

ASSET MANAGEMENT MONTHLY

18 DE FEBRERO DEL 2005

No 02- 2005

Andrés Agramonte
Luis Edwards

aagramonte@bcp.com.pe
ledwards@bcp.com.pe

A partir del mes de agosto del 2003, nuestro reporte mensual está siendo publicado en la quincena de cada mes. La cartera recomendada será evaluada con respecto a 30 días previos.

Resultados del Mes¹

Activo	Portafolio Ene 05 – Feb 05	Benchmark Ene 05-Feb 05	Diferencia %
Acciones	0.50%	0.46%	0.04%
Bonos Soberanos	-0.13%	-0.04%	-0.09%
Bonos EEUU	0.24%	0.20%	0.04%
Commodities	0.08%	0.13%	-0.05%
Bonos Perú	0.13%	0.13%	0.00%
Bonos Brazil	0.20%	0.20%	0.00%
Bonos Mexico	0.37%	0.37%	0.00%
Cash	0.00%	0.00%	0.00%
Total	1.39%	1.45%	-0.06%

Fuente :Análisis BCP. Resultados del portafolio frente al benchmark en los últimos treinta días. Evaluado desde el 12 de enero 2005 a 11 de febrero 2005.

Los Mercados del 12 Enero 2005 al 11 de Febrero 2005

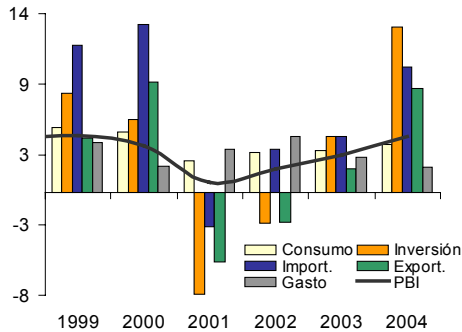
Activo	Cierre	Anterior	Variación	Activo	Cierre	Anterior	Variación
Acciones				Spreads y Cash			
EEUU S&P	1205.30	1187.70	1.48%	Grado de Inversión EEUU	-	-	-
Lima General	6480.22	6356.95	1.94%	Alto Rendimiento EEUU	-	-	-
Bovespa	26670.52	24509.60	8.82%	EMBI Peru	238	245	7
Tasas de Interés				EMBI Brasil	404	420	8
EEUU 2 Y	3.33%	3.21%	12	EMBI Mexico	157	167	-7
EEUU 3 Y	3.48%	3.36%	12	EMBI+	355	369	-8
EEUU 5 Y	3.69%	3.70%	-1	Treasury 60 días	2.37	2.11	26
EEUU 10 Y	4.09%	4.24%	-15	Monedas			
Alemania 2 Y	2.38%	2.43%	-5	US\$ / Euro	1.29	1.33	-2.93%
Alemania 3 Y	2.87%	2.97%	-10	US\$ / Libra	1.87	1.89	-1.06%
Alemania 5Y	3.46%	3.60%	-14	Real Brasileiro / \$	2.60	2.71	-3.77%
Alemania 10Y	3.90%	4.18%	-28	Yen / \$	105.71	102.44	3.22%

Fuente : Bloomberg. Variaciones de mes a mes expresadas en términos nominales. En el caso de acciones y monedas las variaciones son expresadas en porcentaje, en el caso de tasas de interés y spreads son expresadas en puntos básicos.

¹ El portafolio tuvo un desempeño positivo durante el mes de análisis básicamente por los bonos soberanos de mercados emergentes (especialmente México) y las acciones y bonos de alto rendimiento en EEUU. Por el contrario, la contribución negativa al portafolio provino de los bonos soberanos, dados los rendimientos negativos (en US\$) obtenidos en la zona europea, ante el fortalecimiento que presentó el dólar durante el mes de análisis.

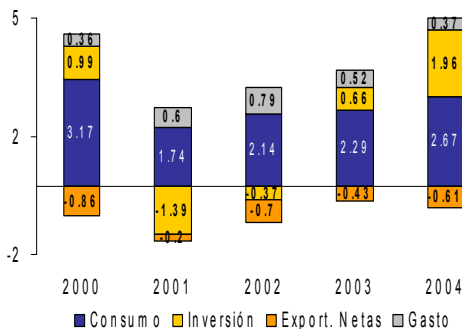
ESTADOS UNIDOS

**PBI y sus componentes
(var% YoY)**



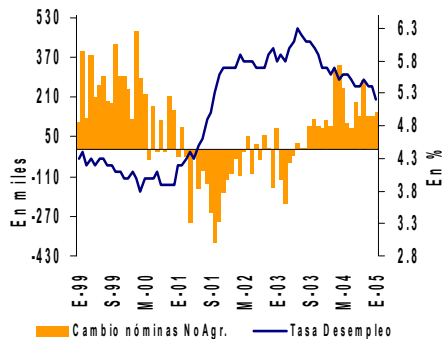
Fuente: Bloomberg

**Contribuciones al PBI
(var% YoY)**



Fuente: Oficina de Análisis Económico de EEUU

**Cambio en Nóminas
No Agrícolas y Desempleo
(en miles)**



Fuente: Bloomberg

EEUU alcanza crecimiento de 4.4% en el 2004

En el 4T04 la economía estadounidense se expandió a una tasa anualizada de 3.1% con respecto al trimestre anterior¹ (+3.7% YoY), resultado que se situó por debajo del crecimiento esperado por el consenso de mercado (3.5%) así como del registrado el trimestre anterior (4.0%), según los primeros estimados presentados por la Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos². Dicha desaceleración responde principalmente al resultado comercial, con unas exportaciones que cayeron en 3.9% (+4.1% YoY) y unas importaciones que se incrementaron en 9.1% (+9.2% YoY). De esta manera, en términos netos las importaciones redujeron en 1.7 puntos porcentuales el crecimiento del 4T, la mayor cifra desde el 2T98.

Por el contrario, los demás componentes del PBI continuaron con indicadores sólidos. Así, si bien el consumo registró una ligera desaceleración con respecto al trimestre anterior, pasando de 5.1% a 4.6%³ (+3.9% YoY), dicho resultado se situó por encima del promedio de los últimos 10 años (3.8%). Por su parte, la inversión privada doméstica registró una importante recuperación, pasando de un crecimiento de 2.4% a uno de 9.2% (+10.6%), el cual estuvo explicado básicamente por el cambio en inventarios privados. Finalmente, el gasto registró una ligera expansión, al pasar de un crecimiento de 0.7% en el 3T a uno de 0.9% en el 4T (+1.6% YoY), como resultado de un incremento en el gasto estatal y local.

