

Reporte Semanal

Departamento de Estudios Económicos

DEL 13 AL 17 DE JUNIO DEL 2011
Año 12 – Número 22

ENFOQUES DE LA SEMANA

ECONOMIA

- Pausa en ciclo de alza de tasas de interés
- Producción de cobre no se recuperaría hasta el 2012
- EE.UU.: Nuevas políticas expansivas serían riesgosas

RENTA FIJA

- El riesgo político continuó marcando la pauta en el mercado de renta fija

RENTA VARIABLE

- Resultado electoral y mercados externos afectaron al IGBVL



Pausa en ciclo de alza de tasas de interés

Mario Guerrero
 Mario.Guerrero@scotiabank.com.pe

En su reunión del último 9 de junio el directorio del BCR optó por mantener la tasa de interés de referencia en 4.25%. Esta es la primera pausa luego de cinco aumentos consecutivos. Bancos centrales de países productores de *commodities*, como Canadá, Australia y Nueva Zelanda, tomaron decisiones similares.

Otros bancos centrales de América Latina, como Brasil, Colombia y posiblemente Chile, y de Asia emergente (como Tailandia y Corea) continuaron elevando sus tasas de interés ante las presiones inflacionarias.

El BCR en su nota informativa destacó que la medida tomó en cuenta tanto "la moderación del incremento de precios al consumidor", pues el ritmo de inflación anual descendió de 3.3% en abril a 3.1% en mayo, como la desaceleración de la actividad económica.

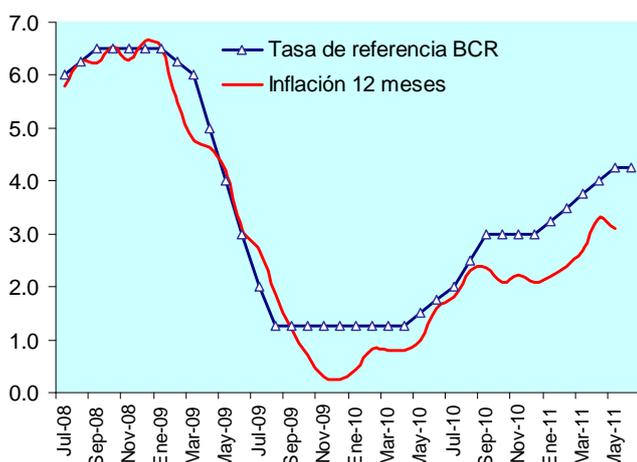
La moderación de la inflación

La inflación de mayo (-0.02%) fue particularmente baja debido al descenso de precios con importante peso en la canasta (carne de ave, pescado, frutas y tubérculos) y de menores tarifas eléctricas, pero aún es prematuro para que represente un cambio en la dinámica de los precios.

La inflación subyacente, que refleja el comportamiento de aquellos precios sensibles a la política monetaria, continuó en aumento, pasando de un ritmo anual de 2.6% en abril a 2.8% en mayo, mientras que las proyecciones de inflación para el presente año se elevaron de 3.5% a 3.8% entre los analistas económicos, según la encuesta de expectativas macroeconómicas del BCR. Esto último podría haber explicado las expectativas de un posible aumento de la tasa de interés en un segmento del mercado.

A diferencia de los últimas cinco notas informativas, el

INFLACION Y TASA DE INTERES DE REFERENCIA (En %)



