

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO¹

Resumen

1. **Crecimiento:** Se estima un crecimiento de nuestros principales socios comerciales de 4,1 % en el 2007 y de 4,0 % para el 2008. En lo que va del año, el crecimiento de EUA ha estado en línea con lo esperado aunque el deterioro en el mercado inmobiliario, sumado a las medidas recientes aplicadas en China, mantienen los riesgos de un menor crecimiento mundial. A ello se suma una corrección brusca de los desequilibrios globales, presiones inflacionarias mayores en las economías desarrolladas (que, a su vez, lleven a incrementos adicionales en las tasas de interés internacionales) e incrementos en el precio del petróleo asociados a choques de oferta o a desarrollos geopolíticos.
2. **Tasas de interés:** las perspectivas en la **tasa de interés** de la FED son inciertas. A favor de una reducción están las posibles repercusiones del segmento inmobiliario *subprime*. Por otro lado, las favorables perspectivas del empleo, las presiones sobre salarios y el mantenimiento de las presiones inflacionarias apuntarían a favor de una posición más conservadora de la FED. Se espera, aunque con una probabilidad cada vez menor, una reducción de 25 pbs en el segundo semestre de 2007.

El BCE ha elevado su tasa de interés –ante ciertos riesgos de un repunte en la inflación- y se espera, por lo menos, una elevación adicional en el 2007. El Banco de Inglaterra también ha subido tasas en un contexto de mayores presiones inflacionarias. Los bancos centrales de América Latina no tuvieron un comportamiento uniforme. Algunos bancos (Colombia) elevaron tasas en ante las presiones inflacionarias mientras que otros (Brasil) han continuado reduciendo tasas ante las perspectivas más favorables en la inflación y en un contexto de presiones apreciatorias.

3. **Evolución del dólar en los mercados internacionales:** El **dólar** se depreció en los primeros meses de 2007 por expectativas de reducción en el diferencial de tasas. Los desequilibrios externos de EUA generan incertidumbre respecto a la evolución del dólar, aunque no se espera una corrección brusca frente al euro en el 2007 y 2008. Un ajuste mayor, aunque aún moderado, se daría frente a las monedas de Asia.
4. **Mercado inmobiliario de EUA:** En el primer trimestre del año, la desaceleración en las ventas y construcción de viviendas afectó principalmente la inversión residencial, mientras que el efecto en el consumo ha sido limitado. Se mantiene la preocupación de que los problemas en el segmento *subprime* (que representó el 20 % de los créditos hipotecarios generados en los últimos dos años) se extiendan al resto de segmentos del mercado hipotecario y a las empresas financieras (aunque esta preocupación es menor a la de inicios de año).

¹ Con información al 15 de mayo de 2007. Este informe fue preparado por Rosario Bernedo, Jesús Ferreyra, Rafael Nivín, Mauricio de la Cuba y Gladys Choy de la Subgerencia de Economía Internacional.



NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 30 – 11 de junio de 2007

5. **Spreads de economías emergentes:** Los *spreads* de las economías emergentes continuaron su tendencia a la baja, y alcanzaron en mayo nuevos mínimos históricos. Esta evolución se explicaría por el mantenimiento de altos precios de *commodities*, las mejoras en los fundamentos macroeconómicos de las economías emergentes, la aún abundante liquidez internacional, y la expectativa de relativa estabilidad de la tasa de la FED.

6. **Términos de intercambio:** Los términos de intercambio registrarían una desaceleración en su tasa de crecimiento en el 2007 (a 1,9 por ciento). Este crecimiento promedio anual es consistente con una disminución de 7,5 por ciento entre diciembre de 2007 y diciembre de 2006. Existe 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.



PERPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

MAYO 2007

I. EVOLUCION MACROECONÓMICA: ECONOMIAS DESARROLLADAS

Luego de una sólida expansión económica en el 2006 (4,7 por ciento), se espera que el crecimiento de nuestros principales socios comerciales registren una moderada desaceleración en el 2007 y 2008, en particular en Estados Unidos, donde la economía viene siendo afectada por la evolución del mercado inmobiliario. Este comportamiento no tendría efectos considerables en Europa y Japón, debido a la mejora en fundamentos domésticos y a las perspectivas favorables en el resto del mundo.

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES 1/

En porcentaje

	Comercio 2006	2004	2005	2006	2007		2008		2009	
					RI Ene 07	RI May 07	RI Ene 07	RI May 07	RI Ene 07	RI May 07
Socios Comerciales	100	5.2	4.3	4.6	3.9	4.1	4.0	4.0	4.0	3.8
Norteamérica	29%	3.8	3.2	3.2	2.4	2.1	3.0	2.8	3.1	3.0
EUA	24%	3.9	3.2	3.3	2.4	2.1	3.0	2.8	3.1	3.0
Canadá	5%	3.3	2.9	2.7	2.3	2.4	2.9	2.8	3.0	3.0
Europa	20%	2.1	1.6	2.9	2.2	2.6	2.2	2.3	2.1	2.0
Alemania	4%	1.2	0.9	2.7	1.5	2.4	2.0	2.3	1.9	1.9
Bélgica	2%	2.7	1.5	3.0	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1	1.9
España	3%	3.2	3.5	3.9	3.2	3.6	2.9	3.0	2.5	2.5
Holanda	2%	2.0	1.5	2.9	2.9	2.9	2.6	2.6	2.6	2.1
Italia	3%	1.2	0.1	1.9	1.3	1.8	1.4	1.6	1.5	1.6
Reino Unido	1%	3.3	1.9	2.8	2.5	2.7	2.4	2.3	2.3	2.3
Suiza	5%	2.3	1.9	2.7	2.0	2.2	1.9	2.0	1.9	1.8
Asia	21%	7.6	7.3	7.7	6.9	7.2	7.0	7.2	6.9	6.8
China	11%	10.1	10.4	10.7	9.6	10.0	9.4	9.8	9.4	9.5
Corea	3%	4.7	4.2	5.0	4.4	4.5	4.9	5.0	4.9	4.7
Japón	5%	2.7	1.9	2.2	1.8	2.2	2.3	2.2	2.0	1.2
Taiwan	2%	6.1	4.0	4.6	4.0	4.2	4.6	4.6	4.6	4.5
América Latina	30%	7.5	5.5	5.5	4.8	5.1	4.2	4.4	4.2	3.9
Argentina	2%	9.0	9.2	8.5	7.2	7.6	4.7	5.8	4.0	4.9
Brasil	7%	5.7	2.9	3.7	3.4	4.2	3.6	4.2	3.7	4.3
Chile	7%	6.0	5.7	4.0	5.2	5.7	5.0	5.2	4.9	4.9
Colombia	4%	4.9	5.3	6.8	5.0	5.7	4.2	5.0	4.1	4.6
Ecuador	4%	7.9	4.7	4.1	3.9	3.3	3.0	3.0	3.0	2.8
México	3%	4.2	2.8	4.8	3.4	3.1	3.7	3.6	4.1	3.8
Venezuela	3%	18.3	10.3	10.3	6.9	7.0	5.0	3.8	5.6	1.4
Memo: Economía Mundial		3.9	3.3	3.9	3.2	3.3	3.3	3.4	3.3	3.3

1/ Datos ejecutados del WEO y datos proyectados del Concensus Forecast de mes respectivo

2/ Ponderado de acuerdo al comercio de 2005.

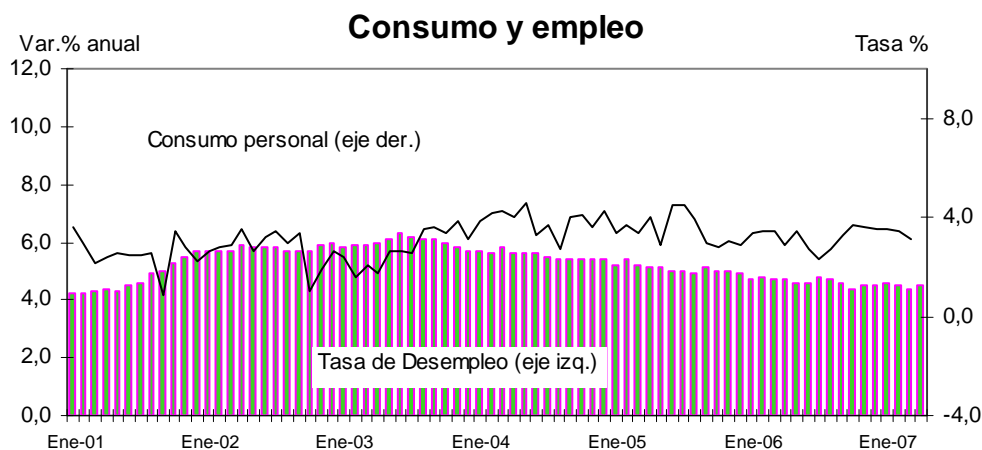


Estados Unidos

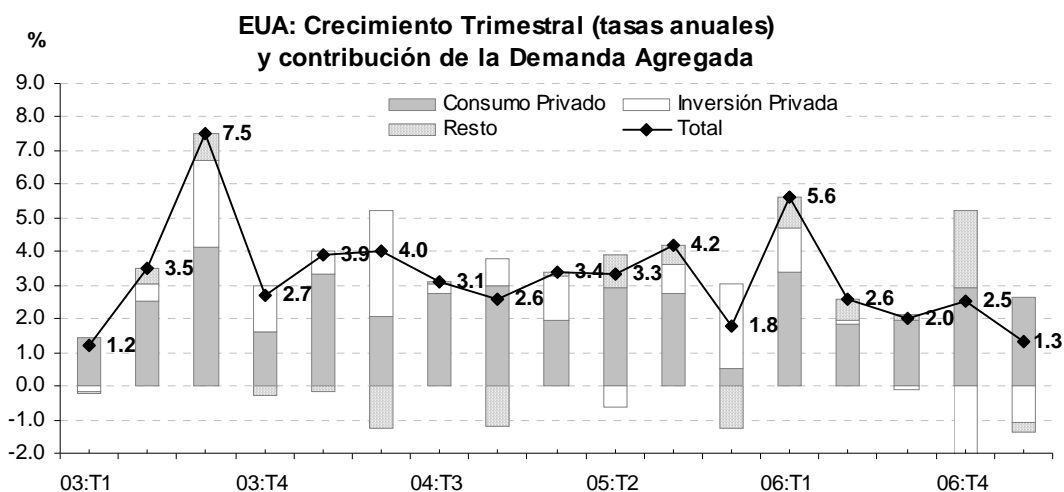
1. En **Estados Unidos**, datos preliminares para el primer trimestre del año muestran una desaceleración económica mayor a la esperada. Así, luego de alcanzar un crecimiento anualizado de 2,5 por ciento en el cuarto trimestre del 2006, el PBI creció a una tasa anualizada de 0,6 por ciento durante el primer trimestre.

El factor determinante de este comportamiento fue la evolución del mercado inmobiliario, destacando la caída en la construcción de viviendas nuevas en el primer trimestre (30 por ciento debajo de lo registrado hace un año). La evolución del sector inmobiliario, sumado a los débiles resultados en las órdenes de bienes durables (que cayeron 1,0 por ciento en promedio en el primer trimestre), afectó la inversión privada. Este componente de la demanda agregada tuvo una contribución negativa en el PBI (-0,8 por ciento). Existen temores de que la inversión corporativa pueda no ser suficiente para compensar la caída de la inversión residencial.

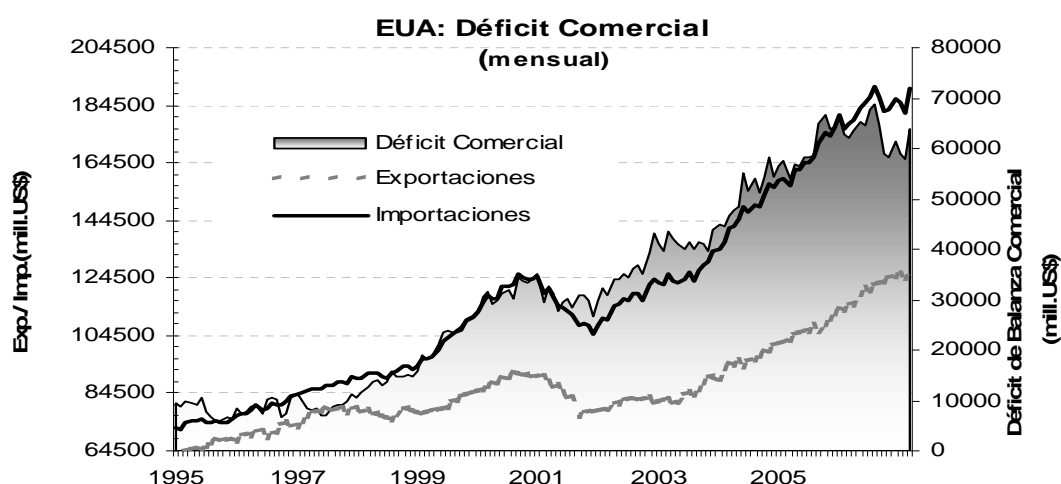
2. Sin embargo, la solidez mostrada por el **consumo** continuó siendo un atenuante a la corrección en el mercado inmobiliario². La evolución del consumo se mantuvo sólido (las ventas al por menor se desaceleraron sólo ligeramente en los primeros meses del año), debido a la evolución positiva en el mercado laboral. Esta evolución se espera que alivie la caída estimada en la inversión.



² El consumo registró un crecimiento de 3,8 por ciento en el primer trimestre del 2007, con lo cual su contribución en el crecimiento del PBI de dicho periodo alcanzó 2,7 por ciento, ligeramente inferior a la alcanzada en el cuarto trimestre del 2006 (2,9 por ciento).



Por su parte, las exportaciones netas contribuyeron negativamente en el crecimiento (-0,5 por ciento), producto de un menor dinamismo en las exportaciones, mientras que las importaciones siguieron mostrando un fuerte crecimiento que ha mantenido la demanda externa.



Fuente: Bureau of Economic Analysis

- Para lo que resta del 2007**, se espera que la debilidad del mercado inmobiliario continúe afectando la inversión, mientras que el consumo tendría una respuesta paulatina en todo el año. Así, se espera que el crecimiento anual se sitúe ligeramente por encima del 2 por ciento (el *Consensus Forecast* proyecta un crecimiento de 2,1 por ciento y el FMI uno de 2,2 por ciento).

En el caso de la **inversión**, el ajuste esperado en los precios de las viviendas y el aumento de los inventarios residenciales, mantendrán la debilidad de la inversión residencial. Asimismo, se espera que la inversión no residencial se mantenga sólida por efecto de las fuertes ganancias corporativas ejecutadas, aliviando parte de la corrección en el mercado inmobiliario.

El ajuste en los precios de las viviendas hasta el momento sólo ha afectado básicamente al gasto personal de familias involucradas en el sector inmobiliario). En tal sentido, el consumo enfrentaría presiones por el efecto indirecto de la corrección en el mercado inmobiliario (asociada a la menor riqueza hipotecaria) y por el efecto del repunte en el precio de los combustibles (que mantiene deprimida la industria automotriz). Sin embargo, la solidez registrada en el mercado laboral, donde la tasa de desempleo ha promediado 4,5 por ciento en los primeros 4 meses del año (promedio más bajo desde mediados del 2001), indicaría que los eventos descritos serían señal de una desaceleración esperada en la economía de EUA más que de una recesión. Por otro lado, se espera que las perspectivas externas favorezcan la evolución de la **balanza comercial**, contribuyendo a evitar una mayor desaceleración económica.

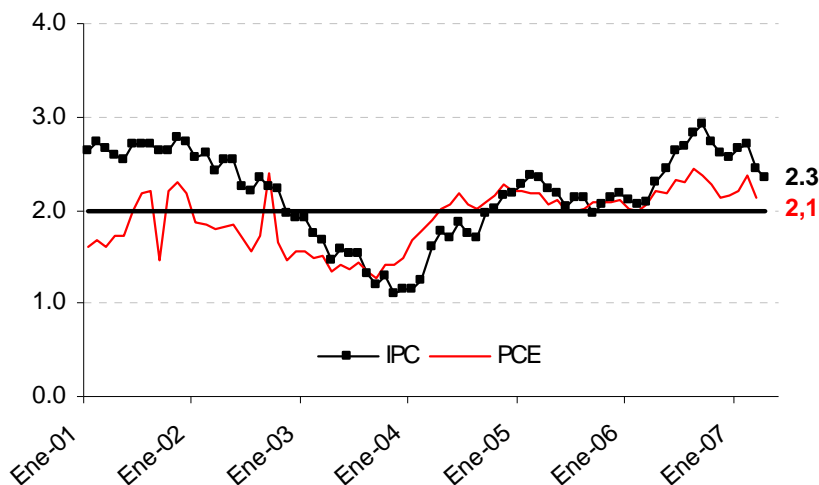
4. La evolución futura del mercado inmobiliario y sus efectos sobre el consumo y la inversión es un punto central para las proyecciones de crecimiento para el 2007. Si bien, la mayoría de proyecciones señaladas estiman que Estados Unidos mostrará una moderada desaceleración, algunos economistas (como Roubini, Krugman y recientemente Greenspan³) han alertado sobre la posibilidad de una recesión en los próximos meses, teniendo como principal argumento una mayor debilidad (y con mayor duración) del mercado inmobiliario y la posibilidad de que se expanda a otros sectores de la economía.
5. De otro lado, la **inflación** -medida de acuerdo con el índice de Precios al Consumidor y al deflactor de precios del consumo personal (PCE) – mostró signos de aceleración en el primer trimestre de año, luego del repunte en el precio de los combustibles y los mayores costos laborales (asociado a un mercado laboral ajustado y una desaceleración en la productividad).

Respecto al componente subyacente –que excluye alimentos y energía- se produjo cierta mejoría en marzo y abril, luego de la aceleración de los meses previos. Así, en abril de 2007, la **inflación subyacente del IPC** fue 2,3 por ciento; mientras que el deflactor del **PCE** se ha ubicado en 2,1 por ciento, aún por encima del 2 por ciento (nivel considerado de referencia por la FED).

³ Greenspan estima en un tercio la probabilidad de recesión en EUA.

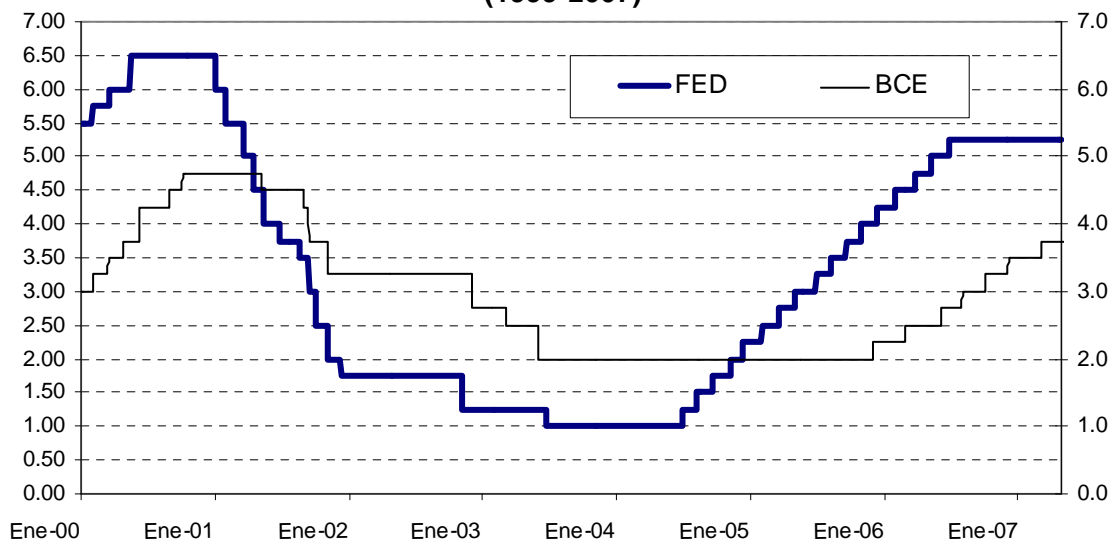


EUA: IPC y PCE (subyacentes)
(var% anual)



6. En este contexto de presiones inflacionarias y desaceleración económica, la FED mantuvo su tasa de interés en las reuniones de enero, marzo y mayo, con lo cual suma siete reuniones sin modificar las tasas de interés (luego de haberla incrementado en 17 oportunidades entre junio de 2004 y junio de 2006). Estas decisiones estuvieron en línea con lo esperado por el mercado. Dada la elevación de tasas por parte del BCE, el diferencial de tasas a favor del euro se ha reducido de 175 pbs a 150 pbs en lo que va del año.

Tasa de Interés FED - BCE
(1999-2007)



7. Las perspectivas respecto a la evolución futura en la tasa de interés siguen siendo inciertas. A favor de un recorte en la tasa están las posibles repercusiones de la evolución del mercado inmobiliario (segmento *subprime*) sobre la economía. Por otro lado, las favorables perspectivas del empleo (con tasa de desempleo de 4,5 por ciento), las presiones sobre salarios (con incrementos por encima de la productividad) y el mantenimiento de las presiones inflacionarias apuntarían a favor de una elevación en las tasas de interés.

NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 30 – 11 de junio de 2007



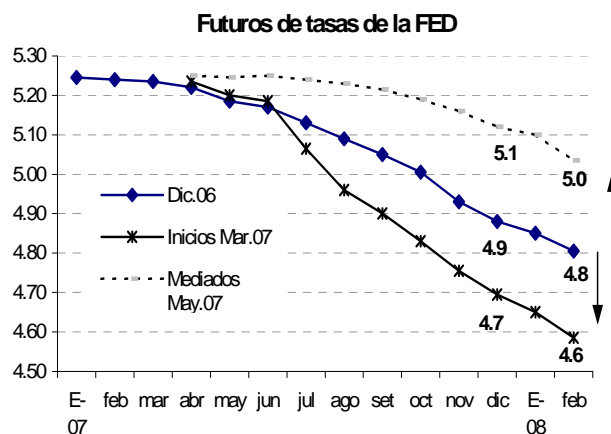
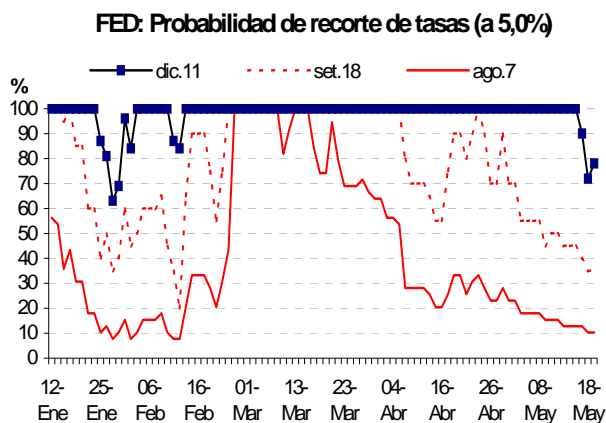
8. Si bien en los últimos dos comunicados la Fed dio señales de una mayor flexibilidad en el curso de la política monetaria (al eliminar la palabra “*additional firming*” que era interpretado por el mercado como alzas en la tasa de interés), la Fed volvió a enfatizar que su principal preocupación son los riesgos inflacionarios.

	Comunicado del 31 de enero	Comunicado del 21 de marzo	Comunicado del 9 de mayo
Actividad económica: se reconoce que continúa ajuste en el sector inmobiliario	<i>Recent indicators have suggested somewhat firmer economic growth, and some tentative signs of stabilization have appeared in the housing market. Overall, the economy seems likely to expand at a moderate pace over coming quarters.</i>	<i>Recent indicators have been mixed and the adjustment in the housing sector is ongoing. Nevertheless, the economy seems likely to continue to expand at a moderate pace over coming quarters.</i>	<i>Economic growth slowed in the first part of the year and the adjustment in the housing sector is ongoing. Nevertheless, the economy seems likely to continue to expand at a moderate pace over coming quarters</i>
Inflación: Percepción de mayores riesgos inflacionarios	<i>Readings on core inflation have improved modestly in recent months, and inflation pressures seem likely to moderate over time. However, the high level of resource utilization has the potential to sustain inflation pressures.</i>	<i>Recent readings on core inflation have been somewhat elevated. Although inflation pressures seem likely to moderate over time, the high level of resource utilization has the potential to sustain those pressures.</i>	<i>Core inflation remains somewhat elevated. Although inflation pressures seem likely to moderate over time, the high level of resource utilization has the potential to sustain those pressures.</i>
Balance: se elimina mención explícita a un ajuste de tasas (“ <i>additional firming</i> ”)	<i>The Committee judges that some inflation risks remain. The extent and timing of any additional firming that may be needed to address these risks will depend on the evolution of the outlook for both inflation and economic growth, as implied by incoming information.</i>	<i>In these circumstances, the Committee’s predominant policy concern remains the risk that inflation will fail to moderate as expected. Future policy adjustments will depend on the evolution of the outlook for both inflation and economic growth, as implied by incoming information.</i>	<i>In these circumstances, the Committee’s predominant policy concern remains the risk that inflation will fail to moderate as expected. Future policy adjustments will depend on the evolution of the outlook for both inflation and economic growth, as implied by incoming information.</i>

9. Sin embargo, la moderación de la inflación subyacente en los meses de marzo y abril y los indicadores positivos de la economía de EUA (relacionados a la actividad manufacturera y de servicios) no brindan una evidencia clara sobre la dirección futura de la política monetaria.

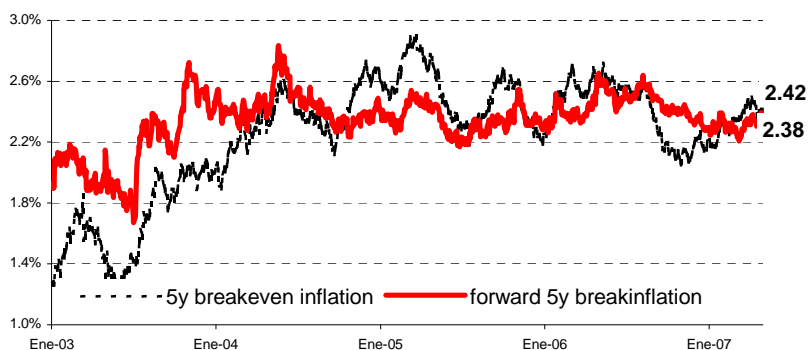
De acuerdo con la información del mercado de futuros, la posibilidad de recortes de tasas en el 2007 ha ido disminuyendo. Así dejó de descontarse un recorte para el segundo semestre del año. Mientras que durante la volatilidad financiera de febrero/marzo el mercado descontaba que un recorte de tasas se realizaría en agosto, a inicios de mayo la probabilidad de este evento se redujo a 20 por ciento. Asimismo, la probabilidad de que el recorte se realice en la reunión de diciembre pasó de 100 por ciento (entre febrero-abril) a 78 por ciento (tercera semana de mayo).