De esta manera, el 2004 fue un año de importantes avances en el PBI y sus componentes. Así, la economía estadounidense registró un crecimiento de 4.4%, la mayor expansión desde el crecimiento de 4.5% de 1999, explicado principalmente por el consumo y la inversión. El primero registró un crecimiento de 3.8%, el mejor resultado desde el 2000, impulsado por las expansiones de 6.9% y 4.5% en el consumo de bienes durables y no durables, respectivamente. Por su parte, la inversión privada presentó el mejor resultado desde 1994, creciendo en 12.9%, expansión que estuvo generalizada en la mayoría de sus componentes⁴. Finalmente, los desequilibrios externos continuaron acentuándose, en un contexto donde si bien las exportaciones se expandieron en 8.1%, las importaciones lo hicieron en 9.8%, con lo cual en términos netos éstas últimas crecieron en 13.1%.

EEUU: Resultados del mercado laboral por debajo de lo esperado en enero

Durante el mes de enero el cambio en nóminas no agrícolas ascendió a 146 mil, por debajo del avance de 200 mil esperado por el consenso de mercado, según los resultados presentados por la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos. Al interior de dicha cifra, el sector de bienes registró 31 mil despidos, con un sector manufacturero presentando 25 mil despidos; mientras que el sector de servicios registró 177 mil contrataciones, donde destacan los rubros transporte (+54 mil), educación y salud (+35 mil) y servicios profesionales y de negocios (+25 mil). Asimismo, los resultados del año pasado fueron revisados a la baja, totalizando entre enero y diciembre 59 mil despidos. Pese a ello, las contrataciones en el 2004 ascendieron a 2.172 millones (la cifra previa era de 2.231 millones). Pese a que las contrataciones de enero estuvieron por debajo de lo esperado,

¹ Todas las tasas de crecimiento presentadas serán con respecto al trimestre anterior anualizadas, a menos que se indique lo contrario.

² Los estimados preliminares serán presentados el 25 de febrero mientras que los estimados finales a fines de marzo.

³ Durante el mes de diciembre el consumo real se incrementó en 0.9%, explicado casi en su totalidad por el avance de 4.3% en el consumo de bienes durables, mientras que el ingreso real se incrementó en 3.7%, impulsado por el pago de dividendos por parte de Microsoft. Excluyendo dicho factor el crecimiento durante dicho mes fue de 0.6%.

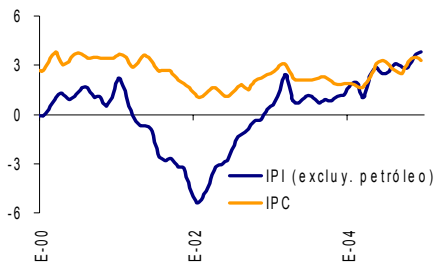
⁴ La inversión empresarial creció en 10.3% mientras que la residencial lo hizo en 9.5%.

Exportaciones, Importaciones y Balanza Comercial (en US\$ billones)

	2000	2001	2002	2003	2004
Exportaciones	1071	1007	976	1021	1146
var% YoY	10.8%	-6.0%	-3.1%	4.6%	12.3%
Importaciones	1449	1369	1398	1517	1764
var% YoY	17.9%	-5.5%	2.1%	8.5%	16.3%
Import/ Export	1.35	1.36	1.43	1.49	1.54
BC	-378	-363	-422	-497	-618
var% YoY	43.7%	-4.1%	16.3%	17.7%	24.4%

Fuente: Bloomberg

Índices de Precios a la Importación y al Consumidor (var% YoY)



Fuente: Bloomberg

las mismas permitieron a Bush evitar ser el primer presidente desde Herbert Hoover (1929- 1933) en registrar pérdidas de trabajos durante todo su mandato⁵.

Pese a dicho resultado en las nóminas no agrícolas, la tasa de desempleo registró un importante retroceso con respecto a diciembre, pasando de 5.4% a 5.2%. Dicho comportamiento responde, como hemos mencionado en reportes anteriores, a un retroceso en la Población Económicamente Activa (PEA), la cual cayó de 66% a 65.8%, en un contexto donde menos personas buscaron trabajos⁶.

EEUU: Balanza Comercial se contrae ligeramente en diciembre

De acuerdo con los resultados publicados por el Departamento de Comercio de los Estados Unidos, durante el mes de diciembre el déficit comercial de Estados Unidos registró un retroceso de US\$ 2.9 billones (-4.9%) con respecto al mes anterior, totalizando de esta manera un déficit de US\$ 56.4 billones⁷. En este contexto, las exportaciones registraron un incremento mensual de 3.2% (totalizando US\$ 100.2 billones), principalmente las de bienes de capital (se incrementaron US\$ 1.6 billones); mientras que las importaciones crecieron en 0.1% (US\$ 156.6 billones), ayudadas por un retroceso de US\$ 1.9 billones en las importaciones petroleras. Dados los anteriores resultados, durante el 2004 las exportaciones alcanzaron los US\$ 1146 billones, mientras que las importaciones totalizaron US\$ 1764, lo cual produjo un déficit comercial ascendente a US\$ 618, superior en US\$ 121 billones al resultado del 2003.

Por otro lado, durante la reunión del G7, celebrada los días 4 y 5 de febrero, el presidente de la Reserva Federal (Alan Greenspan), que ciertos "mecanismos de mercado" podrían ayudar a la corrección del déficit en cuenta corriente. En este sentido, Greenspan señaló que el incremento en los precios a la importación en EEUU no ha correspondido a la devaluación sufrida por el dólar durante los últimos años, dado que los exportadores a EEUU han optado por reducir sus márgenes, para compensar la devaluación del dólar, en lugar de incrementar sus precios y con ello perder cierta participación de mercado. Dicha situación podría cambiar en un futuro, señaló Greenspan, dado que los mismos no estarían dispuestos a seguir reduciendo sus márgenes de ganancia⁸. En los siguientes párrafos analizaremos qué tan factible es la corrección del mismo así como las perspectivas que el mercado tiene acerca de la evolución del dólar.

