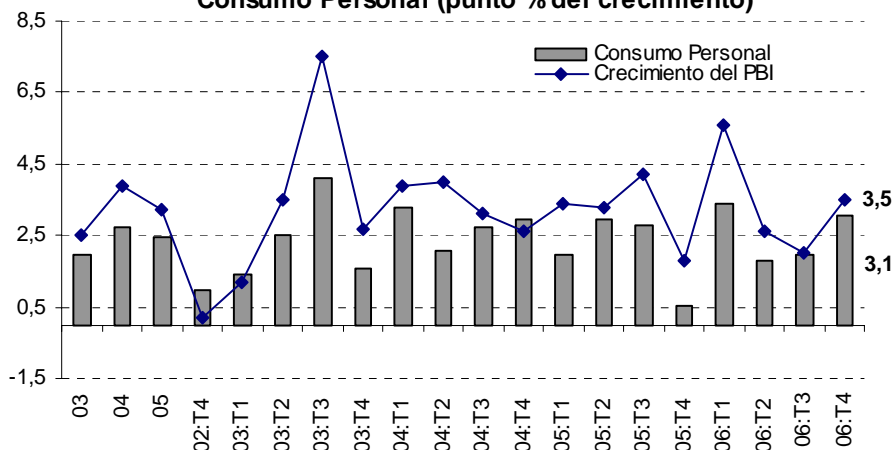
Así, en el año 2003-05, la inversión residencial contribuyó con 0,5 punto porcentual del crecimiento de EUA. En los últimos cuatro trimestres, esta contribución ha pasado de ser nula (último trimestre 2005) a -1,2 punto porcentual en el cuarto

¹³ En una investigación de la FED de San Luis: *What Happen to Banks When House Price Fall? U.S. Regional Housing Bust of the 1980s and 1990s* (setiembre/octubre 2006), David C. Wheelock encontró que los bancos si bien están más expuestos a una caída de los precios de los inmuebles desde el 2000, son menos vulnerables a tal evento y están mejor posicionados, ello en comparación con las experiencias pasadas.

¹⁴ Este sector participa con el 7 por ciento del total de mano de obra de EUA.

trimestre de 2006. Así, en el año 2006, la contribución de la inversión residencial en el crecimiento estimado (3,4 por ciento) fue negativa en 0,3 punto porcentual¹⁵.

**Efecto indirecto sobre el crecimiento del PBI :
Consumo Personal (punto % del crecimiento)**



Con respecto al consumo, el canal de transmisión no es directo y se manifestaría a través del tradicional efecto riqueza. Los menores precios de los inmuebles afectarían la riqueza de los agentes, dado que los inmuebles son una parte significativa de ella, reduciendo así el consumo. Según datos del Reporte de Estabilidad Financiera del FMI (abril de 2005), cerca de un tercio de la riqueza de los agentes se concentraba en activos no financieros (mayoritariamente bienes inmobiliarios).

Adicionalmente, los efectos sobre el consumo se reforzarían con el efecto del “Home Equity Withdrawal (HEW)” (o también conocido como “Mortgage Equity Withdrawal” - MEW). Este fenómeno (HEW) ocurre cuando, en el sector de inmuebles el incremento del valor de las hipotecas es mayor que el gasto en activos inmuebles, es decir, parte del flujo neto de nueva deuda de hipotecas se filtra a otros usos como el consumo (en particular el de bienes durables)¹⁶. Justamente los desarrollos en el mercado de hipotecas (en conjunto con las bajas tasas de interés o bajos costos de financiamiento o refinanciamiento) han generado una mayor accesibilidad a la propiedad y han convertido a los inmuebles en un activo más líquido, incentivando y fortaleciendo el fenómeno de HEW.

El efecto riqueza y la reversión del efecto del HEW conducirían a un menor gasto del consumo, principal motor del crecimiento de EUA (como se puede observar en el gráfico). De allí que la principal preocupación es determinar la magnitud de la corrección de los precios de los inmuebles, los efectos sobre la riqueza y sobre el HEW, y finalmente sobre el consumo.

¹⁵ En el 2006 la inversión residencial registró una caída de 4,2 por ciento, a nivel trimestral, la caída del cuarto trimestre fue la mayor desde 1990 (19,2 por ciento). Cabe mencionar que la inversión fija del 2006 ha mostrado una contribución positiva en el crecimiento (0,5 punto porcentual) porque la contribución de la inversión no residencial (0,8 punto porcentual) más que compensó la contribución negativa de la residencial.

¹⁶ Los propietarios pueden filtrar valor de sus activos inmuebles de diversas formas como tomando una hipoteca que supera el valor del inmueble o incrementando la deuda (a través de cláusulas que postergan los pagos de amortización), o refinanciando hipotecas con un principal mayor o tomando una segunda hipoteca o vendiendo la propiedad.

32. De acuerdo con experiencias pasadas en EUA, las investigaciones han encontrado que los cambios en la riqueza asociados a inmuebles tienen un efecto mayor y más persistente sobre el consumo que los cambios de la riqueza asociada a la bolsa de valores¹⁷; y además, que reducciones importantes de los precios de los inmuebles tienen efectos en la actividad mayores y más persistentes (casi el doble) que las reducciones importantes de los precios del mercado de valores¹⁸.

Algunos estudios señalan que un incremento de 10 por ciento en la riqueza inmobiliaria aumenta el consumo en 0,4 por ciento durante el primer trimestre y genera aumentos futuros que se mantienen a tasas de 0,2 por ciento después de 10 trimestres.¹⁹ Otros estudios señalan resultados parecidos. Un incremento de US\$ 100 en la riqueza-inmueble de los consumidores conduce a un incremento de US\$ 6 en el gasto de largo plazo; mientras que un incremento de la misma magnitud en la riqueza en acciones conduce a un incremento de US\$ 4 en el consumo²⁰.

¹⁷ En "Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market", Case, Quigley y Sélner, NBER, WP, 2001.

¹⁸ En "When bubbles burst", Helbing y Terrones, FMI, 2004.

¹⁹ En "Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market", Case, Quigley y Sélner, *Advances in Macroeconomics*, vol. 5, 2005.

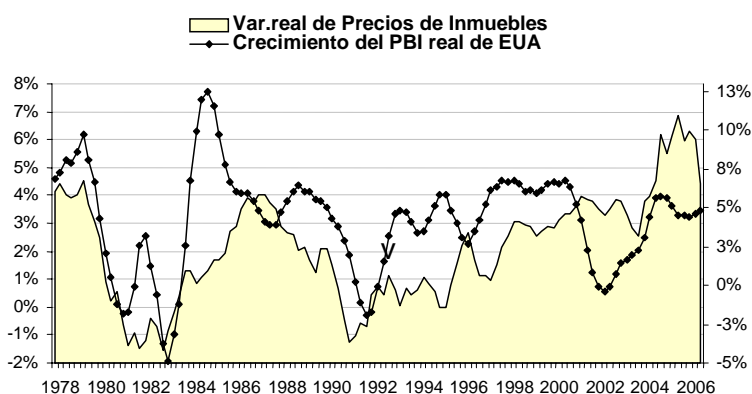
²⁰ "A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects", Morris A. Davis y Michael G. Palumbo, Finance and Economics Discussion Series no. 2001-09, Federal Reserve Board, January 2001.

Experiencias pasadas de caídas de precios de inmuebles en EUA y otras economías.

David C. Wheelock ^{1/}, en una investigación sobre experiencias de caídas de precios nominales de los inmuebles en EUA a nivel regional, entre 1980-1999, encontró una serie de evidencias para los 20 casos analizados:

a. No todas las experiencias de *booms* de precios han sido seguidas por eventos de caídas de precios. De las 20 experiencias de *booms*, 10 fueron seguidas de caídas de precios (50 por ciento de las experiencias).

b. 17 fueron las experiencias de caídas de precios de al menos 10 por ciento en el transcurso de por lo menos 4 trimestres. De estas 17 experiencias, 10 fueron precedidas por *booms* de precios y corresponden al período de fines de los 80s e inicios de los 90s. Además, de estos 10 eventos, los estados que las experimentaron se caracterizaban por una alta densidad y por una relativa menor disponibilidad de tierra para nuevas construcciones en los alrededores de las principales ciudades. Muchos de los estados corresponden a aquellos que han experimentado el reciente alto crecimiento de precios (entre el 2000-05).



El resto de las experiencias de caídas de precios, que no fueron precedidas por *booms* de precios, fueron en estados agrícolas y manufactureros (inicios de los 80s) y en estados productores de energía (mediados de los 80s).

c. La característica principal de las experiencias pasadas es que a las caídas de precios le siguieron choques económicos y frecuentemente aparecieron luego de un período de incremento de tasas de interés. Además, los precios continuaron creciendo luego que la actividad económica se había comenzado a recuperar.

De manera similar, en las investigaciones del FMI de experiencias pasadas de caídas de precios de inmuebles en varias economías ^{2/}, se han encontrado las siguientes evidencias:

a. El consumo privado cae rápidamente e inmediatamente después de una caída de precios de los inmuebles, y que este efecto es mayor que el de una caída bursátil. Los eventos de caídas de precios son más probables (40 por ciento) cuando son precedidos por booms de precios porque la conexión entre alzas y caídas (proceso de corrección) es mayor en los precios de los inmuebles que en los precios de los valores de las acciones.

b. Las caídas de los precios de los inmuebles están asociadas con una política monetaria restrictiva, más que las caídas de los precios de las acciones. Por ello, las caídas han ocurrido a fines de los 70's, inicios y finales de los 80's, cuando combatir la inflación era el principal objetivo de la política monetaria.

c. Las caídas de los precios de los inmuebles ocurren cada 20 años, duran cerca de 4 años e implican una reducción de precios de cerca de 30 por ciento. Las caídas de precios están asociadas con una reducción en las tasas de crecimiento del producto. La pérdida del producto asociada con una caída típica de precios de inmuebles es de aproximadamente el doble (8 por ciento) del de la pérdida asociada con una caída de precios de las acciones (4 por ciento).

1/ Investigación de la FED de San Luis, David C. Wheelock, 2006, op.cit.

2/ En "When bubbles burst", Helbing y Terrones, opt.cit.



33. Este mayor efecto riqueza-inmueble sobre el consumo que el de riqueza-acciones se explica por varios factores²¹. El primero sería la mayor volatilidad de los precios de las acciones respecto al de los inmuebles, por lo que un incremento de la riqueza vía precio de inmueble podría ser considerado de carácter más permanente. El segundo factor está asociado con la diferencia en la distribución de ingresos de los tenedores de los dos activos. Mientras que el ingreso de los tenedores de acciones se concentra en el nivel alto (cuyo consumo es menos sensible a cambios en la riqueza); el de los tenedores de inmuebles es más extensivo a diferentes niveles de ingresos. El tercer factor se refiere al trato tributario de la riqueza en inmuebles más favorable que el de la riqueza en acciones (afecta a impuestos sobre las ganancias de capital y penalidades por retiros de efectivo de los planes de jubilación).

