

# INFORME TENDENCIAS DEL MERCADO DEL COBRE

Actualización Primer Semestre de 2010



## El precio del cobre se mantuvo en altos niveles, pero con mayor variabilidad

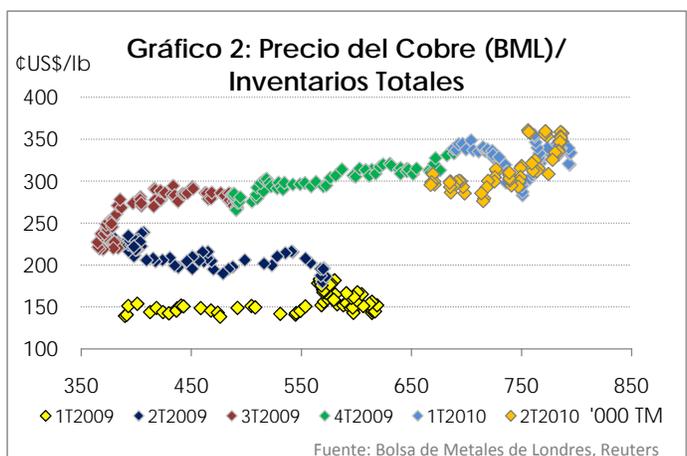
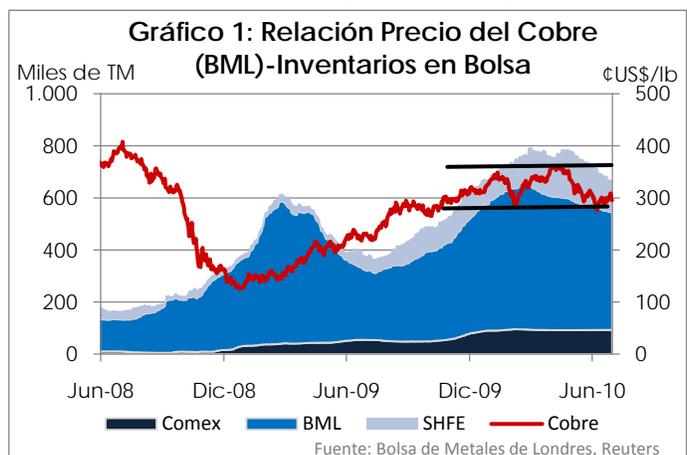
Una mirada global de la evolución del mercado del cobre a lo largo de la primera mitad del año, da cuenta de un comportamiento del precio en cierta medida desvinculado de sus fundamentos físicos, incorporando en su evolución elementos económicos generales.

El promedio de la cotización del cobre durante el primer semestre alcanzó 323,417 ¢/lb en la Bolsa de Metales de Londres (BML), registrando importantes avances frente a igual lapso del 2009 (+76,2%) y del semestre previo (+14,3%). Este incremento en el promedio del período, como también en los valores diarios, muestra que el efecto de la crisis iniciada el segundo semestre del 2008 quedó atrás.

Sin perjuicio de lo anterior, no es posible observar una clara tendencia del precio en la primera mitad del año (Gráfico 1), constatándose más bien que se ha estabilizado en altos niveles, pero con una mayor volatilidad respecto al segundo semestre del 2009, variando entre 276 y 360 ¢/lb (desviación estándar de 21,7 ¢/lb). Este comportamiento se desprende de distintos factores, tanto del contexto económico y financiero, como de fundamentos físicos, destacando tres periodos en la evolución de la cotización.

El primero de ellos parte al término de enero, cuando el valor del cobre se corrige a la baja, inducido principalmente por las políticas que comenzó a implementar China para enfriar su economía.

En el segundo lapso, el impulso retorna al mercado, sostenido por mejores perspectivas de la velocidad en la recuperación global, aunque no estando exenta de inestabilidades, que cobran mayor protagonismo a inicios de abril y que se prolongan por el resto del semestre, al adquirir la "Crisis Griega" una dimensión regional, impactando las expectativas y estabilidad de los mercados financieros. Esto hizo que la moneda comunitaria perdiera valor respecto al dólar, presionando a los metales base, como también aumentando la aversión al riesgo de los agentes, situación que explica la mayor



volatilidad en los mercados.