10. Si bien la FED estaría consintiendo un nivel superior a su *benchmark*, también ha señalado que el factor más importante es la expectativa de los agentes sobre la evolución futura de la inflación. Las expectativas del mercado apuntan a una gradual reducción en la tasa de inflación en el mediano plazo. 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 contenidas por debajo del 2,5 por ciento. Asimismo, la última encuesta trimestral a especialistas económicos indican que la inflación PCE subyacente se mantendría en alrededor de 2,0 por ciento en los próximos dos años⁴.

Expectativas de Inflación (Breakeven Inflation^{1/})



^{1/} Diferencial de los rendimientos del bono nominal e indexado de 5 (5y) y 10 (forward 5y) años

11. Por su parte, las **tasas de largo plazo** registraron un comportamiento volátil en los primeros meses del año, influidas por el cambio en la percepción de los inversionistas sobre la evolución del crecimiento de EUA. Ello también se ha reflejado en el cambio de signo de la pendiente de la curva de rendimiento en cuatro oportunidades durante el período enero-mayo. Si bien las perspectivas de un menor crecimiento preocuparon a los inversionistas en el primer trimestre (aumentando la demanda de bonos y reduciendo el rendimiento de estos), en los últimos dos meses han crecido las expectativas de que la desaceleración económica sea moderada.

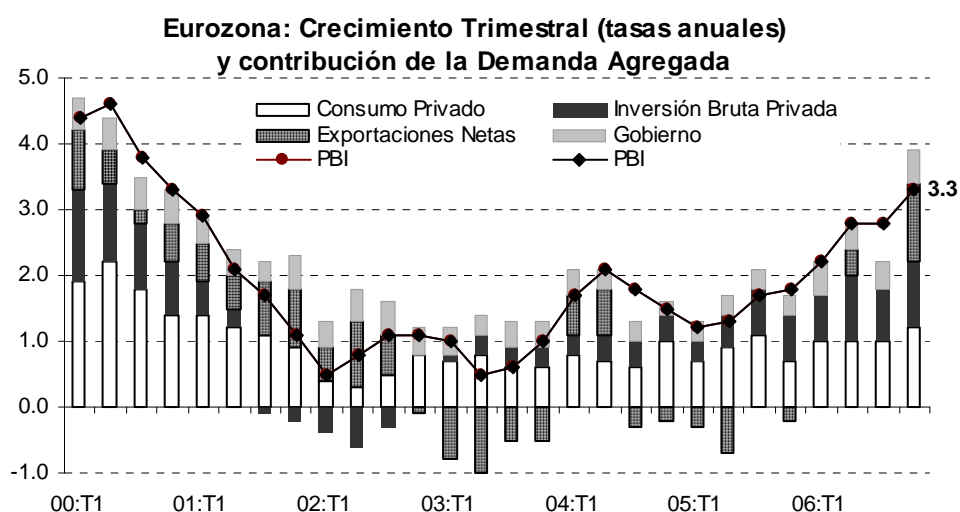
⁴ Survey of Professional Forecaster, 2T07. Federal Reserve Bank of Philadelphia.



Europa y Japón

12. En **Europa**, se ha revisado al alza las proyecciones de crecimiento para el 2007 de los socios comerciales en dicha región, luego del crecimiento observado en el 2006 (2,8 por ciento, el mayor desde el 2000) y de los indicadores del primer trimestre. Las proyecciones del Consensus estiman un crecimiento promedio de 2,5 por ciento para el 2007 y de 2,2 por ciento para el 2008.

En esta revisión al alza destaca el crecimiento de la **Eurozona**, que creció en el primer trimestre del 2007 a una tasa anual de 3,1 por ciento, que junto a la tasa de 3,3 por ciento del cuarto trimestre del 2006, son niveles no observados desde el último trimestre del 2000.

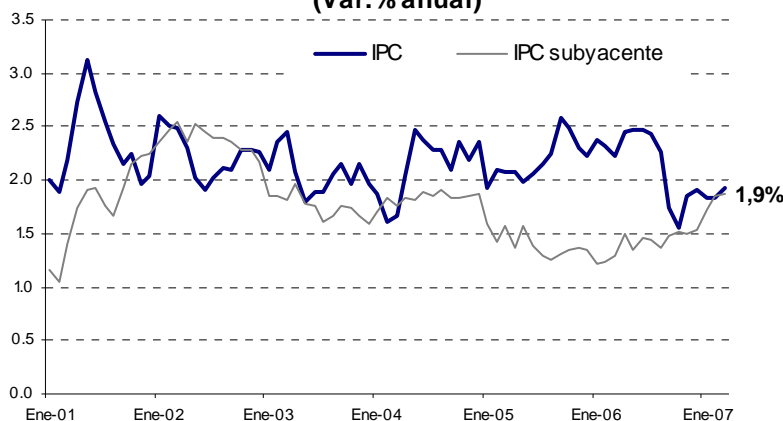


Las sólidas ganancias corporativas y la alta utilización de la capacidad instalada, que fueron la causa de la aceleración en la inversión corporativa en el 2006, continuarían contribuyendo al crecimiento de la inversión privada, sobre todo en la primera parte del año, para luego moderar su crecimiento. Por su parte el crecimiento del empleo (la tasa de desempleo cayó en marzo a 7,2 por ciento, la menor tasa desde inicios de los 80s) ha generado un aumento en la confianza del consumidor en la Eurozona lo que se ha venido trasladando en la mayor demanda por consumo (las ventas al por menor en los tres primeros meses del 2007 muestran en promedio la misma solidez del último trimestre del 2006).

Para la segunda mitad del año, se espera que la Eurozona modere su crecimiento debido al efecto que tendrían los últimos incrementos de la tasa de interés por parte del Banco Central Europeo. Asimismo, con la desaceleración en el crecimiento de EUA y un posible fortalecimiento del euro, las exportaciones netas reducirían su contribución al crecimiento. Finalmente, el incremento de los impuestos y otras medidas fiscales en los países miembros de la Eurozona, también contribuirían a moderar el crecimiento en los próximos meses.



**Eurozona: IPC armonizado
(Var. % anual)**



Con respecto a la inflación, si bien durante el segundo semestre del 2006 la inflación disminuyó significativamente (desde una tasa anual de 2,5 por ciento en junio a una de 1,6 por ciento en octubre), se ha registrado un repunte en los precios en los últimos meses, alcanzando en abril una inflación anual de 1,9 por ciento.

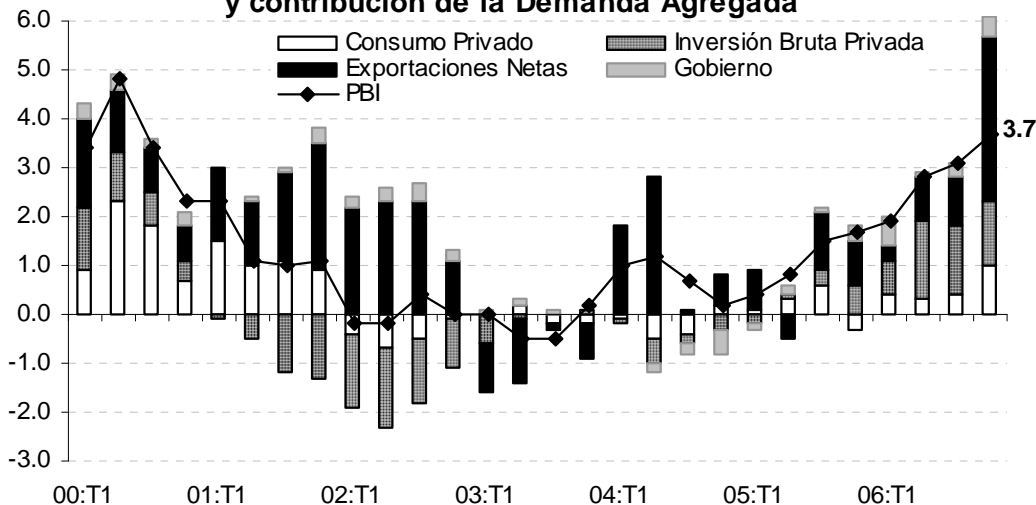
Por su parte, la inflación subyacente, ha aumentado consistentemente desde 1,4 por ciento en agosto de 2006 a 1,9 por ciento en abril de 2007, lo cual ha acrecentado los temores inflacionarios (considerando que la tasa de desempleo de la región se encuentra en su nivel más bajo en más de dos décadas y media, generando presiones salariales). Sin embargo, la moderación esperada del crecimiento provocaría una disminución de las presiones inflacionarias, a lo que suma las posibles alzas en las tasas de interés por parte del Banco Central Europeo.

13. En **Alemania**, la economía más importante de la Eurozona, se espera una moderación en el crecimiento (luego de alcanzar en el 2006 un crecimiento de 2,7 por ciento, tasa no observada en más de 5 años).

Así, se proyecta que la economía crecería en 2,4 por ciento y 2,3 por ciento en el 2007 y 2008, respectivamente, debido al efecto de la desaceleración económica prevista para EUA y también la fortaleza del euro, que moderaría el crecimiento de las exportaciones (principal motor de la economía en el 2006), aunque de una manera limitada. En los primeros tres meses del año la balanza comercial aumentó en 24 por ciento anual, debido a la continuidad en la bonanza de las exportaciones, lo que ha permitido situar a Alemania como el principal exportador a nivel mundial. Por su parte, el efecto del incremento del impuesto VAT en el consumo y del aumento en las tasas de interés, también contribuirán en el menor dinamismo de la principal economía de la Eurozona. La mejora en el mercado laboral (con el desempleo en 9,2 por ciento, el menor nivel desde el año 2001) contribuiría a atenuar estos efectos.



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



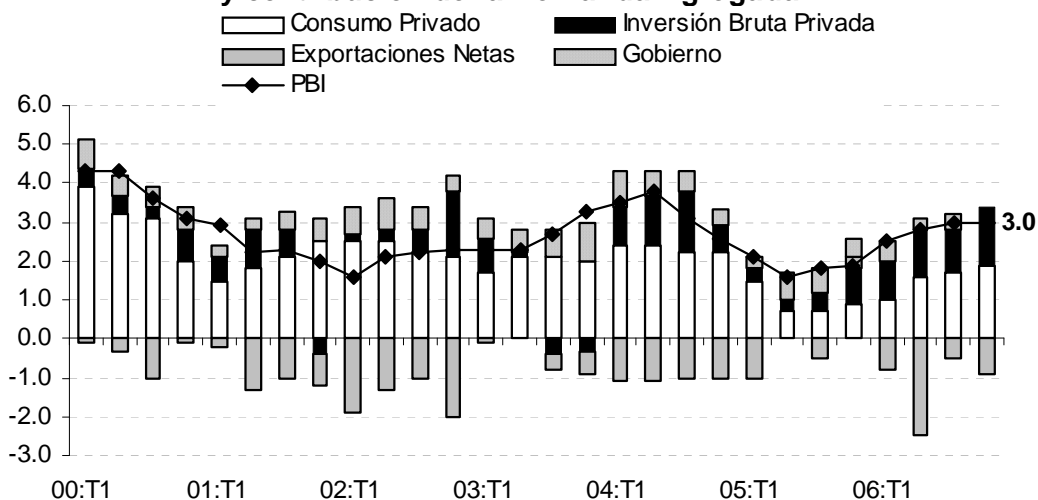
14. El **Banco Central Europeo (BCE)** aumentó en marzo su tasa de interés referencial en 25 puntos básicos, ubicándola en 3,75 por ciento, siendo esta la tasa más alta registrada desde el año 2003.

Esta decisión se tomó en vista del riesgo existente en la estabilidad de precios en el mediano plazo, asociado a un sólido crecimiento económico y al rápido incremento en los agregados monetarios (M3 aumentó 10,9 por ciento en marzo, la mayor tasa desde la creación de la Eurozona) y en el crédito (10,5 por ciento en marzo). De esta manera se busca consolidar las expectativas de inflación de mediano y largo plazo con los niveles consistentes para la estabilidad de precios.

En su último comunicado (10 de mayo) el BCE reiteró que los riesgos al alza en la estabilidad de precios requieren un cercano monitoreo debido al alto nivel de liquidez, el robusto crecimiento de la actividad económica y el empleo (que estarían generando presiones salariales). Así, el mercado espera un nuevo aumento en 25 pbs en la reunión de junio, lo cual podría poner fin al ciclo de alzas, considerando las perspectivas de menor dinamismo económico a partir del segundo semestre.

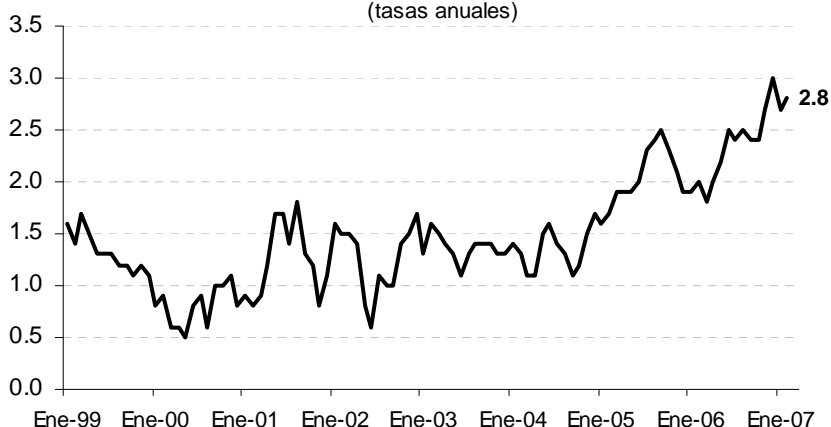


Reino Unido: Crecimiento Trimestral (tasas anuales) y contribución de la Demanda Agregada



15. Fuera de la Eurozona, destacan las sólidas perspectivas de crecimiento de **Reino Unido**, cuyo crecimiento del primer trimestre del 2007 fue 2,8 por ciento anualizado (ligeramente por debajo del 3 por ciento alcanzado en los dos trimestres previos). El principal factor del crecimiento es la demanda doméstica (tanto la inversión como el consumo privado). Así en lo que va del año el consumo ha mostrado señales de fortaleza (las ventas al por menor en el primer trimestre registraron tasas anuales no vistas desde fines del 2004), asociado además al efecto riqueza positivo por la continuidad del boom inmobiliario. Los precios de las viviendas aumentaron entre 10 y 16 por ciento en los primeros cuatro meses del 2007.

Reino Unido: Inflación del IPC (tasas anuales)



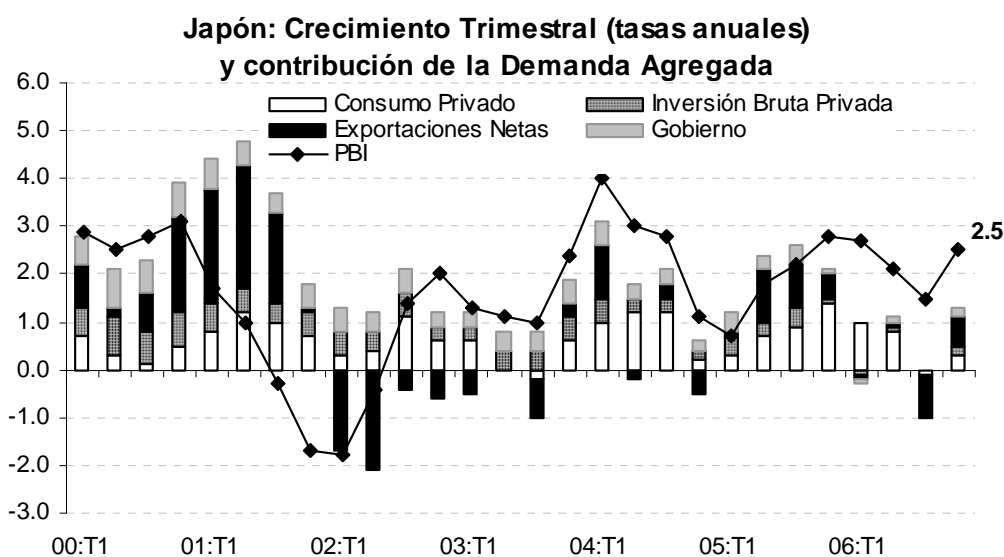
La principal preocupación se centra en la inflación, la cual ha tenido un crecimiento progresivo desde setiembre del 2006 y alcanzó una tasa de 3,1 por ciento anual en marzo último. En abril la inflación mostró una ligera moderación a 2,8 por ciento. La continua tendencia al alza en el precio de las viviendas, así como los mayores costos salariales y el alza de los combustibles son factores

que contribuirían a mantener las presiones inflacionarias. Por otro lado, una preocupación adicional sobre la evolución de la economía de Reino Unido se centra en el elevado déficit de cuenta corriente (2,9 por ciento del PBI en el 2006, nivel más alto desde inicios de 1990).

Antes estas presiones sobre la inflación, el Banco Central de **Inglaterra** (BOE) elevó dos veces la tasa de interés en 25 pbs. (enero y mayo), ubicándola en 5,5%. Actualmente, el mercado no descarta al menos otro ajuste de la tasa en el presente año, con el fin de controlar la inflación. Cabe señalar que, tras conocerse los datos de inflación de marzo, el gobernador del Banco Central envió una carta abierta al Canciller por primera vez (obligación a realizar cada vez que la inflación excede el rango meta de 2 +/-1 por ciento).

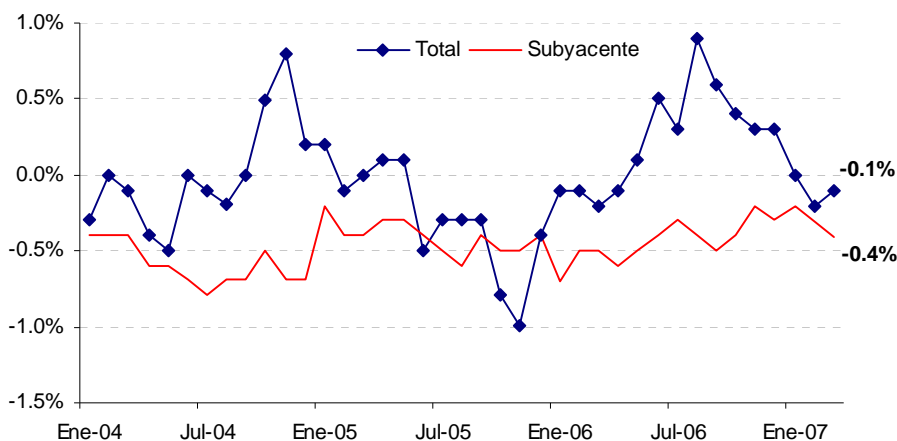
16. En **Japón**, la actividad económica continuó con su tendencia expansiva pero a un menor ritmo en el 2007. Luego de alcanzar una tasa anualizada de 5,0 por ciento en el cuarto trimestre del 2006, la economía creció a una tasa de 2,4 por ciento en el primer trimestre. Esta moderación en el crecimiento se produciría por efecto del menor dinamismo en las exportaciones (debido a la desaceleración esperada en EUA y por el esfuerzo de China por evitar el sobrecalentamiento de su economía).

Sin embargo, se espera que el período de desaceleración no sea prolongado, y encuentre soporte en el consumo y, posteriormente, en la inversión. En este sentido, se espera que el consumo se empiece a dinamizar luego de años de estancamiento, apoyados por un mercado laboral en expansión (la tasa de desempleo se encuentra en 4 por ciento, nivel mínimo desde 1998). En este sentido los datos de ventas minoristas en lo que va del año muestran que el consumo estaría consiguiendo una sólida tendencia. Por su parte, a pesar de la inesperada desaceleración de la inversión en el primer trimestre del 2007, se espera que la elevada utilización de capacidad instalada impulse la inversión en nueva capacidad productiva, sobre todo a partir de la segunda mitad del año.



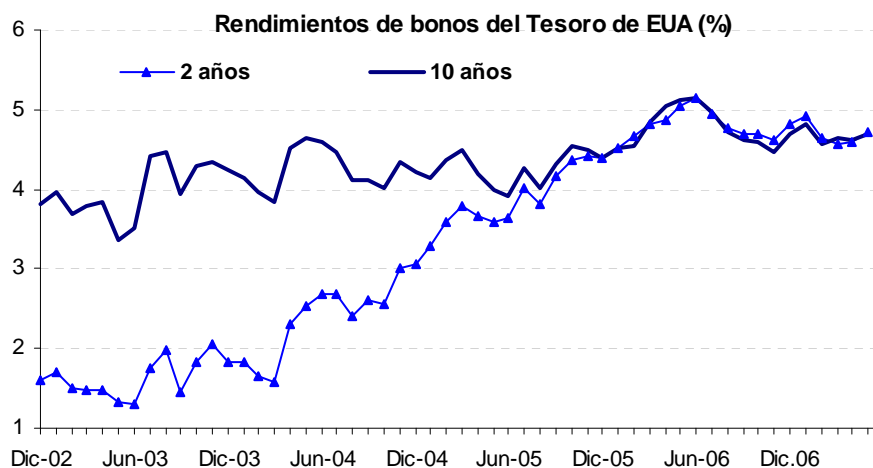
De otro lado, se espera, que conforme la economía muestre mayor dinamismo⁵, el proceso deflacionario- iniciado en la década previa- culmine aunque en forma gradual. En marzo se registró una inflación subyacente negativa de -0,4 por ciento anual, lo que ha generado una revisión a la baja, por parte del Banco de Japón (BoJ), de sus proyecciones de inflación subyacente (de 0,5 a 0,1 por ciento para el 2007), y ha llevado a señalar que la inflación recién se aceleraría en el 2008 (a 0,5 por ciento).

Japón: var% anual del IPC



17. La expansión moderada en la actividad, sumado a la reversión esperada del proceso deflacionario en el mediano plazo, llevaron al Banco de **Japón** (BOJ) a incrementar su tasa de política en 25 pbs. (a 0,5 por ciento) en febrero. Dado que no se espera que la inflación se acelere en el corto plazo, se estima que el Banco de Japón postergue hasta por lo menos fines del año un nuevo ajuste en la tasa de interés, aunque una expansión económica mayor a la esperada podría adelantar tal medida.

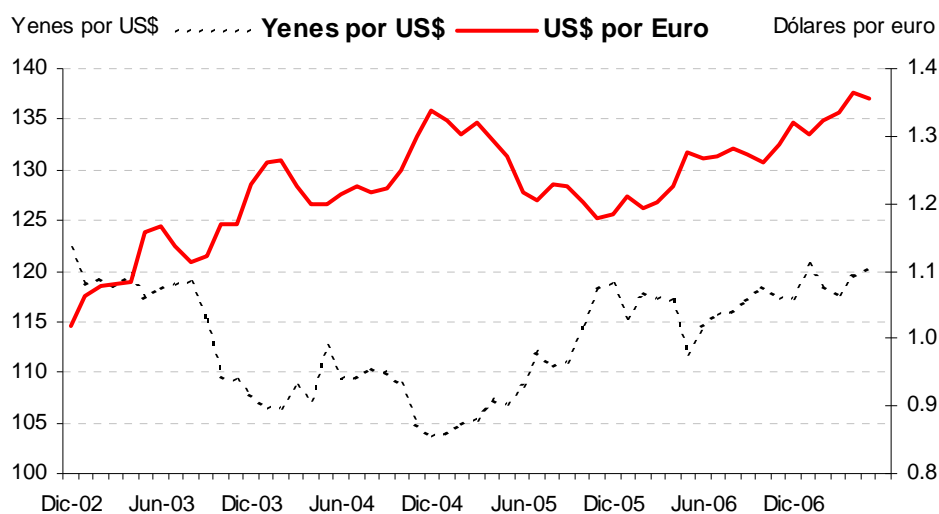
Rendimientos de bonos del Tesoro de EUA (%)



⁵ El BoJ proyecta un crecimiento de 2,1 por ciento anual en los años 2007 y 2008, por encima de la tasa potencial de 1,5 por ciento.

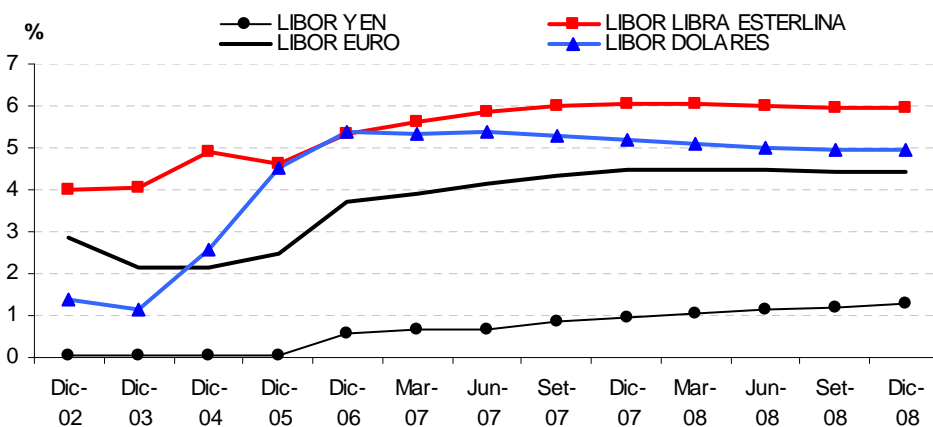
Evolución del dólar en los mercados internacionales

18. Desde mediados 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 lo que resta del 2007 influyeron en la depreciación del **dólar** con respecto al euro y otras monedas fuertes como la libra. El dólar alcanzó un mínimo histórico frente al euro el 27 de abril (US\$/Euro 1,365) y uno frente a la libra el 18 de abril (US\$/libra 2,008). A ello se suma una eventual recomposición de los portafolios de los bancos centrales a favor del euro.



LIBOR a 3 meses: Spot (ejecutados) y Futuros (2007-08)

(fin de periodo; futuros: mar, jun, set, dic)



Fuente: Bloomberg

Con respecto al euro, en lo que va del año, el dólar se depreció en 3,4 por ciento, en el contexto de una reducción en el diferencial esperado de tasas. Con respecto al yen, el dólar ha registrado una alta volatilidad, a pesar del ajuste en la tasa de interés por parte del Banco de Japón (no se descarta que

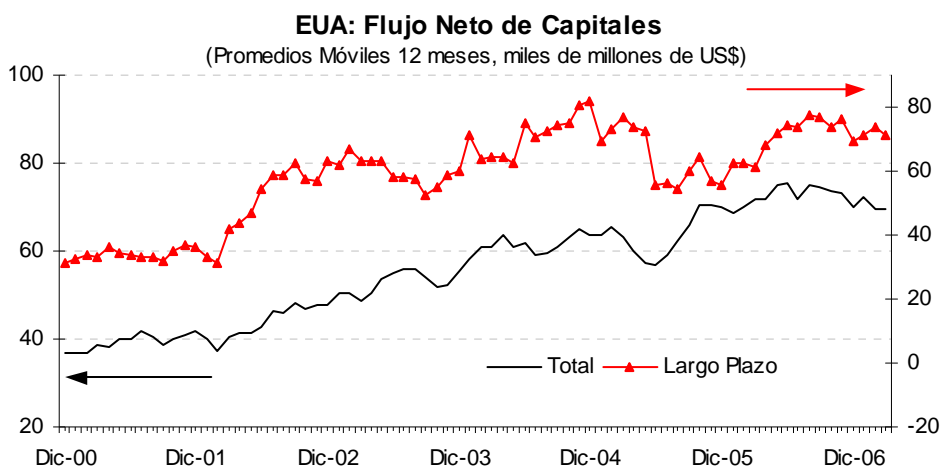
continúen en lo que resta del 2007), e influenciado por las operaciones especulativas conocidas como *carry trade*, (ver punto IV).