Otro factor importante es el incremento reciente de la accesibilidad y liquidez de los inmuebles gracias a los desarrollos e innovaciones en el mercado inmobiliario, que además han elevado el impacto de la riqueza en inmuebles sobre el consumo y estarían asociados con el bajo nivel de la tasa de ahorro personal de EUA (que inclusive se ha vuelto negativo a inicios de 2006 cuando el consumo excedió el ingreso).

Este último factor está muy asociado al efecto del HEW ya mencionado. Por ejemplo, durante el 2005, en EUA, de los US\$ 800 mil millones reportados de HEW, unos US\$ 150-200 mil millones fueron hacia el consumo y otros US\$ 100 mil millones fueron a inversiones en residencias (expansiones o mejoras de viviendas)²². En este sentido, algunas investigaciones han encontrado que recientemente (para data de esta década) el efecto de un incremento de US\$ 100 de la riqueza conlleva a un incremento de US\$ 9 en el gasto²³ (mayor a los US\$ 6 encontrados en estudios previos) o que el impacto de la riqueza en inmuebles sobre el consumo es tres veces mayor que el impacto de la riqueza en acciones.

34. Investigaciones recientes han encontrado que el crecimiento del consumo de esta década se habría incrementado entre 1-3 puntos porcentuales por los efectos del HEW. Por ello, una desaceleración del crecimiento de los precios de los inmuebles a tasas de un dígito conllevaría a una reducción del crecimiento del consumo entre 1-2 puntos porcentuales y, por lo tanto, a una reducción del crecimiento de entre 0,75-1,5 puntos porcentuales²⁴.

Otras investigaciones²⁵, donde consideran el escenario de un ajuste gradual de precios, señala que el impacto de una desaceleración del crecimiento de los precios de los inmuebles sobre el PBI sería de 0,5 puntos porcentuales; mientras que en un escenario menos probable de un ajuste drástico de precios (con crecimiento cero o caída inmediata), el impacto sobre el PBI se elevaría a entre 1-2

²¹ "Making Sense of the U.S. Housing Slowdown", John V. Duca, 6 de diciembre 2006, en Economic Letter- Insights from the Federal Reserve Bank of Dallas, disponible en la página web de la FED de Dallas.

²² Is Home Equity Withdrawal Behind the Drop in U.S. Saving, Christian Menegatti, RGE editorial staff, Jul 21, 2006.

²³ "How Large is the Housing Wealth Effect? A New Approach", Christopher D. Carroll, Misuzu Otsuka

²⁴ Duca (2006) and "Mortgage Equity Withdrawal: The Key Issue for 2006", Jan Hatzius and Monica Fuentes, US Economic Analyst, Goldman Sachs, Issue 05/46, Nov. 18, 2005.

²⁵ BBVA, 2006, op.cit., David C. Wheelock, 2006, op.cit. Helbing y Terrones, op.cit.

puntos porcentuales anuales en los dos y medio próximos años, y en algunos casos se señala la posibilidad de una recesión²⁶.

Como se puede concluir, los efectos sobre el crecimiento dependen del grado del ajuste de precios de los inmuebles, de la magnitud del efecto de reversión del HEW y del efecto riqueza sobre el consumo. Como señalan las investigaciones hay mucha incertidumbre, en particular respecto al ajuste de precios y respecto a la magnitud del HEW, ya que prácticamente es un fenómeno que se ha fortalecido en esta década.

V. Spreads de economías emergentes

Los spreads de las economías emergentes continuaron su tendencia a la baja. El mantenimiento de altos precios de commodities, las mejoras en los fundamentos macroeconómicos de las economías emergentes y el cambio de expectativas en torno a la política de tasas por parte de la FED llevaron a que los spreads alcanzaran sucesivos mínimos históricos.

35. Los *spreads* de los títulos de economías emergentes mostraron, en términos generales, una tendencia acentuada a la baja. Esta caída solo fue brevemente interrumpida por la turbulencia producida entre mayo y junio de 2006 que afectó de manera temporal algunos *spread* emergentes. Sin embargo, en los meses posteriores, los *spreads* retomaron su tendencia a la baja, favorecidos por la decisión de la FED de mantener su tasa de interés en 5,25 por ciento desde agosto del 2006.

Los EMBI+ de Brasil, Argentina y Perú alcanzaron sucesivos mínimos históricos a partir de esa fecha.

SPREADS DE MERCADOS EMERGENTES (EMBI+)*

	Dic. 03	Dic. 04	Dic. 05	Dic. 06	Var. en pbs Dic. 06 - Dic. 05
<u>Economías Emergentes</u>	<u>418</u>	<u>356</u>	<u>245</u>	<u>169</u>	<u>-76</u>
América Latina	521	420	283	185	-98
Brasil	463	382	311	192	-119
Colombia	431	332	238	146	-92
México	199	166	126	98	-28
Argentina	5 632	4 703	504	216	-288
Perú ^{1/}	312	220	206	117	-89

* Datos a fin de periodo

1/ El 29 de setiembre de 2006, JP Morgan incorporó en el cálculo del EMBI+ los bonos globales 2025 y 2033, resultando en un aumento de aproximadamente 40 pbs.

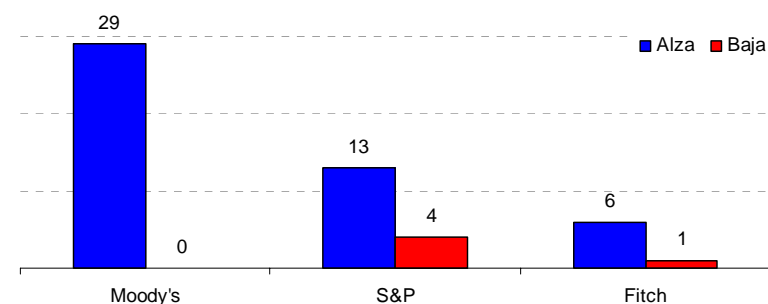
Fuente : Reuters

36. También fue determinante en esta evolución la mejora en los fundamentos de las economías (incremento en las reservas internacionales, reperfilamiento y reducción de deuda, entre otros) lo cual, a su vez, se reflejó en las mejoras de las calificaciones de riesgo por parte de las principales agencias.

²⁶ Investigación del BBVA, 2006, op.cit. Las estimaciones del FMI también consideran un ajuste gradual como el escenario de mayor probabilidad, con una caída del PBI menor de 0,5 puntos porcentuales. Por otro lado, el caso de una recesión es señalado por Roubini como el escenario altamente probable (70 por ciento) y que se daría en el 2007.

Así, durante el año, Moodys mejoró la calificación de riesgo a 29 economías²⁷, Standard & Poor's, a 13, y Fitch, a 6 países, incluyendo en esta revisión a las economías emergentes más importantes como India, Rusia y Brasil. Perú también obtuvo una mejora en su calificación soberana por parte de Fitch y Standard & Pools y una mejora en la perspectiva de estable a positiva por parte de Moody's.

Cambio en la calificación de riesgo de economías emergentes: 2006



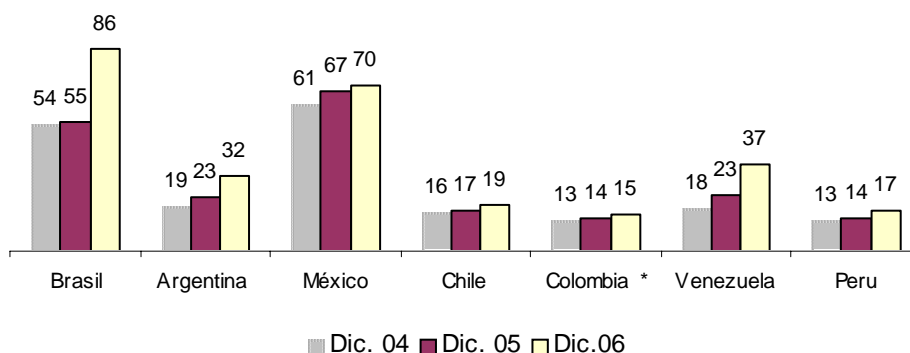
*Solo con grado especulativo

37. Este contexto favorable estuvo acompañado por importantes inlfujos de capital a los países de la región. Los flujos de capitales hacia los mercados emergentes habrían alcanzado un nuevo record durante el 2006, de acuerdo a Emerging Portfolio Fund Research. Los flujos netos de los fondos mutuos dedicados a los mercados bursátiles emergentes alcanzaron los US\$ 22,1 mil millones al 20 de diciembre de 2006, mayor al máximo histórico alcanzado el 2005 de US\$ 20,3 mil millones. Estos flujos de capitales estuvieron dirigidos principalmente a economías asiáticas. Del mismo modo, JP Morgan reportó que los inlfujos de capitales hacia los mercados de bonos fueron US\$ 23,9 mil millones, de los cuales US\$ 18,6 mil millones se dirigieron a los mercados de deuda externa y US\$ 5,3 mil millones, a los mercados de deuda local.

Estos factores contribuyeron a que los bancos centrales de los países de la región continuaran acumulando reservas internacionales con sus políticas de intervención. Destacaron la acumulación de reservas internacionales de Brasil y Argentina.

²⁷ Cabe destacar que en mayo de este año, la empresa Moody's modificó su metodología para el cálculo de los techos de las calificaciones de deuda de largo plazo en moneda extranjera sin alterar la calificación soberana. Ello implicó el alza en el techo de 70 economías, en las cuales la calificación de empresas privadas podría ser mayor a la soberana.

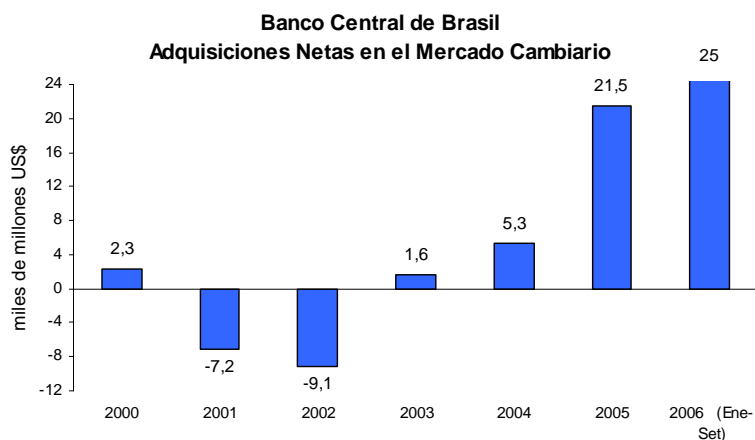
Reservas internacionales (miles de millones de US\$)



Mecanismos de intervención cambiaria en América Latina

Los bancos centrales de América Latina aplican distintos mecanismos de intervención en el mercado cambiario.