El tercer período se inicia a fines de junio, cuando la cotización repunta levemente, ya que a pesar del entorno macroeconómico, la industria del cobre se sustenta en sólidos fundamentos físicos, y que se manifiestan en una progresiva baja de los inventarios en bolsa durante el 2<sup>do</sup> trimestre del año.

La alta influencia de los elementos económicos-financieros y de las expectativas futuras, se constata en la correlación positiva entre el precio del cobre y el nivel de inventarios (Gráfico 2), situación diametralmente opuesta a la relación inversa entre estas dos variables que diría la teoría, y que en la práctica ha sido históricamente más frecuente encontrar.

### Cotización fue apoyada por la baja de inventarios en bolsas de metales, principalmente en Asia

Al finalizar la primera mitad del año, el nivel total de inventarios en bolsas de metales disminuyó en 20 miles de TM respecto del cierre del 2009, totalizando 668 miles de TM (ver tabla 1), volumen similar al de mediados de diciembre del año 2009.

La disminución en los inventarios sólo se ha producido en la BML (-51 miles de TM), ya que han ocurrido alzas tanto en la SHFE (+28 miles de TM) como COMEX (+3 miles de TM). En la SHFE se alcanzó un máximo de 189 miles de TM en abril pasado, el mayor monto de existencias de los cuales se tenga registro en dicha bolsa, para disminuir a 124 miles de TM a fines del semestre. El alza en la SHFE, hasta abril, se debió al elevado nivel de importaciones de cobre a ese país, como también por el alto nivel de existencias que se mantendrían en los almacenes francos; la posterior declinación en los inventarios se basaría en la vigorosa tendencia que estaría mostrando la demanda aparente.

**Tabla 1: Inventarios de Cobre en Bolsas de Metales**

	2S 2009	1S 2010	Var. 2S 2009 - 1S 2010		Var. 1S 2009/2010	
	'000 TM		'000 TM	%	'000 TM	%
BML	502	451	-51	-10%	185	70%
COMEX	90	93	3	3%	38	70%
SHFE (1)	95	124	28	30%	68	121%
<b>Total</b>	<b>687</b>	<b>668</b>	<b>-20</b>	<b>-3%</b>	<b>291</b>	<b>77%</b>

Fuente: Cochilco sobre la base de información de las bolsas de metales.

Nota: Inventarios al final de cada período, cifras redondeadas.

(1) En el caso de Shanghai Futures Exchange (SHFE) corresponde al último jueves del período.

Las variaciones por ubicación geográfica de las tres bolsas de metales en conjunto, muestran que las salidas se concentraron en Asia (-24 miles de TM) y Europa (-22 miles de TM), en tanto que EE.UU. registró ingresos por 26 miles de TM. Dichas tendencias, dan indicios de la evolución en la demanda regional de cobre, mostrando que la mayor actividad estaría ocurriendo en las dos primeras regiones: Asia impulsada por el mayor dinamismo de China, y Europa respondiendo al repunte del sector manufacturero y a la evolución del ciclo de inventarios, el cual ha sido un importante, aunque decreciente, conductor del crecimiento del consumo.

### La demanda de China sigue dinámica, pese a la moderación económica general inducida por el gobierno

El ímpetu con que se inició el año, previendo una rápida recuperación de los mercados financieros, se ha debilitado con el correr de los meses, situándonos en un contexto en donde existe un relativo consenso respecto que la recuperación de la economía se encontraría en un terreno más frágil,

explicando parte de la gran volatilidad que se ha observado en los mercados a contar del segundo trimestre. Los temores se centran principalmente en una recaída en la economía de EE.UU., donde el sector inmobiliario y de construcción continúa contrayéndose, siendo una de las variables, que junto con el empleo, representan la mayor preocupación para la recuperación estadounidense.