Por otro lado, el ajuste del dólar se da en un contexto de fuertes desequilibrios de balanza de pagos de EUA, donde el elevado déficit de cuenta corriente (US\$ 857 mil millones ó 6,5 por ciento del PBI) continúa siendo financiado por la entrada de capitales.

Este elevado requerimiento de financiamiento del exterior ha generado la preocupación de que, por una parte, el alza en las tasas de interés afecten la capacidad de pago del servicio de la deuda externa, y por otro que la alta concentración del financiamiento externo (específicamente por las tenencias de los bancos centrales, en especial, por China), generen una alta vulnerabilidad si se produce una recomposición de dichas reservas.

Sin embargo, según los últimos datos reportados por el Departamento del Tesoro (al 30 de junio del 2006), 60 por ciento de las obligaciones externas de EUA son de largo plazo (más aún, China sólo representaría el 10 por ciento de las obligaciones externas de EUA, detrás de Japón). Así, estos resultados reducirían la posibilidad de un ajuste desordenado que implique una mayor depreciación del dólar y un ajuste desordenado de los desequilibrios globales.

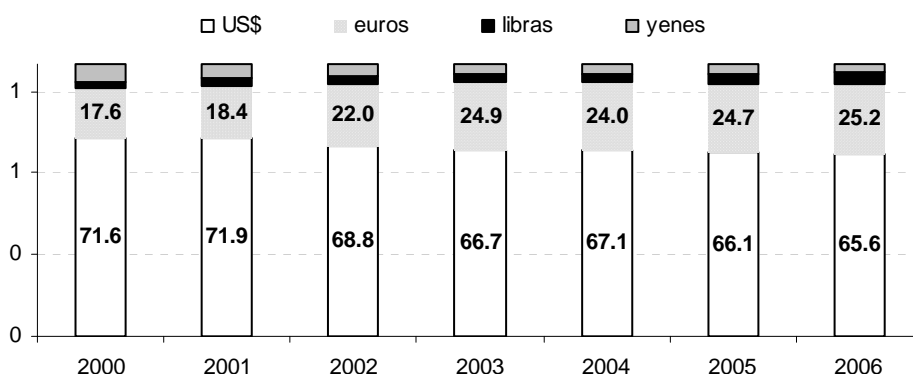
Adicionalmente, las compras de activos de largo plazo totales se mostraron sólidos en el primer trimestre del año, lo que mantendría el financiamiento del déficit de cuenta corriente.



Fuente: Department of the Treasury/Federal Reserve Board

19. Según la última información disponible del FMI, al cuarto trimestre de 2006, el porcentaje de las reservas en dólares que mantienen los bancos centrales ha disminuido ligeramente desde el año 2004, pero aún se mantiene en alrededor de dos tercios de las reservas totales. Considerando que el gobierno de China creó en el presente año una oficina para el manejo de sus reservas (a ello se suman anuncios de diversificación de reservas por parte de los bancos centrales de Indonesia, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela), se esperaría que la participación de las reservas en dólares siga disminuyendo, aunque por la experiencia de los últimos años, este cambio sería lento.

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

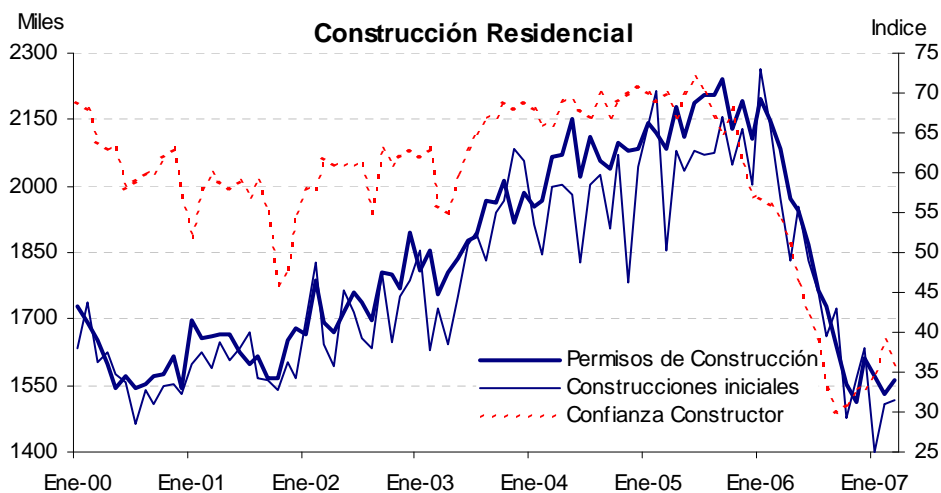


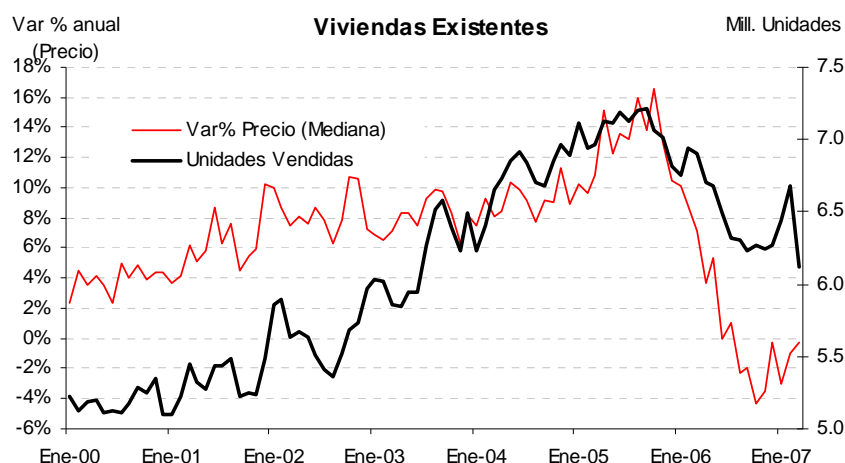
Fuente: FMI (COFER)

20. Las proyecciones del *Consensus Forecast* muestran que la mayoría de casas de inversión proyectan, para fines de período, una ligera depreciación respecto al euro en el 2007 (2 por ciento), que se revertiría en el 2008 (1,3 por ciento). Mientras que respecto al yen, se espera que el dólar se debilite en el presente año y en el siguiente (como parte del proceso de corrección de la moneda japonesa que se estima estaría subvaluada entre 30 y 40 por ciento). Por su parte, se espera que el yuan continúe su proceso apreciatorio, aunque a una tasa moderada (5 y 4 por ciento en el 2007 y 2008, respectivamente). Esta evolución de las monedas refleja la expectativa del mercado de una corrección gradual de los desequilibrios globales (un elevado déficit de cuenta corriente en EUA y una subvaluación del yen y el yuan).

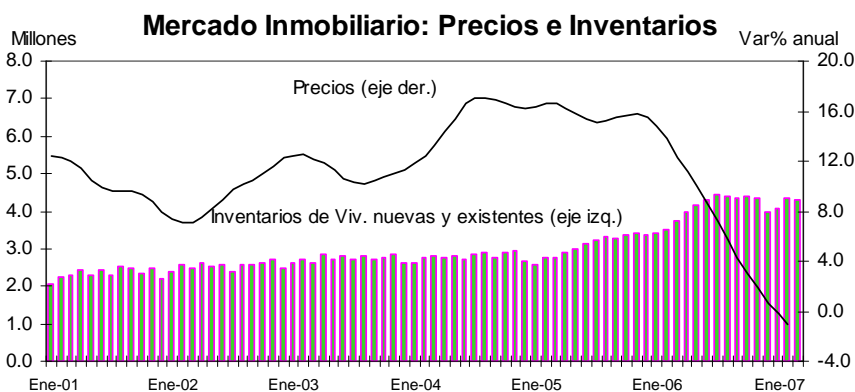
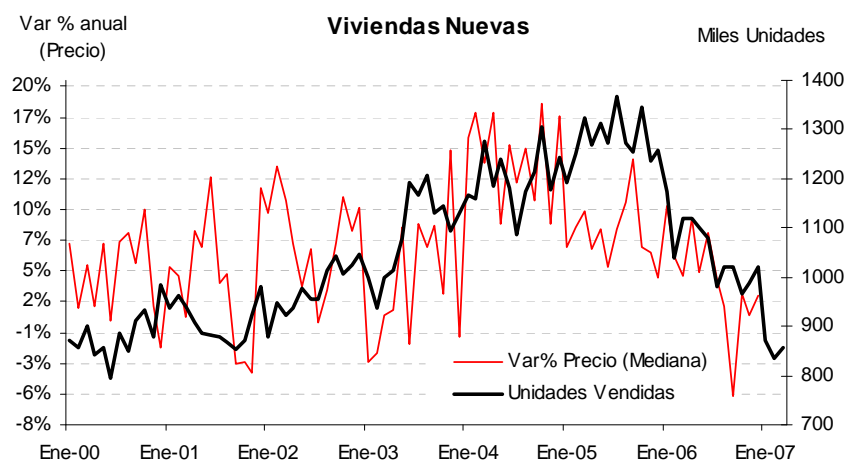
II. DESARROLLOS RECIENTES EN EL MERCADO INMOBILIARIO DE EUA

21. Durante el primer trimestre del año continuó la corrección en el mercado inmobiliario. A pesar de que no ha habido significativas caídas en los precios de los inmuebles, la construcción de nuevas viviendas cayó significativamente. Asimismo, las ventas de viviendas nuevas y existentes también se redujeron, dejando los inventarios de viviendas no vendidas en niveles elevados.





22. Durante la segunda mitad del 2006 y el primer trimestre del año, la desaceleración en las ventas y construcción de viviendas afectó principalmente la inversión residencial⁶, mientras que el efecto en el consumo ha sido limitado al gasto de las familias ligadas a la industria inmobiliaria (trabajadores en la construcción, agentes de bienes raíces e intermediarios hipotecarios).



⁶ Se estima que la corrección del mercado inmobiliario representó 1 por ciento del PBI durante el segundo semestre del 2006.

En los próximos meses se espera que el consumo registre cierta desaceleración producto del efecto indirecto de la caída en los precios de los inmuebles (asociado a la riqueza hipotecaria⁷). Sin embargo, no hay consenso sobre la magnitud de las ganancias de capital asociadas a la bonanza inmobiliaria que las familias han destinado al gasto de consumo, y por ende sobre el efecto que tendría una caída del precio de las viviendas en el gasto de consumo en el futuro⁸.

23. Un aspecto clave en el debate sobre el impacto del *boom* inmobiliario en el gasto de consumo ha sido el uso de fondos obtenidos por la refinanciación de las hipotecas y las líneas de crédito con garantías hipotecarias (comúnmente conocidos como “Home Equity Withdrawal”). Si bien se tiene estimaciones aproximadas de la magnitud de estos fondos (US\$564 mil millones anuales entre el 2001 y 2005), no se conoce con exactitud cuánto de este monto se destinó a gasto de consumo. Dentro de los estudios más recientes, destaca el de Alan Greenspan y James Kennedy⁹ que indica que el 50 por ciento de los estos fondos habría sido destinado a financiar el consumo doméstico.

Otro impacto potencial del mercado inmobiliario en la economía de EUA sería la erosión del capital de las instituciones financieras que enfrenten incumplimientos en los pagos de los préstamos hipotecarios, lo que podría generar problemas en el sistema financiero, a la vez de generar una mayor corrección en el mercado inmobiliario.

Mercado hipotecario de alto riesgo (*subprime*)

24. Durante el primer trimestre del 2007, emergieron problemas en el segmento de hipotecas de alto riesgo (*subprime*), cuyo rápido crecimiento fue el que apoyó la última etapa de la bonanza inmobiliaria (representaron el 20 por ciento de los créditos hipotecarios generados en los últimos dos años). Esto generó la preocupación de que los problemas en el segmento *subprime* se extiendan al resto de segmentos del mercado hipotecario y a las empresas financieras con alta exposición en dicho mercado, generando una crisis crediticia. Los problemas del segmento *subprime* se consideran como uno de los factores desencadenantes del periodo de mayor volatilidad financiera de febrero/marzo del 2007.

Los préstamos *subprime* son créditos hipotecarios otorgados a personas con pobre perfil crediticio o que carecen de liquidez para realizar un pago inicial importante, a quienes se les ofrecía créditos con plazos muy largos y reducidas cuotas iniciales, créditos con pago de intereses solamente (las amortizaciones eran diferidas por un período de tiempo), y préstamos con tasa de interés ajustable (con pagos iniciales de reducidas tasas de interés que se

⁷ El significativo incremento de los precios de las viviendas durante la bonanza inmobiliaria contribuyó al alza en la riqueza de las familias, lo que ayudó a dinamizar el gasto de consumo, por lo que se teme que una caída en el precio de las viviendas reduzca el gasto consumo (debido a la disminución de la riqueza) con la posibilidad de llevar a la economía de EUA a una mayor desaceleración

⁸ Si bien hay consenso en el Mercado de que un incremento en la riqueza inmobiliaria en US\$ 100 incrementa el gasto de consume entre US\$ 3 a 6, recientes estudios señalan que el efecto sería de US\$ 9 (mayor a los US\$ 4 por efecto de un aumento en igual magnitud en la riqueza bursátil).

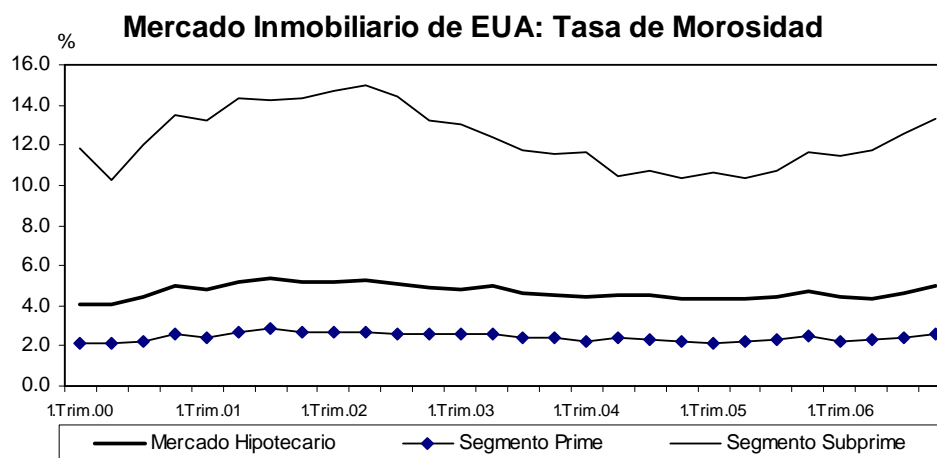
⁹ “Sources and Uses of Equity Extracted from Homes”. Alan Greenspan and James Kennedy, Marzo 2007.

incrementaban significativamente luego de cierto período de tiempo). Este segmento representa actualmente el 13,7 por ciento¹⁰ del mercado hipotecario (frente al 6 por ciento en el 2002), el cual bordea los US\$ 6 billones¹¹ (53 por ciento del PBI de EUA). Adicionalmente, estos préstamos hipotecarios sirvieron como garantía a nuevos instrumentos (“Residencial Mortgage-Backed Securities” y “Collateralized Debt Obligations”), lo cual permitió a los bancos retirar estos créditos de sus hojas de balance a la vez que dispersó el riesgo entre los agentes financieros.

Este mercado registró un rápido crecimiento en los dos últimos años, dado que los instrumentos financieros generados ofrecían altos retornos, los cuales atrajeron la atención de muchos inversionistas. Sin embargo, los prestatarios de este tipo de crédito enfrentaron cada vez más altas tasas de interés (conforme la Fed retiraba el estímulo monetario), mientras que la desaceleración de los precios de las viviendas reducía su riqueza inmobiliaria, lo cual afectó el cumplimiento de la deuda hipotecaria, lo que a su vez provocó problemas financieros a las empresas prestamistas. Así, desde inicios de febrero las principales empresas de este segmento reportaron dificultades financieras.

25. Estos problemas han generado que se incrementen los estándares crediticios, reduciendo el crédito (y la posibilidad de refinanciación de créditos existentes) a individuos con pobre perfil crediticio, así como el financiamiento a las empresas prestamistas y a aquellas que otorgaban títulos garantizados con hipotecas subprime. Así, se ha reportado un aumento en la morosidad y la ejecución hipotecaria anticipada.

Si bien la morosidad aumentó en todos los segmentos de mercado, en el segmento subprime el incremento fue mucho mayor (alcanzando un nivel record en cuatro años). Por su parte, la ejecución anticipada de las hipotecas aumentó a un nivel récord (0,54 por ciento), siendo el segmento subprime el más afectado (2,0 por ciento). Sin embargo, estos niveles de morosidad se encuentran por debajo de los niveles alcanzados en la recesión del 2001.



¹⁰ Mortgage Bankers Association, cuarto trimestre del 2006.

¹¹ FMI. Reporte de Estabilidad Financiera Global. Abril 2007.

26. Si bien existe el riesgo de que los problemas en el segmento subprime generen restricciones en el mercado crediticio de EUA¹², es necesario aclarar que los problemas en el mercado hipotecario han sido concentrados en el segmento de alto riesgo (subprime)¹³, mientras que el mayor segmento del mercado (de bajo riesgo ó “prime”) no ha sido aún afectada. Asimismo, como señala Standard and Poor’s, la bonanza inmobiliaria es un fenómeno mundial que se produce por bajas tasas de interés hipotecarias por un tiempo prolongado.

Cabe mencionar que Reino Unido y Australia (que registraron mayores incrementos en los precios de viviendas en sus respectivos *booms* inmobiliarios), elevaron sus tasas de interés antes de que la Fed lo hiciera en EUA. Sin embargo, en estos países la corrección de sus respectivos *booms* inmobiliarios ha tenido limitados efectos en sus economías, a pesar de que ambos países registran una mayor proporción de préstamos hipotecarios a tasas de interés ajustable.

III. EVOLUCION MACROECONÓMICA: ECONOMIAS EMERGENTES

China

27. Dentro de las **economías emergentes**, destaca el significativo crecimiento económico de **China**. Luego de incrementarse 10,7 por ciento en el año 2006 (la tasa más alta desde mediados de los años noventa), el PBI de este país creció 11,1 por ciento anual en el primer trimestre del año anterior; mientras que la producción industrial aumentó en 18,3 por ciento en marzo.

El significativo dinamismo de la economía china se sustentó en la fortaleza de las inversiones y en las exportaciones. En el primer punto, el ratio de inversión a PBI se ha venido incrementando desde niveles ya elevados (en el año 2005 excedió el 40 por ciento del PBI). En el segundo, el superávit comercial de China ascendió a US\$ 46,4 mil millones en el primer trimestre del año, superior a los US\$ 23,3 mil millones de igual periodo del año 2006.

La mayor actividad económica llevó a que la inflación anual ascendiera a 3,3 por ciento en marzo, mayor al 2,8 por ciento de diciembre de 2006. Luego de conocerse estos indicadores, diversos analistas coincidieron en que la economía podría estar recalentándose. Evidencia de calentamiento se centra en algunos sectores (acero, aluminio e inmobiliario). Por otro lado, las mayores exportaciones y el flujo de inversiones llevaron a que las reservas internacionales se sitúen por encima de US\$ 1,2 billones.

28. La aceleración del crecimiento económico de China ha generado preocupaciones en el mercado sobre la posibilidad de que la economía de ese país se esté sobrecalentando, lo cual podría ocasionar un ajuste que tenga repercusiones mundiales. Sin embargo, no existe evidencia clara de que la

¹² A la vez que podría agudizar los problemas en el mercado inmobiliario, dado que mayores estándares crediticios ha reducido la demanda por créditos hipotecarios (y de viviendas), a la vez que la mayor ejecución hipotecaria está extendiendo la oferta de inmuebles, lo que provocaría una mayor corrección en los precios.

¹³ Aunque hay signos de los problemas alcancen también al segmento Alt-A (9,7% de mercado hipotecario), cuyos créditos son de mayor calidad que los del segmento subprime.

economía China esté creciendo, en forma generalizada, sobre sus posibilidades.

29. Sin embargo, existe evidencia de sobrecalentamiento en sectores específicos (acero, inmobiliario y metalúrgico). En este contexto, la autoridad monetaria china elevó su encaje en cinco veces durante éste año, desde 9,00 por ciento en diciembre de 2006 a 11,50 en mayo de 2007; y aumente su tasa de interés de préstamos a un año en dos ocasiones en el 2006 y cuatro veces desde abril de 2006. En éste año la tasa pasó de 6,12 por ciento en diciembre de 2006 a 6,57 por ciento en mayo.

Asimismo, el banco central elevó por primera vez en el año, la tasa de depósitos a un año en 27 pbs, pasando de 2,79 por ciento a 3,06 por ciento. Ambos niveles de las tasas de interés son los mayores en más de 8 años; además es la primera vez desde 1993 que China ha elevado sus tasas de depósitos más que las tasas de préstamos.

Medidas del Banco Central de China

	Encaje	Tasa de interés para préstamos
Abril 2006	--	5,85
Junio	8,00	--
Julio	8,50	--
Agosto	--	6,12
Noviembre	9,00	--
Enero 2007	9,50	--
Marzo	10,00	6,39
Abril	10,50	--
Mayo *	11,50	6,57

* El BC dictó dos alzas de encajes

Otras medidas dictadas que afectarían el crecimiento de China (en particular de su sector exportador) serían:

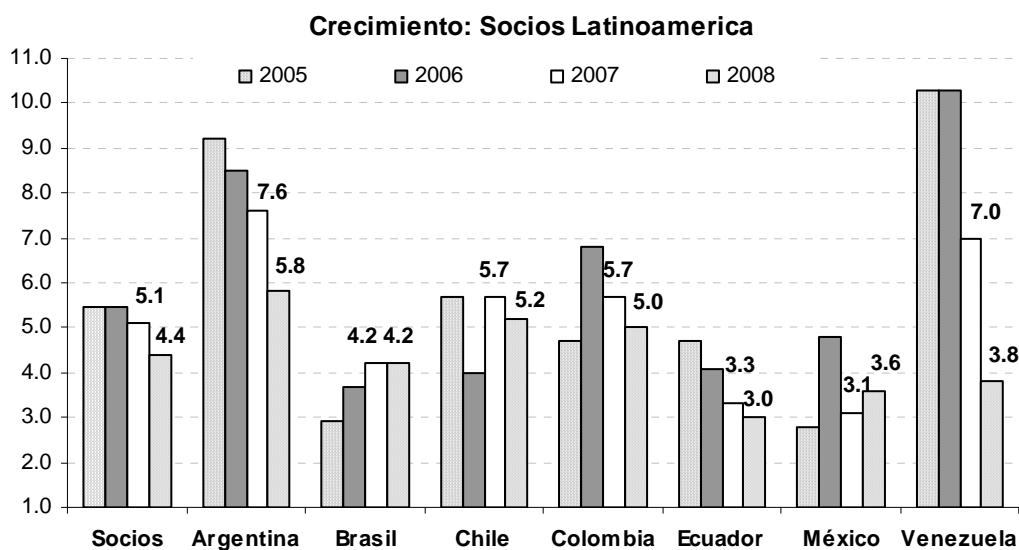
- Ampliación de su banda de flotación: El BC amplió su banda de flotación del yuan frente al dólar, en el mercado cambiario interbancario *spot*, de más/menos 0,3 por ciento a más/menos 0,5 por ciento, para cada día útil. Esta medida regirá a partir del 19 de mayo de 2007.
- Incremento de los impuestos a la exportación y reducción de aranceles: El gobierno incrementará, por tercera vez desde el 2006, los impuestos a las exportaciones de 142 productos (de acero, hierro, níquel, plomo y zinc) hasta un 10 por ciento más; y reducirá los aranceles a las importaciones de 209 productos (utensilios domésticos, de cocina, madera, carbón y petróleo) hasta en 3 puntos porcentuales.

América Latina

30. En **América Latina**, el dinamismo de la actividad económica continuó durante los primeros meses del año. Algunos indicadores económicos de los países muestran que se mantiene el dinamismo económico en la mayoría de economías de la región, continuando de este modo con la tendencia observada en el año 2006.

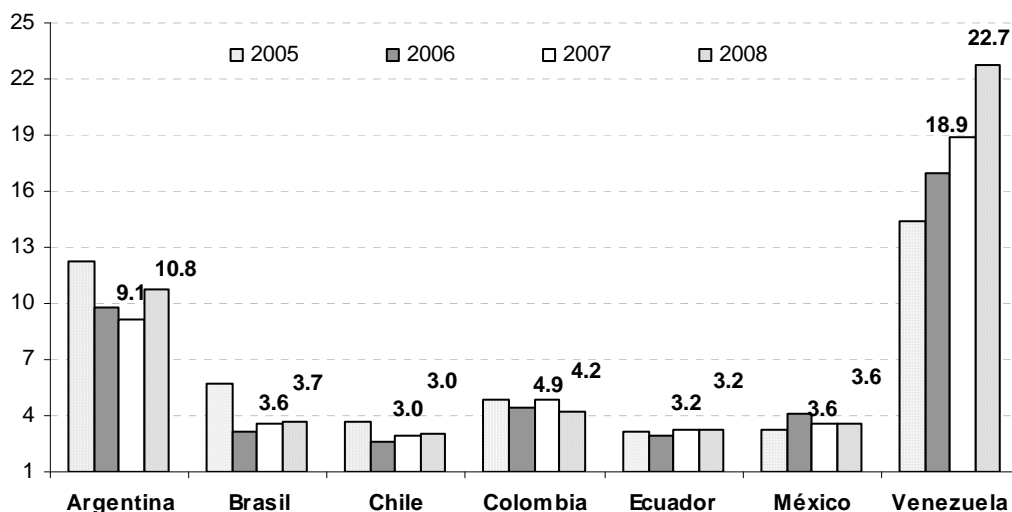
Los datos del PBI del cuarto trimestre de 2006, muestran que la actividad económica se mantiene dinámica. De este modo, el año 2006 constituyó el cuarto año de crecimiento continuo, explicado básicamente por el fuerte incremento en la demanda interna. Del mismo modo, continuó el contexto externo favorable reflejado en los elevados precios de los *commodities* y en las condiciones financieras internacionales –caracterizadas por la abundante liquidez internacional. De esta manera, el crecimiento del 2006 de los socios comerciales de la región subió de 5,2 (Reporte de Inflación de enero) a 5,5 por ciento.

La corrección al alza en el crecimiento de 2006, y la evolución de los indicadores del primer trimestre, han llevado a un ligero incremento de las proyecciones del 2007, de 4,8 a 5,0 por ciento, y 2008, de 4,2 a 4,4 por ciento.