Así, el Banco Central de **Brasil** utiliza las compras o ventas directas de moneda extranjera con el objetivo de fortalecer sus reservas internacionales (llegando a comprar en el mercado cambiario US\$ 25 mil millones entre enero y setiembre de 2006), y las colocaciones de *swap* cambiarios o *reverse swap* cambiarios, instrumentos que permiten a los agentes protegerse de las depreciaciones y apreciaciones del real, respectivamente.



El Banco de la República de **Colombia** aplica un régimen de una subasta de *opciones put* (que dan derecho a vender dólares al BC) o *call* (otorgan el derecho a comprar dólares al BC), y compras discrecionales de dólares. Estas últimas permitieron adquirir en el mercado spot, en neto, US\$ 1 408 millones entre enero y diciembre del 2006.

En **México**, el banco central aplica un régimen de flexibilidad cambiaria y un sistema que evita una mayor acumulación de reservas internacionales (las mayores RIN provienen de los altos precios del petróleo). Este sistema consiste en una subasta diaria de venta de dólares que opera de manera independiente del nivel y la tendencia del tipo de cambio. Este monto diario de ventas *spot* del BC se anuncia trimestralmente y actualmente es de US\$ 42 millones.

Para el Banco Central de **Argentina**, el objetivo básico de la intervención cambiaria ha sido el de acumular reservas, pues considera que, ante la falta de fondos regionales, se debe contar con un seguro para enfrentar choques externos. Así, en el año 2006, el BC compró en el

mercado cambiario US\$ 12,9 mil millones, recuperando los US\$ 9,5 mil millones de reservas que utilizaron para prepagar su deuda con el FMI en enero de 2006. La intervención es discrecional y se da a conocer con desfase de una semana.

Finalmente, en **Chile** las intervenciones en el mercado cambiario están reservadas para circunstancias excepcionales en las que su tipo de cambio se aleje mucho de su valor de equilibrio y exista, por tanto, la posibilidad de costosas reversiones en el futuro.

VI. Términos de Intercambio

Luego de aumentar 26 por ciento en el 2006 (alza no vista en por lo menos 57 años), los términos de intercambio tendrían una corrección moderada en el 2007 de 3,7 por ciento. Los bajos inventarios generarían presiones al alza en los metales básicos (en particular, plomo y estaño) que compensarían el menor crecimiento mundial.

Proyecciones del oro también contemplan una tendencia al alza por la incertidumbre en torno al dólar, mientras que la evolución en el precio de petróleo estaría determinado por la intención de la OPEP de evitar caídas en el precio, en un contexto de escasa capacidad instalada ociosa. Los riesgos se centran en una desaceleración de la economía mundial mayor a la prevista y en la incertidumbre geopolítica que podría ubicar los precios del petróleo por encima de las proyecciones actuales. Además, una caída de cUS\$ 10 en el precio del cobre, por debajo del escenario base (por mayor desaceleramiento de sector inmobiliario en EUA y alza en inventarios), generarían una caída en los términos de intercambio de aproximadamente 75 pbs.

38. Luego de alcanzar un récord histórico de 26 por ciento en el 2006, para el año 2007 se registraría una disminución en los términos de intercambio (3,7 por ciento), aunque con un alto grado de incertidumbre ante los bajos niveles de inventarios de los metales básicos, la incertidumbre geopolítica y los riesgos de una desaceleración económica mundial mayor a la prevista.

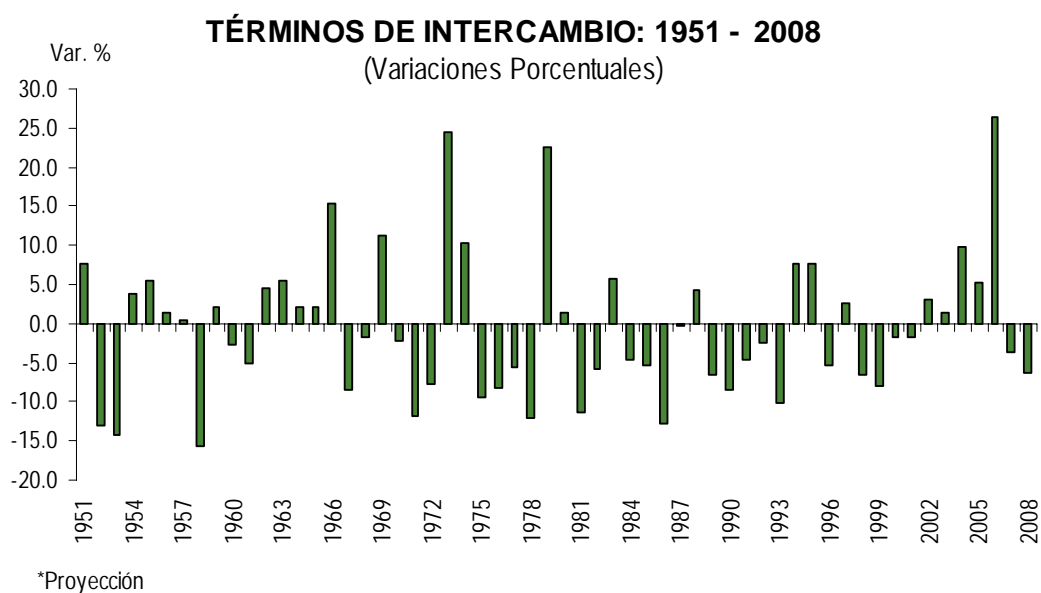
NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 6 – 16 de febrero de 2007

TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (Var.% anual)

	2005	2006 ^{1/}		2007 ^{1/}		2008 ^{1/}	
		RI Set 06	RI Ene 07	RI Set 06	RI Ene 07	RI Set 06	RI Ene 07
<u>Términos de intercambio</u>	<u>5.2</u>	<u>23.8</u>	<u>26.4</u>	<u>-5.3</u>	<u>-3.7</u>	<u>-7.1</u>	<u>-6.3</u>
Índice de precios de exportación del cual:	16.3	33.5	35.7	-1.2	-1.6	-5.7	-3.7
- Oro (US\$ / Oz.Tr.)	445	605	605	627	637	640	661
- Cobre (US\$ / Lb)	1.67	3.11	3.05	3.01	2.57	2.63	2.32
- Zinc (US\$ / Lb)	0.63	1.38	1.49	1.37	1.65	1.12	1.31
- Harina de Pescado (US\$ / TM)	685.8	1 045.3	1 080.3	921.9	1 074.0	911.8	1 062.2
Índice de precios de importación del cual:	10.6	7.8	7.4	4.4	2.2	1.5	2.8
- Petróleo (US\$ / barril)	57	69	66	71	62	69	65
- Trigo (US\$ / TM)	130	167	169	172	183	159	175

1/ Proyectado.



39. En el 2006, los términos de intercambio han mostrado un crecimiento significativo debido a la favorable evolución de los precios de la mayoría de los commodities, que han superado considerablemente las proyecciones iniciales. Las cotizaciones de los principales commodities (oro, cobre, petróleo) lograron record históricos en el primer semestre del año, alcanzando correcciones significativas hacia fines del año. Por el contrario, los demás metales básicos (zinc, estaño y plomo) registraron significativas alzas en los últimos meses del año (alcanzando niveles récords históricos en noviembre y diciembre), con perspectivas todavía sólidas para el 2007.

Este comportamiento diferenciado entre productos muestra que la dinámica de los precios de los commodities en los últimos meses y las perspectivas para el 2007 serán explicados en gran medida por factores específicos de cada *commodity* más que por una tendencia común como la ocurrida en los últimos años. Esto se puede corroborar tomando en cuenta que las correlaciones a partir de la segunda mitad

NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 6 – 16 de febrero de 2007

del 2006 para los principales commodities han decrecido significativamente con respecto a las elevadas correlaciones registradas en los últimos cuatro años.

Correlaciones 2002 -2006 (I semestre)

	ORO	PLATA	COBRE	ZINC	PLOMO	ESTAÑO	PETROLEO
ORO	1.000						
PLATA	0.971	1.000					
COBRE	0.968	0.979	1.000				
ZINC	0.937	0.954	0.968	1.000			
PLOMO	0.872	0.867	0.845	0.736	1.000		
ESTAÑO	0.679	0.692	0.660	0.513	0.846	1.000	
PETROLEO	0.904	0.883	0.910	0.817	0.884	0.698	1.000

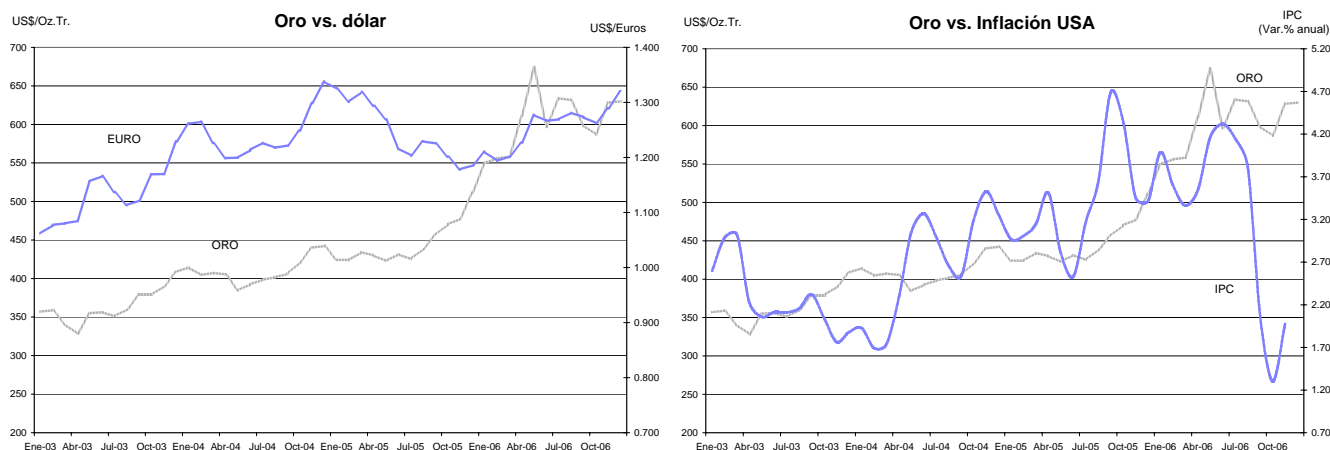
Correlaciones 2006 (II semestre)

	ORO	PLATA	COBRE	ZINC	PLOMO	ESTAÑO	PETROLEO
ORO	1.000						
PLATA	0.395	1.000					
COBRE	-0.221	-0.887	1.000				
ZINC	0.087	0.840	-0.948	1.000			
PLOMO	-0.237	0.749	-0.881	0.924	1.000		
ESTAÑO	-0.061	0.776	-0.952	0.932	0.960	1.000	
PETROLEO	0.590	-0.435	0.610	-0.741	-0.897	-0.766	1.000

Oro

40. Luego de alcanzar un máximo en 26 años el 11 de mayo (US\$/oz.tr. 721), la cotización se corrigió en los siguientes meses, aunque se mantuvo casi siempre por encima de los US\$/oz.tr. 600. El precio del oro cerró el año con un crecimiento promedio de 36 por ciento. Las principales causas que afectaron positivamente el precio del oro fueron:

- Cobertura ante presiones inflacionarias en EUA y debilitamiento del dólar.* El incremento de la inflación en EUA (como consecuencia de los elevados precios del petróleo) y la depreciación del dólar (en un contexto de un elevado déficit de cuenta corriente), han incentivado la demanda de oro como activo de reserva de valor.