Durante los 3 últimos años el dólar ha venido devaluándose de manera importante frente a las principales monedas del mundo, pero ello no se ha reflejado en el comportamiento del déficit en cuenta corriente, el cual ha seguido incrementándose (pasando de 3.9% del PBI en el 2T02 a 5.1% en el 3T04). Durante dicho periodo las importaciones han crecido a un ritmo mayor que las exportaciones (llegando a ser 1.54 veces mayor en el 2004). Lo situación anterior implica que una reducción del déficit requiere que las exportaciones aumenten en 1.5 veces las importaciones. Sin embargo, **¿qué tan probable es que ello ocurra?**

Por el lado importador, como lo mencionó Greenspan en la última reunión del G7, es claro que la importante devaluación del dólar durante los últimos 3 años no se ha trasladado completamente a los precios de las importación de EEUU, debido principalmente a: i) el limitado ajuste del dólar con respecto a las monedas asiáticas, ii) el limitado poder de los productos, los cuales optaron por reducir sus márgenes de ganancia con el propósito de no perder participación de mercado. Sin embargo, ello ha venido cambiando últimamente

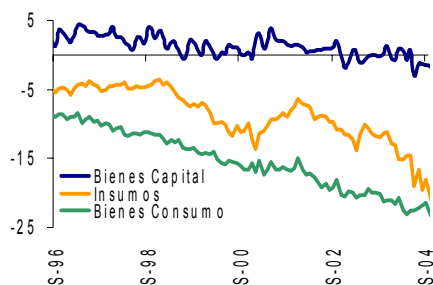
⁵ Durante los 4 años de gobierno de Bush se registraron 119 mil contrataciones.

⁶ Sin embargo, es importante mencionar que ambos resultados provienen de diferentes encuestas y muestras. Así, los cambios en nóminas provienen de una encuesta mensual a cerca de 400 mil establecimientos. Por el contrario, la encuesta de desempleo se realiza a 60 mil hogares y, a diferencia de la encuesta anterior, incluye a personas auto empleadas, trabajos familiares, empleados del hogar y trabajadores del sector agrícola.

⁷ Sin embargo, el mismo sigue siendo el segundo mayor desequilibrio histórico.

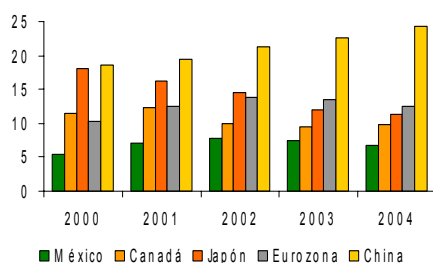
⁸ Si bien gran parte de las mismas se pudieron haber compensando en parte mediante compras a futuro (forwards) de monedas, dicho mecanismo no es sostenible en el mediano y largo plazo, dado que la renovación de los mismos se hace cada vez más cara.

Balanza Comercial de Bienes por componentes (Bono a 10 años)



Fuente: Bloomberg

Participación de Principales Socios Comerciales (como % del DC total)



Fuente: Bloomberg

Y se espera que dicho comportamiento continúe durante los próximos meses. Sin embargo, un factor muy importante a considerar respecto a las importaciones de EEUU es que éstas se encuentran concentradas mayormente en insumos industriales (28% del total en el 2004), principalmente petróleo y derivados; y bienes de consumo (25% del total en el 2004), el primero de los cuales tiene un alto componente inelástico, por lo que una mayor devaluación no disminuiría significativamente su consumo.

Por el lado exportador, EEUU se ha caracterizado por producir bienes de capital con alto valor agregado (tecnología), situación que ya está cambiando (presenta déficit en esa categoría). En este sentido, nuevas innovaciones tecnológicas son necesarias para revertir el mayor incremento de las importaciones en este rubro. El segundo rubro exportador más importante lo constituyen los insumos industriales, sin embargo es poco probable que se revierta la tendencia deficitaria en esta categoría dado el alto costo y calificación de la mano de obra en ese país así como la cada vez mayor dependencia de EEUU en las importaciones petroleras.

Un factor adicional a considerar al respecto es que el crecimiento del mundo ha estado estrechamente relacionado con la ampliación del déficit en cuenta corriente de EEUU (correlación 0.63 desde 1980). A su vez, el crecimiento de las exportaciones de EEUU depende también del crecimiento mundial (correlación 0.58 desde 1980). Sin embargo, en los últimos 2 años EEUU ha venido creciendo por encima de sus principales socios comerciales, lo cual ha originado que sus importaciones se incrementen a un mayor ritmo que sus exportaciones, influyendo en la ampliación de los desequilibrios comerciales. Dicha situación se mantendría durante los próximos años, dadas las mayores perspectivas de crecimiento de EEUU, lo cual dificultaría un crecimiento significativo de las exportaciones.

Por otro lado, el grado de intervención en el mercado cambiario, principalmente asiático, es otro factor decisivo en la corrección del desequilibrio comercial que presenta EEUU. En este sentido, China ha ido adquiriendo durante los últimos años una mayor participación en el déficit comercial (DC) con EEUU, por lo que un ajuste en el desequilibrio comercial de EEUU implica una reducción del déficit con las economías asiáticas. Sin embargo, estos mercados (China y en menor grado Japón) tienen un alto comportamiento intervencionista por parte de sus autoridades, acumulando con ello reservas internacionales. Sin embargo, Japón no ha intervenido en el mercado cambiario desde marzo del 2004, lo cual es un factor que presionaría a la apreciación del yen. El caso de China es más complicado ya que si bien se ha especulado mucho respecto al relajamiento de su esquema cambiario durante los últimos meses, no hay ninguna acción concreta al respecto por parte de las autoridades de dicho país.

La conclusión del análisis anterior es que si bien una devaluación del dólar ayudará en la reversión del déficit, dadas las estructuras de las importaciones y exportaciones de EEUU, dicho proceso será de manera gradual. Ello ha sido interiorizado por los mercados, quienes esperan que el dólar retome su tendencia devaluatoria hacia finales de año, con excepción de la libra, lo cual da sustento a continuar manteniendo una posición de un ligero Overweight en posiciones en euros. Así, el consenso de mercado⁹ espera que para fines de año el dólar se sitúe en 1.3314 US\$/EUR, 1.8692 US\$/£ y 98.73 US\$/¥.

⁹ Dicho consenso comprende 50 pronósticos y es publicado mensualmente por Reuters.