Fuente: BCR, INEI, Estudios Económicos - Scotiabank

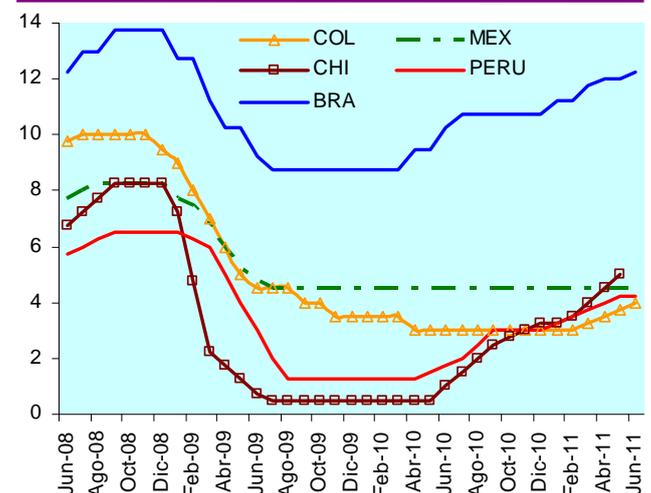
BCR esta vez no hizo mención al impacto de los precios internacionales de alimentos y energía. Si bien estos precios corrigieron en mayo (-4% en el caso de alimentos y -8% en el caso del petróleo, en promedio), los precios locales de los bienes relacionados han continuado presionados al alza en mayo: pan y cereales (aumento por séptimo mes consecutivo), grasas y aceites (por octavo mes consecutivo), prendas de vestir (por octavo mes consecutivo).

En el caso de los combustibles, recientemente Osigermin reajustó la banda de precios del fondo de estabilización, estimando un aumento de 5% en los precios finales, a pesar de la reducción que previamente realizó el MEF al impuesto selectivo al consumo. Según la SNMPE, a pesar de este ajuste aún hay un atraso cercano al 10% respecto de la paridad internacional.

La variación del IPC en mayo (-0.02%) fue la segunda

TASAS DE INTERES EN AMERICA LATINA

En %



Fuente: Bloomberg , Estudios Económicos - Scotiabank

más baja de América Latina, por debajo de Brasil, Chile y Colombia y sólo superada por México (-0.74%). Durante la primera quincena de junio los precios locales de los alimentos se mantienen relativamente estables, con precios avícolas bajos que podrían contrarrestar el reajuste de precios de los combustibles. Nuestra previsión es que el ritmo anual de inflación en junio se mantenga cerca del límite superior del rango objetivo (3%).

Por su parte, el BCR no prevé impactos fuertes en los precios de los principales *commodities* como se observó meses atrás.

Desaceleración de la actividad económica

Los indicadores adelantados muestran algunas señales de desaceleración de la actividad económica, aunque no de manera generalizada. Por ejemplo, el sector construcción registró un crecimiento de sólo 1.2% en los despachos de cemento en abril afectado por el menor ritmo de gasto público, mientras que la actividad industrial también redujo su ritmo de crecimiento (de 15% en enero a 10% en marzo).

De otro lado, la producción de electricidad mantiene un alto ritmo de crecimiento (9.5% en abril y 9.4% en mayo, según el BCR), al igual que la venta de autos nuevos (24% en el periodo enero-mayo), mientras que el crédito al sector privado se aceleró, según cálculos preliminares del BCR, pasando de un ritmo anual de 21.9% en abril a 23.0% en mayo. El crédito bancario se viene acelerando desde marzo. Es posible que este comportamiento sea sólo temporal, dado que variables monetarias muy correlacionadas con el crédito, como el circulante, ya se vienen desacelerando. De no ser así, ello podría sugerir nuevos ajustes en los requerimientos de encaje.

Un factor de riesgo es la posible desaceleración temporal de la inversión privada ante el nuevo contexto político, lo que podría impactar sobre el ritmo de expansión económica. Si bien los mercados financieros reaccionaron con cierta volatilidad ante tal evento, la administración electa ha dado mensajes que apuntan a mantener los fundamentos económicos. Un reciente informe de Scotiabank Group señala que la comunidad empresarial se encuentra en un modo de "esperar y ver". En función

de ello es previsible que la inversión continúe creciendo pero a un menor ritmo. Algunas empresas con fuerte presencia en el país han anunciado recientemente la continuidad de sus planes de inversión. No obstante, las expectativas por conocer al nuevo equipo económico y sus primeras medidas mantienen latente el riesgo que algunas decisiones de inversión puedan postergarse eventualmente.