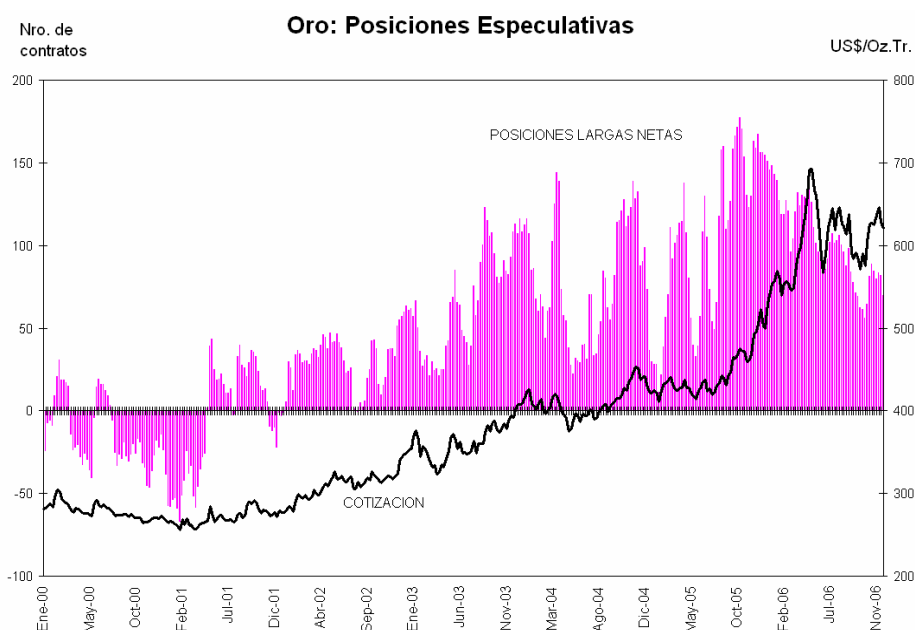


- Incertidumbre geopolítica mundial:* El conflicto entre Israel y Líbano (entre el 11 de julio y el 14 de agosto), produjo temores de que el conflicto se expanda a otros países en el Medio Oriente. Adicionalmente, Corea del Norte inició pruebas de misiles de largo alcance generando tensiones con países de la



región. Adicionalmente, la negativa de Irán de detener su programa nuclear a petición de la ONU ha traído como consecuencia la petición de sanciones por parte de EUA y otras economías desarrolladas.

- c. *Interés por parte de inversionistas en el mercado de commodities:* La característica del metal precioso de ser, además, considerado como un activo subyacente a diversos instrumentos financieros, ha provocado el aumento del apetito de inversionistas, que buscan rentabilizar sus fondos. Según la consultora especializada en metales preciosos, CPM Group, los inversionistas habrían añadido 55,3 millones de onzas a sus portafolios durante el 2006, alcanzando 1,1 mil millones de onzas (a setiembre las tenencias de oro de los todos los bancos centrales ascendió a 985 millones de onzas).
- d. *Menores ventas de reservas de oro por parte de los bancos centrales:* Según CPM Group, las ventas de los bancos centrales habrían ascendido a 12 millones de onzas en el 2006 (20,3 millones de onzas en el 2005). Cabe indicar que durante el segundo año del Acuerdo de Bancos Centrales sobre Oro (CGBA-2 por sus siglas en Inglés) que venció el 26 de setiembre, sólo de vendieron 400 TM de las 500 TM permitidas por el acuerdo.



Dentro de los factores que presionaron los precios a la baja destacan el debilitamiento de la demanda de la industria joyera (en especial por menores compras en India y Medio Oriente) y el retroceso de los precios del petróleo, que limitó la demanda del oro como activo de refugio ante presiones inflacionarias

41. Respecto al **balance entre la oferta y la demanda**, el Consejo Mundial del Oro estima que la producción de mina en el período enero-setiembre del 2006 se redujo en 2 por ciento, debido a que el leve crecimiento en Latinoamérica no pudo compensar la caída en la producción de países como Indonesia, Sudáfrica y Australia.

Por su parte, a pesar de que la demanda total cayó en 13,5 por ciento en dicho período (destacando la caída en la demanda joyera de 19 por ciento, en especial

en India y Medio Oriente), es importante resaltar el crecimiento en 45,4 por ciento de la demanda por parte de inversionistas (principalmente por el interés en los fondos ETF –Exchange Trade Funds- especializados en oro y por coberturas contra incertidumbre geopolítica).

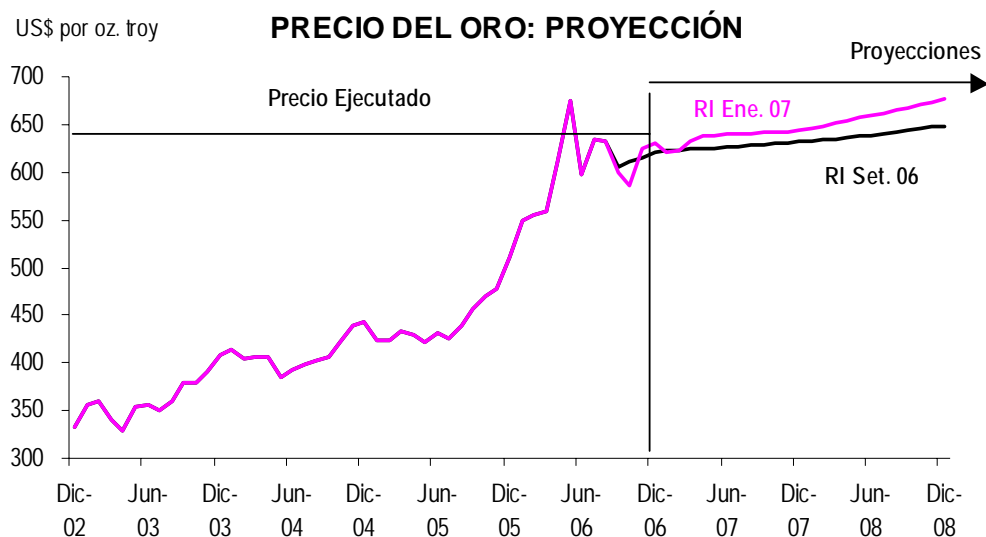
Oferta y Demanda de Oro (TM)

	2004	2005	% ch 2005 vs 2004	Ene-Set. 2005	Ene-Set. 2006	Var. % Ene set. 06/05
Oferta minera	2 042	2 436	19.3	1 737	1 447	-16.7
Ventas oficiales	470	659	40.4	498	224	-54.9
Desperdicios de oro	849	888	4.6	613	795	29.7
Total Oferta	3 361	3 983	18.5	2 847	2 467	-13.4
Fabricación						
Joyería	2 613	2 709	3.7	2 140	1 727	-19.3
Industrial & dental	411	429	4.5	324	340	5.0
Fabricación (Industrial y Joyera)	3 024	3 138	3.8	2 464	2 067	-16.1
Inversión en barras y monedas	397	412	3.6	343	285	-16.8
Otras inversiones minoristas	-57	-24	...	-27	-21	-23.3
ETF ¹ y similares	133	208	56.9	124	181	45.4
Total Demanda	3 497	3 734	6.8	2 904	2 512	-13.5
Balance	-136	-249	...	-57	-46	-19.6

¹ Exchange Trade Funds

Fuente: World Gold Council

42. Para el 2007 las **perspectivas** del precio son favorables. A pesar de la volatilidad que registra el precio del oro, se espera que el precio promedio pase de US\$ 605 por onza troy en el 2006 a US\$ 637 por onza troy en el 2007.



Respecto a las perspectivas del balance de oferta y demanda para el 2007, ABARE Economics (agencia australiana de investigación en recursos naturales) proyectan un crecimiento de la producción de 3 por ciento, debido a que el aumento esperado de la producción en Australia, EUA y Latinoamérica compensarán la continua caída en la producción de Sudáfrica.

Por su parte, la demanda mundial física en el 2007 se recuperará de la fuerte caída del 2006 (debido a que el aumento en la volatilidad del precio del oro desincentivó las compras en India y Arabia Saudita, donde la joyas son tradicionalmente vendidas al peso) y aumentarían 3 por ciento, debido principalmente a la

recuperación del consumo de la industria joyera (particularmente, en India, Medio Oriente y China).

Esta evolución de la demanda física sería fortalecida por el comportamiento de la demanda por parte de inversionistas, que se mantendría elevada por coberturas ante el posible debilitamiento del dólar por el elevado déficit en cuenta corriente en EUA, y por expectativas de conflictos geopolíticos (especialmente en Irán). Adicionalmente, el metal precioso podría ser utilizado como cobertura contra una recesión en EUA y un desaceleramiento en China.