Inflación: Socios Latinoamerica

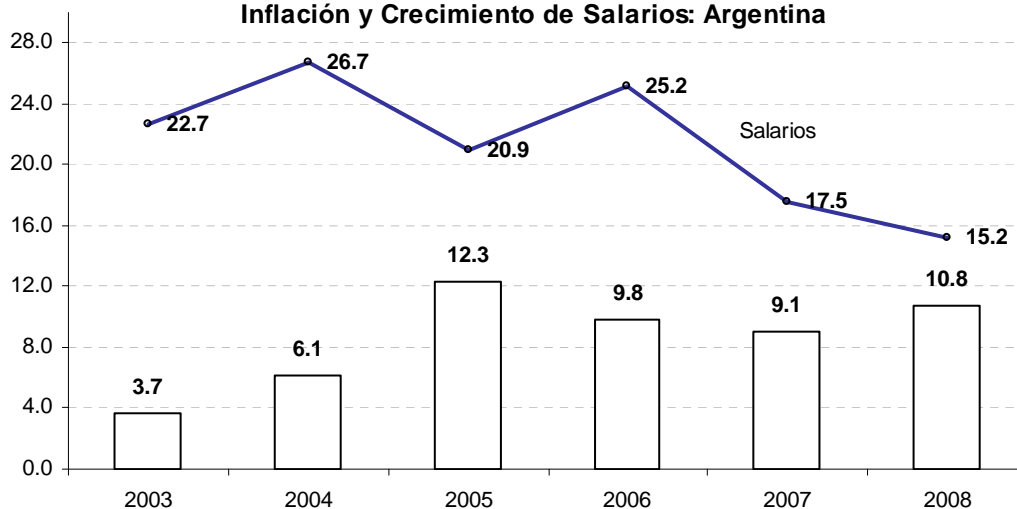


31. **Argentina** creció 8,5 en el 2006, continuando con la fuerte expansión experimentada desde el año 2003 (con tasas por encima de 8 por ciento). Este crecimiento se basa principalmente en el consumo doméstico (que creció 7 por ciento sustentado básicamente por el crecimiento del empleo y los salarios).

En lo que va del año, las mayores ventas reales de los supermercados (que en marzo crecieron en 17,5 por ciento anual) y el fuerte superávit primario del sector público (que en marzo creció 6 por ciento anual) básicamente por la mayor recaudación de impuestos, dan señales de un crecimiento sólido, a pesar de la desaceleración del sector construcción (que en marzo se redujo en 2,6 por ciento anual).

Para el 2007, se espera un crecimiento menor, de 7,6 por ciento (el consumo doméstico lo haría en 7,2 por ciento) ante el mantenimiento del problema en el sector de energía (controles de precios y falta de inversión) y la desaceleración del sector construcción (uno de los sectores más dinámicos de la economía).

Inflación y Crecimiento de Salarios: Argentina



Con respecto a la inflación, diversos analistas advierten que las actuales tasas de crecimiento estarían generando mayores presiones inflacionarias (dado el amplio crecimiento de los salarios y el consumo). La inflación a marzo 2007 se habría reducido desde 9,6 por ciento (en febrero) a 9,1 por ciento. Asimismo, en abril el resultado fue similar al esperado (8,9 por ciento anual).

32. En **Venezuela**, después de la fuerte expansión del 2006 (10,3 por ciento), se espera una desaceleración en los siguientes dos años, a tasas de 7 y 3,8 por ciento, respectivamente. Según declaraciones oficiales, el primer trimestre de este año la economía habría crecido en 8 por ciento por la desaceleración del consumo y la inversión.

Este crecimiento se dio en un contexto en que la inflación anual aumentó de 14,4 por ciento (en el 2005) a 17,0 por ciento (en el 2006); y el mercado espera el mantenimiento de las presiones inflacionarias para los siguientes dos años.

Con el fin de controlar la inflación, el gobierno implementó en lo que va del año medidas como la reducción del VAT, a partir de marzo de este año (desde 14 a 11 por ciento) y la esterilización de la liquidez, a través de la colocación de bonos por US\$ 7,5 mil millones por parte de la empresa pública de Petróleo, que se reflejaron en el resultado de la inflación de marzo de este año (-0,7 por ciento mensual, con una reducción de 20,4 a 18,5 por ciento anual).

Pese a todas estas medidas, se espera para los próximos dos años incrementos de la inflación a 19,9 y 22,7 por ciento, respectivamente. En línea con esta expectativa de inflación, el resultado de abril (19,4 por ciento) fue mayor que lo esperado. Este resultado se da en un contexto de mayor debilidad de la posición fiscal y de fuerte crecimiento de los agregados monetarios y de crédito.

33. **Brasil**, por su parte, luego de la revisión de sus cifras de crecimiento desde 1995 en marzo último, el resultado de 2006 ascendió del 3,0 a 3,7 por ciento. Con las nuevas cifras, la recuperación del segundo semestre de 2006 se explicaría por el repunte de la demanda doméstica (el consumo e inversión). Ello ha conllevado a una favorable perspectiva para el 2007 y 2008 (tasas de 4,2 por ciento, para ambos años).

34. Al cierre del 2006, la inflación fue 3,1 por ciento (frente a una meta de 4,5% +/- 2%), y se espera un nivel de 3,6 y 3,7 por ciento para el 2007 y 2008, respectivamente. En abril 2007, la tasa de inflación se ubicó en 3,0 por ciento. Este nivel, menor a la meta, ha generado una serie de especulaciones en torno a la posibilidad de una reducción de la meta para este y el próximo año.

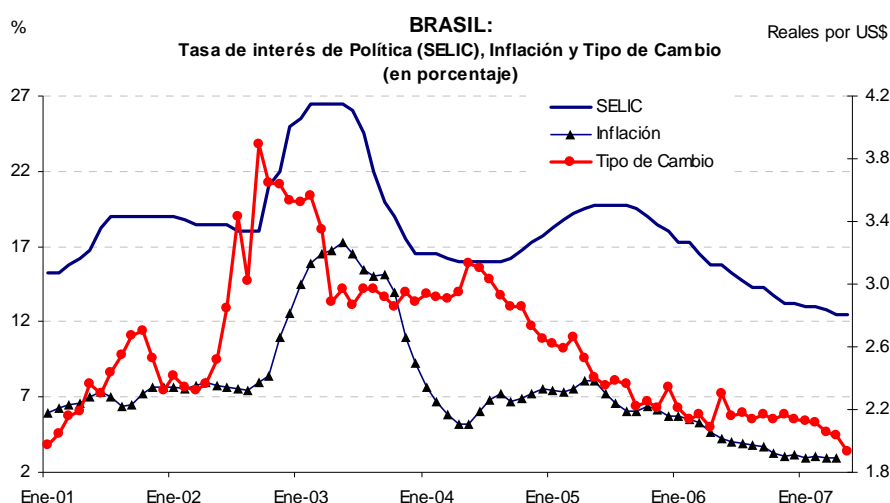
Decisiones de Política Monetaria de Bancos Centrales de la Región

País	Tasa de interés	Tasas		Variación(pbs) (1) (2)
		Dic-06 (2)	May-07 (1)	
Colombia	Repo (Reverse)	7.50	8.75	125
México	Tasa Overnight	7.00	7.25	25
Brasil	Selic	13.25	12.50	-75
Chile	Política Monetaria	5.25	5.00	-25

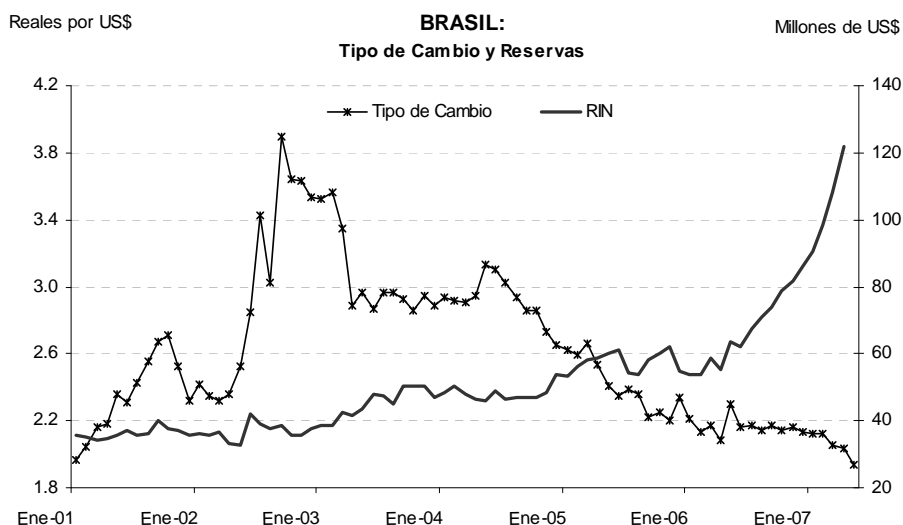
Fuente: Bloomberg



35. La perspectiva favorable en la inflación ha dado margen al banco central para reducir su tasa de interés (SELIC). La tasa SELIC se redujo en tres oportunidades (en lo que va del año en 75 pbs - 25 pbs. en enero, marzo y abril último). Las expectativas de inflación, dan espacio para futuros recortes de la tasa SELIC. De acuerdo con la última encuesta del BC, el mercado espera un descenso de la tasa SELIC para fin de año a 10,75 por ciento (antes a 11 por ciento), y además descuenta un recorte de 50 pbs en la reunión de junio (ante se descontaba 25 pbs). De esta manera, se espera que a partir de la reunión de junio, el BC regrese a recortes de tasas de 50 pbs (como los registrados en el 2006).



Además, estos recortes de tasas ayudarían a frenar las presiones apreciatorias sobre el real brasileño. El contexto internacional favorable de mantenimiento de precios de *commodities* en niveles aún altos y la entrada de capitales (incluyendo operaciones especulativas de *carry trade*)¹⁴, ha generado una tendencia apreciatoria del real de Brasil, ello a pesar de las intervenciones del BC en el mercado de cambios, a través de compras spot y de los títulos de cobertura contra la apreciación del real (*swap* cambiarios reversos).



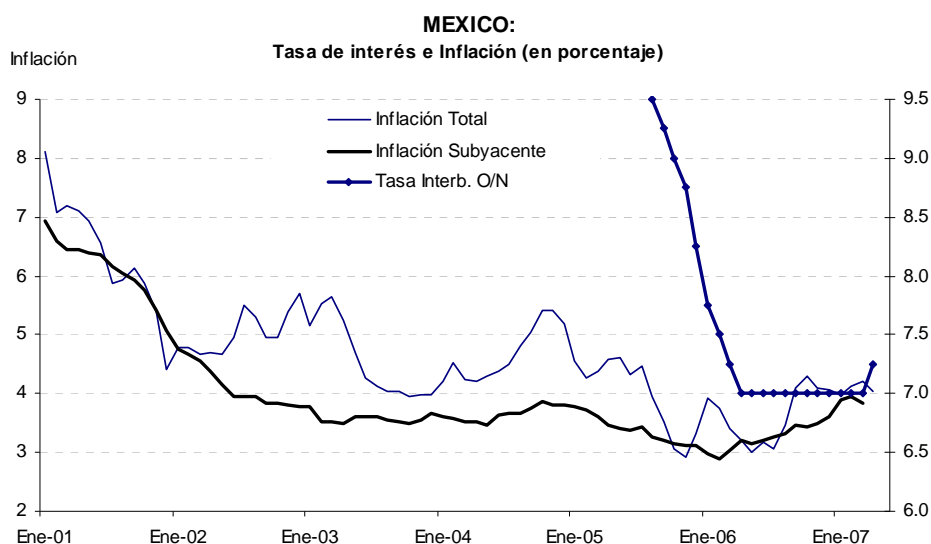
¹⁴ En particular, luego de la mejora de la calificación de la deuda de Brasil en mayo por parte de S&P y Fitch, ambas a un nivel por debajo del grado de inversión.



36. De otro lado, la desaceleración de México en el último trimestre de 2006 se reflejó en un crecimiento de 4,8 por ciento en el año. Asimismo, los indicadores del primer trimestre de este año señalan que esta desaceleración continuaría, en parte reflejando la evolución de EUA. En particular, el consumo doméstico se vería afectado por las menores entradas de remesas de EUA. Así, en abril, la confianza del consumidor se redujo en 2,9 por ciento anual y, en febrero, el PBI creció 2,7 por ciento anual básicamente por la desaceleración de la manufactura, esperándose 3,1 y 3,6 por ciento, para 2007 y 2008, respectivamente.

Por su parte, la inflación se ubicó en 4,1 por ciento anual en el 2006, ligeramente por encima del límite superior de la meta de inflación de 3 por ciento +/- 1 por ciento. En lo que va del año, a abril, la inflación se ha mantenido en 4,1 por ciento anual. Sin embargo, la desaceleración del crecimiento conllevaría a una reducción de la inflación hacia fines del presente año, esperándose 3,6 por ciento para el 2007 y 2008. Estas expectativas son consistentes con las declaraciones de funcionarios del banco central respecto al carácter temporal de las presiones inflacionarias, lo que se refleja en la reducción de la inflación subyacente desde 4 por ciento en febrero a 3,7 por ciento en abril.

37. Pese a que las expectativas muestran esta corrección de las presiones inflacionarias, el BC, en su reunión de fines de abril, decidió elevar su tasa en 25 pbs (a 7,25%) ajuste que sorprendió al mercado. En esta oportunidad, el BC comunicó que la decisión se dio para asegurar el cumplimiento de la meta de este año y como medida de prevención frente a los posibles efectos del choque de oferta (básicamente de los alimentos). Además, este ajuste se dio en un contexto de elevación de la inflación que en marzo registró 4,2 por ciento anual; mientras que el componente subyacente se ubicó en 3,8 por ciento.

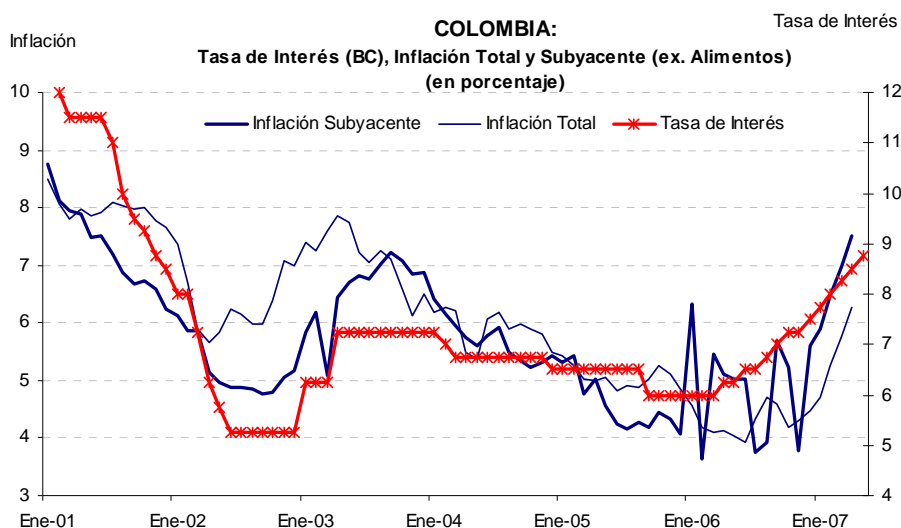




38. Por su parte, **Colombia** experimentó una expansión significativa en el 2006 (tasa de 6,8 por ciento), la mayor en 29 años, impulsada por el mayor consumo doméstico (creció en 5,6 por ciento); y la inversión (que creció 18 por ciento). Para los próximos años, se espera una desaceleración a 5,7 por ciento en el 2007 y 5 por ciento en el 2008.

De otro lado, la inflación viene mostrando una tendencia creciente. Así, luego del 4,5 por ciento alcanzado en el 2006 (límite superior del rango meta entre 3,5 y 4,5 por ciento), a abril de 2007, la inflación se elevó a 6,3 por ciento. En este contexto, en lo que va del 2007 a mayo, el BC elevó su tasa en 25 pbs en cada mes (un total de 125 pbs), hasta alcanzar 8,75 por ciento. Las expectativas del mercado son un ajuste de hasta 9 por ciento para este año, aunque algunos consideran hasta un 9,25 por ciento.

El consenso de mercado espera que la inflación se desacelere (como resultado del ajuste de tasas) a 4,9 y 4,2 por ciento al cierre del 2007 y 2008, respectivamente.



39. Cabe mencionar que el 6 de mayo el BC anunció una serie de medidas (ver Recuadro), que tendrían un impacto positivo sobre la inflación. El consenso del mercado es que tales medidas ayudarán a restringir el crédito comercial y las presiones inflacionarias. No se esperan efectos significativos sobre la apreciación cambiaria, dado el origen de los capitales (IDE, privatización y remesas) y el reducido volumen del mercado de derivados. Posteriormente, el gobierno anunció controles a las entradas de capitales de portafolio a través de la imposición de un encaje de 40 por ciento por un lapso de 6 meses.



Banco de la República de Colombia: medidas del 6 de mayo 2007

El 6 de mayo el BC anunció tres medidas para enfrentar las presiones inflacionarias y la apreciación del peso, que tendrían los siguientes alcances:

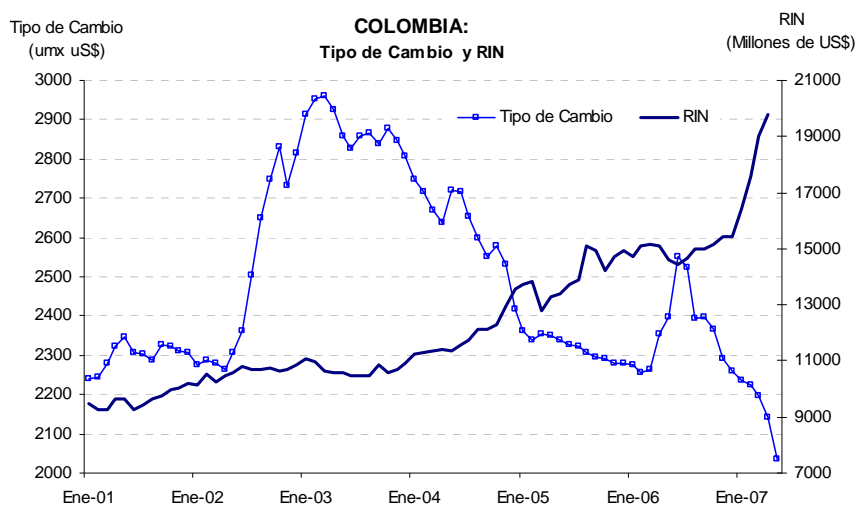
- **Incremento del encaje marginal a los bancos locales** para limitar el crecimiento del crédito y así las presiones inflacionarias. Con este mayor requerimiento de encaje se ayudaría a reducir la alta liquidez y a contribuir de manera más rápida al control de la inflación, ya que consideran que el mecanismo de transmisión de la tasa de interés se estaría retrasando. Además se informó que este encaje marginal no será remunerado y se aplicará sobre los montos que exceda el nivel registrado el 7 de mayo de acuerdo con los siguientes porcentajes:

- 27,0% para las cuentas corrientes.
- 12,5% para los depósitos de ahorro y exigibilidades similares el 12,5%.
- 5,0% para los certificados de depósito a término menor a 18 meses.

- **Restablecimiento del depósito por endeudamiento externo en el BC** (medida que se impuso en el año 2000). Este depósito sería del 40% del valor del desembolso y por un lapso de 6 meses. Con esta medida se buscaría enfrentar dos problemas. Primero, limitar el influjo de capitales de corto plazo, y así la apreciación cambiaria; y segundo, evitar que se de una sustitución entre el crédito en moneda nacional (afectada por el incremento en el encaje marginal) y el crédito en moneda extranjera.

- **Imposición de un límite a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los traders del mercado cambiario.** El límite a dicha posición sería de 500 por ciento de su patrimonio. La posición apalancada se refiere a la posición neta en el mercado de derivados (forwards, futuros, opciones y operaciones al contado con vencimiento de 2 y 3 días útiles). Esta última medida también trata de limitar los capitales especulativos de corto plazo, y por ende la apreciación del peso.

Respecto a la apreciación, en lo va del año (respecto a diciembre 2006), el peso colombiano acumula una apreciación mayor al 10 por ciento, la mayor de la región, ello a pesar de la intervención del BC (reflejado en el incremento de las reservas internacionales de dicho país). La evolución del peso colombiano se explica por la fuerte entrada de capitales (principalmente de largo plazo).

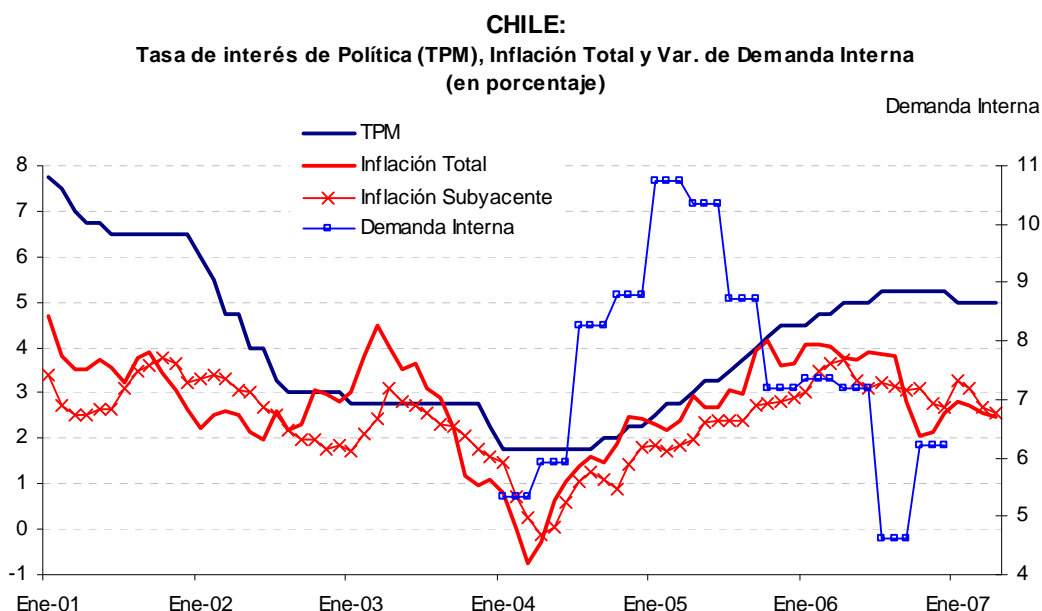


40. En **Chile**, la aceleración del crecimiento en el último trimestre de 2006 (4,3 por ciento) favoreció el resultado del año 2006 (4 por ciento), revirtiendo la desaceleración observada en los primeros tres trimestres del año (con tasas de crecimiento menores al 3 por ciento). Esta evolución se asocia al ajuste de tasas del BC por las mayores presiones inflacionarias que se enfrentaron en el 2005-06.

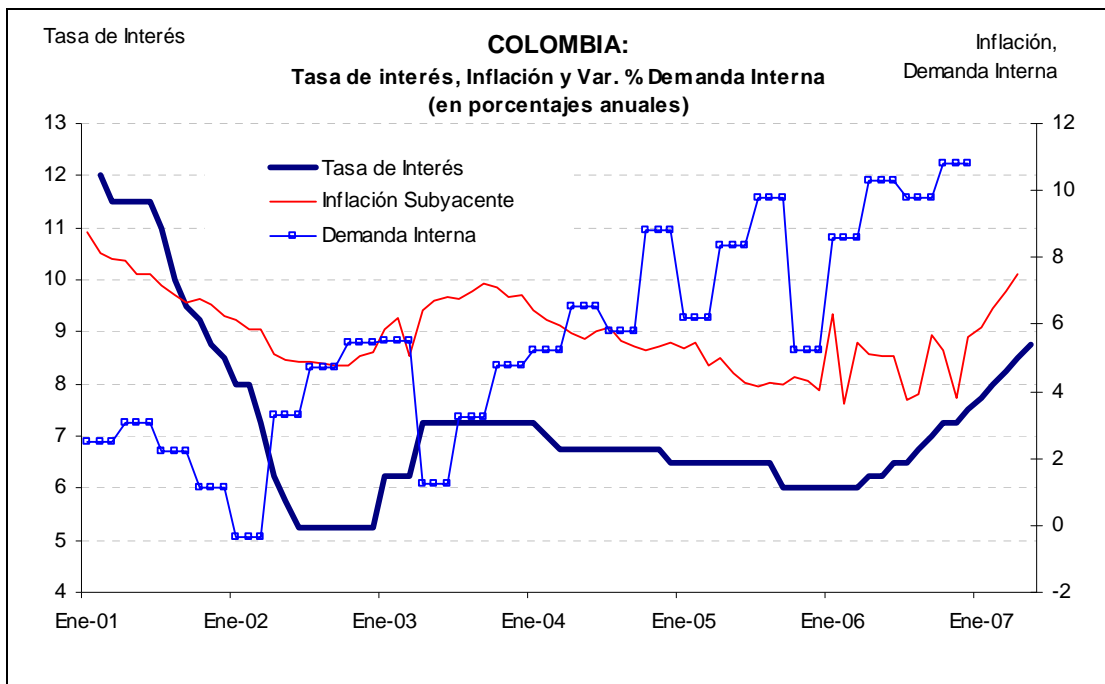
Expansión de la demanda y ajuste de tasas de interés: Chile y Colombia

La política de ajuste de tasas del BC de Chile se inició desde setiembre de 2004, en una coyuntura de fuerte incremento de la demanda interna y de presiones inflacionarias.

Para algunos analistas, la reacción del BC sería un factor que explicaría la fuerte desaceleración de la demanda interna y del crecimiento en el 2006. En dicho año, el PBI creció 4 por ciento luego del 5,7 por ciento de 2005 y de 6 por ciento del 2004. Esta tasa fue sustancialmente menor a la inicialmente proyectada.

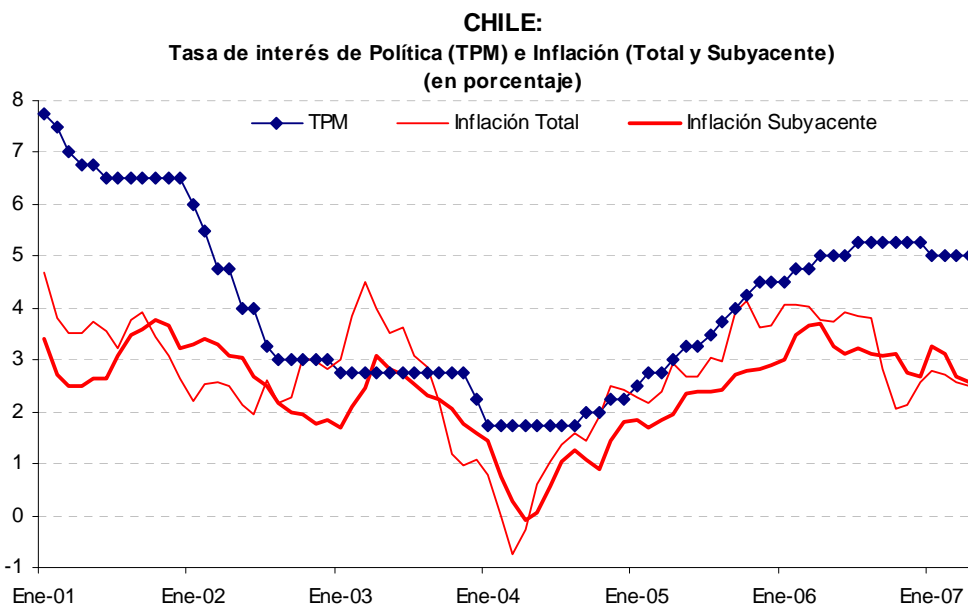


El caso de Colombia es exactamente el opuesto. Como se puede observar en el siguiente gráfico, las presiones de demanda y el incremento de la inflación subyacente en Colombia se iniciaron desde el 2005. A inicios del 2006, la inflación subyacente había superado a la inflación total y el límite superior de la meta. En este contexto, el BC inicia su política de ajuste de tasas recién en junio de 2006, ajuste que aún no ha tenido el impacto esperado dado el incremento observado de la inflación.