Comentario final

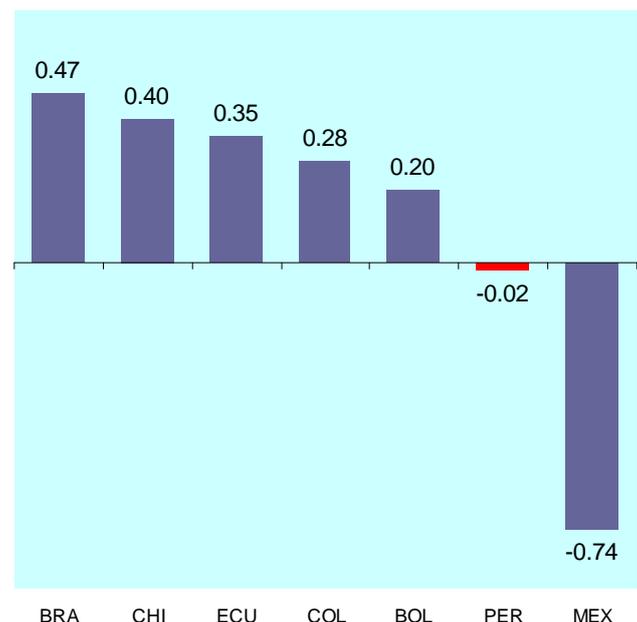
La persistencia de las presiones inflacionarias hace probable que el BCR, al igual que otros bancos centrales, continúe endureciendo la política monetaria en el futuro. Sin embargo, el margen de maniobra parece estar acotado dado que según el propio BCR el nivel actual de la tasa de interés de referencia ya se encuentra en zona neutral. El riesgo de que el shock de precios de alimentos y energía sea mayor al previsto en términos de duración e intensidad se viene materializando y podría extenderse también durante el segundo semestre del año.

DECISIONES DE POLITICA MONETARIA (Países seleccionados)

	Set-09	Ultima	Var (p.p.)	Ult. decisión	Var (p.p.)
Productores de commodities					
Chile	0.50	5.00	450	12-May	+50pbs
Brasil	8.75	12.25	350	08-Jun	+25pbs
PERU	1.25	4.25	300	09-Jun	sin cambios
India	4.75	7.25	250	03-May	+50pbs
Israel	0.75	3.25	250	23-May	+25pbs
Australia	3.00	4.75	175	07-Jun	sin cambios
Tailandia	1.25	3.00	175	01-Jun	+25pbs
Corea	2.00	3.25	125	10-Jun	+25pbs
China	5.31	6.31	100	05-Abr	+25pbs
Canada	0.25	1.00	75	31-May	sin cambios
Noruega	1.25	2.25	100	12-May	+25pbs
Hungría	5.25	6.00	75	16-May	sin cambios
Indonesia	6.50	6.75	25	09-Jun	sin cambios
Nueva Zelanda	2.50	2.50	0	09-Jun	sin cambios
Colombia	4.00	4.00	0	30-May	+25pbs
Rusia	10.50	8.25	-225	03-May	+25pbs
Países desarrollados					
Eurozona	1.00	1.25	25	09-Jun	sin cambios
EE.UU.	0.25	0.25	0	27-Abr	sin cambios
Reino Unido	0.50	0.50	0	09-Jun	sin cambios
Japón	0.10	0.10	0	20-May	sin cambios

Fuente: Bloomberg, Estudios Económicos - Scotiabank

INFLACION EN AMERICA LATINA: ABRIL 2011 (En %)



Fuente: Institutos de Estadística, Reuters, EE-Scotiabank

Producción de cobre no se recuperaría hasta el 2012

Erika Manchego
erika.manchego@scotiabank.com.pe

La producción nacional de cobre continúa en descenso. Después de la caída de 12.61% registrada el año anterior, a abril la producción del 2011 ya ha caído 1.77%.

Dos de las tres empresas que tienen mayor participación en la producción vienen disminuyendo su volumen producido significativamente. La menor producción de las empresas mineras Southern y Antamina es resultado de menor cantidad de mineral minado y menores leyes del mineral.

Aunque esperamos un incremento en la producción de Southern durante el segundo semestre del año, este no sería suficiente para compensar la caída de los primeros meses. Asimismo, Antamina está trabajando en una expansión para incrementar su capacidad productiva, pero los beneficios de ésta se verían recién a partir del 2012.