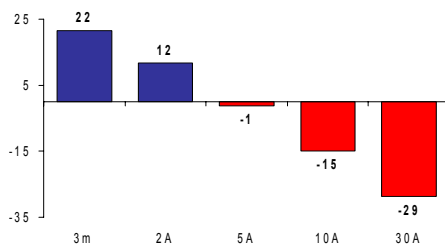
ACCIONES Y BONOS SOBERANOS

Acciones y Bonos Soberanos

El mes anterior optamos por adoptar una posición defensiva en los plazos medianos y largos en EEUU ante las expectativas de un incremento en las tasas de interés. Sin embargo ello no ocurrió, sino por el contrario las tasas continuaron cayendo durante el mes de análisis, lo cual hizo que rindiéramos menos con respecto al benchmark. Asimismo, el dólar registró un importante fortalecimiento, lo cual acentuó dicha diferencia. Por el contrario, optamos por posicionarnos de manera agresiva en los plazos cortos de la curva europea, dada las menores perspectivas de incremento de las tasas en dicha región. Ello nos hubiera permitido además generar mayores rendimientos provenientes de la moneda, lo cual finalmente no ocurrió.

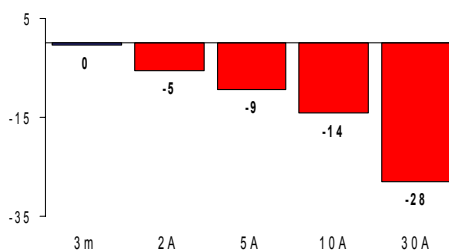
Nuestro razonamiento fue correcto, ya que las tasas en los tramos cortos efectivamente retrocedieron¹, lo cual permitió que los bonos soberanos europeos rindieran más que los americanos (cada uno en su moneda respectiva), como puede verse en el gráfico a continuación.

Tasas Americanas
(en pbs, 12/01 – 11/02)



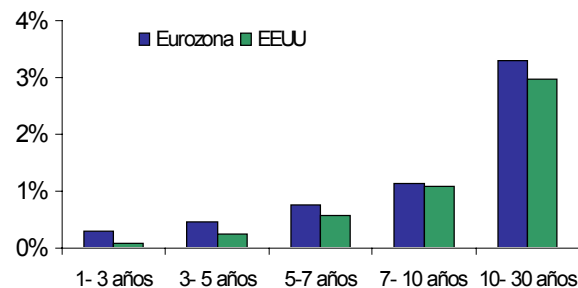
Fuente: Bloomberg

Tasas Eurozona
(en pbs, 12/01 – 11/02)



Fuente: Bloomberg

Rendimientos en la Eurozona y en EEUU
(en % de c/moneda)



Fuente: Bloomberg

Sin embargo, el fortalecimiento no esperado del dólar durante el mes de análisis originó que al expresar el rendimiento de los bonos soberanos en la Eurozona en dólares, el mismo fuera significativamente negativo en los plazos cortos, donde habíamos optado por posicionarnos por encima del benchmark.

A pesar de ello, creemos que el fortalecimiento que ha presentado el dólar durante el mes anterior no es sostenible², motivo por el cual continuamos manteniendo una posición Overweight en los bonos soberanos de la Eurozona, principalmente en los plazos cortos³. Por el contrario, tal y como se puede deducir del discurso que brindó Greenspan frente al senado de EEUU el día miércoles 16 de febrero, las perspectivas de tasas al alza se mantienen en dicho país, especialmente corto plazo. Por dicho motivo, continuamos con una posición **defensiva** en toda la curva de bonos soberanos de EEUU.

¹ Ver Gráfica de Tasas Europeas

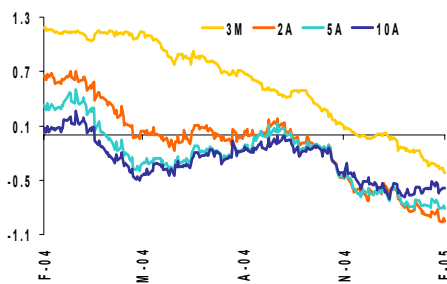
² Dada la gradual mejora en el desequilibrio externo de EEUU. Para mayor información leer página 3.

³ Mantenemos la posición en plazos cortos como política de control de duración del portafolio.

ACCIONES Y BONOS SOBERANOS

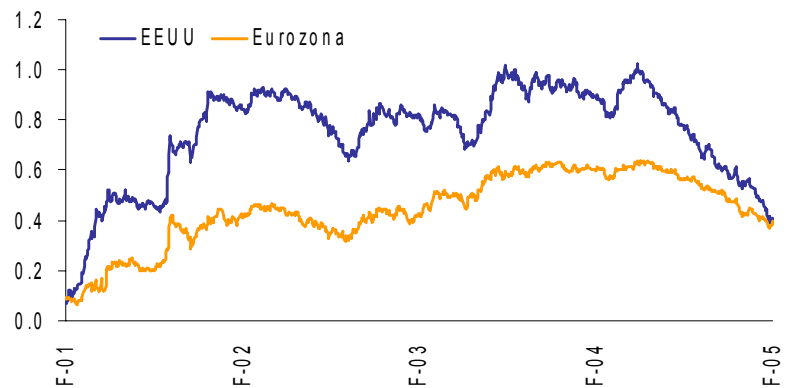
Como hemos señalado en reportes anteriores, la pendiente de la curva americana ha venido cayendo desde mayo del año pasado, comportamiento que continuaría durante el presente año. Entonces, ello podría llevar a cuestionar el posicionamiento que estamos adoptando en la curva americana. Así, si la pendiente viene cayendo, ello quiere decir que relativamente los plazos largos presentan mayor valor que los plazos cortos. Sin embargo, la decisión final depende de la exposición al riesgo que cada inversionista pretenda tomar. En este sentido, en el portafolio hemos optado por presentar una posición **defensiva** reduciendo la duración de los bonos soberanos, dado que una ampliación de la misma le incorporaría mayor volatilidad al portafolio⁴.