A esto se añade la ya mencionada crisis de deuda soberana de Europa, que ha puesto en evidencia las deficiencias estructurales del euro, dando a la crisis una magnitud mayor a la esperada. Las razones subyacentes a los déficits fiscales registrados en estas economías, son los otros motivos por los cuales los mercados financieros se han mantenido volátiles.

Sin embargo, la desaceleración que ha comenzado a vislumbrarse en ciertos sectores de la economía China, sería el efecto preponderante sobre la demanda esperada de cobre, considerando que este país requiere entre un 35-40% de la producción mundial del metal rojo.

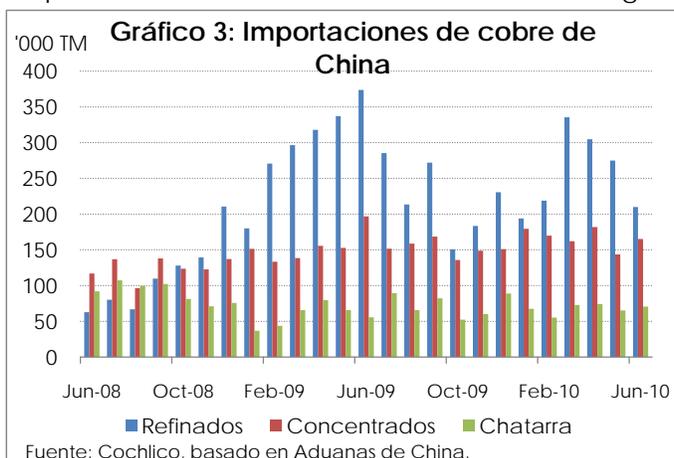
Las medidas que ha tomado ese Gobierno para controlar el aumento de los precios inmobiliarios y desinflar lo que se consideraba una importante burbuja, hacen prever una pérdida de vigor en el crecimiento de China en el resto del año. La meta del Gobierno apunta a un sostenible crecimiento de 9% del PIB, y al considerar la brecha con el alza de 10,3% al 2<sup>do</sup> trimestre, aún tendrían espacio para continuar desacelerando el ritmo de crecimiento de la economía en el 2<sup>do</sup> semestre del año.

Los esfuerzos por enfriar la especulación en el mercado inmobiliario –los precios subieron en junio un 11,4% respecto a un año atrás–, y el ajuste monetario que llevó el nivel de encaje exigido a los bancos a un máximo de tres años, han logrado provocar una desaceleración, aunque desde niveles bastante altos. Las medidas han hecho que el índice bursátil de China caiga casi un 28% este año, convirtiéndolo en uno de los mercados de peor desempeño a nivel global.

El indicador PMI, que anticipa la salud y dirección de la actividad industrial, también da cuenta del efecto que han tenido las medidas. Así, en junio este indicador alcanzó 52,1 puntos, cayendo más de lo esperado, advirtiendo sobre la probabilidad de un ajuste futuro en la variación de la producción industrial. Detrás de estos resultados, se encuentran medidas como la imposición que a partir de inicios de mayo las familias pueden comprar sólo una casa, suspensión a incrementos de capital de compañías de propiedades, controles directos del gobierno en los préstamos, entre otras.

Estos esfuerzos del gobierno Chino por detener la expansión del crédito, han derivado en una ligera corrección del crecimiento proyectado por analistas para esta economía; así, y en base a *Consensus Forecast*, las estimaciones para este 2010 descendieron en promedio desde 10,3% a 10,2% entre mayo y junio, mientras que para el 2011 la estimación baja desde 9,2% a 9%.

En junio pasado, nuestras estimaciones de demanda global indicaban que ella caería 240 miles de TM este año, debido a una baja en China (-909 miles de TM), parcialmente compensada por el aumento en el resto del mundo (+669 miles de TM). Las estadísticas de la demanda mundial de cobre del primer trimestre de 2010, última información disponible, se mantiene en línea con la proyección para el caso del mundo sin China, pero las cifras de demanda aparente de China –calculadas hasta junio– apuntan sorprendentemente a la posibilidad de una demanda hasta 650 miles de TM mayor a la estimada inicialmente, producto de un nivel mayor al esperado en las importaciones y producción de dicho país en la primera parte del año.