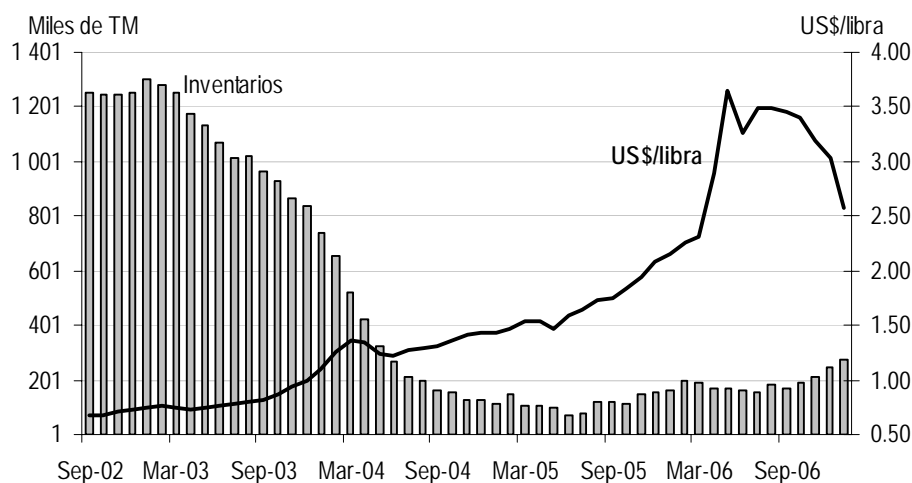
Otro aspecto que podría afectar la evolución del precio del oro, es el comportamiento de los bancos centrales. En este sentido, se espera que los países miembros del CBGA-2 no alcancen nuevamente el límite de 500 TM de venta anual durante el tercer año de vigencia del acuerdo. Incluso, la decisión de diversificación de reservas de algunos bancos centrales que han acumulado significativas reservas en dólares en los últimos años, podría dar un mayor soporte a la cotización (una eventual venta de oro por parte del FMI podría afectar de manera limitada los precios ya que implicaría ventas por el equivalente de 8 por ciento de la oferta mundial del año 2005, y lo haría de forma escalonada, sin especificar montos ni plazos).

Cobre:

43. Luego de alcanzar un record histórico el 12 de mayo (US\$/libra 4,0), la cotización registró una corrección a la baja en los siguientes meses. Este metal básico cierra el año con un aumento promedio de 84 por ciento. Entre las principales causas de esta evolución destacan:

- a. *Problemas de oferta:* Destacan la huelga que duró tres semanas en la mina más grande del mundo (Escondida de propiedad de BHP Billiton, con 8 por ciento de la producción mundial) por disputas salariales, un derrumbe en la mina chilena Chuquicamata (principal unidad de Codelco), que afectó la producción de la empresa por dos meses, el cierre de la mina La Caridad (Grupo México) hasta octubre y la reducción de las operaciones de la mina Grasberg debido a problemas técnicos. Se estima que estas disputas laborales y problemas técnicos habrían generado una pérdida en la producción anual de 500 mil TM (3 por ciento de la producción total)
- b. *Indicadores positivos en economías de principales consumidores de cobre (en especial China).* El crecimiento del PBI chino alcanzó 10,7 por ciento en el año 2006, impulsado por la inversión que alcanzó un crecimiento promedio de 28,5 en el año 2006 (a pesar de algunas medidas para desacelerar el crecimiento). Cabe señalar que las importaciones netas en el 2006 registraron una caída de 19 por ciento, aunque esto se debería a la mayor oferta doméstica. Se estima que el consumo de cobre se habría incrementado en más de 3 por ciento y esta cifra no incluye el consumo de alrededor de 200 mil TM de las reservas estratégicas chinas.
- c. *Bajos inventarios amplifican problemas en el mercado:* Si bien los inventarios de las principales bolsas del mundo (LME, Comex y Shanghai) luego de alcanzar un mínimo histórico en julio del 2005 se han venido recuperando, éstos sólo garantizan 5 días de consumo mundial, muy lejos aún de los 41 días de consumo global que se podían cubrir a inicios del 2003.

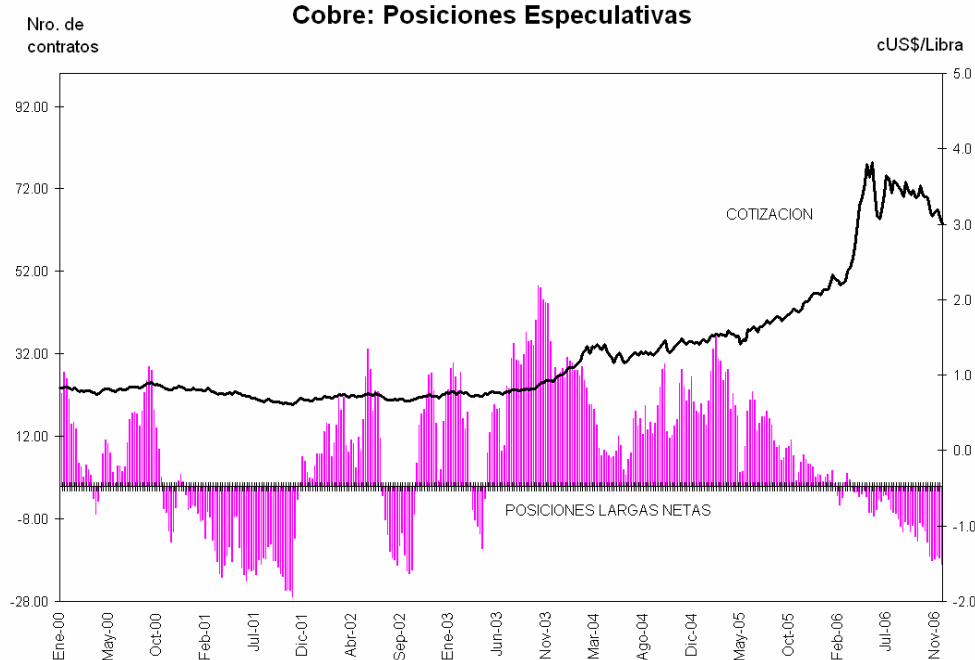
PRECIO DEL COBRE E INVENTARIOS



Fuente: Bloomberg, London Metal Exchange, COMEX y Bolsa de Metales de Shangai.

- d. *Mayor participación de inversionistas especuladores:* Si bien es cierto que la participación de inversionistas especializados en commodities se ha incrementado, no hay evidencia significativa de que dicha participación haya tenido un importante protagonismo en la considerable alza del precio del cobre.

Cobre: Posiciones Especulativas



44. Respecto al **balance de oferta y demanda** del período enero-setiembre del 2006, según el Grupo Estudios Internacionales del Cobre, el mercado registró un superávit de oferta de 81 mil TM. El consumo mundial se incrementó en 2,5 por ciento. China registra una caída de 6,4 por ciento y América del Norte una de 2,2 por ciento, mientras que crecieron los consumos de la Unión Europea, Japón e India en 11,6 por ciento, 5,9 por ciento y 4,9 por ciento, respectivamente. Por su parte, la producción de mina se mantuvo al mismo nivel, destacando el crecimiento de África (15 por ciento) y América del Sur (1,2 por ciento), mientras que se redujo la producción de Asia (4,6 por ciento) y América del Norte (3,5 por ciento). Por su parte, la producción de refinados se incrementó en 5,8 por ciento.

BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE COBRE

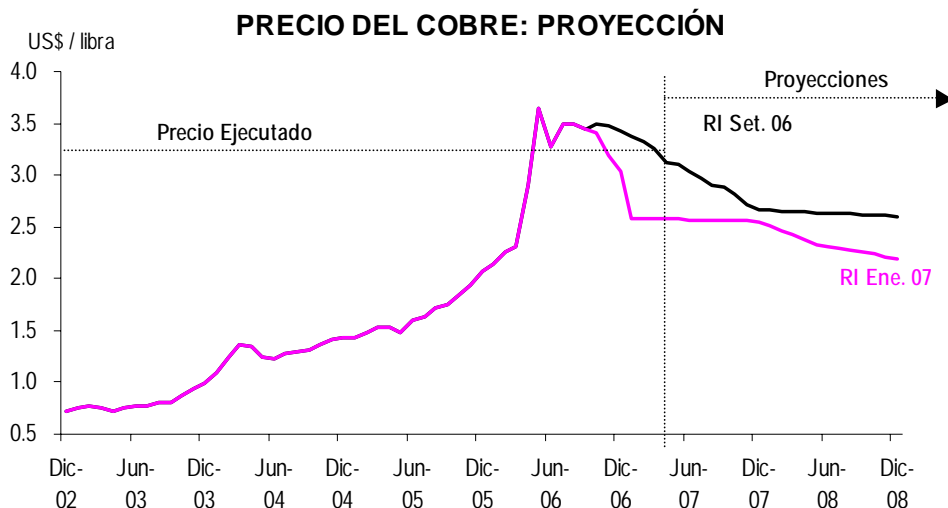
(Miles de TM)

	2003	2004	2005	2006 *	2007 *
Producción Minera Total	11 076	11 933	12 133	12 063	13 050
Producción Refinados Total (1)	11 506	11 689	11 891	12 266	12 910
Consumo Refinados Total (2)	11 840	12 537	11 929	11 979	12 640
Balance de Mercado (1)-(2)	- 334	- 848	- 38	287	270
Inventarios totales reportados	1 336	488	451	738	1 008
<i>Como semanas de consumo</i>	6.0	2.1	2.0	3.2	4.2
<i>Memo: Perú, Producción</i>	630.1	814.0	791.0	806.0	1007.0

* Proyección

Fuente: Metal Bulletin Research (Base Metals Monthly, Dic 2006).

45. Las **perspectivas** del metal rojo es de paulatina disminución. Así, la cotización promedio que para el 2006 fue de US\$ 3,05 por libra, se reduciría en el 2007 a US\$ 2,57 por libra. Las causas de esta evolución esperada en el precio son las siguientes:



- Desaceleración de la economía de EUA. La demanda del segundo productor de cobre registraría una reducción en el 2007 debido a la menor actividad inmobiliaria (alrededor de la mitad del consumo de cobre de EUA).
- Recuperación de la producción mundial. Se espera que para el 2007 se recuperen las pérdidas ocasionadas por disputas laborales en México (minas Cananea y La Caridad) y Chile (mina Escondida), y los problemas técnicos en Indonesia (mina Grasberg) y Chile (mina Chiquicamata). Adicionalmente, se proyecta que en el 2007 entrarán en operaciones dos nuevos proyectos cupríferos: la mina chilena Spence (BHP Billiton, con 200 mil TM anuales) y la expansión de la mina peruana Cerro Verde (Phelps Dodge, con 200 mil TM anuales)
- Continuidad de incremento en los inventarios en EUA. Se estarían liquidando compras hechas por motivos previsionales ante posibles disputas laborales en Chile durante el mes Diciembre (Refinería Altonorte de Xstrata y la División Norte de Codelco). Habiéndose cerrado las negociaciones favorablemente entre los trabajadores y las empresas, dichas operaciones previsionales

estarían siendo liquidadas, lo que ha provocado que los inventarios de las principales bolsas del mundo se encuentren en niveles máximos desde comienzos del 2004.