Diferencial de Tasas EEUU- Eurozona



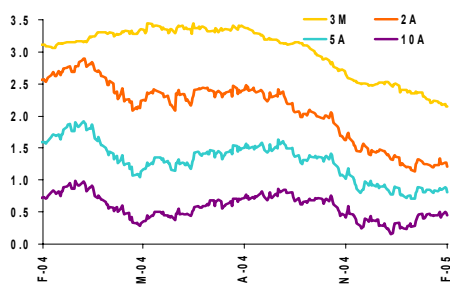
Fuente : Análisis BCP

Pendientes en la Eurozona y en EEUU



Fuente: Bloomberg, Elaboración: Servicio de Análisis-BCP

Diferencial de Tasas Inglaterra- EEUU

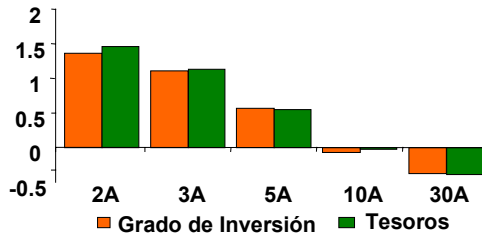


Fuente : Análisis BCP

⁴ Dado que los plazos más largos tienen usualmente una mayor duración, un cambio súbito en las perspectivas de comportamiento de las tasas podría ocasionar significativas pérdidas al portafolio.

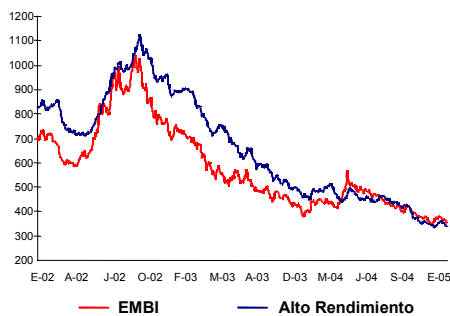
DEUDA DE GRADO DE INVERSIÓN Y DE ALTO RENDIMIENTO

Variación de Tasas en Pbs



Fuente : Bloomberg

EMBI+ vs Spread Alto Rendimiento



Fuente : Análisis BCP

Deuda de Grado de Inversión y de Alto Rendimiento

Las perspectivas para la deuda de grado de inversión están sujetas principalmente a la perspectiva de la deuda soberana¹. Si estamos esperando que la pendiente de la curva americana se reduzca², se debería esperar que la pendiente de la deuda de grado de inversión se reduzca también. Bajo ese criterio podría surgir la pregunta de porque no tomamos posiciones en la parte larga de la curva ya que las tasas están bajando. ¿Vale la pena tomar el riesgo de la parte larga con la consiguiente volatilidad y conseguir con ello un retorno marginalmente mayor? La respuesta es muy simple y tiene que ver con el perfil de riesgo del inversionista.

Bajo nuestra perspectiva no vale la pena alargar tanto la duración de la cartera e imprimirle mucho más volatilidad al portafolio con el afán de lograr cierta rentabilidad marginal.

Pendiente Curva del Tesoro vs Pendiente de la Curva de Grado de Inversión Americana



Fuente : Análisis BCP

Dadas las proyecciones al alza de las tasas de interés y la relación directa que posee la deuda de grado de inversión con las tasas de interés americanas, creemos que la deuda de grado de inversión no posee tanto atractivo como la deuda de alto rendimiento en el 2005. El sustento principal para la deuda de alto rendimiento es el nivel de ganancias corporativas de las empresas. A pesar de que se espera que el nivel de ganancias corporativas se reduzca en el 2005 con respecto al 2004 no se espera un colapso en las ganancias ni nada parecido lo que mantendría a los spreads en los niveles actuales. El atractivo principal de la deuda de alto rendimiento no es el spread o la contracción del mismo, sino más bien, la estabilidad del mismo como lo hemos mencionado. Si a esta estabilidad le agregamos los cupones altos de estos bonos tenemos un rendimiento corriente bastante atractivo.

Estimado de ganancias Corporativas S&P 500 4T04 – 1T05

Sector S&P 500	Var. % YoY en estimados 4T04 ⁽¹⁾	Var. YoY % en estimados 1T05	Sector S&P 500	Var. YoY % en estimados 4T04 ⁽¹⁾	Var. YoY % en estimados 1T05
Energía	14.7%	2.7%	Telecom	2.7%	0.7%
B. Consumo Menos Cíclico	0.9%	-8.0%	Industrial	-0.5%	-2.2%
Tecnológico	4.9%	-1.0%	Salud	1.4%	-0.1%
Materiales	6.7%	3.4%	Financiero	0.4%	-0.3%
B. Consumo Más Cíclicos	1.5%	-0.8%	Servicios Públicos	-2.0%	-0.1%
Sectores Más Cíclicos	5.2%	-1.5%	Sectores Menos Cíclicos	1.1%	-0.4%

¹ Variación con respecto al 4T 2003. Resultados reales y una parte de los estimados.

Fuente : JP Morgan.

¹ Ver Gráfico de las pendientes de las curvas.

² Ver página referida a la pendiente de la curva americana en la sección de bonos soberanos.

MERCADOS EMERGENTES – AMERICA LATINA

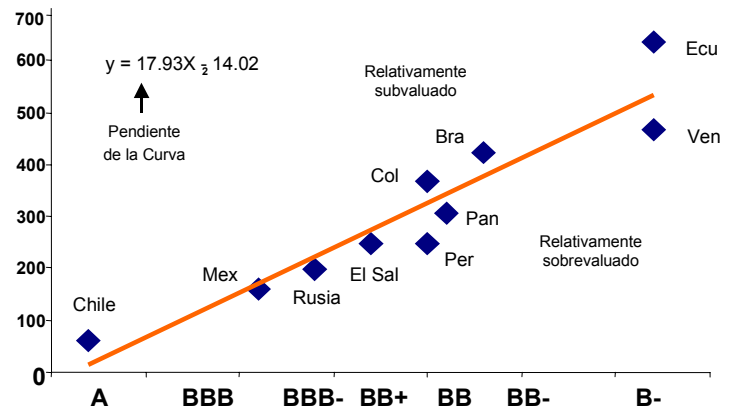
Movimientos de Ratings Crediticios en América Latina

Fecha	Pais	Rating	Acción	Agencia
Upgrades				
06-Ene-05	México	Baa1	Upgrade, estable	Moody's
12-Ene-05	Brasil	B1	Outlook a +	Moody's
24-Ene-05	Ecuador	B-	Upgrade, estable	S&P
31-Ene-05	Rusia	BBB-	Upgrade, estable	S&P
31-Ene-05	México	BBB	Upgrade, estable	S&P
Downgrades				
18-Ene-05	Venezuela	SD	Downgrade, estable	S&P
01-Feb-05	República Dominicana	SD	Downgrade	S&P