41. El dinamismo de la demanda doméstica, en particular la inversión en el sector construcción, explicaron la recuperación de la actividad.

En lo que va del año se ha mantenido esta evolución y los indicadores vienen validando un crecimiento firme. En este sentido, las proyecciones de crecimiento para este y el próximo año se elevaron a 5,7 y 5,2 por ciento, respectivamente.





42. Por su parte, la inflación se ha reducido de 3,7 por ciento en el 2005 (en el rango superior de la meta del Banco Central de 3+/-1 por ciento) a 2,6 por ciento en el 2006; y la desaceleración de las presiones inflacionarias ha continuado en lo que va del año (al cierre del abril de 2007 la inflación fue 2,5 por ciento anual, aunque el componente subyacente aún se mantiene por encima -2,6 por ciento-). Las proyecciones para este y el próximo año son de 3 por ciento.
43. En el contexto de desaceleración de las presiones inflacionarias y las mayores tasas de crecimiento, la tasa de política monetaria (actualmente en 5 por ciento) se ha mantenido luego de la reducción de 25 pbs. en enero. Las expectativas del mercado no consideran ajustes de la tasa para los siguientes meses.

Reservas internacionales y tipo de cambio: Brasil, Colombia y Argentina

En lo que va del año la mayoría de economías de la región han venido registrando presiones apreciatorias derivadas de la aún abundante liquidez existente en los mercados financieros internacionales y de la mejora en los fundamentos macroeconómicos de la región, entre otros factores.

En lo que va del año, el peso colombiano se ha apreciado en más de 10 por ciento, la mayor apreciación de la región, seguido por el real brasileño. En este contexto, varios bancos centrales han incrementado su ritmo y monto de intervención durante los primeros cuatros meses de año.

Tipo de Cambio UM por US\$	Fin de período			Var. %	
	Dic.06 (1)	Apr.07 (2)	23/05/07 (3)	Apr.07 (3)/(1)	Dic.06 (3)/(2)
Real brasileño	2,135	2,034	1,950	-8,7	-4,1
Peso argentino	3,088	3,118	3,110	0,7	-0,2
Peso mexicano	10,797	10,963	10,792	0,0	-1,6
Peso chileno	532	525	524	-1,6	-0,3
Peso colombiano	2237	2102	1965	-12,2	-6,5
Nuevo sol	3,197	3,174	3,167	-0,9	-0,2

Fuente: Bloomberg.

En el caso de Brasil, el Banco Central ha adquirido casi US\$ 22 mil millones en el primer trimestre de 2007 a través de sus intervenciones en el mercado cambiario. Las intervenciones del BC se llevan a cabo a través de las compras netas spot y de las colocaciones de reverse currency swap (instrumentos que ofrecen cobertura contra una apreciación del real).

En abril, se estima que el BC compró US\$ 11,8 mil millones en el mercado spot y que colocó unos US\$ 2,7 mil millones en reverse currency swap. Con ello la intervención total de abril fue de US\$ 14,5 mil millones. En mayo, el BC continuó con estas intervenciones, inclusive de manera más agresiva (cuando el dólar cayó por debajo de la barrera de los dos reales, nivel no observado desde hace 6 años).

Consistente con ello, las reservas internacionales al cierre de abril alcanzaron los US\$ 121, 8 mil millones (frente a US\$ 85,8 mil millones del cierre de diciembre 2006), es decir casi 36 mil millones adicionales.

En el caso de Colombia, las compras directas en el mercado cambiario ascendieron a US\$ 4 527,4 millones en lo que va del año (al cierre abril) y básicamente se han realizado en el mercado spot (a través de intervenciones discrecionales). A las intervenciones discrecionales

en el mercado spot se sumarían las intervenciones con instrumentos derivados. Recién en la primera semana de mayo se activó la regla de intervención con opciones put¹⁵ (opciones que dan el derecho a los inversionistas de venta de dólares al Banco Central). En dicha semana se realizaron subastas con opciones put por unos US\$ 180 millones.

En línea con estos resultados, en el período enero-abril, las reservas internacionales netas se incrementaron en US\$ 4 340 millones (de US\$ 15 436 millones a US\$ 19 776 millones). Este monto de reservas representa aproximadamente 14 por ciento del PBI.

Algunos analistas estiman que el BC de Colombia tiene espacio, con ayuda del gobierno, de esterilizar intervenciones por unos US\$ 3,5 mil millones más. Esta expectativa se habría acentuado luego de las medidas anti-inflacionarias del 6 de mayo. Por su parte, a mediados de mayo, el gobierno anunció que usaría “los excedentes de sus ingresos tributarios” (los registrados desde abril) para comprar dólares. Ante la persistencia de la apreciación, el 23 de mayo el BC anunció la aplicación de un depósito de 40 por ciento a los capitales de corto plazo.

En el caso de Argentina, la favorable coyuntura internacional (aún altos precios de los commodities agrícolas) y el incremento de las exportaciones de manufacturas, han permitido las intervenciones del BC en el mercado spot a través de compras directas. Además, estas intervenciones han generado en parte, según algunos analistas, un peso desvalorado. En lo que va del año, las RIN han pasado de US\$ 30,4 mil millones a US\$ 36,8 mil millones al cierre de marzo 2007.

Spreads de las economías emergentes

44. En términos generales, el actual período de crecimiento económico ha estado acompañado por una mejora en los fundamentos macroeconómicos de las economías emergentes. Las tasas de crecimiento observadas son acompañadas por bajas tasas de inflación, una mejora en la posición externa de la mayoría de las economías y de menores niveles de deuda. Ello a su vez, se reflejó en las mejoras de las calificaciones de riesgo por parte de las principales agencias.

¹⁵ La regla de intervención con opciones put se activa cada vez que la tasa de cambio se desvía en más de 2 por ciento del promedio móvil de los últimos 20 días hábiles.

NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 30 – 11 de junio de 2007

Indicadores Económicos de los Principales Socios de la Región

	2003	2004	2005	2006	2007 (e)	2008 (e)
Crecimiento de PBI real (%)						
Argentina	8.8	9.0	9.2	8.5	7.6	5.8
Brasil	1.1	5.7	2.9	3.7	4.2	4.2
Chile	3.9	6.0	5.7	4.0	5.7	5.2
Colombia	3.9	4.9	4.7	6.8	5.7	5.0
México	1.4	4.2	2.8	4.8	3.1	3.6
Venezuela	-7.8	18.3	10.3	10.3	7.0	3.8
Inflación (acumulada a diciembre)						
Argentina	3.7	6.1	12.3	9.8	9.1	10.8
Brasil	9.3	7.6	5.7	3.1	3.6	3.7
Chile	1.1	2.4	3.7	2.6	3.0	3.0
Colombia	6.5	5.5	4.9	4.5	4.9	4.2
México	4.0	5.2	3.3	4.1	3.6	3.6
Venezuela	27.1	19.2	14.4	17.0	18.9	22.7
Cuenta Corriente (% PBI)						
Argentina	6.2	2.3	3.1	3.9	2.8	1.9
Brasil	0.8	1.8	1.6	1.3	0.8	0.2
Chile	-1.1	2.2	1.1	4.0	2.3	0.5
Colombia	-1.2	-0.9	-1.5	-2.1	-2.2	-2.4
México	-1.4	-1.0	-0.6	-0.2	-1.2	-1.4
Venezuela	14.1	13.8	17.6	15.1	7.4	4.7
Resultado del Sector Público (% del PBI)						
Argentina	0.5	2.6	1.8	1.8	1.3	1.2
Brasil	-3.6	-2.5	-3.1	-3.2	-2.2	-1.8
Chile	-0.4	2.2	4.8	7.8	5.9	3.4
Colombia *	-4.0	-2.7	-2.0	-2.5	-1.6	-1.9
México	-0.6	-0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.1
Venezuela	-4.4	-1.9	1.7	-0.9	-4.1	-4.8
Reservas (US\$ miles de millones) sin oro y SDRs, fin de período						
Argentina	13.1	18.0	22.7	30.4	42.5	49.3
Brasil	49.1	52.7	53.5	85.6	127.3	145.7
Chile	15.2	15.5	16.7	19.2	18.8	19.0
Colombia	10.2	12.8	14.2	14.7	17.2	17.6
México	57.7	62.8	73.0	75.4	73.7	75.9
Venezuela	15.5	17.9	23.5	28.9	30.6	28.7
Deuda externa de largo plazo (% PBI)						
Argentina	98.4	83.4	64.6	57.0	45.4	36.1
Brasil	33.2	25.9	16.8	13.9	10.6	8.3
Chile	48.4	37.9	25.9	23.0	19.0	15.0
Colombia	42.1	33.0	23.6	21.5	16.2	13.3
México	20.7	19.0	14.6	13.4	10.6	8.9
Venezuela	36.5	27.8	20.7	16.5	12.6	9.8
Servicio anual de deuda de largo plazo (% de reservas)						
Argentina	56.8	33.7	81.2	60.8	41.6	36.8
Brasil	89.8	87.6	82.0	51.3	27.8	22.0
Chile	51.7	60.7	45.4	39.5	29.3	29.8
Colombia	83.4	58.8	42.5	41.2	35.7	32.3
México	72.4	81.0	40.8	39.5	36.8	25.2
Venezuela	56.3	36.5	25.1	20.3	15.7	16.9

Fuente: Latin American Consensus Forecast, abril 16, 2007. El año 2007 y 2008 son estimaciones

* Para esta variable de Colombia la fuente es Moody's



En lo que va del año, Moodys mejoró la calificación de riesgo de República Dominicana (en un nivel, desde b3 a b2) y de Belice (en dos niveles a Caa1). Por su parte, Standard & Poor's, incrementó la calificación de 9 economías emergentes, en particular a Colombia y Brasil (ambos en un nivel a BB+). Fitch, elevó la calificación de dos economías, en particular, la de Brasil, desde BB a BB+ (un nivel por debajo del grado de inversión).

45. Estos mejores fundamentos, y las condiciones favorables de liquidez internacional, explican la tendencia a la baja en la mayoría de los *spreads* de las economías emergentes (y en particular de la región). Esta tendencia solo fue brevemente interrumpida por la turbulencia producida entre fines de febrero y comienzos de marzo de 2007 que afectó de manera temporal algunos *spreads*. Sin embargo, en los meses posteriores, los *spreads* retomaron su tendencia a la baja.

SPREADS EMERGING MARKET BOND INDEX (EMBI+)

	Dic.03	Dic.04	Dic.05	Dic.06	May.07*	Var. en pbs
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(5)-(4)
Economías Emergentes	418	356	245	169	153	-16
América Latina	521	466	283	186	165	-21
Brasil	463	382	311	192	143	-49
Colombia	431	396	238	161	123	-38
México	199	180	126	98	77	-21
Argentina	5632	4703	504	216	265	49
Perú	312	220	206	118	106	-12

* Los datos corresponden al cierre del período respectivo, en el caso de mayo al 21/05/07

El EMBI+ registró mínimo el 18 de mayo (151 pbs), al igual que el de Brasil (141 pbs), Colombia (123 pbs), Perú (104 pbs) y México (76 pbs). En el caso del spread de Perú, también influido por el anuncio del gobierno respecto al prepagado anticipado de deuda con el Club de París (2,5 mil millones).

El spread de Argentina se vio afectado por la liquidación de posiciones en títulos por parte de un importante fondo (ABN Amro Asset Management). Asimismo, también habría influido la coyuntura electoral de este año que podría poner presiones sobre el fisco y la desconfianza del mercado respecto a las cifras de inflación.

Por su parte, en lo que va del año se mantuvieron los flujos de capital de los fondos mutuos a los mercados emergentes. En el mercado de renta fija (bonos), el total de entradas habría alcanzado, al 2 de mayo, de acuerdo a *Emerging Portfolio Fund Research*, unos US\$ 2,3 mil millones (equivalentes al 4,8 por ciento del total de activos bajo la administración de estos fondos).

DECISIONES DE BANCOS CENTRALES: ENERO-MAYO 2007

En lo que va del año, los bancos centrales han tenido un manejo monetario que, al igual que en el 2006, no necesariamente ha seguido la tendencia de la FED. Así por ejemplo, mientras la FED mantuvo sus tasas, muchos países la elevaron durante los cinco primeros meses de año. Las mayores elevaciones se registran en Colombia, Noruega, Nueva Zelanda y Reino Unido, debido principalmente a la existencia de presiones inflacionarias.

Por el contrario, en Indonesia, Brasil e Israel se registraron reducciones importantes (entre 75 y 100 pbs), en un contexto de presiones inflacionarias bajas y de moderado crecimiento.

Decisiones de Bancos Centrales

	País	Tasa de interés	Tasas		Variación(pbs) (1)-(2)
			Dic-06 (2)	May-07 (1)	
Al alza	BCE	Subasta Mínima	3,50	3,75	25
	Colombia	Repo (Reverse)	7,50	8,75	125
	Japón	Meta Liquidez (trills de yenes)	0,25	0,50	25
	México	Tasa Overnight	7,00	7,25	25
	Noruega	Tasa de Depósitos	3,50	4,00	50
	Nueva Zelanda	Cash Oficial	7,25	7,75	50
	Polonia	Intervención (28d)	4,00	4,25	25
	Reino Unido	Repo	5,00	5,50	50
	Suecia	SB(1m)	3,00	3,25	25
	Suiza	Libor	2,00	2,25	25
A la baja	Brasil	Selic	13,25	12,50	-75
	Chile	Política Monetaria	5,25	5,00	-25
	Eslovaquia	Repo (2 sem)	4,75	4,25	-50
	Indonesia	SB(1m)	9,75	8,75	-100
	Israel	Crédito de Corto Plazo	4,50	3,75	-75
Estable	Australia	Cash Overnight	6,25	6,25	0
	Canada	Overnight(Prestamos)	4,25	4,25	0
	Corea de Sur	Overnight Call Rate	4,50	4,50	0
	Estados Unidos(FED)	Fondos Federales	5,25	5,25	0
	Filipinas	Tasa REPO Reverse Overnight	7,50	7,50	0
	Hungría	Repo (2 sem)	8,00	8,00	0
	Islandia	Repo	14,25	14,25	0
	Perú	Tasa Referencial	4,50	4,50	0
	República Checa	Repo (2 sem)	2,50	2,50	0
	Turquía	Overnight (Depósitos)	17,50	17,50	0

IV. TERMINOS DE INTERCAMBIO

Luego de aumentar 27 por ciento en el año 2006 (máximo histórico), los términos de intercambio desacelerarían su tasa de expansión durante el año 2007 y tendrían una corrección durante los años 2008 y 2009.

Los términos de intercambio se incrementarían 1,9 por ciento en promedio en el 2007 (comparado con la caída proyectada en el reporte inflación de enero), por la evolución más favorable de las cotizaciones de los metales en los primeros cuatro meses del año. Aunque estos precios se desacelerarían en los siguientes meses.

Los bajos inventarios aún mantienen los mercados ajustados (en particular, cobre, plomo y estaño) compensando el menor crecimiento mundial. Proyecciones del precio del oro contemplan una tendencia al alza por la incertidumbre en torno al dólar; el precio de petróleo estaría determinado por la menor producción de crudo de la OPEP; mientras que los precios de los alimentos vienen siendo presionados por la mayor demanda por biocombustibles. En ese contexto, se espera que los precios de las exportaciones registren un aumento de 6,5 por ciento y el de las importaciones de 4,5 por ciento por ciento.

Por el contrario, se proyecta que los términos de intercambio se reducirían en 7,7 por ciento en el 2008, debido a una caída esperada de 9,0 por ciento en los precios de los minerales. En el 2008, los términos de intercambio disminuirían en 4,9 por ciento.

Sin embargo, este escenario todavía tiene un alto grado de incertidumbre asociado a una eventual desaceleración de la economía mundial mayor a la prevista o por mayores riesgos geopolíticos que podrían ubicar los precios del petróleo por encima de las proyecciones actuales. Un análisis de sensibilidad muestra que una caída de cUS\$ 10 en el precio del cobre, por debajo del escenario base, generaría una reducción en los términos de intercambio de aproximadamente 0,84 puntos porcentuales; mientras que una caída de US\$ 10 en el precio promedio del oro para el año 2007, lo haría en 0,24 puntos porcentuales.

46. Los términos de intercambio registrarían una desaceleración en su tasa de crecimiento en el 2007 (a 1,9 por ciento), luego de alcanzar un récord histórico de 27,4 por ciento en el 2006. Sin embargo, existe 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. Este resultado promedio es compatible con una disminución de 7,1 por ciento entre diciembre de 2007 y diciembre de 2006 (menor al 10,6 por ciento proyectado en el reporte de inflación de enero).

NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 30 – 11 de junio de 2007

Términos de Intercambio (Var. % anual)

	2004			2005			2006			2007		2008		2009	
	Prom.		Prom.	Prom.		Prom.	RI Ene 07		RI May 07	RI Ene 07		RI May 07	RI Ene 07		RI May 07
	Prom.	Prom.	Prom.	Prom.	Prom.	Prom.	Prom.	Prom.	Prom.	Prom.	Prom.	Prom.	Prom.	Prom.	
Términos de intercambio (var %)	9,5	5,6	27,4	-3,7	1,9	-6,3	-7,7	-5,4	-4,9						
Índice de precios de Exportaciones (var%)	22,7	16,8	36,9	-1,6	6,5	-3,7	-4,6	-3,9	-2,6						
Cobre (ctv por libra)	130	167	305	257	298	232	265	204	248						
<i>Prom.</i>															
<i>Fin de Periodo</i>	143	208	303	255	278	220	256	200	238						
Zinc (ctv por libra)	48	63	149	165	161	131	132	101	110						
<i>Prom.</i>															
<i>Fin de Periodo</i>	54	83	200	152	151	116	118	89	103						
Oro (US\$ por onza)	410	445	605	637	666	661	680	694	697						
<i>Prom.</i>															
<i>Fin de Periodo</i>	442	511	630	643	662	676	693	676	701						
Harina de Pescado (US\$ por TM)	625	686	1 080	1 074	1 157	1 062	1 052	1 027	1 036						
<i>Prom.</i>															
<i>Fin de Periodo</i>	604	783	1 100	1 063	1 056	1 062	1 052	1 027	1 036						
Índice de precios de Importaciones (var%)	12,1	10,6	7,4	2,2	4,5	2,8	3,4	1,7	2,4						
Petróleo (US\$ por barril)	41	56	66	62	63	65	67	65	67						
<i>Prom.</i>															
<i>Fin de Periodo</i>	43	59	62	65	67	65	67	65	66						
Trigo (US\$ por TM)	134	130	169	183	179	175	185	153	182						
<i>Prom.</i>															
<i>Fin de Periodo</i>	124	140	180	186	186	158	185	149	181						
Maíz (US\$ por TM)	94	74	94	147	146	144	155	135	156						
<i>Prom.</i>															
<i>Fin de Periodo</i>	73	73	138	144	149	138	154	132	153						

47. Los términos de intercambio aumentaron 5,1 por ciento entre mayo de 2007 y diciembre de 2006. Este incremento contrasta con la caída que se proyectó en el reporte de inflación de enero de 7,5 por ciento para el mismo periodo. El incremento de los términos de intercambio se explica principalmente por el alza de los precios de las exportaciones mineras en 7,8 por ciento entre diciembre de 2006 y mayo de 2007.

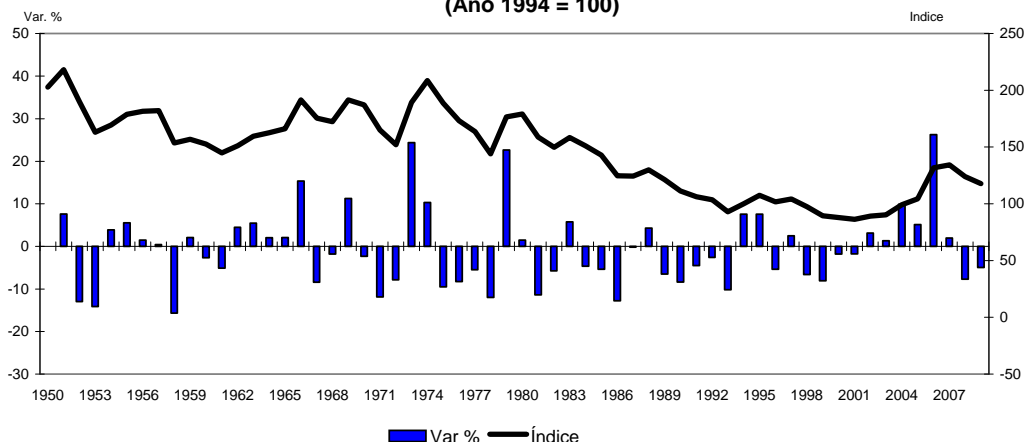
Las cotizaciones de los principales commodities que exporta Perú (oro, cobre, estaño, plomo, petróleo) se han incrementado, luego de las correcciones significativas que tuvieron hacia fines del año 2006 e inicios de 2007. Con ello, los precios de la mayoría de los minerales han superado considerablemente las proyecciones iniciales. Por el contrario, el zinc fue el único producto que registró pérdidas significativas durante el primer trimestre del año, luego de alcanzar niveles récord históricos en noviembre y diciembre del año pasado. Sin embargo, se espera que los precios de algunos de estos productos reviertan parcialmente en lo que resta del año (en especial el precio del cobre).

En el 2008, los términos de intercambio se reducirían 7,7 por ciento, debido básicamente a la caída de los precios de los minerales en 9,0 por ciento y en una menor alza en el precio de los alimentos (5,3 por ciento). Para el 2009, la caída en los términos de intercambio sería menor (4,9 por ciento).





TERMINOS DE INTERCAMBIO
(Año 1994 = 100)



48. El comportamiento diferenciado entre productos se observa también en las cotizaciones reales de los commodities en periodos más largos¹⁶. Entre enero de 1970 y marzo de 2007, la dinámica de los precios de los minerales y el petróleo han sido explicados en gran medida por factores específicos de cada commodity más que por una tendencia común. Esto se puede observar en el cuadro de correlaciones que muestra que los únicos productos cuyos precios se han movido de manera similar son el oro y la plata por un lado; y el estaño y el plomo por el otro.

CORRELACIONES DE PRECIOS REALES DE METALES Y PETRÓLEO
Enero 1970 - Marzo 2007

	ORO	PLATA	COBRE	ZINC	PLOMO	ESTAÑO
PLATA	81%					
COBRE	35%	35%				
ZINC	17%	24%	79%			
PLOMO	40%	64%	72%	57%		
ESTAÑO	75%	61%	70%	66%	81%	
Petr.WTI	76%	69%	10%	12%	38%	36%

	Mayores a 80 por ciento
	Entre 60 por ciento y 80 por ciento
	Menores a 60 por ciento

* Deflatados con el IPC de EUA.

¹⁶ Se utilizan las cotizaciones reales para limpiar el efecto de la inflación en las correlaciones.

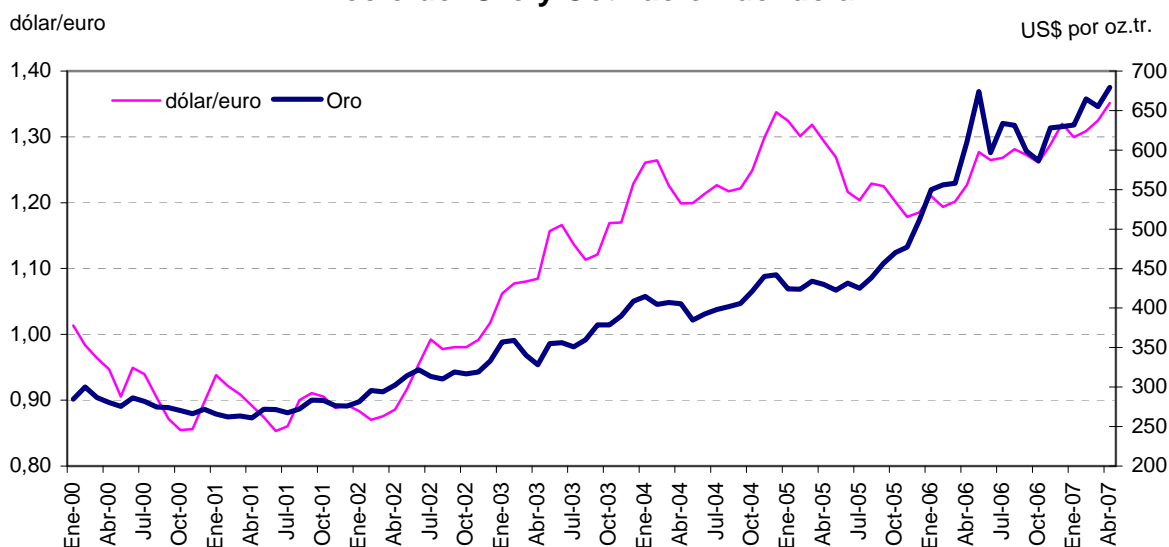


Oro

49. La cotización promedio del oro se ha incrementado 6,9 por ciento entre diciembre de 2006 y mayo de 2007, alcanzando un nivel de US\$/oz.tr. 673. Estos desarrollos son consistentes con las expectativas del mercado que, en términos generales, esperan para el año 2007 una recuperación en la cotización. Las principales causas que afectaron positivamente el precio del oro fueron:

- a. *Demanda por cobertura ante el debilitamiento del dólar:* La depreciación del dólar (en un contexto de un elevado déficit de cuenta corriente y de menores diferenciales en las tasas de interés), han incentivado la demanda de oro como activo de reserva de valor¹⁷. Además, como sucede con otros commodities, el precio del oro -cotizado en dólares- sube cuando el dólar se debilita para conservar su valor en otras monedas.