- d. Menor dinamismo de la economía China. Se espera que las medidas para evitar un sobrecalentamiento de la economía china modere el crecimiento de la demanda del cobre. Así, ya se han reportado signos de esta moderación en el crecimiento (el PBI pasó en el 4T06 de 10,6 por ciento a 10,4 por ciento, mientras que la producción industrial de diciembre creció 14,7 por ciento, menor al 17 por ciento promedio de los 11 meses previos), aunque el efecto en la demanda del cobre no ha sido determinado aún.

Es importante señalar que el actual balance de oferta y demanda es muy estrecho y que cualquier interrupción en la producción (está programada la negociación de contratos laborales en unidades de Falconbridge en Canadá y de Southern Copper Corporation en Perú) tendría un efecto directo en el precio, considerando que los inventarios aún se encuentran en niveles bajos. Asimismo, a pesar de las señales de desaceleramiento de la economía china, no hay consenso de que igual comportamiento habrá en la demanda de cobre del principal consumidor mundial; incluso se proyecta que las importaciones netas de cobre por parte de china empiecen a crecer luego de que Agencia China de Reservas Estratégicas no haya programado futuras ventas del metal.

Corrección del precio del cobre en enero

En enero la cotización del cobre alcanzó un promedio de US\$/libra 2,57, acumulando una caída de 15 por ciento respecto al promedio de diciembre. Este comportamiento se explica por el continuo incremento de los inventarios (en especial LME, que registró niveles máximos desde inicios del 2004), reducción de temores de interrupciones en la oferta (al cerrarse favorablemente negociaciones laborales de Codelco y Asarco) y por señales de un mayor desaceleramiento del sector inmobiliario de EUA. Tampoco se ha dado la recuperación prevista de las importaciones chinas (que cayeron en el 2006 debido a que la industria china estuvo consumiendo parte de sus reservas estratégicas). Todo ello habría provocado, además, una fuerte liquidación de fondos por parte de inversionistas especulativos.

Aún no hay consenso sobre si esta caída en el precio del cobre es sólo una corrección temporal o si continuará en los siguientes meses. Cabe indicar que diversos bancos de inversión y agencias especializadas consideran que las importaciones chinas recuperarán dinamismo a partir del segundo trimestre del 2007, dando soporte a la cotización del cobre, considerando que las empresas industriales registran pocos inventarios del metal. Finalmente, hay que tener en cuenta que una caída adicional en el precio del cobre en cUS\$/libra 20 representa una mayor disminución en los términos de intercambio en 1,5 por ciento.

Zinc:

46. Luego de una pausa de seis semanas y media, entre el 11 de mayo (US\$/libra 1,8) y el 26 de junio (US\$/libra 1,4), la cotización mantuvo su tendencia alcista, alcanzando un máximo histórico el 24 de noviembre (US\$/libra 2,10) . Así, la cotización registra una alza promedio en el año 2006 de 137 por ciento. Las principales causas de tal incremento en el precio fueron:

- Expectativa de que la demanda exceda la oferta al menos en los próximos dos años. Según *World Bureau of Metal Statistics*, el mercado de zinc registró un déficit de 277 mil TM en el período enero-noviembre del 2006, mientras que el Grupo Internacional de Estudios de Plomo y Zinc estima un déficit de 320 mil TM en el período enero-octubre (China representa el 29 por ciento de la demanda total de zinc).
- Insuficiente nueva producción para enfrentar el crecimiento de la demanda, debido a la falta de inversión en los últimos años.
- Inventarios en niveles mínimos. Según London Metal Exchange, los inventarios ascenderían a poco más de 2,8 días de consumo global, comparados con los 18 días de consumo global a inicios del 2002.



- Mayor participación de los fondos de inversión en el mercado de commodities.

47. Respecto al balance de **oferta y demanda**, el Grupo de Estudios Internacionales de Zinc y Plomo estima que la demanda de zinc se incrementó 3,7 por ciento en el período enero-octubre, destacando el crecimiento en Asia (53 por ciento de la demanda de zinc), particularmente, China e India (7 y 8 por ciento, respectivamente).

BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE ZINC

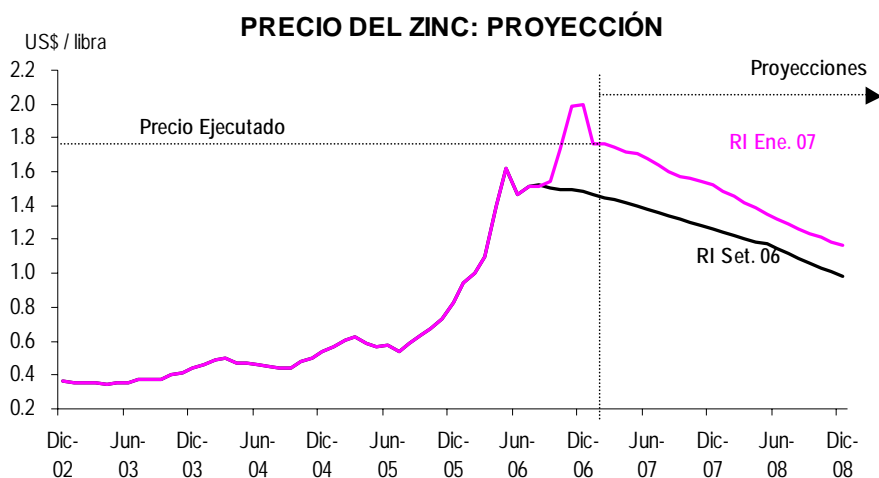
(Miles de TM)

	2003	2004	2005	2006 *	2007 *
Producción Minera Total	6 706	6 545	6 690	6 751	7 435
Producción Refinados Total	6 651	6 669	6 494	6 579	6 875
Oferta Total de Refinados (1)	7 429	7 296	7 015	7 226	7 595
Consumo Total Refinados (2)	7 202	7 548	7 316	7 590	7 792
Balance de Mercado (1)-(2)	227	- 252	- 301	- 364	- 197
Inventarios totales reportados	1 158	1 039	811	447	250
Como semanas de consumo	8.5	7.3	6.0	3.2	1.7

* Proyección

Fuente: Metal Bulletin Reserch (Base Metals Monthly, Dic 2006).

48. Para el 2007, las **perspectivas** de los precios indican que el mercado cerraría en déficit por cuarto año consecutivo, debido a que se espera que el consumo de zinc se mantenga robusto en el largo plazo ante el incremento en la demanda de los países en desarrollo (en especial, China). Asimismo, se sabe que no hay muchos proyectos identificados que podrían satisfacer la demanda futura de zinc. Incluso, hay temores de posibles interrupciones en la producción en minas (por problemas técnicos, disputas laborales y nuevas regulaciones sectoriales), tales como la australiana Century (Pasminco, 500 mil TM anuales), la iraní Anguran (ZMDC, 100 mil TM anuales), la peruana Volcan (225 mil TM anuales), la filipina Rapu Rapu (14 mil TM) y la australiana Pillara (Teck Cominco, 75 mil TM). Por tal motivo se proyecta que la cotización promedio pasaría de US\$/libra 1,49 en el 2006 a un promedio de US\$/libra 1,67 en el 2007.



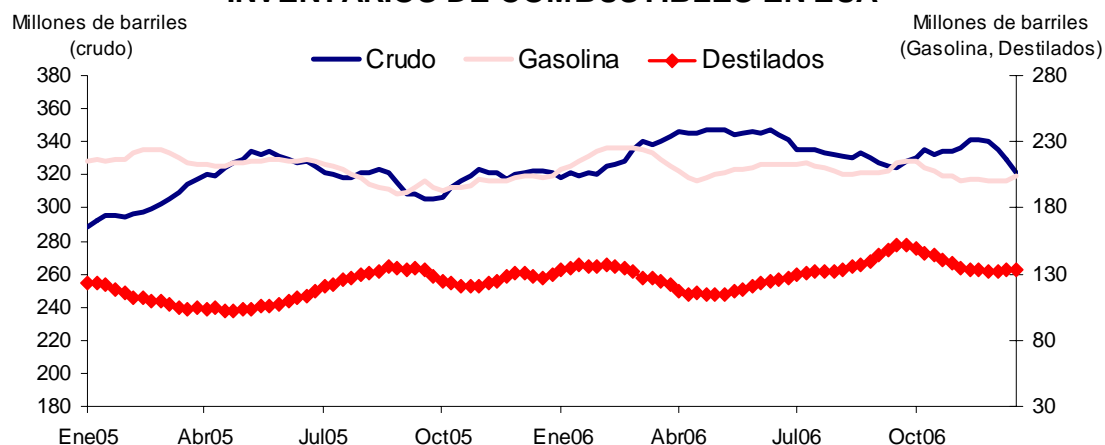
Petróleo:

49. La cotización mantuvo su tendencia al alza, llegando a alcanzar un máximo histórico el 14 de julio (US\$/barril 77), aunque en los últimos meses del año 2006 la cotización ha registrado una disminución significativa, llegándose a cotizar por debajo de los US\$/barril 60. Las principales causas del incremento que originaron que la cotización alcance un máximo histórico fueron:

- Tensiones geopolíticas:* Destacan la negativa de Irán de suspender su programa nuclear ante la solicitud de la ONU, el lanzamiento de misiles de largo alcance por parte de Corea del Norte, y el conflicto entre Israel y Líbano.
- Restricciones de oferta:* Destacan la menor producción de Nigeria (octavo productor mundial de crudo) a causa de continuos atentados en instalaciones petrolíferas por parte de la guerrilla (que a la fecha representan más de un tercio de la producción de dicho país). Por su parte, Rusia suspendió temporalmente el envío de crudo a través de uno de sus principales oleoductos ante un derrame de petróleo. Finalmente, en EUA, el mayor yacimiento petrolífero (Prudhoe Bay, de propiedad de BHP) anunció la paralización temporal de sus operaciones para reparar la corrosión de sus oleoductos.
- Inventarios de gasolina en EUA:* en un contexto de restricciones de oferta, la temporada de mayor demanda de gasolina (conocida como “driving season”, que va de junio a agosto) generó preocupación por los escasos inventarios de

gasolina, llevando a la cotización al segundo record histórico de US\$ 3,038 por galón el 7 de agosto.