Fuente : Bloomberg

Hemos querido retomar en esta oportunidad el análisis de valuación relativa de los créditos latinoamericanos. El análisis que se plantea a continuación nos permite desarrollar un concepto de valuación relativa entre los créditos de la región latinoamericana y que es lo que ha sucedido después de los “upgrades” en la región. Para poder realizar esta tarea analizamos la pendiente de la curva relativa de riesgos en Latinoamérica¹. Esta pendiente significa que entre el “outlook positivo” y el “outlook estable” existen 17.93 pbs; es decir, que la curva relativa valoriza a cada riesgo en un cierto nivel, y que la diferencia entre cada categoría de riesgo es de 51.84 pbs² y específicamente entre cada nivel de outlook (negativo, estable y positivo) dentro de cada categoría es de 17.93 pbs.³

Gráfico # 01



Fuente : Análisis BCP

La gráfica anterior nos proporciona una medida relativa de valuación entre los créditos de la región latinoamericana. Esta curva representa la relación teórica entre el nivel de riesgo crediticio y la actual cotización en el mercado. Todos los créditos que aparezcan por encima de la curva tienen valor relativo inferior a lo que correspondería a su calificación crediticia y los que están por debajo no tienen valor relativo inferior a lo que corresponde a su calificación crediticia. Hay que especificar que esta curva representa una foto en el tiempo; es decir, esta hecha con las cotizaciones del día 03 de febrero. Analizamos esta relación pero en una perspectiva histórica; midiendo la diferencia que ha habido históricamente entre la cotización de mercado de cada crédito con respecto a la curva teórica, con el simple objetivo de modelar el comportamiento de esa diferencia en el tiempo y poder observar movimientos bruscos en la percepción de riesgo de cada país.

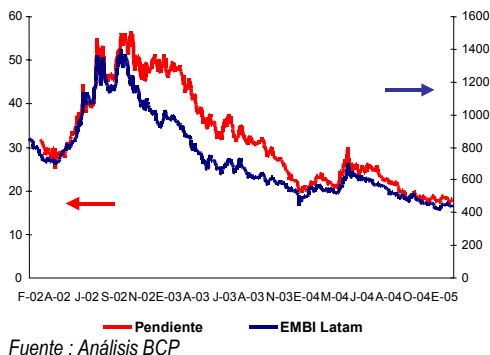
¹ Ver Gráfica 01

² Corresponde a los tres outlooks que constituye cada crédito (negativo, estable y positivo).

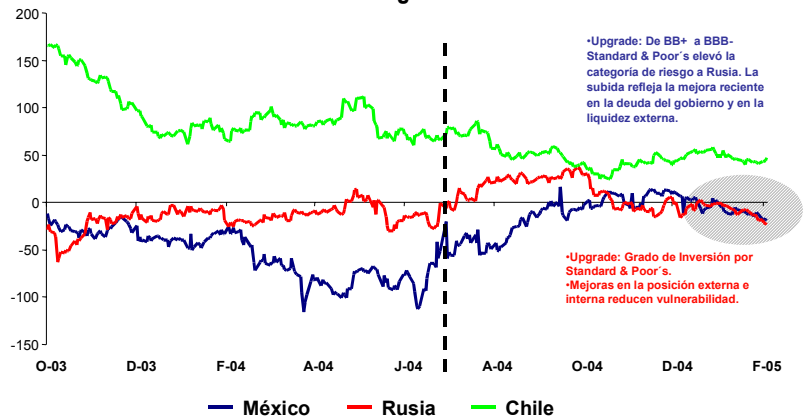
³ En esta oportunidad hemos incluido los créditos de México, Brasil, Colombia, Perú, Panamá, El Salvador y finalmente Rusia ya que queríamos verificar que sucedió en términos relativos con Rusia después del upgrade y compararlo con México para comprobar que existe cierta convergencia entre ambos créditos.

Agrupando los créditos en tres grandes categorías⁴ y graficando la diferencia de la cotización de mercado con respecto a la curva teórica en un contexto temporal observamos que en la Categoría I, México y Rusia lograron una convergencia en su valuación después de los *upgrades* realizados por las agencias crediticias en el mes de enero. Chile aparece con un bajo valor de su deuda para sus excelentes indicadores crediticios; lo que se explica por la reducida liquidez en los papeles de deuda chilenos, lo que implica el cobro de una prima por liquidez para los papeles chilenos y afecta su valor relativo frente a otros países con grado de inversión.

Spread EMBI vs
Pendiente de la curva Teórica



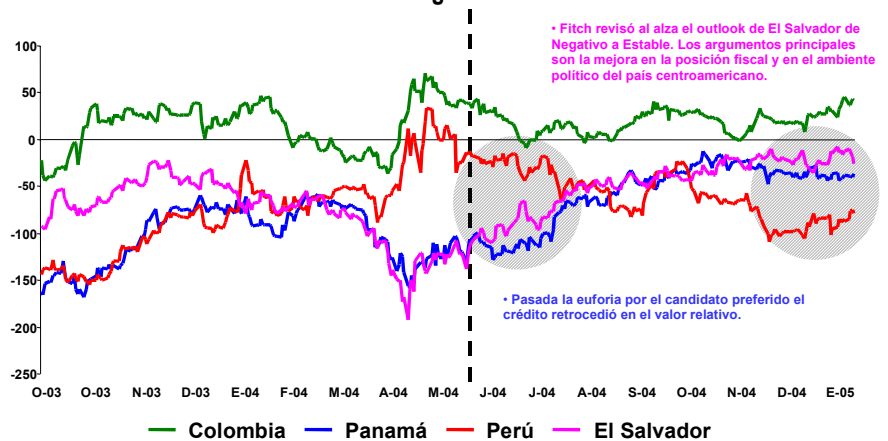
Categoría I



Fuente : Análisis BCP

Al analizar los créditos intermedios como Perú, Panamá y Colombia, lo que se ha podido observar es que Perú se ha venido destacando en valor relativo de créditos similares. Esta situación podría indicar que el crédito está caro en relación a otros países con la misma calificación crediticia. Colombia aparece con menor valor relativo y Panamá aparece ligeramente sobrevalorado⁵. Es importante mencionar que Panamá ha venido perdiendo la sobrevaloración que mostraba hace meses.