Por lo tanto estimamos una disminución de la producción de cobre de 3.9% para el 2011, mientras que para el 2012 esperamos que haya una recuperación de 6.7% como resultado de programas de expansión y mejoras en algunas unidades mineras que impactarían favorablemente en la producción.

Evolución de la producción

El descenso de la producción nacional de cobre es, principalmente, resultado de una menor producción de las empresas Southern y Antamina, en 15% y 3% respectivamente en lo que va del año.

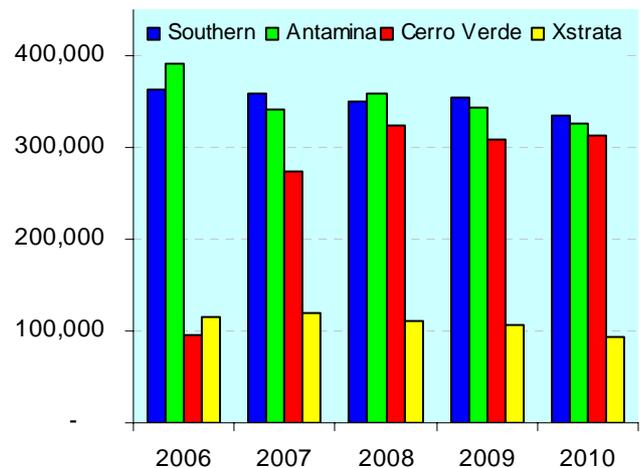
Asimismo, la menor producción de otras importantes mineras como Xstrata Tintaya y Gold Fields ha contribuido a que la producción total de cobre caiga en 1.8%. Sin embargo, esta caída ha sido parcialmente compensada por un incremento de 7% en la producción de Cerro Verde – la tercera empresa con mayor producción de cobre durante el 2010 – convirtiéndose en la principal productora en lo que va del 2011.

La menor producción de cobre tanto en Southern como en Antamina se debe a la extracción de mineral de menor ley, como parte de sus planes de minado para este año.

Ambas compañías tienen proyectos de expansión en marcha en sus unidades mineras. Southern tiene proyectos de ampliación en sus dos unidades: Cuajone y Toquepala; en el primero esperamos que se empiece a dar un incremento en la producción a partir del segundo semestre de manera progresiva como resultado del proyecto de ley de corte variable que permitirá la explotación de mineral de mejor ley, mientras que en el caso de Toquepala, la compañía está evaluando un mayor incremento en su capacidad productiva, lo que probablemente no permita ver un aumento en la producción sino hasta mediados del 2013.

La ampliación de Antamina permitirá aumentar en 38% su capacidad de procesamiento y además servirá para extender la vida de la mina hasta el 2029. Esperamos que a partir del próximo año se empiece a dar el incremento en la producción, aunque éste se daría en mayor magnitud en el 2013 cuando la expansión sea completada. Para el resto de este año, esperamos niveles de producción similares a los obtenidos durante los primeros meses del 2011.

PRODUCCION DE COBRE (En toneladas métricas)



Fuente: MINEM Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

CARTERA DE PROYECTOS CUPRIFEROS

Proyecto / Empresa	Estimado de Inversión (US\$ millones)	Inicio de Operaciones (estimado)
<i>Ampliaciones</i>		
Cuajone / Southern	424	2S2011
Toquepala / Southern	600	2013
Cerro Verde / Freeport	1,000	n.d.
Antamina / Xstrata - BHP	1,288	2012
Colquijirca / El Brocal	197	2011
<i>Con EIA aprobado</i>		
Quellaveco / Anglo American	3,000	2014
Antapaccay / Xstrata	1,470	2013
Mina Justa / Marcobre	745	2013
Minas Conga / Yanacocha	3,500	2015
Constancia / Norsemont	900	2013
Toromocho / Chinalco	2,200	2S2013
Las Bambas / Xstrata	4,200	2T2014
<i>En Exploración</i>		
Río Blanco / Zijin Mining	1,440	2015
Galeno / Lumina Copper	2,500	2014
La Granja / Río Tinto	1,000	2014
Michiquillay / Anglo American	700	2018
Quechua / Pan Pacific	970	2014
Cañariaco / Candente Resources	1,565	2015
Los Chancas / Southern	1,200	2017

Fuente: MINEM, Reportes de empresas Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

En el caso de Cerro Verde la situación es diferente, hace poco la empresa ejecutó una inversión para incrementar el rendimiento de su concentradora. Estimamos que esta mejora permitirá que la empresa alcance una producción este año de aproximadamente 4% más que el 2010. Además la empresa viene estudiando una nueva ampliación que podría significar una inversión de US\$ 1,000 millones y que estimamos incrementaría la producción desde el 2016 aproximadamente.