Precio del Oro y Cotización del dólar



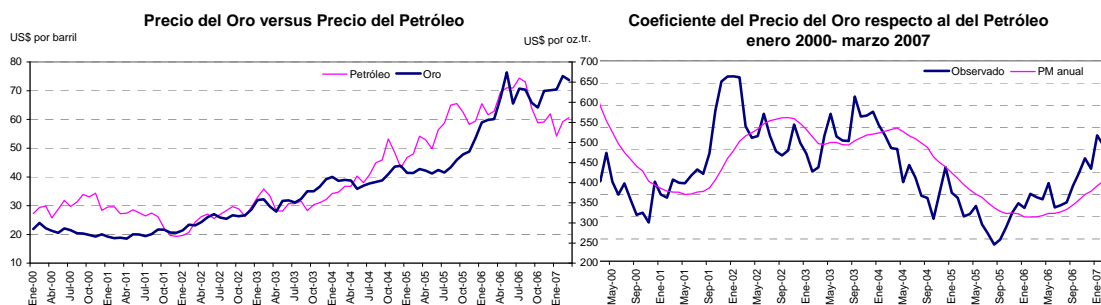
- b. *Demanda por cobertura ante el alza en el precio del petróleo:* El incremento del precio del petróleo genera temores inflacionarios; por ello la cotización del oro ha fluctuado históricamente de acuerdo con los cambios en el precio del petróleo¹⁸. Este año el precio del petróleo se ha elevado 5,5 por ciento desde el 29 de diciembre de 2006; mientras que la cotización del oro subió 8,2 por ciento en el mismo periodo.

¹⁷ Cabe señalar que la correlación entre el tipo de cambio de dólares por euro y la cotización del oro desde 1999 –año de creación del euro- hasta la fecha es de 0,81.

¹⁸ La correlación entre ambas cotizaciones ha aumentado a 88 por ciento en los últimos 10 años, frente a 77 por ciento que mostró con una muestra más amplia que se inicia en 1970 hasta la actualidad.

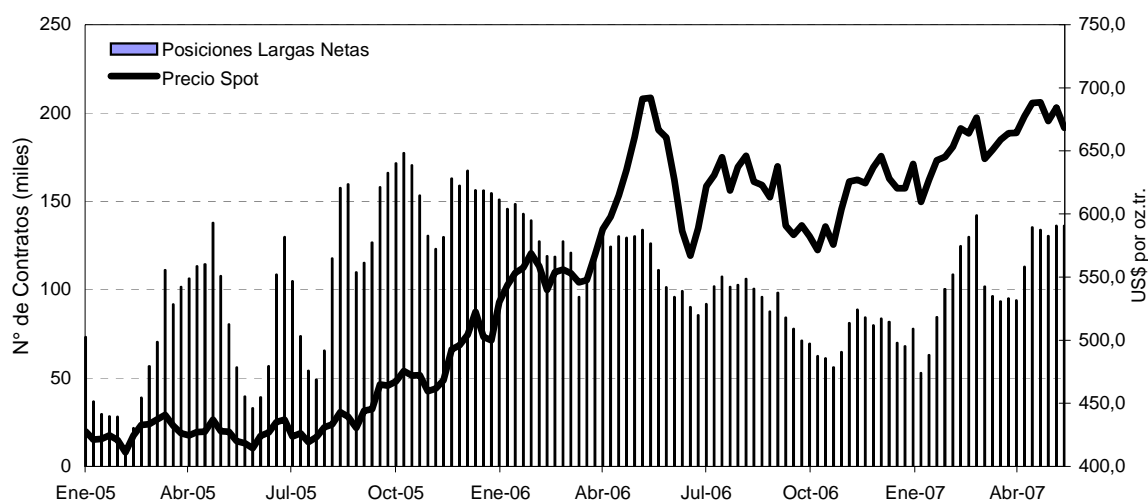


Relación entre las cotizaciones del Petróleo y del Oro



- c. *Incertidumbre geopolítica mundial*: Las mayores tensiones geopolíticas en Medio Oriente, luego de que las Naciones Unidas impusieron nuevas sanciones a Irán por su programa nuclear. Asimismo, fuerzas militares de Irán capturaron 15 marinos británicos durante una quincena, acusándolos de haber ingresado a su territorio. Por su parte, grupos extremistas continúan atacando las operaciones petroleras en Nigeria.
- d. *Menor producción mundial*. La consultora GFMS estima que la oferta de oro caerá en el 2007, aunque a una tasa menor que la reducción registrada en el 2006. Esta reducción se asociaría a las menores ventas oficiales respecto de las registradas durante el 2006, y a las menores ventas de desperdicios de oro (que representó alrededor de 30 por ciento de la oferta del 2006), debido a que ya se efectuaron el año pasado cuando la cotización de este metal alcanzó su máximo nivel en 25 años.
- e. *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. Bloomberg reportó que las posiciones largas netas en contratos especulativos se incrementaron hasta un máximo en el año de 142 mil el 27 de febrero, lo que representó un monto máximo desde el 24 de enero de 2006. Posterior a esa fecha, las posiciones largas netas especulativas disminuyeron ligeramente como consecuencia de la turbulencia financiera a raíz de la caída en la bolsa de Shangai. A partir de abril estas posiciones se han venido recuperando.

Oro: Contratos No Comerciales (Especulativos) (enero 2005 - 15 de mayo)

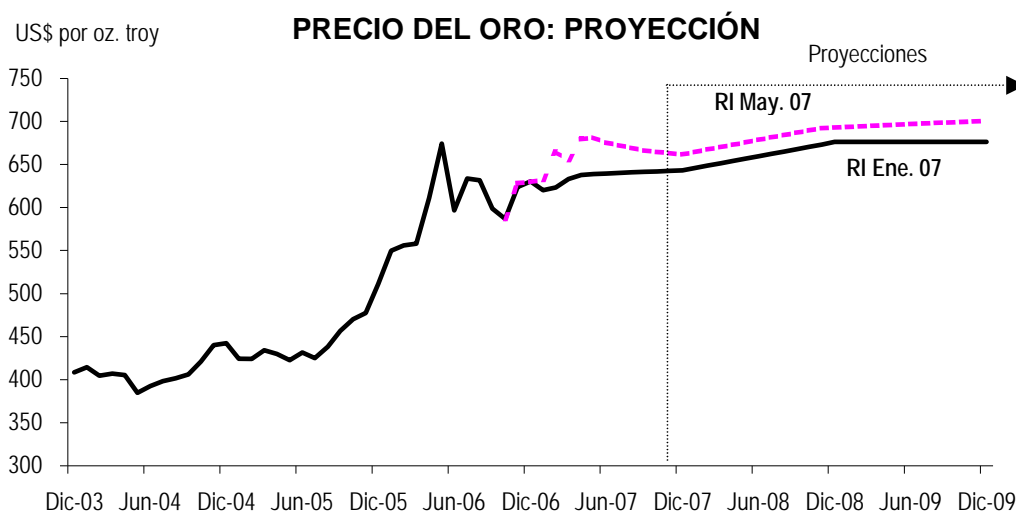


50. Para el 2007 las **perspectivas** del precio son favorables. A pesar de la volatilidad que registra el precio del oro, el BCRP espera que el precio promedio pase de US\$ 604,6 por onza troy en el 2006 a US\$ 665,5 por onza troy en el 2007. Ello supone un incremento respecto a la proyección del reporte de inflación de enero (US\$ 637 por oz.tr.).

Esta proyección del BCRP se ubica por debajo del promedio de la encuesta de Bloomberg¹⁹ realizada en mayo que estima que el precio del oro será, en promedio, US\$ 685,75 por oz.tr. Del mismo modo GFMS (consultora privada) publicó²⁰ su encuesta para el 2007, en la que muestra que la cotización promedio anual del oro superaría su máximo histórico (de US\$/oz.tr. 614,50 alcanzado en 1980). Asimismo, la encuesta sugiere que el precio del oro superaría su nivel máximo histórico diario de US\$/oz.tr. 725 alcanzado en el año 2006; y que la tendencia al alza en el precio de este metal precioso continuaría en el 2008.

¹⁹ Encuesta que incorpora sólo los analistas de bancos de inversión que proyectaron en mayo de 2007.

²⁰ Gold Survey publicado por GFMS el 4 de abril del 2007. Fuente ResourceInvestor.com



Asimismo, la consultora GFMS estimó que las presiones de costos continuaron elevándose alrededor del mundo debido a las presiones salariales, los mayores precios de la energía y equipo minero. El costo aumentó de US\$/oz.tr. 272 en el año 2005 a US\$/oz.tr. 317 en el 2006. El costo total, incluyendo la depreciación, aumentó de US\$/oz.tr. 340 en el 2005 a US\$/oz.tr. 401 en el 2006. Sin embargo, debido a los altos precios del metal, no existirían problemas de oferta por este motivo.

51. Respecto al **balance entre la oferta y la demanda**, el Consejo Mundial del Oro estima que el mercado obtuvo un menor superávit de oferta durante el 2006, respecto al año anterior.

La *producción de mina* durante el año 2006 se redujo en 15 por ciento, como resultado de la baja inversión realizada en el sector durante la década de los noventa. Destaca la caída en la producción de Sudáfrica, Estados Unidos, Canadá y Australia. También destaca la menor producción de Yanacocha en Perú, en una de las mayores minas en el mundo.

Por su parte, la *demanda mundial* cayó en 9 por ciento durante el año 2006 (destacando la caída en la demanda joyera de 16 por ciento, en especial en India y Medio Oriente) en un contexto de altos precios. Ello fue parcialmente contrarrestado por el crecimiento en 25 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).



BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE ORO (Toneladas Métricas)

	2004	2005	2006	Var. 2006 / 2005
Oferta minera	2 070	2 464	2 098	-367
Ventas oficiales	469	674	324	-350
Desperdicios de oro	849	886	1 108	222
Total Oferta	3 388	4 024	3 529	-495
Fabricación (industrial y joyera)	3 024	3 134	2 731	-403
Joyería	2 614	2 707	2 279	-428
Industrial y dental	411	427	451	25
Inversión en barras y monedas	398	410	414	4
Otras inversiones minoristas	-57	-24	-24	-1
ETF ¹ y similares	133	208	260	52
Total Demanda	3 498	3 729	3 380	-348
Brecha (Oferta - Demanda)	-110	296	149	-147

1/ Exchange Trade Funds

Fuente: World Gold Council

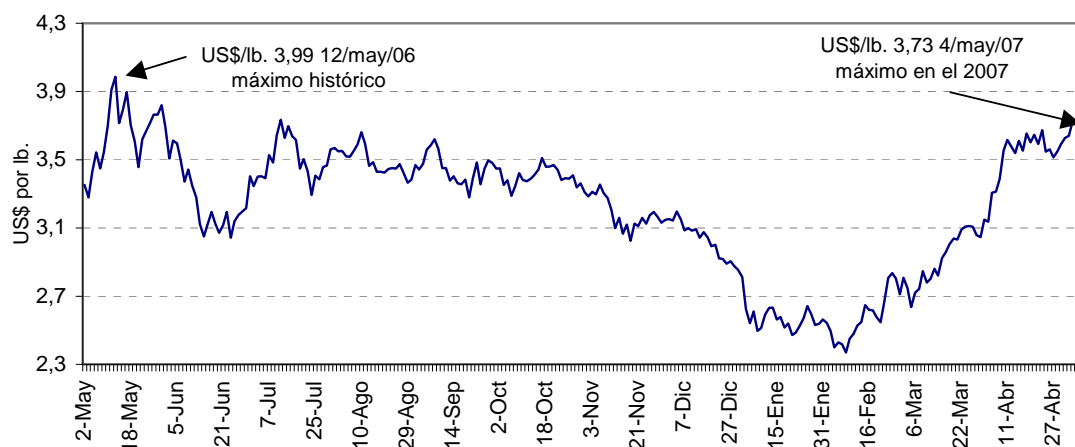
52. Sin embargo, existen factores que pueden reducir nuestra proyección como las ventas de bancos centrales en Europa. Se publicaron reportes que confirmaron que los bancos centrales de Europa han incrementado sus ventas desde la semana que finalizó el 16 de marzo.

Cobre

53. La cotización del cobre se elevó 17,4 por ciento entre diciembre de 2006 y mayo de 2007, alcanzando un nivel de US\$ 3,55 por libra. Sin embargo, su evolución no fue uniforme a lo largo de este periodo, mostrando comportamientos diferenciados.

Durante enero y la primera semana de febrero, la cotización mostró una tendencia a la baja alcanzando un nivel mínimo en el año de US\$/lb. 2,37 el 8 de febrero. Si bien el mercado esperaba una corrección en los precios, esta disminución fue mayor a la inicialmente prevista. Posteriormente, la cotización retomó una tendencia al alza alcanzando un nivel de US\$/lb. 3,731 el 4 de mayo (la mayor desde el 12 de julio de 2006).

Cotización diaria del cobre Mayo 2006 - Mayo 2007



54. Entre las principales causas de esta tendencia al alza en el precio *spot* del cobre destacan un crecimiento de la demanda por encima de lo inicialmente esperado. Actualmente, existe cierto consenso en el mercado de que la demanda se mantendría en niveles elevados durante este año, lo cual se fundamenta en algunos hechos recientes.

- a. Mayor demanda de China durante los primeros cuatro meses del año: Las importaciones de cobre de China (aleaciones, cátodos y ánodos) y ascendieron a 746 mil T.M. en los primeros cuatro meses del año, mayores en 130,6 por ciento a las de igual periodo del año 2006. Estas importaciones ascendieron a 205 mil T.M. en abril²¹.

El cobre refinado muestra similar tendencia. China importó en neto 478,4 mil T.M. en el primer trimestre del año, más del doble de las importaciones netas de 129,5 mil T.M. de similar periodo del año anterior.

- b. Expectativas de fuerte demanda de Asia para el año 2007: En línea con los datos ejecutados al primer trimestre, existe en el mercado cierto consenso de que la demanda proveniente de Asia se mantendría en niveles altos.
 - En la reunión anual de analistas y productores de cobre realizada en Chile, las dos mayores empresas productoras de cobre, Codelco y Freeport McMorRan Copper & Gold Inc anunciaron que la demanda de Asia crecería este año. Cochilco elevó su proyección del precio de 2,40 por lb. a US\$ 2,80 por lb.

²¹ Según reporte de la Administración General de Aduanas de China. Con datos preliminares de abril de 2007.

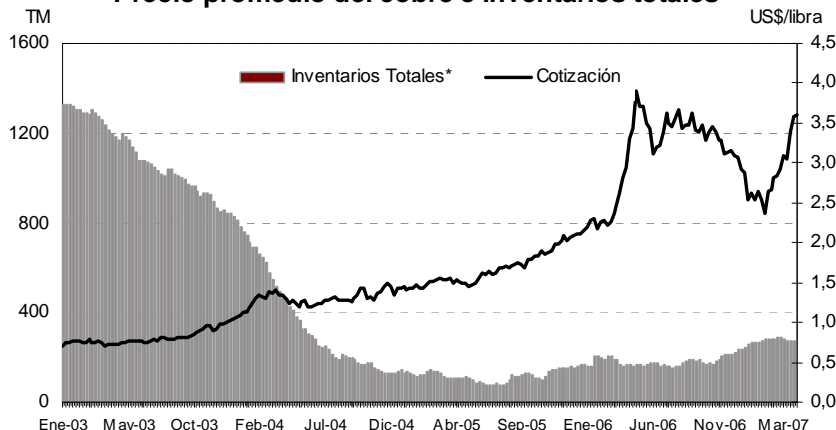


- China Minmetals Corp. estima que la demanda de cobre de China crecería 24 por ciento, de 3,8 millones de TM en el 2006 a 4,7 millones de TM anual en el 2010.
 - Goldman Sachs elevó su proyección de crecimiento de la demanda china por cobre de 8 a 12 por ciento. Del mismo modo, elevó el precio promedio para el 2007 de US\$ 3,07 por lb. a US\$ 3,14 por lb.
 - Shanghai-based Maiké Group estimó que la demanda China por cobre se incrementará en 4,2 mil TM., en parte para reponer sus inventarios estratégicos que cayeron durante el 2006. China representó el 20 por ciento del consumo mundial en el 2006 de acuerdo a Prudential Equito Group.
- c. *Problemas de oferta:* Durante los primeros cuatro meses del año se dieron varios choques de oferta que afectaron la cotización (i) La huelga en la mina de Grasberg en Indonesia (la segunda mina más grande del mundo) (ii) La reprogramación de los despachos del metal por parte la empresa Xstrata (el cuarto proveedor mundial de cobre), (iii) La huelga minera en el Perú realizada entre el 30 de abril y el 4 de mayo, a lo que se sumó la huelga de trabajadores de Doe Run (iv) Los temores de menor oferta luego de que Zambia, el mayor productor africano de cobre, anunciara que su producción disminuyó 14,3 por ciento anual en enero por problemas de interrupción parcial de operaciones (las huelgas en las minas Luanshya y Mopani); y (v) los temores de huelga en la mina Chuquicamata en Chile (que en el 2006 representó el 38 por ciento de la producción total de Codelco).
- d. *Bajos inventarios amplifican problemas en el mercado:* Si bien los inventarios globales de las principales bolsas del mundo (LME, Comex y Shanghai) 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.

En el caso de la Bolsa de Metales de Londres (LME), los inventarios cayeron por debajo de las 200 mil TM. en la primera quincena de marzo, nivel considerado como de resistencia para medir la escasez del metal en el corto plazo. Los inventarios de la LME continuaron cayendo hasta las 149 mil T.M. el 10 de mayo. Esta caída fue contrarrestada por la fuerte acumulación de inventarios de la bolsa de Shanghai ante la mayor demanda de China.



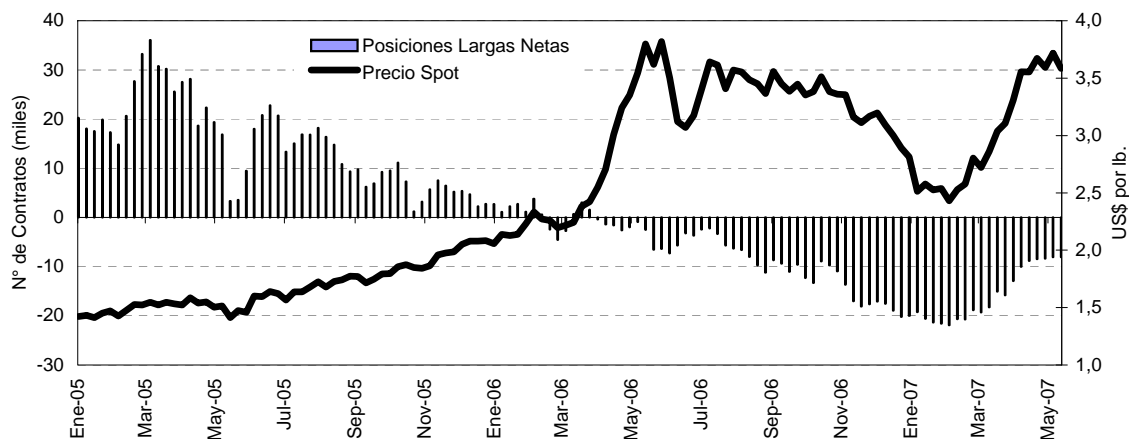
Precio promedio del cobre e inventarios totales



*Corresponde a las bolsas de LME, Comex y Shangai

- e. *Mayor participación de inversionistas especuladores:* Las posiciones cortas netas de los inversionistas que especulan con el precio del cobre vienen disminuyendo desde el 6 de febrero, lo cual refleja menores apuestas a que el precio de este metal básico se va a corregir en el corto plazo y que más bien el alza en el precio del cobre refleja factores fundamentales.

Cobre: Contratos No Comerciales (Especulativos) (Enero 2005 - 15 de mayo)



55. Las **perspectivas** del precio del metal rojo es de una paulatina y moderada disminución en la medida que la oferta vaya creciendo y los inventarios mejoren. La cotización promedio, que para el 2006 fue de US\$ 3,05 por libra, se reduciría en el 2007 a US\$ 2,98 por libra. Esta proyección se corrigió al alza respecto al US\$ 2,57 por lb. utilizado en el reporte de inflación de enero de este año; sin embargo, aún es conservadora respecto a las proyecciones del mercado.

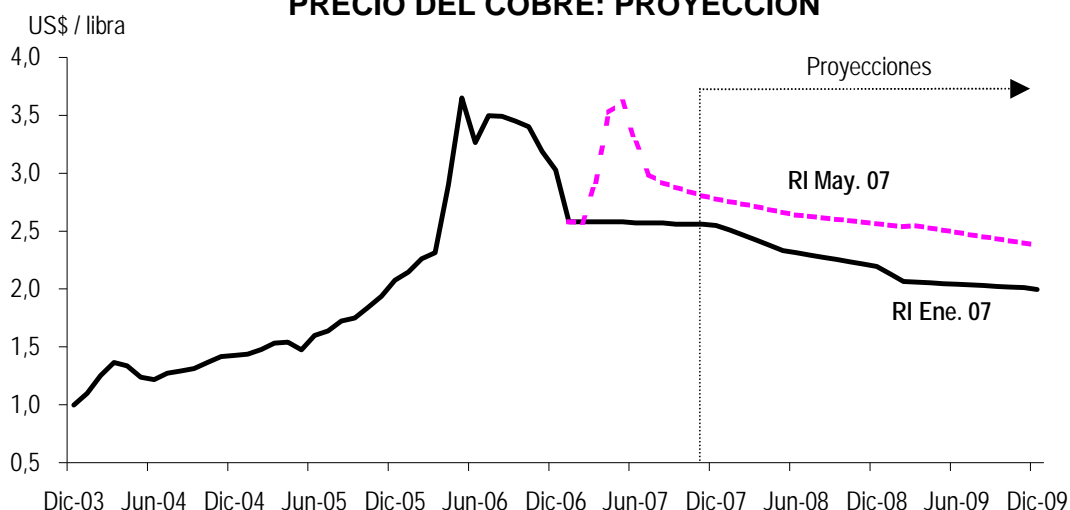
Cotización Promedio del Cobre US\$ por libra

Institución	2007
BCRP	2,98
Metal Bulletin ^{1/}	3,12
Goldman Sachs	3,14
Cochilco	2,80
Encuesta de Bloomberg ^{2/}	3,17
<u>Memo: cotización 2006</u>	<u>3,05</u>

1/ Reporte de marzo de 2007

2/ Encuesta Bloomberg. Precio promedio de observaciones de mayo 2007

PRECIO DEL COBRE: PROYECCIÓN



56. Esta corrección a la baja esperada en los precios asume que el alza reciente en los precios podría reflejar cierta sobre-reacción del mercado. A ello se suman los siguientes factores:

- Mayor superávit de cobre.** El Grupo Internacional de Estudio del Cobre (International Copper Study Group) anunció que la oferta de refinado superará a la demanda en 280 mil T.M. este año, lo que supera lo esperado. El año pasado el superávit fue 330 mil T.M. y se espera que el año 2008 se eleve a 520 mil T.M. También *World Bureau of Metal Statistics* reportó que la producción de cobre excedió la demanda en 115 mil TM en el primer bimestre del año.

Estas cifras contrastan con el superávit de oferta esperado de 117 mil T.M. proyectado para este año por el Metal Bulletin.

- Recuperación de la producción mundial:** La producción minera podría crecer 1,0 millón de T.M. en el año 2007, de los cuales 400 mil TM serían explicadas por las minas Escondida, Spence y Cerro Verde. Asimismo, los recortes en la producción ocasionados por factores inesperados (como derrumbes, huelgas y otros) disminuirían este año. *JPMorgan Securities* estima que la oferta de cobre disminuiría por



interrupciones en las minas 350 mil TM este año, menor a las pérdidas de 800 mil TM del 2006. JPMorgan Chase & Co. anunció que la perspectivas de mediano plazo del precio de los metales básicos es a la baja debido a que la mayoría de estos mercados tendrán la mayor producción de mina en 8 años.

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).

- c. *Mayor producción de China.* Consistente con el punto anterior, la mayor producción de cobre refinado de China reduciría las necesidades de importación de ese país. Ello luego de que la producción china de cobre refinado aumentó 17 por ciento en abril frente a igual periodo del año previo, a un nuevo máximo histórico de 273,7 mil T.M. Con ello, la producción acumulada en los primeros cuatro meses del año ascendió a 985,7 T.M. elevando la tasa de crecimiento anual de 4,2 por ciento en el primer trimestre a 8,7 por ciento en el primer cuatrimestre del año.
- d. *Posible moderación en la demanda de China:* Es probable que China disminuya sus importaciones de cobre aprovechando la recuperación de sus reservas estratégicas durante el primer cuatrimestre del año²². Ello se asoció al fuerte incremento de los inventarios de la bolsa de Shangai y a las medidas que viene adoptando el gobierno chino para desacelerar su crecimiento económico.

Los inventarios de cobre de la bolsa de Shangai aumentaron 16,8 por ciento durante la semana que finalizó el 17 de mayo, alcanzando un nivel de 99,6 mil T.M. (el mayor nivel desde abril de 2004). Con ello, los inventarios acumularon un alza de 68,2 mil T.M. en lo que va del año, señal de un buen abastecimiento de dicho metal. Con este incremento en la bolsa de Shangai, los inventarios globales aumentaron 4,4 por ciento a 272 mil T.M. al 17 de mayo (a pesar de las caídas en las bolsas de LME y Comex).

- e. *Posible desaceleración de las economías de EUA:* La demanda por cobre de Estados Unidos se desaceleraría. Este país compra alrededor del 13 por ciento del cobre mundial, mientras que Europa representa el 20 por ciento de la demanda²³.

57. Es importante señalar que el actual balance de oferta y demanda es aún muy estrecho y que cualquier interrupción en la producción tendría un efecto directo en el precio, considerando que los inventarios aún se encuentran en niveles bajos. La negociación de contratos laborales en unidades de Cuajone en Perú y Collahuasi, Salvador y Manto Blanco en Chile introduce incertidumbre sobre potenciales restricciones de oferta.

²² Luego del fuerte incremento en los inventarios de la bolsa de Shangai en las dos primeras semanas de mayo.

²³ De acuerdo a Prudencial Equito Group.



58. Respecto al **balance de oferta y demanda**, según el *Metal Bulletin Research*, el mercado registró un superávit de oferta de cobre de 340 mil T.M. durante el 2006, con lo que revirtió parcialmente los déficit que registró entre los años 2003 y 2005, que ascendieron a 1,2 millones de T.M.; y espera que el superávit de este año se ubique en 117 mil T.M.

La mayor oferta proyectada para este año se sustentó en el crecimiento de la producción de refinado en 4,8 por ciento, cifra mayor a la tasa de 3,1 por ciento registrada el año 2006²⁴. Por su parte, el consumo mundial se incrementaría en 3,6 por ciento en el año 2007, mayor al crecimiento de 3,4 por ciento registrado en el 2006. El crecimiento del año pasado se asoció al mayor uso del metal en la Unión Europea, India y la Federación Rusa, lo cuales registraron tasas de crecimiento de entre 9 y 10 por ciento dicho año. Más atrás se ubicó Japón con un alza de 5 por ciento. Estos incrementos contrastan con las caídas en el consumo de China, Corea del Sur y Estados Unidos (en 1 por ciento, 5 por ciento y 6 por ciento, respectivamente).

BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE COBRE (Miles de Toneladas Métricas)

	2003	2004	2005	2006*	2007*
Producción Minera Total	11 076	11 933	12 133	12 222	13 148
Producción Refinados Total	11 506	11 689	11 891	12 264	12 858
Comercio neto de Europa del Este	-304	-313	-193	216	-170
Total Oferta	11 202	11 376	11 698	12 480	12 688
Consumo Refinados Total	11 536	12 224	11 736	12 140	12 571
Total Demanda	11 536	12 224	11 736	12 140	12 571
Brecha (Oferta - Demanda)	-334	-848	-38	340	117
Inventarios totales reportados	1 336	488	451	791	908
<i>Como semanas de consumo</i>	6,0	2,1	2,0	3,4	3,8

* Proyección

Fuente: Metal Bulletin Research (Base Metals Monthly, abril 2007)

Zinc

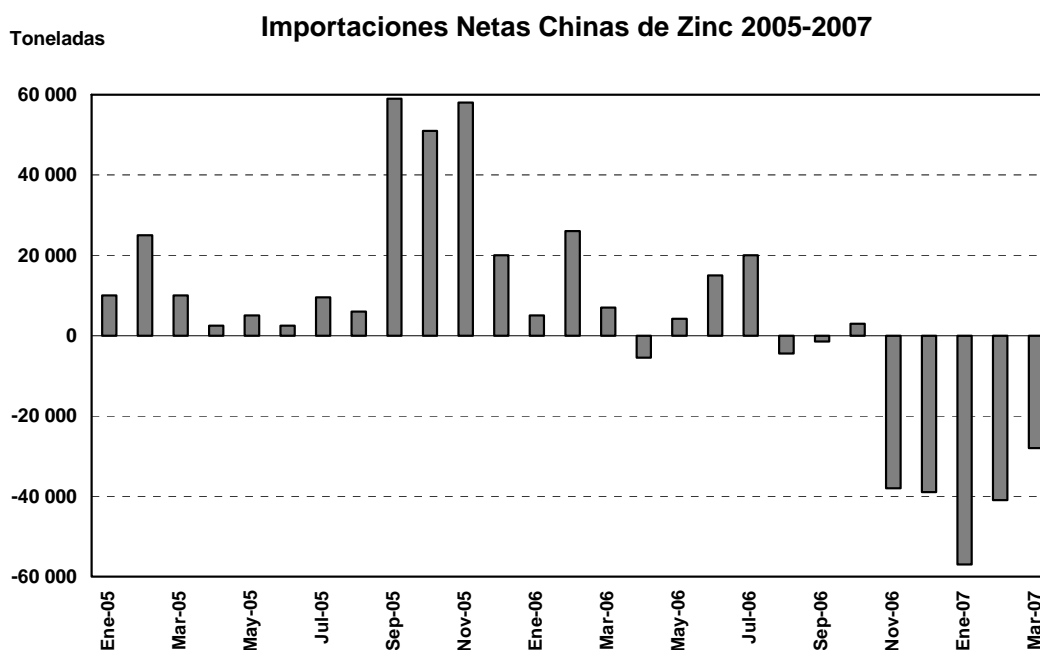
59. La cotización promedio del zinc disminuyó 11,3 por ciento en los cinco primeros meses del año, pasando de US\$ 2,00 por libra en diciembre de 2006 a US\$ 1,77 por libra en mayo de 2007. En términos diarios esta caída fue aún mayor. Luego de alcanzar un máximo histórico el 24 de noviembre (US\$/libra 2,10), la cotización del zinc se redujo hasta un mínimo US\$/libra 1,38 el 8 de febrero de 2007, para recuperarse a partir de dicha fecha. Esta evolución fue en contra de las perspectivas del mercado; a fines del año pasado, los analistas consideraban que el zinc enfrentaba un balance de oferta-demanda bastante estrecho y que el precio continuaría subiendo.

²⁴ Cabe señalar que durante el 2006 la producción de África creció alrededor de 17 por ciento, mientras que Latinoamérica la producción sólo se incrementó alrededor de 1 por ciento; ello a pesar de que entre Chile y Perú representan el 43 por ciento de la producción mundial.

60. Entre las principales causas que explicaría esta significativa reducción no prevista en el precio spot están:

- a. *La mayor producción de refinados de China:* El gobierno chino anunció que la producción de zinc refinado ascendió a 1,17 millones de T.M. entre enero y abril de 2007, superior en 22,6 por ciento al nivel registrado en similar periodo del año previo²⁵. Esta tasa de crecimiento de la producción es mayor a la registrada el 2006 de 14,8 por ciento. En parte, esta mayor producción de refinados se debería a la inclusión de los residuos de mineral en el proceso productivo, lo cual no se hacía anteriormente por su alto costo. Se estima que el uso de estos desechos elevó la producción de zinc de China en alrededor de 100 mil TM. el 2006.
- b. *Las exportaciones chinas de refinado de zinc.* El mercado fue sorprendido con el hecho de que China se transformara en exportador neto de este metal. China ha sido un importador neto de zinc en los últimos años, por lo cual se pensó que este cambio en el sentido del comercio de este metal era temporal. Por ello, diversos analistas asociaron las exportaciones netas de este país a factores temporales como las rebajas en los impuestos a la exportación del metal y al arbitraje en los precios más favorable para los exportadores.

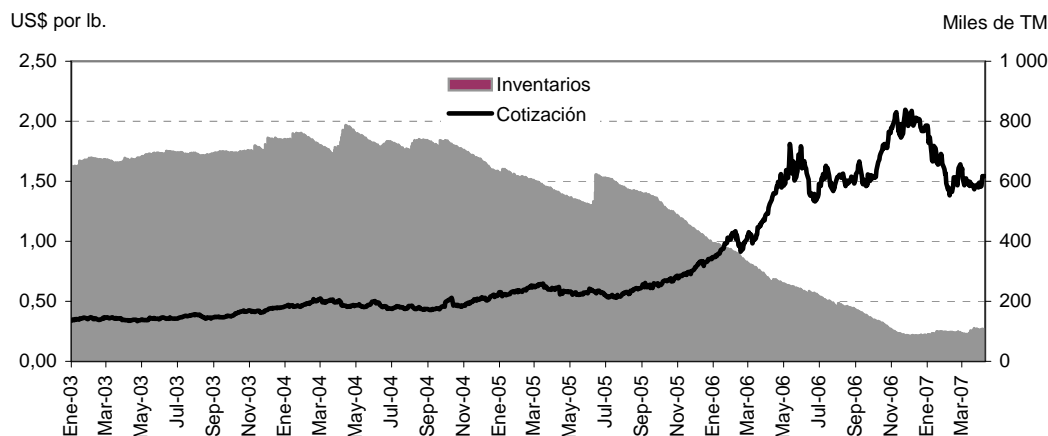
Sin embargo, las exportaciones netas ya superan los cuatro meses continuos, por lo que el mercado comenzó a especular que existen factores fundamentales detrás de este comportamiento. Las exportaciones netas de zinc refinado de China fueron de 125,8 mil T.M. en el primer trimestre del año, frente a las importaciones netas de 41 mil T.M. del mismo periodo del año pasado.



²⁵ La producción de zinc refinado de China en abril fue 303,4 mil T.M. en abril, mayor en 16,8 por ciento al mismo mes del año previo.

- c. *La ligera recuperación de los inventarios en el primer trimestre del año:* Luego de caer durante 3 años seguidos, los inventarios de zinc de la London Metal Exchange aumentaron a un máximo en el año de 111 mil T.M. el 22 de marzo (alza de 25,6 por ciento). Sin embargo, todavía permanecen en niveles bajos, representando alrededor de 3 días de consumo global, comparados con los 18 días de consumo global a inicios del 2002.

Precio del Zinc e Inventarios

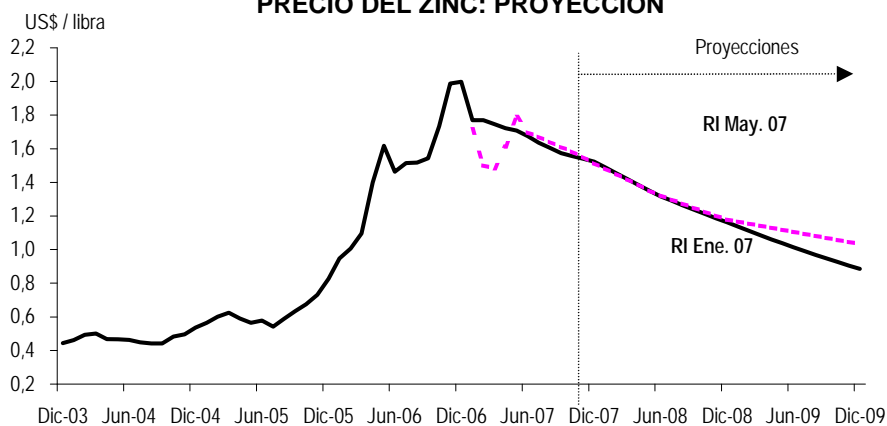


Fuente: Bloomberg, LME

- d. *La mayor participación de los fondos de inversión.* De acuerdo al *Metal Bulletin*, los fondos de inversiones mantienen elevadas posiciones cortas acentuando la caída del precio del zinc.

61. A pesar de la caída de las cotizaciones del zinc en los primeros meses del año, se espera que el precio de este producto aumente de US\$ 1,49 por lb. el año 2006 a US\$ 1,53 por lb. el año 2007²⁶. Esta proyección del BCRP es conservadora, ubicándose por debajo de la cifra del *Metal Bulletin*³ para el año 2007 de US\$ 1,84 por T.M. y de la mediana de la encuesta Bloomberg²⁷ de US\$ 1,64 por T.M.

PRECIO DEL ZINC: PROYECCIÓN



²⁶ Cabe señalar que se ha revisado a la baja la proyección del precio promedio del zinc para el año 2007, desde el nivel de US\$ 1,65 por lb. proyectado en el reporte de inflación de enero. Ello debido a la inesperada caída de la cotización spot del zinc en el primer trimestre del año.

²⁷ Encuesta realizada por Bloomberg a analistas de bancos de inversión en la primera quincena de mayo.

El incremento en la cotización promedio del zinc del 2007 asociado a las expectativas de que los precios de este metal no se reduzcan a una tasa elevada en lo que resta del año, se sustentan en los siguientes factores:

- a. *El déficit de oferta en el mercado mundial por cuarto año consecutivo.* Ello debido a que se espera que el consumo de zinc se mantenga robusto en el mediano y largo plazo, ante el incremento en la demanda de los países en desarrollo (en especial, se espera que China revierta sus exportaciones de zinc en el segundo semestre).

Lo anterior se sustenta en el balance de **oferta y demanda** del Metal Bulletin Research²⁸, el cual estima que, en el año 2006, la demanda de zinc habría superado a la oferta por tercer año consecutivo, con lo cual se acumularía un déficit de 837 mil T.M. entre el 2004 y el 2006. La demanda por este metal se incrementó 2,8 por ciento en el año 2006, destacando el crecimiento en Asia (aproximadamente 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 Toneladas Méricas)

	2003	2004	2005	2006*	2007*
Producción Minera Total	6 706	6 545	6 690	6 669	7 225
Producción Refinados Total	6 651	6 669	6 494	6 534	6 876
Exportaciones de Europa Este	771	592	492	676	730
Otros	7	35	29	29	20
Total Oferta	7 429	7 296	7 015	7 239	7 626
Consumo Refinados Total	7 101	7 422	7 083	7 346	7 545
Importaciones de Europa Este	101	126	233	177	200
Total Demanda	7 202	7 548	7 316	7 523	7 745
Brecha (Oferta - Demanda)	<u>227</u>	<u>-252</u>	<u>-301</u>	<u>-284</u>	<u>-119</u>
Inventarios totales reportados	1 158	1 039	811	527	408
<i>Como semanas de consumo</i>	8,5	7,3	6,0	3,7	2,8

* Proyección

Fuente: Metal Bulletin Research (Base Metals Monthly, Abril 2007)

- b. *La escasa inversión en el sector.* El problema de déficit de oferta permanece latente debido a la falta de inversión de los últimos años. En este contexto, el precio del zinc es muy sensible a temores de posibles interrupciones en la producción en minas (por problemas técnicos, disputas laborales y nuevas regulaciones sectoriales).

Se sabe que no hay muchos proyectos identificados que podrían satisfacer la demanda futura de zinc. Por ejemplo, de acuerdo a Interfax, para el 2007 se espera que el número de proyectos mineros de zinc en China disminuyan de 313 en ejecución el año pasado a 218

²⁸ Edición de 26 de abril del 2007.

nuevos proyectos éste año²⁹. La mayoría de estos proyectos estarán ubicados en Mongolia, Yunnan, Hunan y Gansu.

- c. *Caída en los inventarios.* Los inventarios en la LME cayeron 28 por ciento entre el 22 de marzo (día en el que alcanzaron el máximo nivel del año) y el 22 de mayo; con lo que acumula una caída de 9,7 por ciento en lo que va del año, revirtiendo el alza inicial.
- d. *La producción de refinados podría verse afectada en lo que resta del año.* Cualquier recorte en la oferta debido a causas no controlables afectaría el precio de este metal dada la estrechez entre la oferta y demanda de este producto. Por ejemplo, este año, se estima que la producción de refinados de zinc de la empresa *Irán Zinc Mines Development Co.* disminuiría de 113 mil TM a 60 mil TM. Ello ante la dificultad de la empresa de conseguir zinc concentrado por el colapso de la mina iraní Algouran hace 6 meses. Del mismo modo, la empresa Xstrata anunció que su mina australiana McArthur River detuvo temporalmente su extracción, luego de un fallo judicial que le impedía continuar con sus actividades.

Esta situación se da en un contexto en el que los proyectos para nuevas empresas refinadoras recién operarían en dos años o más. Por ejemplo, Russia's Ural Mining y Metallurgical Company (UMMC) adquirieron Uralzinc para construir una refinadora de zinc que entrara a operar entre el 2011 y 2012.

Estaño

62. La cotización del estaño aumentó 27,5 por ciento en lo que va del año, de US\$ 5,06 por libra en diciembre de 2006 a US\$ 6,45 por libra en mayo de 2007. En términos diarios este incremento fue aún mayor. Luego de alcanzar un máximo histórico el 29 de diciembre (US\$/libra 5,40), la cotización del estaño se elevó hasta un nuevo máximo histórico US\$/libra 6,67 el 17 de abril de 2007. Las principales causas de tal comportamiento en el precio *spot* fueron:

- a. *La caída de la oferta mundial.* Metal Bulletin estima que el déficit de oferta de este año ascendería a 11 mil T.M.. Esta caída se sustentaría en la disminución de la oferta de Indonesia (segundo productor mundial del metal), luego de la medida del gobierno que declaró ilegal las fundiciones informales de estaño.

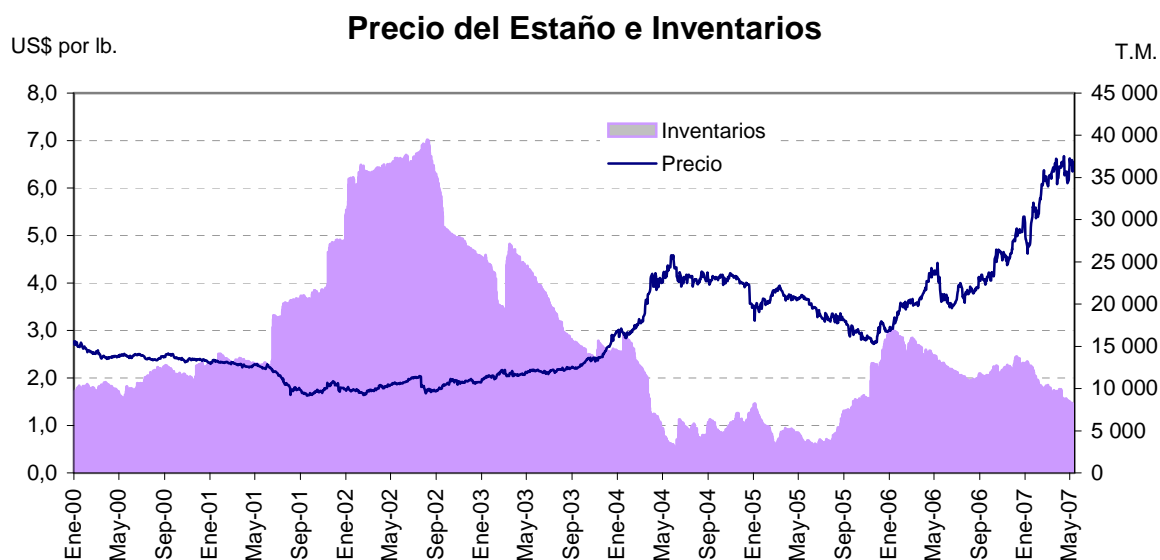
Con esta medida, alrededor de 27 fundiciones privadas ubicadas en las Islas de Bangka y Belitung fueron cerradas entre octubre y noviembre, acusadas de operar sin los permisos apropiados y no pagar regalías. Las fundiciones privadas de estaño representan la mitad de la producción total y de las exportaciones de ese país. Las fundiciones PT Timah y PT Koba Tin que no son miembros de la Asociación Industrial de Estaño de Indonesia representan el otro 50 por ciento.

²⁹ Cabe señalar que China continuó siendo el mayor productor mundial de zinc durante el 2006, año en el que representó el 25 por ciento de la producción mundial de concentrado y 30,1 por ciento de la producción del refinado. Sin embargo, China también fue el mayor consumidor mundial de zinc por séptimo año consecutivo, explicando el 30 por ciento del consumo mundial.



De acuerdo con el Instituto de Investigación del Estaño, el gobierno indonesio busca asegurar una oferta al mercado mundial de alrededor de las 90 mil TM este año. Sin embargo, esta meta fijada por el gobierno es menor en 28 por ciento a las 125 mil T.M. producidas en el año 2006³⁰.

- b. *Las menores exportaciones de China:* El volumen de exportaciones de estaño chinas fue 780 T.M. en enero de 2007, menores a las 2,8 mil T.M. de diciembre y a las 1,5 mil T.M. de enero del año pasado.
- c. *La mayor demanda mundial:* El Instituto de investigación del Estaño estimó que el consumo mundial del metal aumentó alrededor de 9 por ciento el 2006 y se espera que la demanda continúe fuerte este año, en la medida que el alza de precio del metal no origine una sustitución muy brusca en su uso.
- d. *La caída de los inventarios:* Los inventarios de estaño de la LME cayeron 4,13 mil T.M. en lo que va del año, pasando de 12,97 mil T.M. el 29 de diciembre de 2006 a 8,84 mil T.M. el 16 de abril de 2007.



- e. Respecto al balance de **oferta y demanda**, el Metal Bulletin Research³¹ estima que, en el 2007, la demanda de estaño superaría a la oferta, llevando a los inventarios a sólo 4 días de consumo mundial. La demanda por este metal se incrementó 4,6 por ciento en el 2007, luego de haberse incrementado 8,6 por ciento en el año 2006.

³⁰ Siete de la fundiciones privadas que fueron suspendidas con la medida del gobierno en octubre recibieron permisos para empezar a operar en febrero, después de haber cerrado por más de 3 meses. Estas fundiciones son CV DS Jaya Abadi, PT Bangka Putra Karya, PT Bukit Timah, CV Duta Putra Bangka, PT Bellitin Markmur Lestari, CV Donna Kembara Jaya y PT Tinindo Intermusa

³¹ Edición de 26 de abril del 2007.

NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 30 – 11 de junio de 2007

BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE ESTAÑO

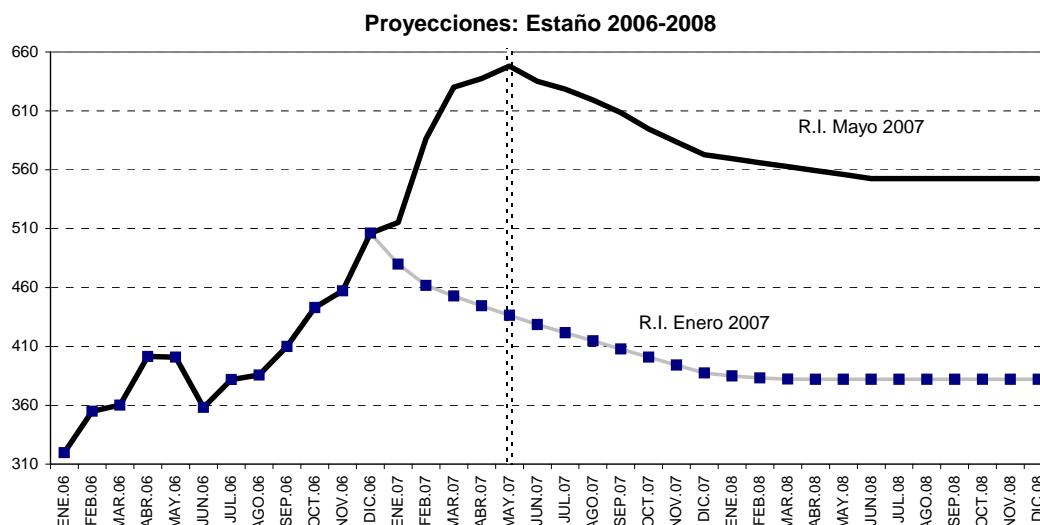
(Miles de Toneladas Métricas)

	2003	2004	2005	2006*	2007*
Producción Minera Total	168	178	189	195	207
Producción Refinados Total	164	197	208	213	217
Total Oferta	208	232	228	233	239
Consumo Refinados Total	221	240	220	239	250
Total Demanda	221	240	220	239	250
Brecha (Oferta - Demanda)	-13	-8	8	-6	-11
Inventarios totales reportados	34	27	34	28	18
<i>Como semanas de consumo</i>	8,0	5,8	8,1	6,2	3,7

* Proyección

Fuente: Metal Bulletin Research (Base Metals Monthly, Abril 2007)

63. Para el 2007, las **perspectivas** de los precios se sustentan en que el mercado cerraría en déficit por segundo año consecutivo. Por ello esperamos que la cotización promedio del estaño aumente de US\$ 3,98 por lb. en el 2006 a US\$ 5,44 por lb. en el 2007.



Cabe señalar que, en línea con la evolución del primer trimestre, se ha corregido al alza el precio promedio del estaño del 2007 desde el nivel de US\$ 4,28 por lb. (del reporte de inflación de enero) a US\$ 6,05 por lb. Esta proyección del BCRP es conservador, ubicándose por debajo de la cifra del Metal Bulletin³² para el año 2007 de US\$ 6,14 por T.M.

Petróleo

³² Edición del 26 de abril de 2007.





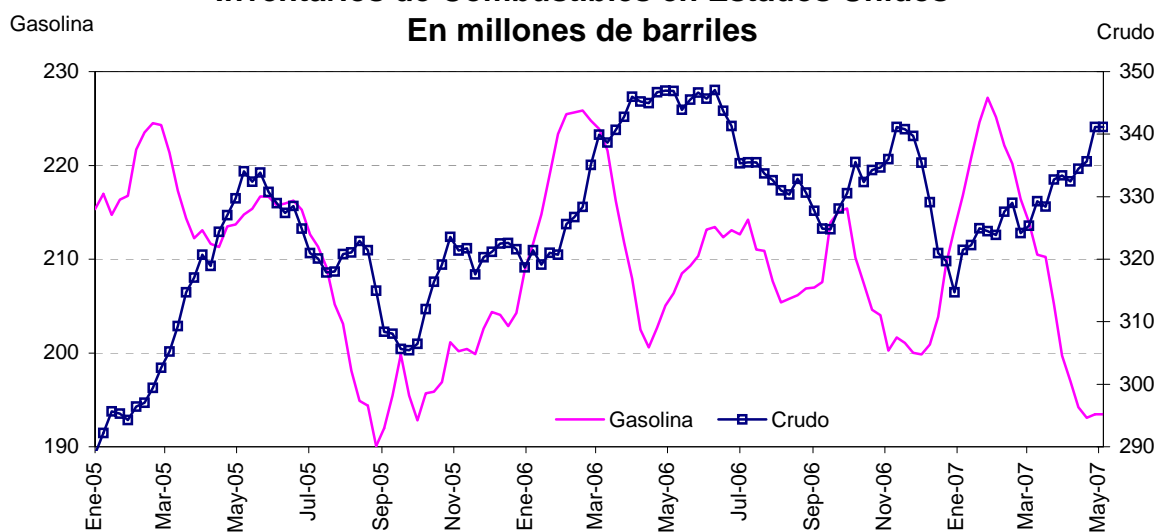
64. Luego de reducirse hasta US\$ 50,48 por barril el 18 de enero, la cotización del petróleo se elevó hasta alcanzar un máximo en el año de US\$ 66,46 por barril el 27 de abril. En términos promedio, el precio del petróleo se elevó 2,0 por ciento entre diciembre de 2006 y mayo de 2007, alcanzando un nivel de US\$ 63,24 por barril. Las principales causas de esta alza en la cotización del petróleo fueron:

- a. *Tensiones geopolíticas:* Destacan la negativa de Irán de suspender su programa nuclear ante la solicitud de la ONU. Ello llevó a que el Consejo de Seguridad de dicho organismo impusiera sanciones económicas a Irán. Asimismo, fuerzas militares de Irán capturaron 15 marinos británicos, acusándolos de haber ingresado a su territorio.
- b. *Restricciones de oferta:* La Agencia Internacional de Energía informó que la OPEP redujo su oferta a 30,1 millones de barriles diarios en marzo, el menor nivel desde enero de 2005. Cabe señalar que la OPEP recortó su cuota de producción a partir del 1 de febrero, en 500 mil barriles diarios. Esta decisión la tomó en diciembre de 2006, luego de haber reducido su cuota en noviembre de ese año.

Asimismo, aumentaron los temores sobre posibles recortes en el suministro de África por ataques terroristas y derrames en distintos países (Argelia, Marruecos y Nigeria).

- c. *Inventarios de gasolina en EUA:* en un contexto de restricciones de oferta de crudo, la proximidad de la temporada de mayor demanda de gasolina en EUA (“driving season”) generó preocupación por los escasos inventarios de este producto. Estos cayeron 15 por ciento en 12 semanas consecutivas, de 227 millones de barriles a 193 millones de barriles entre el 2 de febrero y el 27 de abril.