Es así que los datos de aduanas de ese país (Gráfico 3), revelan que a junio hubo una moderación de 3,5% en las importaciones netas totales respecto del acumulado al mismo mes del año anterior, retrocediendo debido a que en los refinados se observó un declive de 13,4% en el nivel acumulado anual, pero que fue amortiguado gracias a las mayores internaciones netas de concentrados y chatarra (7,9% y 16,8% respectivamente para el mismo periodo). No obstante, aun considerando el descenso en las importaciones netas de cobre refinado entre abril y junio, éstas se ubican sobre lo estimado (y también el promedio histórico), y se esperaría que estos valores continuaran en altos niveles debido a que la ventana de arbitraje de precios entre la Bolsa de Futuros de Shanghai (SHFE) y BML recientemente se ha reabierto.

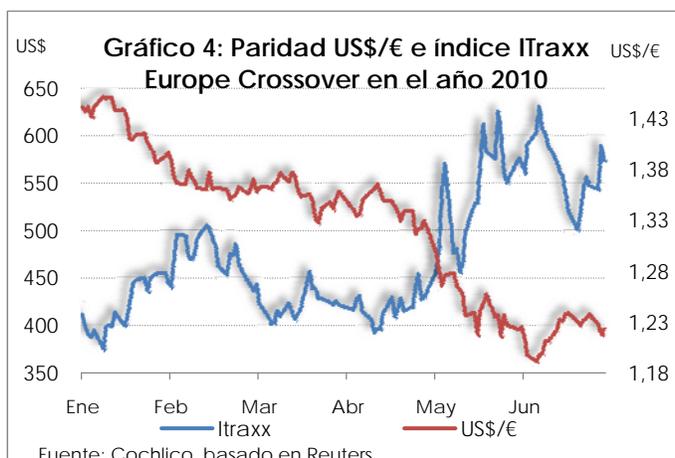
En síntesis, y no obstante las medidas generales del gobierno, el potencial de la demanda de cobre del gigante asiático sigue intacto. En efecto, el 5 de Julio pasado la Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma (NRDC), entregó información sobre 23 proyectos planificados para el 2010, como parte de su plan de desarrollo de la Región Oeste del país; con una inversión de US\$ 100 mil millones, estos se enfocan a infraestructura como vías de ferrocarril, caminos, generadoras nucleares, red eléctrica, entre otros, y equivale a cerca de un tercio de lo invertido durante todo el período 2000-2009. Estos planes se unen a los otros referidos a incentivar el consumo de electrodomésticos y automóviles, que dan una base de lo que se podría esperar sobre la demanda de cobre de China.

### Los factores financieros han sido clave en la volatilidad en el precio del cobre

Como se mencionó antes, este período estuvo bastante marcado por la volatilidad en los mercados financieros, que influyeron sobre la evolución de la cotización del metal rojo. Desde mediados de enero, han estado presentes los problemas con las finanzas públicas de países de la Zona Euro, que comenzaron con Grecia, y luego se extendieron a otras naciones que tomaron medidas para ajustar su déficit (desde España y Portugal, hasta Alemania).

Esto se tradujo en una constante apreciación del dólar respecto del euro, dado su estatus como moneda refugio (sólo se estabilizó y revertió tras alcanzar un mínimo de 1,19 US\$/€ el 7 de Junio), y en el mayor riesgo financiero que lo verificamos en la evolución del índice Itraxx Europe Crossover de 5 años<sup>1</sup> (Gráfico 4).