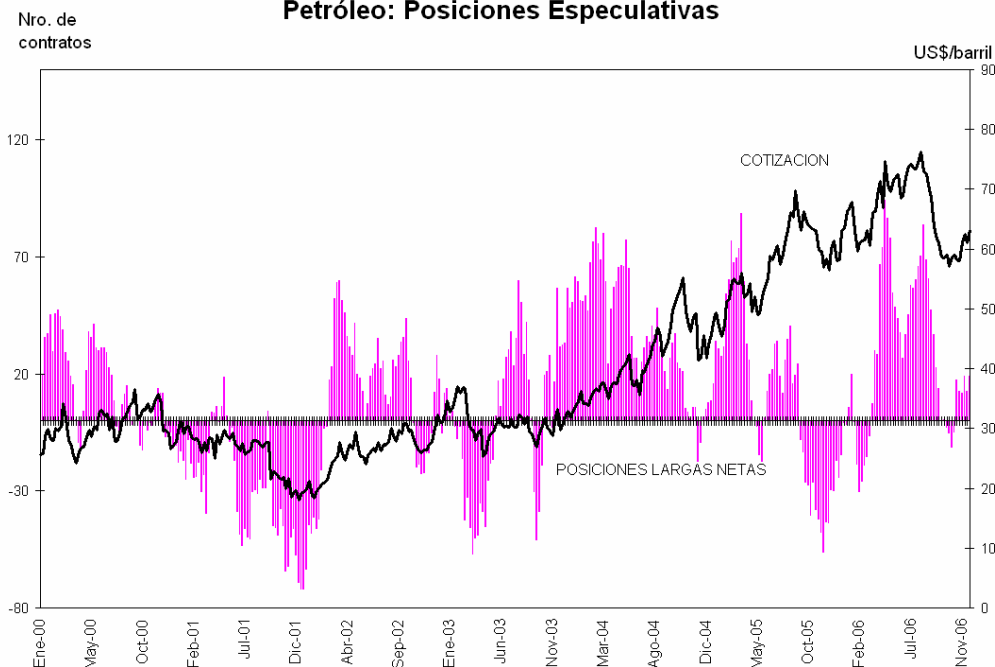
INVENTARIOS DE COMBUSTIBLES EN EUA



Fuente: Departamento de Energía de EUA

- d. *Mayor participación de inversionistas en el mercado energético:* inversionistas continuaron incrementando su participación en el mercado de petróleo (según la Agencia Internacional de Energía, la inversión de los hedge funds en mercados de energía pasó de US\$ 3 mil millones en el 2000 a cerca de US\$ 90 mil millones en el 2005).

Petróleo: Posiciones Especulativas



50. Por su parte, los eventos que determinaron la caída en la cotización en los últimos meses fueron:

- a. Cese al fuego entre Israel y Líbano, que redujo temores de interrupciones en las exportaciones de países en el Medio Oriente.

- b. La pretrólera inglesa BP Plc paralizó sólo parcialmente las operaciones de su principal yacimiento en EUA (produciendo más de la mitad de la capacidad de producción) y por una extensión menor a la inicialmente prevista.
- c. Temporada de Huracanes menos dura que lo esperado: los temores de que se repitan huracanes como Katrina y Rita, que azotaron EUA el año pasado, se desvanecieron. Incluso, las temperaturas más cálidas a las normales han generado la expectativa de una menor demanda de *heating oil* durante el invierno en el principal consumidor de petróleo.
- d. Reducción de proyecciones por parte de la OPEP. En el informe mensual de agosto, dicha organización redujo sus estimados de demanda mundial de crudo (de 84,6 a 84,5 millones de barriles diarios), ante señales de desaceleramiento económico mundial.
- e. Nuevo descubrimiento de crudo en el Golfo de México por parte de Chevron, que representaría el incremento de las reservas de EUA en 50 por ciento.

51. Respecto al **balance de oferta y demanda**, la Agencia Internacional de Energía estima un crecimiento en el consumo para el 2006 de 0,8 millones de barriles diarios (a 84,8 millones de barriles diarios), y para el 2007 uno de 1,5 millones de barriles diarios (a 86,3 millones de barriles diarios), siendo la mitad del crecimiento de la demanda explicado por EUA y China. Por el lado de la oferta, la producción mundial se incrementaría en 0,2 millones de barriles diarios (a 84,7 millones de barriles diarios) en el 2006 y en 1,1 millones de barriles diarios (a 85,8 millones de barriles diarios) en el 2007, proyectándose que Arabia Saudita (único país con exceso de capacidad de producción) incremente su producción ligeramente en el 2007 y una mayor producción de Rusia.

BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DEL PETRÓLEO

(Millones de Barriles Diarios)

	2004	2005	2006*	2007*
Oferta	83.0	84.5	84.7	85.8
OPEP	32.9	34.2	33.9	33.9
Rusia	11.3	11.7	12.1	12.6
Resto	38.8	38.6	38.7	39.3
Demanda	82.5	84.0	84.8	86.3
EUA	21.1	20.8	20.6	20.9
Europa	16.3	15.5	15.5	15.5
China	6.5	6.9	7.4	7.9
Japón	5.4	5.4	5.2	5.3
Resto	33.2	35.4	36.1	36.7
Brecha (Oferta - Demanda)	0.5	0.5	-0.1	-0.5

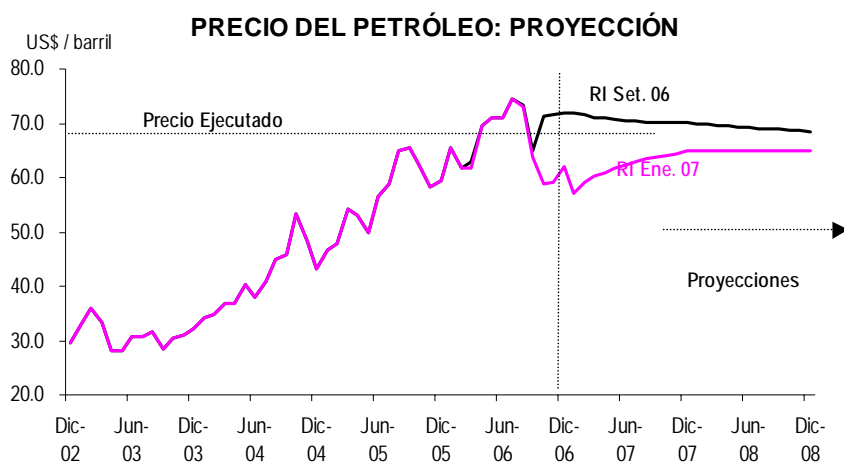
* Proyección

Fuente: Departamento de Energía de EUA, Short Term Energy Outlook - Enero 07

Por su parte, la OPEP proyecta un crecimiento de la demanda para el 2006 de 1,3 millones de barriles diarios, mientras que en el 2007, el crecimiento de la demanda sería de 1,33 millones de barriles diarios (alcanzando 85,59 millones de barriles diarios). Lideran el crecimiento China y países del Medio Oriente. Por su parte, la producción mundial se espera que aumente 0,6 millones de barriles diarios a 84,8 millones de barriles diarios (revisión hacia abajo en 200 mil barriles diarios

respecto a la proyección de setiembre). Esta corrección es explicada por la menor producción en EUA (Alaska), Canadá y Noruega. Para el 2007, se espera que aumente 2,0 millones de barriles diarios a 86,8 millones de barriles diarios.

Teniendo como contexto un escaso nivel de exceso de capacidad instalada, cualquier problema potencial en la oferta de crudo podría afectar considerablemente los precios, siendo el mayor riesgo la interrupción de las exportaciones en Irán. Asimismo, la OPEP ha dado señales de tomar acciones para evitar una caída significativa en la cotización. En ese sentido se acordaron 2 recortes en la producción (1,2 millones de barriles diarios a partir de noviembre y 0,5 millones de barriles diarios adicionales a partir de febrero próximo). Asimismo, la ola de frío en el hemisferio norte desde la segunda mitad de enero generaría soporte al precio del petróleo.



Trigo:

52. El precio promedio del trigo aumentó 30 por ciento en el 2006, alcanzando una cotización promedio de US\$ 169 por T.M. Este comportamiento al alza en la cotización del trigo se asocia a las preocupaciones sobre las cosechas de trigo para el presente ciclo 2006/2007 en la mayoría de países productores en el hemisferio sur (especialmente la sequía en Australia) y al anuncio de Ucrania de limitar sus exportaciones a través de cuotas (por la escasez interna debido a las malas condiciones climáticas). También explicaron la menor producción mundial, los países de Sudamérica. Así, la producción de Brasil de este año podría caer 31 por ciento respecto del año previo, mientras que en Argentina la sequía obligó a reducir la superficie sembrada.

Cabe destacar que la cotización promedio en el 2006 fue US\$ 182 por T.M. en octubre, y todavía esta lejos del máximo de US\$ 275,21 por T.M. alcanzado en abril de 1996.

El **balance de oferta y demanda mundial de trigo** del Departamento de Agricultura de Estados Unidos muestra que la producción mundial de este grano habría disminuido 9 millones de T.M. en el ciclo 2005/2006 y proyecta una caída de 31 millones de T.M. para el próximo año. Esta menor producción mundial, sumada a una demanda relativamente estable, ha significado una reducción de los inventarios en 31 millones de T.M. en los dos últimos ciclos agrícolas.

Balance de Oferta y Demanda Mundial de Trigo (Millones de TM)

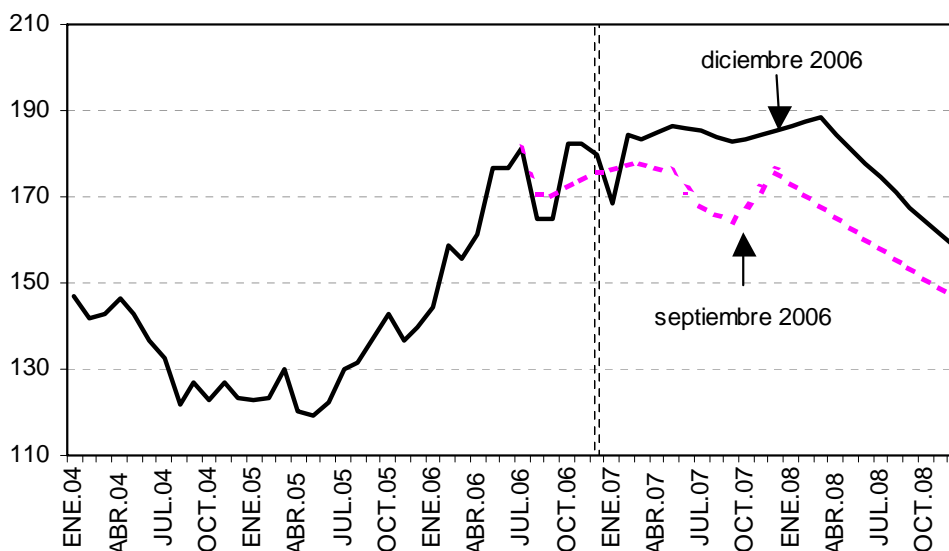
	2004/2005	2005/2006	2006/2007
Producción Mundial Total	628,84	619,72	588,56
Inventarios Iniciales	132,68	151,41	147,37
Oferta Total	761,52	771,13	735,93
Consumo Mundial	610,11	623,76	615,20
Demanda Mundial	610,11	623,76	615,20
Inventarios Finales	151,41	147,37	120,74

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos

La caída en la producción mundial de trigo en los dos últimos años se asociaría a problemas climáticos. La producción se encuentra afectada por el calor y el clima seco en Europa, la sequía en Australia y Argentina y las restricciones financieras en Brasil.