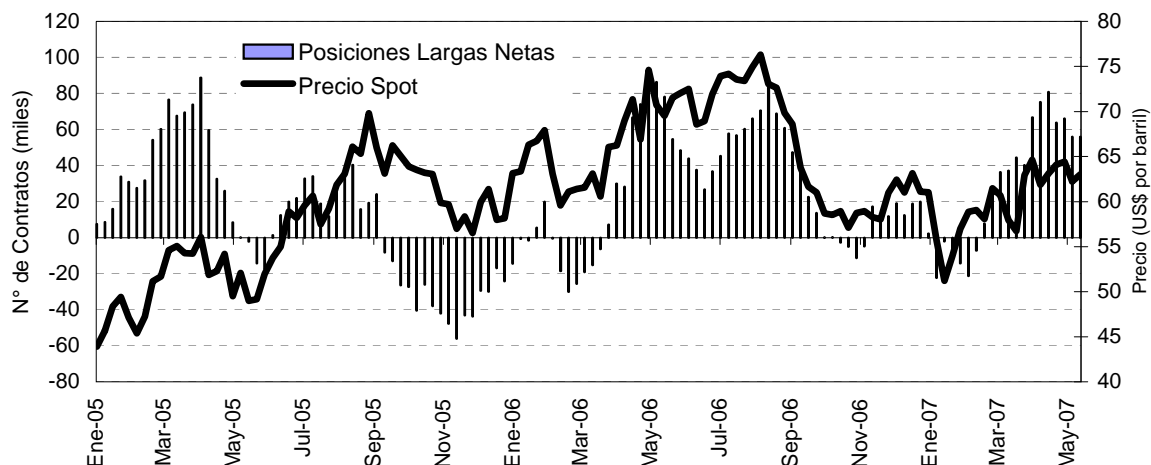
Inventarios de Combustibles en Estados Unidos
En millones de barriles



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. El mercado de futuros muestra que los fondos especulativos pasaron de registrar posiciones cortas netas durante las primeras 6 semanas del año 2007, a obtener posiciones largas netas cada vez mayores a partir de la semana que finalizó el 20 de febrero

**Petróleo: Contratos No Comerciales (Especulativos)
(Enero 2005 - 15 de mayo)**



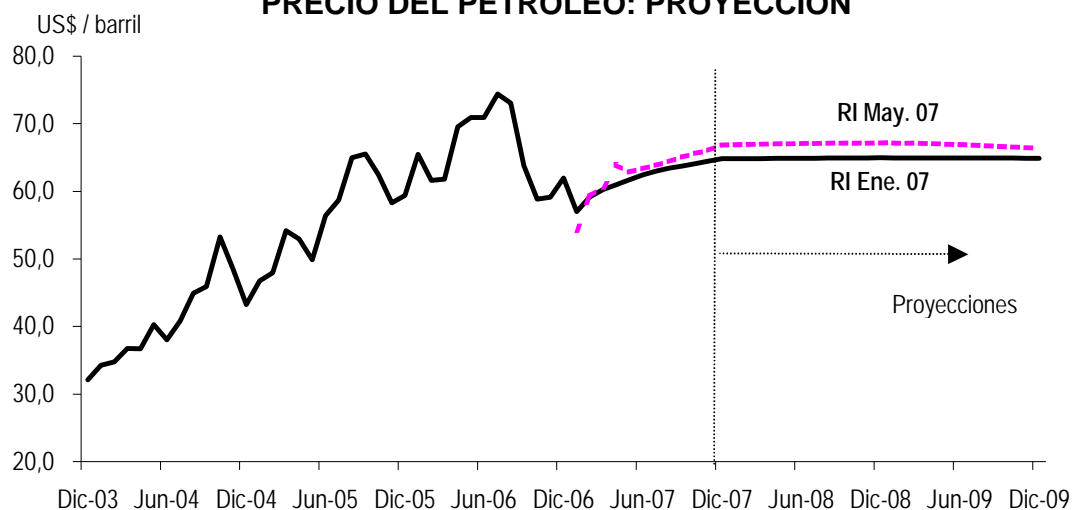
65. Las **perspectivas** de la cotización del petróleo para este año se mantienen, a pesar de la volatilidad observada durante los primeros cuatro meses del año. La proyección del precio promedio para el 2007 se elevó a US\$ 63 por barril, menor a la cotización promedio de US\$ 66 por barril del año 2006. La cotización promedio del petróleo aumentaría a US\$ 67 por barril en el 2008.

Esta cotización es consistente con el mercado de futuros y las proyecciones de diversos bancos de inversión y analistas. La proyección de la Agencia Internacional de Energía (EIA) proyecta un precio promedio de US\$ 64 por barril para el año 2007. Por su parte, la encuesta de marzo de Reuters muestra que la cotización del petróleo sería, en promedio, US\$ 61,29 por barril en el año 2007; la encuesta de Bloomberg³³ muestra un promedio de US\$ 61,32 por barril para este año.

³³ Proyección para seis casas de inversión que reportaron en mayo de 2007.



PRECIO DEL PETRÓLEO: PROYECCIÓN



Estas perspectivas se sustentan en el hecho de que los fundamentos de este mercado no han cambiado drásticamente. El precio del petróleo se sustenta en el déficit de oferta que espera el mercado para los próximos dos años.

- a. El **balance de oferta y demanda** sustenta la idea anterior. El Departamento de Energía de EUA continúa esperando un déficit de oferta para los años 2007 y 2008; el cual respondería al crecimiento de la demanda mundial mayor al esperado.

El *consumo mundial* para el 2007 crecería 1,8 por ciento (a 86,1 millones de barriles diarios), luego de haber aumentado 0,7 por ciento en el 2006 (a 84,6 millones de barriles diarios). En el mismo sentido, la OPEP proyectó un crecimiento mundial del consumo de 1,6 por ciento para el 2007 (a 85,44 millones de barriles diarios)³⁴, lo cual reforzó las expectativas de que la OPEP incremente su cuota de producción para el segundo semestre del año.

Este crecimiento del consumo es explicado básicamente por China, que viene aumentando a tasas anuales superiores al 5 por ciento y se ha convertido en un importador neto de este recurso a inicios de la década. Así, la Agencia Internacional de Energía también elevó su proyección de crecimiento de la demanda de petróleo de China para el año 2007, de 6,1 por ciento a 6,8 por ciento. El transporte consume la mitad de las necesidades de petróleo de China y la demanda por combustibles de este sector creció en 10 por ciento anual en febrero³⁵. Este fuerte incremento del consumo de combustibles en el sector transportes se sustenta en el subsidio del gobierno a este producto.

³⁴ Cabe señalar que este organismo ha venido corrigiendo a la baja su proyección de consumo mundial para este año, debido a un invierno boreal más cálido de lo habitual.

³⁵ el consumo de gasolina se incrementó 14,5 por ciento anual en febrero, el combustible de aviones en 26,1 por ciento y el diesel en 17,8 por ciento

Por el lado de la oferta, el Departamento de Energía de EUA estima que la producción mundial se incrementaría 1,1 por ciento (a 85,4 millones de barriles diarios) en el 2007, apoyándose en un aumento de la producción de países no miembros de la OPEP. Destaca el aumento de la producción de 5,0 por ciento de los países de la antigua Unión Soviética. El Departamento de Energía de EUA proyecta que la OPEP aumentará su oferta en sólo 0,6 por ciento en el 2007 (a 35,4 millones de barriles diarios).

Los riesgos geopolíticos que implican temores de cortes de suministros en África y Medio Oriente, otorgan cierto soporte a los precios altos proyectado. A estos se suman la incertidumbre sobre la temporada de huracanes.

BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DEL PETRÓLEO (Millones de Barriles Diarios)

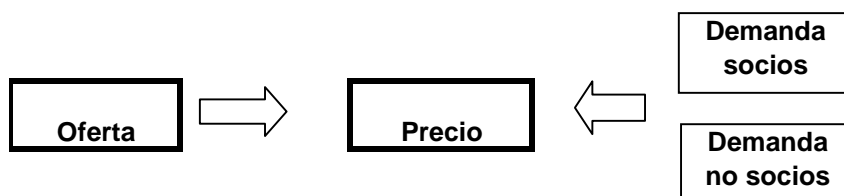
	2004	2005	2006	2007	2008
Oferta	83,0	84,5	84,5	85,4	87,7
OPEP	32,9	34,2	35,3	35,4	36,9
Antigua Unión Soviética	11,3	11,7	12,1	12,7	13,0
Resto	38,8	38,6	37,1	37,3	37,8
Demanda	82,5	84,0	84,6	86,0	87,6
EUA	21,1	20,8	20,6	20,9	21,2
Europa	16,3	15,5	15,5	15,5	15,5
China	6,5	6,9	7,3	7,7	8,2
Japón	5,4	5,4	5,2	5,2	5,2
Resto	33,2	35,4	36,0	36,7	37,5
Brecha (Oferta - Demanda)	0,5	0,5	-0,1	-0,6	0,1

Fuente: Departamento de Energía de EUA, Short-Term Energy Outlook - Mayo 2007

Crecimiento mundial vs. crecimiento de socios: ¿qué determina los términos de intercambio?

Los precios de los *commodities* se forman en un mercado centralizado. Es decir, el precio se fija por la interacción de la demanda y la oferta global. En tal sentido, la actividad económica mundial –tanto de los socios comerciales de Perú como del resto de países– influye sobre el precio de los *commodities* y, a través de ellos, sobre nuestros términos de intercambio.

Determinación de precios: commodities



El **crecimiento mundial**, por lo tanto, puede ser un indicador tanto o más relevante como determinante de los términos de intercambio de Perú. Por ello, es importante evaluar la importancia de la demanda por nuestros principales productos de exportación que



proviene de las economías que no están dentro de nuestros principales socios comerciales. Además es importante ver en qué medida el crecimiento de nuestros principales socios y el crecimiento de la economía mundial muestran una tendencia similar.

Respecto al primer punto, existen países de peso importante que no constituyen nuestros socios comerciales. Entre ellos destacan **India y Rusia**. India, medido a través del criterio de paridad del poder de compra, representa el 6 por ciento del PBI mundial y es la cuarta

economía más grande del mundo. Rusia, por su parte, pesa 2,6 por ciento de la economía mundial, y ha crecido a una tasa promedio de 6,7 por ciento en los últimos 8 años.

Sin embargo, India constituye un demandante importante sólo en el caso de oro, en particular para joyería, actividad que representa entre el 70 y 80 por ciento del uso de ese metal. La demanda de India con aproximadamente el 23 por ciento de la demanda mundial de dicho producto. Por el contrario, en el caso del cobre y de otros productos, por el contrario India tiene una demanda poco significativa (equivalente a 2,3 por ciento del consumo total de cobre refinado). Rusia, por su parte, participa con el 3,8 por ciento de la demanda mundial por cobre refinado¹

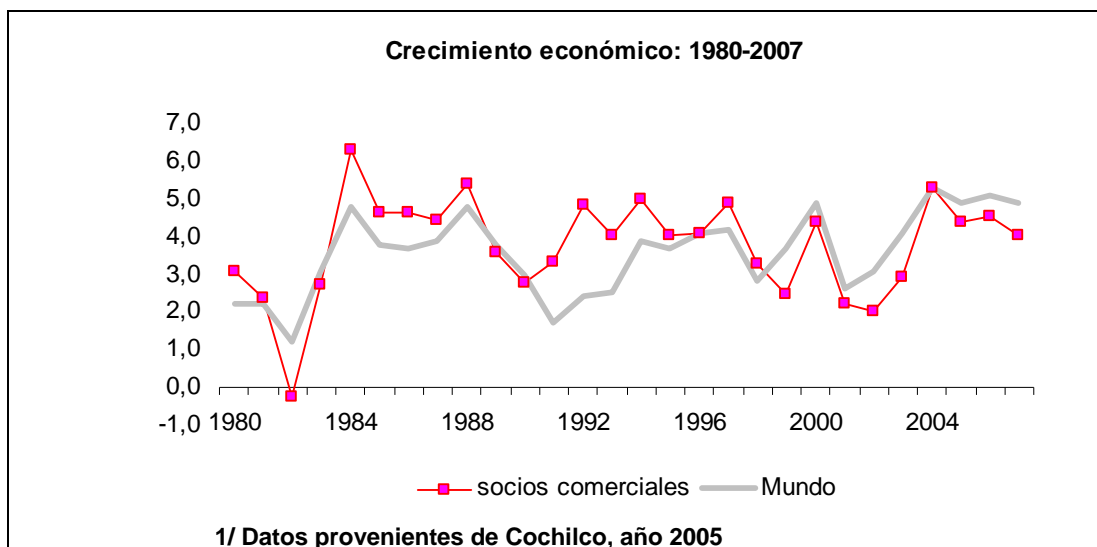
De lo anterior se puede deducir que el mayor impacto sobre los términos de intercambio, proveniente de nuestros no socios comerciales, se da en el caso del oro, por la demanda proveniente de India.

De otro lado se observa que, en los últimos años, el crecimiento de nuestros socios comerciales ha mostrado una tendencia similar al del crecimiento económico mundial. Sin embargo, el crecimiento mundial muestra una tasas mayor en los últimos años lo que se explica porque, en el caso de la economía mundial, la participación de las economías emergentes es mayor y representa alrededor del 48 por ciento del PBI del PBI mundial, medido a través de la paridad de poder de compra. La participación de las economías emergentes en nuestro comercio es menor (alcanza a 41 por ciento).

Consumo total de commodities: China, EUA e India

Producto	Socios comerciales de Perú				Otros	
	China		EUA		India	
	Posición	Part. %	Posición	Part. %	Posición	Part. %
Aluminio	1	23	2	19	8	3
Cobre	1	22	2	14	11	2
Plomo	1	26	2	19	15	1
Níquel	1	15	3	10	17	1
Estaño	1	33	2	12	7	2
Zinc	1	29	2	9	8	3
Fierro	1	29	6	5	5	5
Acero	1	32	3	9	7	4
Oro	3	8	5	5	1	23
Petróleo	2	7	1	25	7	3
Trigo	1	15	4	5	2	14
Arroz	1	30	12	1	2	21
Maiz	2	17	1	33	6	2
Azúcar	3	7	2	13	1	15
Algodón	1	31	5	7	2	13

Fuente: WBMS, IEA, FAO, IISI y Cochilco



Maíz

66. Después del incremento de 26 por ciento en la cotización promedio del 2006 (respecto a 2005), en lo que va del año, la cotización del maíz se ha reducido en 1 por ciento, pasando de US\$ 138,4 TM en diciembre de 2006 a US\$ 137,6 TM en mayo de 2007. La evolución del maíz se explica básicamente por el mercado de EUA (el mayor productor, consumidor y exportador). La fuerte demanda para etanol, las variaciones del clima y el progreso de la siembra norteamericana, seguirían determinando la dirección del mercado en el mediano plazo.

La mayor demanda para etanol en EUA, con fuerte incentivo por parte del gobierno, ha conllevado a una mayor aérea sembrada para este año en EUA. Por esta razón se observaron reducciones en la cotización entre los meses de marzo y abril de este año, ya que la cosecha de esta primavera sería la mayor desde 1944 en EUA. Pese a estos avances, la producción del ciclo 2006/07 de EUA se reduciría en casi 15 millones de TM lo que presionaría al alza en la cotización, y como efectivamente se viene observando desde mayo (aunque aún por debajo de los niveles de diciembre).

Según el reporte del departamento de agricultura de EUA (último reporte de mayo), la mayor área cultivada de maíz en EUA recién podría generar un incremento de la producción mundial en ciclo 2007/08 (que podría ubicarse en 767 millones de TM, lo que significaría un incremento de 10% con relación al ciclo previo). Además, se espera que en dicha campaña, Argentina y Brasil sigan registrando récord de producción (como en la presente campaña 2006/07).

67. El **balance de oferta y demanda mundial de maíz** del Departamento de Agricultura de Estados Unidos estima que la producción mundial de maíz se habría incrementado en 2 millones de TM en el ciclo actual (2006/07), respecto al ciclo anterior (básicamente la mayor producción de Argentina, Brasil, México y China, compensaría la menor producción de EUA); y estima que se incrementaría en 69 millones de TM en el próximo ciclo (2007/2008), básicamente por la mayor producción de EUA.

El incremento de la producción mundial vendría acompañado de un fuerte incremento en la demanda mundial de este grano. El consumo habría aumentado 23 millones de TM en el ciclo 2006/07 y se proyecta un mayor consumo por 42 millones de TM para el ciclo 2007/08. Esta evolución se refleja en una caída de los inventarios de 32 millones de TM. Para los dos últimos ciclos. Como se mencionó anteriormente, la mayor demanda se asocia particularmente con la producción de etanol.

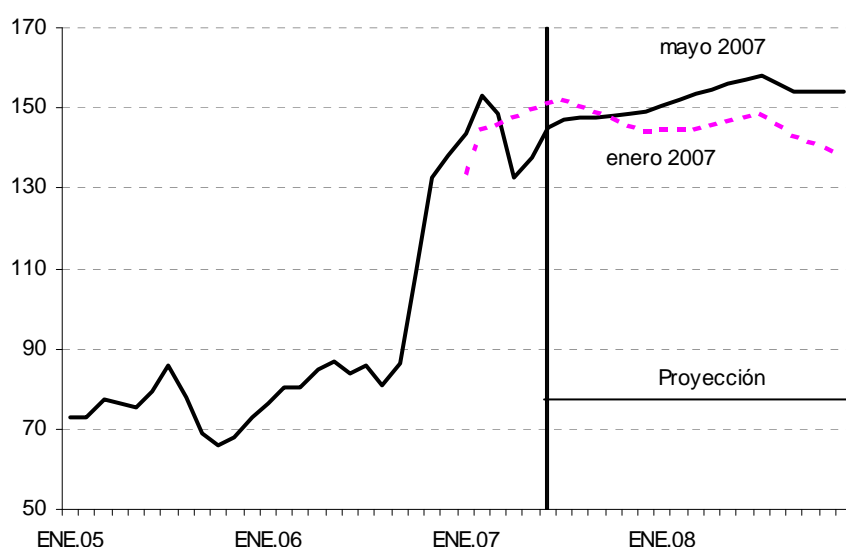
Balance de Oferta y Demanda Mundial de Maíz
(Millones de TM)

	2004/2005	2005/2006 (1)	2006/2007 (2)	2007/2008 (3)	Var. TM	
					(2)/(1)	(3)/(2)
Inventarios Iniciales	103.86	130.70	122.43	93.20	-8.3	-29.2
Producción Mundial Total	712.63	695.61	697.72	766.50	2.1	68.8
Importaciones	77.11	79.18	82.55	82.23	3.4	-0.3
Oferta Total	893.60	905.49	902.70	941.93	-2.8	39.2
Consumo Mundial	685.20	703.88	726.94	769.45	23.1	42.5
Exportaciones	78.27	81.22	87.00	83.11	5.8	-3.9
Demanda Mundial	763.47	785.10	813.94	852.56	28.8	38.6
Inventarios Finales	130.70	122.43	93.20	90.25	-29.2	-3.0

Fuente: Departamento de Agricultura de EUA

68. Las **perspectivas** sobre el precio del maíz son al alza de acuerdo con el mercado de futuros, lo que refleja básicamente las mayores presiones de demanda señaladas. Así, se espera que la cotización promedio del maíz continúe incrementándose, con un alza de 55 por ciento para este año (respecto al promedio de 2006), y de 6 por ciento para el próximo.

PRECIO DEL MAÍZ
(US\$ por TM)



Trigo

69. Después del incremento de 30 por ciento en la cotización promedio del trigo del 2006 (respecto a 2005), en lo que va del año, la cotización se redujo en 2 por ciento, al pasar de US\$ 179,5 TM en diciembre de 2006 a US\$ 175,9 TM en mayo de 2007. La evolución del trigo se explica no solo por fundamentos de este mercado sino por la evolución del maíz.

Como en el caso del maíz, se ha observado una ligera reducción de los precios, pero se espera una recuperación a partir de agosto de 2007. El mantenimiento de los altos precios se asociaría con los efectos de la menor producción de trigo del ciclo 2006/07 (la menor desde 1994) que resultó en unos inventarios de trigo en niveles más bajos de los últimos diez años (los segundos más bajos desde la campaña 1996/97), ello a pesar de la mejor campaña estimada para el período 2007/08. Esta producción superaría la de la campaña previa (2006/07) en 4 por ciento básicamente gracias a los mejores rendimientos (ya que el área cultivada se habría reducido); aunque se mantendría aún menor a la del 2004/05. La mayor producción de Australia, Brasil, Países de la Ex -Unión Soviética, India y EUA sería casi compensada con la menor de Argentina, Canadá y China.

La recuperación de la oferta para el 2007/08 vendría acompañada con un incremento de la demanda mundial. Las mayores importaciones de Egipto, Europa y Marruecos más que compensarían las menores de Brasil e India. Además, el incentivo a la producción de etanol en EUA y el mayor uso de maíz para ello, da mayor espacio al trigo como fuente de alimentación animal. Con ello, los inventarios finales para la campaña 2007/08 descendería a su nivel más desde la campaña 1981/82.

70. El **balance de oferta y demanda mundial de trigo** del Departamento de Agricultura de Estados Unidos estima que la producción mundial de este grano registraría una caída de 27 millones de TM. en el ciclo 2006/07 (básicamente por problemas climáticos) y una recuperación de casi 23 millones TM. para el ciclo 2007/08. La recuperación de la producción mundial se compensaría con el mayor consumo mundial, lo que significaría la reducción de los inventarios en 35 millones de TM. en los dos últimos ciclos agrícolas.

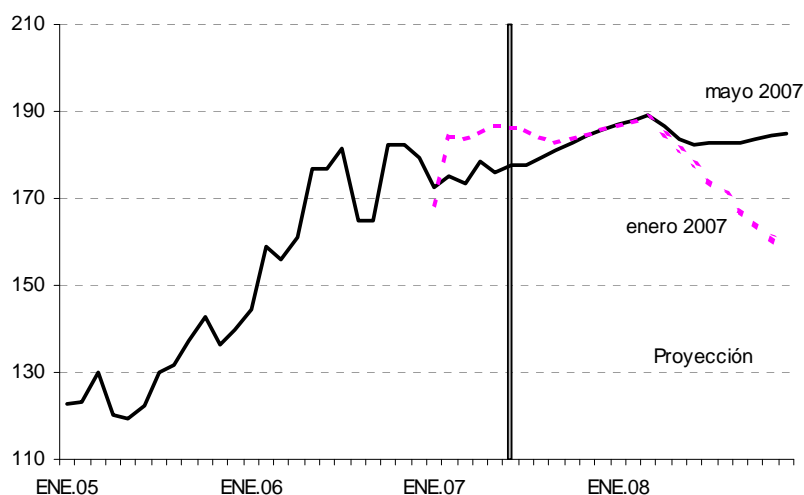
Balance de Oferta y Demanda Mundial de Trigo (Millones de TM)

	2004/2005	2005/2006 (1)	2006/2007 (2)	2007/2008 (3)	Var. TM	
					(2)-(1)	(3)/(2)
Inventarios Iniciales	132.60	151.21	148.59	120.36	-2.6	-28.2
Producción Mundial Total	628.58	621.82	593.95	616.87	-27.9	22.9
Importaciones	109.90	109.73	107.37	107.29	-2.4	-0.1
Oferta Total	871.09	882.76	849.91	844.52	-32.9	-5.4
Consumo Mundial	609.96	624.44	622.18	623.87	-2.3	1.7
Exportaciones	111.13	115.61	107.50	110.29	-8.1	2.8
Demanda Mundial	721.08	740.05	729.68	734.16	-10.4	4.5
Inventarios Finales	151.21	148.59	120.36	113.36	-28.2	-7.0

Fuente: Departamento de Agricultura de EUA

De acuerdo con el mercado de futuros, las **perspectivas** sobre el precio del trigo están al alza. Se espera que la cotización del trigo se incremente en 6 por ciento en el 2007 y 3 por ciento en el 2008.

PRECIO DEL TRIGO (US\$ por TM)



Soya

71. Luego del descenso de 4 por ciento en la cotización promedio del 2006 (respecto a 2005), en lo que va del año, la cotización promedio de la harina de soya se ha incrementado en 2 por ciento, de US\$ 201,4 TM en diciembre de 2006 a US\$ 205,2 TM en mayo de 2007.

En general, el fuerte incremento del maíz ha impulsado la cotización del resto de granos, ya que el mayor cultivo de maíz en EUA se ha dado a expensas del cultivo de soya. Sin embargo, la producción de los países del sur estaría compensando esta menor producción de EUA. La cosecha brasileña 2006/07, fue pronosticada con una cifra record de 58,8 millones de TM. Asimismo, la Secretaría de Agricultura de Argentina señaló que la producción de Argentina (tercer exportador mundial de frijol soya y el mayor proveedor de harina y aceite derivados) podría llegar al récord de 45,5 millones de TM para el ciclo 2006/07 gracias a un crecimiento de la superficie sembrada, pero aún falta

evaluar los daños ocasionados por las lluvias excesivas (que han obstaculizado la cosecha de la oleaginosa y que podría afectar los rendimientos). Brasil y Argentina representan el 45 por ciento de la producción mundial.

Por su parte, los principales consumidores (China, Latinoamérica, el Norte de África, el Medio Oriente, el Sur y Sudeste de Asia) seguirían generando las presiones sobre los precios. En particular, la Administración General de Aduanas de China señaló que las importaciones de frijol soya de este país, en el mes de febrero pasado, se ubicaron en 1,18 millones de toneladas (cifra mayor en 5,3 por ciento a lo comprado en la misma fecha del año previo). En los dos primeros meses de este año, las importaciones de la oleaginosa han crecido en 28,5 por ciento.

72. El **balance de oferta y demanda mundial de soya** del Departamento de Agricultura de EUA muestra que la producción mundial de este producto ha crecido de manera consistente con el incremento en la demanda aunque se observa un ligero incremento de los inventarios en los dos últimos ciclos (los que alcanzarían nivel récord en el ciclo 2006/07).

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

	2004/2005	2005/2006	2006/2007	Var. TM	
	(1)	(2)	(3)	(2)/(1)	(3)/(2)
Inventarios Iniciales	38.80	48.49	53.84	9.7	5.4
Producción Mundial Total	215.75	219.78	233.68	4.0	13.9
Importaciones	63.73	63.92	68.53	0.2	4.6
Oferta Total	318.28	332.19	356.05	13.9	23.9
Consumo Mundial	205.16	214.12	224.99	9.0	10.9
Exportaciones	64.63	64.22	69.17	-0.4	5.0
Demanda Mundial	269.79	278.34	294.16	8.6	15.8
Inventarios Finales	48.49	53.84	61.89	5.4	8.0

Fuente: Departamento de Agricultura de EUA

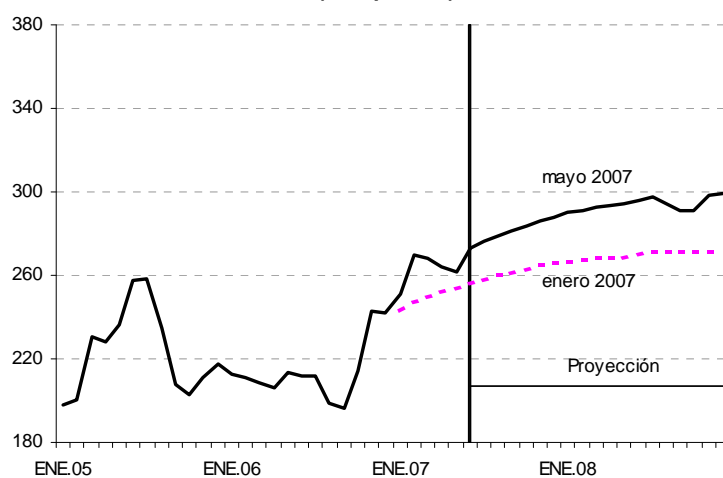
73. Respecto a las perspectivas, el precio de la soya aumentaría 31 por ciento en el 2007, y un 11 por ciento en el 2008, según el mercado de futuros. Los avances en las cosechas de Sudamérica y el clima en Estados Unidos serán los factores determinantes en la dirección del mercado; mientras que China seguirá jugando un papel determinante, dada su política de ampliar la capacidad de molienda en detrimento de las importaciones de aceites y pastas.

NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 30 – 11 de junio de 2007



PRECIO DE LA SOYA
(US\$ por TM)



Elaboración: Departamento de Economía Mundial
Subgerencia de Economía Internacional