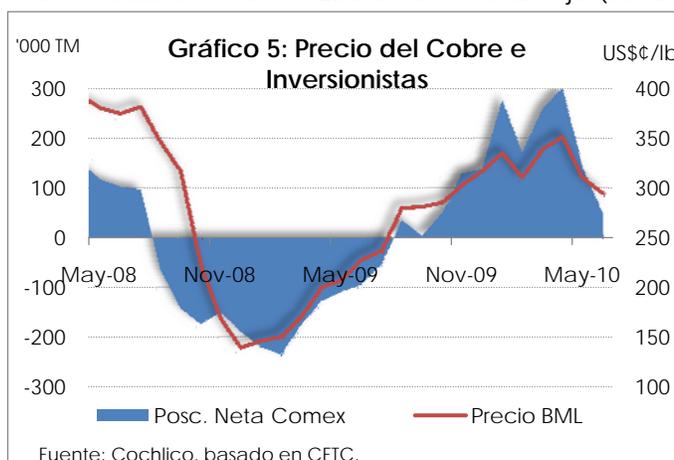
Entre la paridad US\$/€ y el índice Itraxx Europe, la correlación en el primer semestre alcanzó a un notorio -0,85, mismo valor que alcanzó la relación con el cobre, dando cuenta de la fuerte relación inversa existente entre estos indicadores. Es decir, la evolución del dólar ejerció una importante presión sobre el precio del cobre que se ha moderado y mantenido volátil, desde el instante en que esta divisa comenzó a recobrar fuerzas.



<sup>1</sup> Constituye un buen barómetro de la aversión al riesgo en Europa. Mide el precio del riesgo de no pago, tomado de los swaps de default de crédito a 5 años de 50 empresas europeas con clasificación de riesgo bajo el nivel de inversión, y es usualmente ocupado en derivados para transferir riesgo de crédito.

Por otra parte, recientemente China anunció que permitiría la apreciación de su moneda, el renminbi, lo cual tiene efectos contrapuestos sobre el mercado del cobre. Por una parte, puede reducir la competitividad de las exportaciones de dicho país, lo cual reduciría su demanda de cobre (menos posible por estar una parte importante de la demanda de cobre orientada a infraestructura); por otra parte, al estar los precios expresados en dólares, se produce un efecto translocación que, *ceteris paribus* otros elementos, provoca el aumento inmediato en la cotización del metal rojo (sería lo más probable). Sin embargo, aún no se han entregado mayores detalles de cuánto y cómo será realizado, esperándose que su efecto sea gradual y acotado.

Consistentemente, los inversionistas han estado eliminando sus posiciones largas en el cobre, hasta volver a niveles de agosto del 2009 (Gráfico 5). Entre su accionar y el precio del cobre hay una alta y directa relación, alcanzando la cotización BML del cobre y la posición neta de los inversionistas (*managed money* según definición de la CFTC), una correlación de 0,98 durante el primer semestre del presente año.



## La evolución de la oferta de cobre ha sido según lo previsto, sin afectar el mercado

En el informe de junio, la producción mundial de cobre de mina se estimó en 15.949 miles de TMF para el año 2010 y de 16.304 miles de TMF para el 2011, ambas cifras después de pérdidas esperadas. Desde la fecha de emisión de dicho reporte, no han existido noticias sobre impactos significativos en la producción, reportándose sólo incidentes menores. Las repercusiones de estos sucesos están recogidas en las pérdidas de producción estimadas.

Por ello, la proyección para la producción de cobre de mina mundial para los años 2010 y 2011 permanece inalterada, situación que se hace extensiva a las cifras para Chile. Recordando nuestro informe de junio, la proyección de producción de cobre de mina de Chile alcanzaría en el 2010 a 5.743 miles de TMF (+6,5%) y en el 2011 a 5.868 miles de TMF (+2,2%), ambas cifras antes de pérdidas esperadas de producción, que según lo histórico podrían alcanzar un máximo de 150 miles de TMF.