Las **perspectivas** sobre el precio del trigo en el futuro están al alza. Se espera que la cotización del trigo se incremente en el primer semestre del próximo año, basados en el mercado de futuros. Dicho mercado proyecta un alza de la cotización de 4,5 por ciento entre enero y mayo del 2007. Este comportamiento se revertiría hacia el segundo semestre del año. El alza del precio del trigo en el mercado de futuros se debería no sólo a sus propios fundamentos, sino también a la continua alza en el precio del maíz –que genera expectativas por una posible sustitución de cultivos en las tierras dedicadas al trigo– y a las fuertes compras de los fondos de cobertura.

PRECIO DEL TRIGO (US\$ por TM)



Maíz:

53. El precio promedio spot del maíz aumentó 26 por ciento en el 2006, cotizando en US\$ 93,91 por T.M. En términos de fin de periodo la variación anual fue 86 por ciento, cerrando en diciembre en US\$ 138 por T.M., la mayor cotización en 10 años. Las razones de este fuerte incremento corresponde a la mayor demanda asociada a los nuevos usos para este producto, que se está utilizando en la producción de etanol, así como por la menor oferta de este producto.

De acuerdo a diversos analistas, países como Japón, Estados Unidos, Brasil y la Unión Europea ya están apostando por la producción de etanol. Asimismo, empresas como Microsoft y Sun Microsystems están interesadas en el desarrollo de este combustible. Se estima que en el 2004, el etanol agregado a la gasolina ya constituía en Estados Unidos el dos por ciento de todo el combustible vendido en el país. Actualmente, los fabricantes ya tienen capacidad para construir vehículos que funcionan con 85 por ciento de etanol y ya hay casi cinco millones de ellos en las calles.

El uso de este producto fue apoyado por un estudio de la Universidad de California publicado por la revista Science que concluye que el etanol obtenido del maíz puede convertirse en el sustituto de la gasolina y su uso ayudar a combatir la contaminación generada por otros combustibles. Además su producción es menos costosa.

54. El **balance de oferta y demanda mundial de maíz** del Departamento de Agricultura de Estados Unidos muestra que la producción mundial de maíz se redujo en 18 millones de T.M en el ciclo 2005/2006, respecto al ciclo anterior; y espera que la producción mundial disminuya 2 millones de TM. en el ciclo actual 2006/2007.

Esta menor producción mundial se sustenta en la menor cosecha en Argentina y Sudáfrica a inicios de año y en Estados Unidos durante todo el periodo de cosecha. Esta reducción de la producción se asoció a problemas climáticos que afectaron las cosechas y a los elevados costos de producción en relación a los retornos en algunas regiones, principalmente del Hemisferio Sur.

La caída en la producción mundial contrasta con el fuerte incremento en la demanda mundial de este grano. El consumo aumentó 16 millones de TM en el ciclo 2005/2006 y se proyecta un mayor consumo por 25 millones de TM. Esta evolución se refleja en una caída de los inventarios de 39 millones de TM. en los dos últimos ciclos. Como se mencionó anteriormente, la mayor demanda se asocia a los nuevos usos que se le está dando al maíz.

Balance de Oferta y Demanda Mundial de Maíz (Millones de TM)

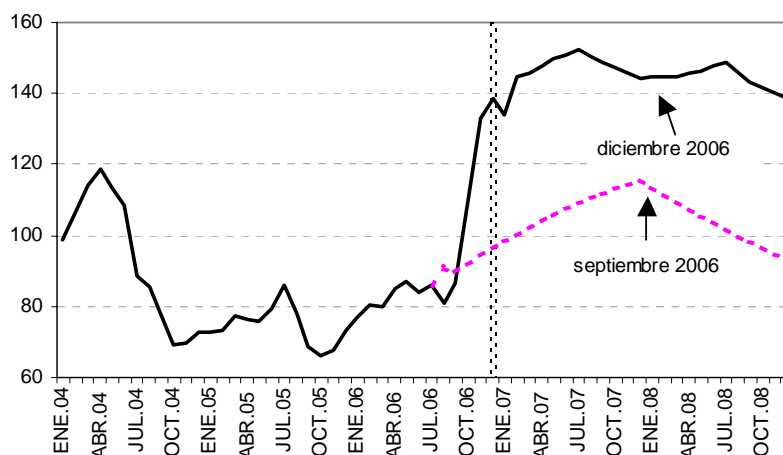
	2004/2005	2005/2006	2006/2007
Producción Mundial Total	712,78	695,22	692,89
Inventarios Iniciales	103,51	131,32	125,62
Oferta Total	816,29	826,54	818,51
Consumo Mundial	684,97	700,92	725,77
Demanda Mundial	684,97	700,92	725,77
Inventarios Finales	131,32	125,62	92,74

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos

El principal actor en la evolución de los precios del maíz ha sido Estados Unidos que es el principal productor y consumidor mundial de este producto, así como el mayor exportador mundial. La caída en la producción de maíz en ese país durante el 2006, así como su mayor demanda por este producto –tanto para alimentación, para su industrialización o su exportación– ha producido un fuerte deterioro en el balance de oferta y demanda que se ha traducido en presiones sobre los precios del maíz.

55. Las **perspectivas** sobre el precio del maíz en el futuro muestran mayores presiones de demanda que presionarían el precio al alza. Se espera que la cotización del maíz continúe incrementándose en el primer semestre de 2007 –el ciclo actual 2006/2007 finaliza en esa fecha–. Esta cotización continuaría apoyada por la mayor demanda de fondos de cobertura y del sector real para nuevos usos. Sin embargo, el precio del maíz caería el próximo ciclo agrícola a la espera de una mayor producción.

PRECIO DEL MAÍZ
(US\$ por TM)



Soya:

56. El precio promedio de la soya disminuyó 4 por ciento en el 2006 (respecto al promedio de 2005). En términos fin de período, la cotización aumentó (11 por ciento) al pasar de US\$ 217 por T.M. en diciembre de 2005 a US\$ alrededor de US\$ 242 por T.M en diciembre de 2006. El precio de la soya, el cual sufrió fuertes bajas debido a los elevados inventarios norteamericanos a inicios de año, se recuperó desde la segunda quincena de setiembre, debido entre otros factores a:

- Las perspectivas de una menor producción del commodity para el periodo 2007/08.
- Una mayor demanda esperada por aceites vegetales para la industria del biodiesel tanto en Estados Unidos como a nivel global.
- La estimación de la USDA que señala que Unión Europea utilizará 8 millones de toneladas de aceites vegetales para fines industriales, representando una variación positiva de 28 por ciento con respecto al año anterior.
- La fortaleza en los precios del maíz, lo cual ha llevado a menguar la posibilidad de un incremento significativo en la oferta global durante el año 2006/07.

NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 6 – 16 de febrero de 2007

- El efecto negativo del clima frío en la región productora del medio oeste de Estados Unidos.

57. El **balance de oferta y demanda mundial de soya** del Departamento de Agricultura de Estados Unidos muestra que la producción mundial de este producto ha crecido de manera consistente con el incremento en la demanda.

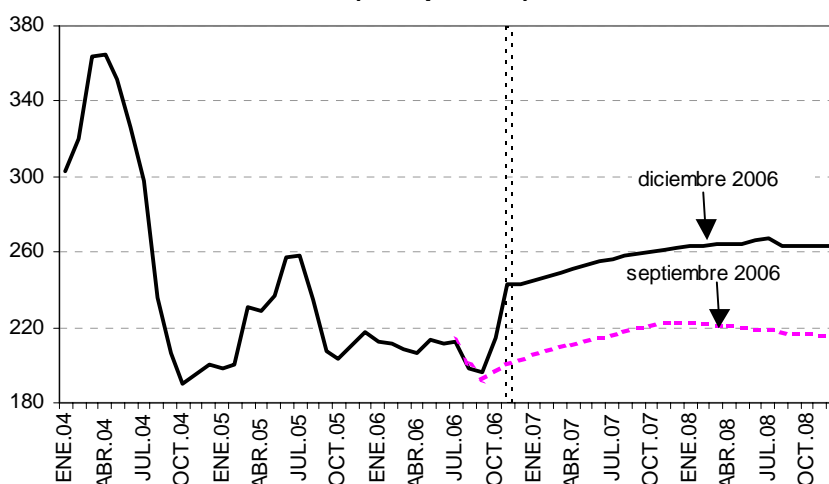
Balance de Oferta y Demanda Mundial de Soya (Millones de TM)

	2004/2005	2005/2006	2006/2007
Producción Mundial Total	215,95	218,04	226,77
Inventarios Iniciales	38,56	49,12	53,36
Oferta Total	254,51	267,16	280,13
Consumo Mundial	205,39	213,8	222,58
Demanda Mundial	205,39	213,8	222,58
Inventarios Finales	49,12	53,36	57,55

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos

Respecto a las **perspectivas** futuras, el precio de la soya aumentaría 8 por ciento el 2007, según el mercado de futuros. De acuerdo con las previsiones de Oil World, las exportaciones de frijol de soya de Brasil y Argentina serían menores a las del presente año. En el caso de Brasil éstas caerían en 20 por ciento, ubicándose en 1,9 millones de toneladas, en el periodo de diciembre de 2006 a febrero de 2007, mientras que en el caso de Argentina las exportaciones se reducirían de 880 mil a 600 mil toneladas. La caída en la exportaciones de Brasil y Argentina se asociaría a la menor producción esperada para el próximo ciclo agrícola 2007/2008 en dichos países, por la reducción del área dedicada a este cultivo (por el incremento del área dedicada al maíz), y por los elevados costos de producción y falta de financiamiento.

PRECIO DE LA SOYA (US\$ por TM)



Departamento de Economía Mundial
Subgerencia de Economía Internacional
16 de febrero de 2007