Categoría II

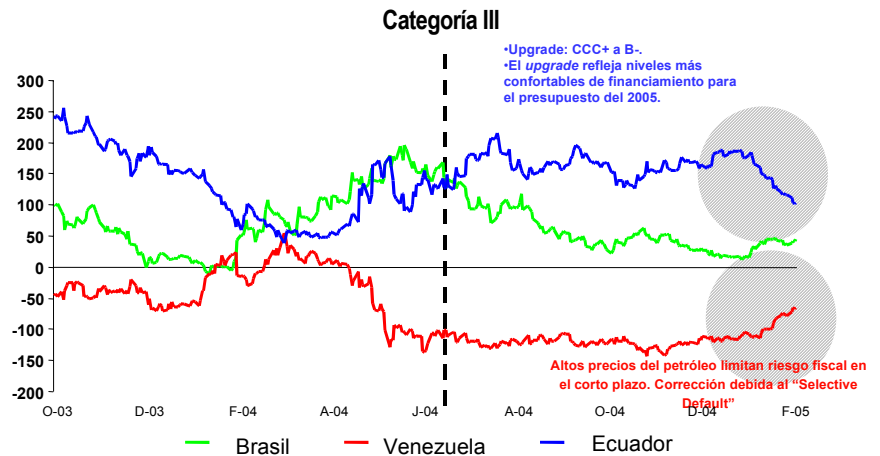


Fuente : Análisis BCP

⁴ Las tres categorías involucran : Categoría I que incluye Chile, México y Rusia, Categoría II que incluye Panamá, Perú y Colombia y Categoría III que incluye créditos de mayor riesgo tales como Brasil, Venezuela y Ecuador.

⁵ El mercado "premio" la deuda panameña (reduciéndose el spread de la misma) desde principios del 2004 debido a la buena perspectiva que se le daba al próximo gobierno del presidente Torrijos quien ganó las elecciones a mediados del año pasado.

Finalmente, agrupando los créditos de mayor riesgo como Brasil, Venezuela y Ecuador, se puede observar claramente como Ecuador ha venido disminuyendo la "subvaluación" que tenía después del *upgrade* que le dio Standard & Poor's. Asimismo, Venezuela ha perdido bastante de la sobrevaloración generada por los precios del petróleo. Este comportamiento se sustenta en el cambio de calificación crediticia a SD⁶ por parte de Standard & Poor's que si bien es cierto parte de un problema operativo hay que esperar que se resuelva y que la agencia le vuelva a dar la calificación de B⁷. Finalmente, Brasil aparece con cierto valor relativo pero casi valuado.



Fuente : Análisis BCP

En nuestro portafolio tomamos una posición *Overweight* en Brasil y mantenemos posiciones *Neutrales* en México.

⁶ SD. Selective Default

⁷ Se espera que Estándar & Poor's mejore la calidad crediticia a B a Venezuela en el primer semestre de este año.

ADMINISTRACIÓN DEL PORTAFOLIO

Administración del Portafolio

El mes pasado¹ el portafolio tuvo un rendimiento absoluto de +1.39%. Las principales contribuciones provinieron de los bonos soberanos de mercados emergentes (especialmente México) y las acciones y bonos de EEUU (alto rendimiento). Por el contrario, la contribución negativa al portafolio provino de los bonos soberanos, dados los rendimientos negativos (en US\$) obtenidos en la zona europea, ante el fortalecimiento que presentó el dólar durante el último mes.

Resultados del Portafolio

Activo	Benchmark	Ene 05– Feb 05	Var. % Bench	Var. % Recom	% Diferencia
Acciones	15%	17%	0.46%	0.50%	0.04%
Bonos Soberanos	16%	16%	-0.04%	-0.13%	-0.09%
Bonos EEUU	30%	30%	0.20%	0.24%	0.04%
Commodities	6%	6%	0.13%	0.08%	-0.05%
Bonos Perú	8%	8%	0.13%	0.13%	0.00%
Bonos Brazil	7%	7%	0.20%	0.20%	0.00%
Bonos Mexico	15%	15%	0.37%	0.37%	0.00%
Cash	3%	1%	0.00%	0.00%	0.00%
Totales	100%	100%	1.45%	1.39%	-0.06%

Fuente : Análisis BCP

La rentabilidad del portafolio en el mes pasado fue inferior a la del benchmark ya que tomamos una posición defensiva ante el esperado incremento de las tasas de interés de largo plazo en EEUU. Sin embargo, ello no sucedió y por el contrario las tasas continuaron cayendo durante el mes de análisis. Por el contrario, nos posicionamos más agresivos en los plazos cortos en la Eurozona, sin embargo, el retroceso del euro frente al dólar nos hizo perder frente al benchmark. En el rubro de commodities también rendimos menos que el benchmark dado que nos posicionamos defensivamente en el rubro de energía, el cual terminó presentando un importante rendimiento de 4.85%. El balance final fue de una pérdida frente al benchmark de 0.06%.

Contribución a la Rentabilidad del Portafolio por Tipo de Activo

Activo	Retorno	%
Acciones	0.50%	36.2%
Bonos Soberanos	-0.13%	-9.2%
Bonos EEUU	0.24%	17.6%
Commodities	0.08%	5.5%
Bonos Perú	0.13%	9.0%
Bonos Brazil	0.20%	14.4%
Bonos México	0.37%	26.6%
Cash	0.00%	0.00%
Total	1.39%	100%

Fuente : Análisis BCP

¹ Portafolio evaluado desde el 12 de enero al 11 de febrero.

RECOMENDACIONES GENERALES

Recomendaciones Generales

Para los próximos treinta días vamos a tomar una posición *Overweight* en el mercado accionario de EEUU y Perú así como en *commodities*, específicamente en metales preciosos y en los bonos de Brasil. Por el contrario, nos posicionaremos defensivamente en los bonos soberanos y de grado de inversión americanos, ante un posible incremento en las tasas y un debilitamiento del dólar. Finalmente tomamos una posición *Overweight* en el mercado de bonos de alto rendimiento de EEUU.