La empresa Xstrata viene disminuyendo su producción en Tintaya, una mina antigua que tiene previsto cerrar sus operaciones en el 2012, y que sería reemplazada por la producción generada por la puesta en marcha de los proyectos Antapaccay y Las Bambas.

Perspectivas de producción

El Perú cuenta con una cartera de proyectos mineros importantes. Entre proyectos nuevos y ampliaciones esperamos que la producción se incremente de manera significativa en los próximos años.

Sin embargo, la ejecución de muchos de estos proyectos dependerá de las condiciones de estabilidad y las garantías existentes para desarrollar la inversión minera.

El proyecto Tía María de Southern es uno de los más importantes, tanto a nivel de inversión con US\$ 934 millones y de producción con 120,000 TM anuales de cobre aproximadamente.

El estudio de impacto ambiental (EIA) de este proyecto fue declarado inadmisibles por el Ministerio de Energía y Minas (MINEM) en abril, cancelándolo definitivamente. Aunque Southern ha manifestado que dejará pasar un tiempo prudencial para luego presentar toda la información requerida por el MINEM, es poco probable que este proyecto se desarrolle en el corto plazo, dados los conflictos sociales en Arequipa.

En conclusión, aunque esperamos una recuperación en la producción de algunas empresas como resultado de mejoras operativas como es el caso de Cerro Verde o Cuajone, éstas solo compensarían parcialmente la menor producción de otras empresas como Antamina, o incluso de Southern en su unidad Toquepala. Por lo tanto, estimamos que la producción total de cobre descienda aproximadamente 3.9% este año, respecto al 2010.

Por otro lado, para el 2012 la mayor producción de Antamina, sumada a la recuperación de Southern y al mejor desempeño de Cerro Verde podrían revertir la caída de este año, alcanzando un incremento de 6.7% aproximadamente, que serviría para alcanzar el nivel de producción de años anteriores.

Finalmente, los grandes proyectos como Antapaccay y Las Bambas de Southern, Toromocho de Chinalco, entre otros empezarán a producir progresivamente a partir del 2013, siempre y cuando existan condiciones favorables para el desarrollo de las inversiones.

EE.UU.: Nuevas políticas expansivas serían riesgosas

Daniela Estrella
Daniela.estrella@scotiabank.com.pe

El 2011 está presentándose como un año lleno de desafíos para las autoridades económicas. Por un lado, la situación fiscal se encuentra en un estado cada vez más crítico como consecuencia de las diferencias entre los partidos políticos (Demócratas y Republicanos) respecto de cómo manejar una eventual reducción del déficit fiscal, diferencias que podrían llevar a EE.UU. a un eventual cese de pagos de la deuda pública si es que no logran un acuerdo para ampliar el límite de la deuda pública hasta el 2 de Agosto. Por otro lado, la culminación del programa de estímulo monetario de la Reserva Federal de EE.UU. (FED) denominado QE2 a finales del presente mes pone en duda la posibilidad de una mayor inyección de liquidez en caso la economía lo necesitase por los riesgos que ello implica para la inflación y el dólar.