En la tabla 2 se entrega la producción chilena de mina acumulada para el periodo enero-mayo 2010, y se compara respecto de igual periodo del año 2009. En las cifras se aprecia que continúa el proceso de recuperación en Codelco Norte, y las expansiones en

**Tabla 2: Producción Chilena de Cobre de Mina**

Miles TM	2009		Enero-Mayo		
	Total	Var.	2009	2010	Var.
Codelco Norte	875	119	312	365	53
Salvador	66	23	25	29	5
Andina	210	-10	91	61	-30
El Teniente	404	23	153	155	2
Minera Gaby	148	80	58	49	-9
<b>Codelco</b>	<b>1.702</b>	<b>236</b>	<b>639</b>	<b>660</b>	<b>21</b>
Escondida	1.104	-150	411	416	5
Collahuasi	536	72	206	222	16
Los Pelambres	323	-29	137	158	21
Anglo American Sur	277	-7	108	109	1
El Abra	164	-2	66	65	-2
Candelaria	134	-39	59	44	-16
Anglo American Norte	152	3	63	55	-8
Spence	162	3	78	75	-3
Otros (p)	836	-25	346	349	3
<b>CHILE</b>	<b>5.390</b>	<b>62</b>	<b>2.113</b>	<b>2.152</b>	<b>39</b>

Fuente: Elaborado en Cochilco, sobre la base de la información de las empresas.  
Nota: cifras redondeadas; "Otros" incluye operaciones menores a 150 miles de TMF en 2008. (p) Cifras provisórias.

Collahuasi y Los Pelambres, así como la incipiente recuperación de los niveles productivos en Escondida. La recuperación de Candelaria, en tanto, se debiera reflejar en la segunda parte del año, al igual que la expansión de Andina, una vez que los trabajos de puesta en marcha de ésta finalicen (estos trabajos han impactado negativamente la producción en los últimos meses, lo que se ve reflejado en la producción acumulada durante este año). Por último, de las cifras se destaca que, tanto la huelga de comienzos de año en Codelco Norte como el gran terremoto de la zona centro-sur del país, no tuvieron efectos sobre la producción de los primeros meses del año; por otro lado, Collahuasi anunció 11,3 miles de TMF de pérdida, surgidas como efecto de la protesta de mayo de 2010 de los trabajadores subcontratistas.

### Cochilco mantiene su proyección del precio del cobre

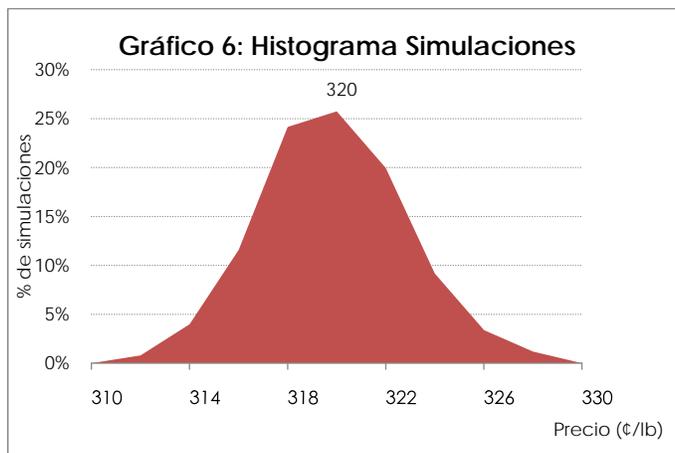
Como revisamos anteriormente, las perspectivas en los fundamentos físicos –tanto oferta como demanda –, no muestran cambios significativos respecto a nuestro informe de junio pasado.

Este indicaba que el año 2010 terminaría con un abastecimiento relativo mayor al cierre del 2009, por el efecto de una mayor oferta primaria y secundaria, junto a una disminución en la demanda aparente de China en relación al 2009. La estimación para el año 2011 apuntaba a un déficit, y la consecuente caída en los inventarios relativos a un nivel que reflejaría la baja disponibilidad de cobre en el mercado.

Ante dicho contexto, las proyecciones de precios para el 2010 y 2011 se establecieron en 320 y 330 centavos de dólar la libra, respectivamente. No obstante, se indicó que aún en un extremo escenario financiero adverso –gatillado por la crisis en Europa– el promedio 2010 no bajaría de los 3 US\$/lb.