Recomendaciones Generales

Activos	Benchmark	Portafolio Recomendado	Recomendación
Acciones	15%	16%	Overweight
Bonos Soberanos	16%	14%	Underweight
Bonos en Dólares en EEUU	30%	30%	Neutral
Commodities	6%	7%	Overweight
Bonos Peru	8%	8%	Neutral
Bonos Brasil	7%	9%	Overweight
Bonos Mexico	15%	15%	Neutral
Cash	3%	1%	Underweight
Total	100%	100%	

GERENTE DE DIVISION	Javier Maggiolo	(511) 313 2456
JEFE DE ANÁLISIS	Claudia Cooper	Anx. 3051
ASSET ALLOCATION Y MERCADOS	Andrés Agramonte	Anx. 3059
MACROECONOMIA INTERNACIONAL	Luis Edwards	Anx. 3053

Este reporte se ha preparado únicamente con fines informativos, utilizando información públicamente disponible, y no pretende ser completo. Aún cuando se han realizado todos los esfuerzos necesarios para asegurar la confiabilidad del contenido, el Banco de Crédito y sus Subsidiarias no se responsabilizan por ningún error o inexactitud que pudiera presentarse en este informe. Bajo ninguna circunstancia puede ser considerado este informe como una oferta de venta o una solicitud de una oferta de compra o venta de cualquier valor.

Anexo 01
Nuestras Recomendaciones

Activo	Posición Recomendada	Benchmark	Variación *	Recomendación
Acciones	16.00%	15.00%	1.00%	Overweight
Acciones EEUU	12.00%	11.00%	1.00%	Overweight
Acciones Peru	3.00%	2.00%	0.00%	Overweight
Acciones Brasil	1.00%	2.00%	0.00%	Underweight
Bonos Soberanos	14.00%	16.00%	-2.00%	Underweight
1-3 Treasuries	1.00%	2.00%	0.00%	Underweight
3-5 Treasuries	1.00%	2.00%	0.00%	Underweight
7-10 Treasuries	1.00%	2.00%	0.00%	Underweight
10 + Treasuries	1.00%	2.00%	0.00%	Underweight
1-3 Eurozone	3.00%	2.00%	0.00%	Overweight
3-5 Eurozone	3.00%	2.00%	0.00%	Overweight
7-10 Eurozone	2.00%	2.00%	0.00%	Neutral
10 + Eurozone	2.00%	2.00%	0.00%	Neutral
Bonos EEUU	30.00%	30.00%	0.00%	Neutral
Deuda Grado de Inversión EEUU	15.00%	20.00%	0.00%	Underweight
Alto Rendimiento EEUU	15.00%	10.00%	0.00%	Overweight
Commodities	7.00%	6.00%	0.00%	Overweight
Energy	2.00%	2.00%	0.00%	Neutral
Base Metals	2.00%	2.00%	0.00%	Neutral
Precios Metals	3.00%	2.00%	0.00%	Overweight
Bonos Perú	8.00%	8.00%	0.00%	Neutral
Bonos Brazil	9.00%	7.00%	0.00%	Overweight
Bonos Mexico	15.00%	15.00%	0.00%	Neutral
Cash	3.00%	1.00%	0.00%	Underweight
Totales	100.00%	100.00%		

* Variaciones con respecto al benchmark o índice de referencia.

Invertir en acciones, bonos de distinto tipo implica tomar riesgos con la posible pérdida de capital. El Banco de Crédito del Perú no asume responsabilidad alguna por las pérdidas / ganancias asociadas a invertir en valores de este tipo.

Anexo 02 Resumen de Estimados Principales

Activo	Cierre	Esperado	Var. Esp.	Activo	Cierre	Esperado	Var. Esp.
Acciones				Bonos USD y Cash			
EEUU S&P	1205.30	1271	5.45%	Grado de Inversión EEUU	-	-	-
Lima General	6480.22	7300	12.65%	Alto Rendimiento EEUU	-	-	-
Bovespa	26670.52	25000	-6.26%	EMBI Peru	238	280	42
				EMBI Brasil	404	480	76
				EMBI Mexico	157	188	31
Bonos Soberanos				EMBI+	355	431	76
EEUU 2 Y	3.33%	4.60%	127	Treasury 60 días	2.11%	3.50%	139
EEUU 3 Y	3.48%	4.68%	120				
EEUU 5 Y	3.69%	4.75%	106	Monedas			
EEUU 10 Y	4.09%	4.95%	86	US\$ / Euro	1.287	1.35	4.90%
Euro 2 Y	2.38%	3.21%	83	US\$ / Libra	1.869	1.87	0.05%
Euro 3 Y	2.87%	3.50%	63	Real Brasileiro	2.6045	2.82	8.27%
Euro 5Y	3.46%	3.75%	29	Sol Peruano	3.2585	3.27	0.35%
Euro 10Y	3.90%	4.22%	32	Yen	105.71	99.57	-5.81%

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. Invertir en acciones, bonos, commodities implica riesgo y la posible pérdida del capital invertido. El Banco de Crédito del Perú no asume responsabilidad alguna por las pérdidas / ganancias asociadas a invertir en valores de este tipo. Las fuentes usadas para las estimaciones / esperados se detallan a continuación : S&P 500 (Bloomberg, Consensus de Bancos de Inversión, Reuters Polls), Bolsa de Valores de Lima (Banco de Crédito del Perú), Bolsa de Brasil (Consensus de Mercado), Tasas de las curvas soberanas americana y europea (Promedio de los siguientes bancos de Inversión, JP Morgan, Bear Sterns, Goldman Sachs, Banco de Crédito del Perú), Monedas (Reuters Consensus), EMBI e Investment Grade y High Yield Americano (JP Morgan). Treasury 60 días (Tasa del futuro a 60 días sobre la base de la tasa de la FED). Commodities (Reuters Consensus). Las variaciones son expresadas en puntos básicos y en rendimientos absolutos, dependiendo del activo en cuestión.

Anexo 03 Recomendaciones y Exposiciones por Moneda

Moneda	Benchmark	Portafolio	Diferencia	Recomendación
Dólar Americano	88%	86%	-2%	Underweight
Euro	8%	10%	+2%	Overweight
Sol Peruano	2%	3%	+1%	Overweight
Real Brasileiro	2%	1%	-1%	Underweight
Total	100%	100%	0%	

Fuente : Análisis BCP. Exposición a las diferentes monedas de las posiciones invertidas en el portafolio.

Anexo 04 Calidad Crediticia del Portafolio

Activo	Benchmark	Portafolio	%
Grado de Inversión	54%	45%	-9%
No Grado de Inversión	25%	32%	7%
Commodities	6%	7%	1%
Acciones	15%	16%	1%
Total	100%	100%	0%

Fuente : Análisis BCP