En ambos casos, la capacidad de las instituciones (el Tesoro y la FED) para aplicar políticas expansivas se ha reducido significativamente luego de venir implementándolas por más de dos años. El riesgo de continuar con este tipo de políticas, en caso la situación laboral continúe estancada y la economía siga mostrando señales de desaceleración, es que el impacto sea negativo en vez de positivo. Una política fiscal expansiva podría generar un efecto desplazamiento (*crowding-out*) sobre la inversión y el consumo privado al elevar las dudas respecto de que tan sostenible es mantener déficits fiscales sumamente altos sin que ello se traduzca en una mayor percepción de riesgo y por ende, en un alza en las tasas de interés. Además, elevaría las dudas de la población y empresarios respecto del momento en que el gobierno tendrá que elevar impuestos para financiar los déficits fiscales. En el caso de la política monetaria, es claro que una mayor inyección de liquidez generaría un fuerte incremento de los flujos de capital hacia los *commodities* generando un alza en las expectativas de inflación, no sólo en EE.UU., sino en todo el mundo. Generaría también un fuerte debilitamiento del dólar y sobretodo, le restaría credibilidad al Banco Central más influyente del mundo, la FED, en torno al financiamiento "indirecto" del déficit fiscal con emisión monetaria.

Incluso, la efectividad de las políticas expansivas aplicadas hasta la fecha también debería evaluarse para ver si realmente dieron los resultados esperados. La tasa de desempleo continúa por encima de 9% desde mediados del 2009, el sector inmobiliario está estancado y los precios de las viviendas han caído hasta los niveles del 2003, el crédito se recupera muy débilmente y la inversión se mantiene frágil. Todo ello implica que el costo de aplicar nuevas medidas es sustancialmente mayor que el impacto positivo sobre la economía. Tal y como lo mencionó un estratega de *Wall Street*, David Rosenberg "el gobierno federal y la hoja de balance de la FED se han expandido por un total de US\$3.5 billones desde que acabó la recesión para generar un PBI más alto en US\$975 mil millones", un resultado que denominó "triste".

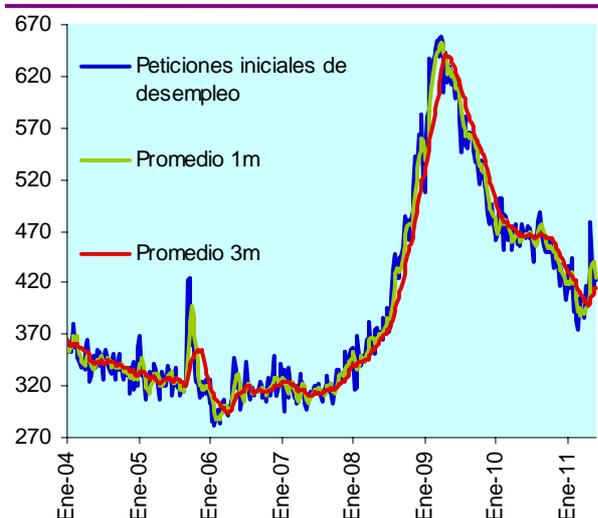
Indicadores económicos

Los indicadores económicos disponibles hasta la fecha en EE.UU. muestran que la recuperación continúa aunque a un ritmo preocupante y significativamente menor que a finales de 2010.

La recuperación del mercado laboral se habría estancado durante los últimos meses. Reflejo de esta situación son las peticiones iniciales de desempleo, las cuales se han ubicado por encima de los 400,000 (un nivel alrededor de los 350,000 es señal de una mejoría del empleo) desde principios de abril, revirtiendo la tendencia claramente a la baja observada desde setiembre del 2010 y ubicándose muy por encima de lo que se encontraban a inicios de año. Ello es consistente con un ritmo de contratación de trabajadores más lento, lo cual se observó en el último reporte oficial del mercado laboral de EE.UU. para mayo. Durante ese mes, se crearon apenas 83,000 empleos en el sector privado no agrícola, su nivel de generación de puestos de trabajo más bajo desde mediados del año pasado. Por su parte, la tasa de desempleo volvió a subir por segundo mes consecutivo, pasando de 9.0% en abril a 9.1% en mayo, ubicándose en el mismo nivel de enero del presente año. Y, el sector público volvió a despedir trabajadores por séptimo mes consecutivo como consecuencia del ajuste fiscal que se está realizando a nivel de estados.