Nuestra simulación del escenario base<sup>2</sup> sigue arrojando un valor medio en torno a US\$ 3,2 la libra para el presente año (Gráfico 6).

En cuanto a los riesgos de la estimación, éstos dependerán de si factores claves se apartan del escenario base utilizado en esta estimación. Entre estos factores, la situación de pérdida de valor del euro se ha aminorado y revertido, aunque no se ha despejado del todo la volatilidad, y la aversión al riesgo de los agentes no ha vuelto a niveles pre-crisis. Por otro lado, si bien habrían aumentado las posibilidades de un menor crecimiento económico y empeoramiento de los fundamentos físicos, según se desprende de índices líderes de actividad industrial conocidos recientemente, China, no obstante, aún tiene el potencial de estrechar el mercado, haciendo terminar el 2010 con una demanda aparente de alrededor de 500 miles de TM mayor a la prevista.



<sup>2</sup> La simulación consiste en 1.000 iteraciones no determinísticas, con restricciones en la variabilidad diaria y los valores de cierre de trimestre, considerando la distribución histórica de variaciones de precios, las tendencias esperadas en sus fundamentos físicos, y señales del análisis técnico. El escenario base supone moderada alza de la cotización, respecto al cierre de junio, al término de los 3er y 4to trimestre.

## Otros Mercados relevantes

---

El índice global de precios del **acero** (SPI) promedió 182,1 puntos durante el primer semestre del 2010, superando en 29% a igual período del año anterior, y mostrando un avance respecto de la situación en el 2009, cuando este índice alcanzó 146,8 puntos, y osciló entre 130 y 150 puntos. A pesar de ello, en el último mes con registro (junio 2010), el índice retrocedió casi un 5% producto de las condiciones económicas globales, las que, como vimos antes, se han visto deterioradas en el último tiempo.

Durante el primer semestre de 2010 el precio promedio del **molibdeno** fue de 15,9 US\$/lb, superando en 79% a igual período del año anterior. Este valor, además, se compara favorablemente con un valor promedio en el 2009 de 10,9 US\$/lb. Sin embargo, el metal gris ha experimentado una tendencia similar al acero durante los últimos meses, con su cotización mostrando un retroceso, lo que entrega sustento a la proyección para el año 2010 entregada en el informe previo, que indica que el precio promedio del molibdeno se situará entre 14 y 18 US\$/lb.

El precio promedio del **oro** del primer semestre del 2010 fue de 1.152,6 US\$/oz (London Initial), incrementándose 25,9% respecto del igual semestre del 2009. Por otro lado, la cotización promedio de la **plata** del primer semestre del 2010 alcanzó a 17,62 US\$/oz. (London Spot), superando en 33,8% a igual período del 2009. Nuestra proyección para el año 2010 del precio de los metales preciosos se mantiene para el oro (rango entre 1.085 y 1.180 US\$/oz.) y la plata (entre los 17,4 y los 18,9 US\$/oz.).

Los **TC/RC de abastecimiento** para el primer semestre en las negociaciones de comienzos de año se situaron en 46,5/4,65, un 38% menos que en igual período del año anterior, y 26% bajo el promedio de 2009. Las perspectivas negativas para el negocio de fundición que se vislumbraron a comienzos de año se han visto materializadas en el comportamiento de los **TC/RC spot**, los que promediaron durante el primer semestre 6,2/0,62, llegando incluso a mostrar valores negativos en algunas transacciones realizadas durante los últimos meses del período, a pesar de la proximidad de las negociaciones de mediados de año. Lo anterior refuerza la tendencia descendente de los TC/RC de abastecimiento, los que debieran situarse en torno al rango 38/3,8 a 40/4 para el segundo semestre de 2010.

**Documento elaborado en la Dirección de Estudios por:**

Paulina Ávila  
Joaquín Jara

**Coordinador de Análisis de Mercados:**

Juan Cristóbal Ciudad

**Directora de Estudios y Políticas Públicas:**

Ana Zúñiga

**Publicado el 23 de Julio de 2010**