De igual manera, los indicadores de confianza del consumidor también han sido negativos durante el mes de mayo, principalmente como consecuencia de una caída en las expectativas respecto de los próximos seis meses. La confianza del consumidor es bastante más negativa para fin de año que la que se observa sobre la situación actual. Ello se debería a las mayores expectativas de inflación para los próximos doce meses ante los niveles elevados de los precios de los *commodities* (petróleo y alimentos). Existen otros factores que también están afectando negativamente la confianza como la debilidad de la recuperación del mercado laboral y la caída permanente en los precios de las viviendas.

EE.UU.: PETICIONES INICIALES DE DESEMPLEO (miles)



Fuente: Bloomberg

Elaboración: Estudios Económicos - Scotiabank

El principal impacto de una mayor desconfianza del consumidor ante una mayor preocupación por el alza en los precios se observaría en el consumo privado a través de un menor ingreso real disponible. Si los precios continúan subiendo y los salarios se mantienen constantes, el consumidor tiene que destinar una mayor parte de su ingreso para comprar esos bienes. En general, cómo se ve en el gráfico, la confianza ha fluctuado alrededor de niveles muy por debajo a los precios. En el corto plazo, es de esperarse que continúe con este comportamiento ante los factores mencionados anteriormente, aplazando aún más la recuperación sostenible del consumo privado.

Por otro lado, los indicadores relacionados a inversión privada esbozan una figura aún más negativa. En primer lugar, la inversión residencial continúa sufriendo los estragos de la burbuja inmobiliaria que explotó en el 2007. Este sector continúa siendo la piedra en el zapato del gobierno del presidente de EE.UU., Barack Obama, y lo será por algunos años más si es reelegido en las elecciones del 2012. Luego de una recuperación temporal durante los periodos octubre-noviembre del 2009 y marzo-abril del 2010, impulsada por un programa temporal de beneficios tributarios para las personas que compraban viviendas por primera vez, los precios de las viviendas han vuelto a caer de manera sucesiva, las ventas de viviendas nuevas continúan en niveles históricamente bajos y la inversión en construcción residencial está estancada.

Los precios de las viviendas, según *Case Schiller* y S&P, cayeron a su nivel más bajo en casi siete años, revirtiendo gran parte de la ganancia generada durante la burbuja inmobiliaria y denominaron esta situación como un *double dip* en los precios de las viviendas. La expectativa de que los precios continúen cayendo por el elevado nivel de oferta de viviendas existente, las dificultades para acceder a un crédito hipotecario a pesar de las bajas tasas de interés y la desconfianza en las entidades bancarias luego del caso de fraude a finales del año pasado en torno a las ejecuciones de las hipotecas atrasan aún más el inicio de la recuperación de este sector. Además, la caída en los precios continúa reduciendo la riqueza de las personas que poseen una vivienda, impactando negativamente sobre la confianza y el consumo privado.

Política monetaria

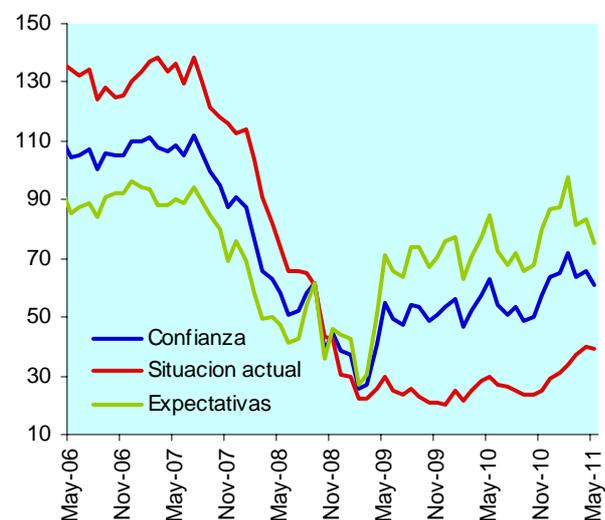
La semana pasada, el presidente de la FED, Ben Bernanke, realizó un discurso respecto del panorama de la economía de EE.UU. En él mencionó que “la recuperación económica parece estar continuando a un ritmo moderado, aunque a una tasa que es desigual entre sectores y frustrantemente lenta desde la perspectiva de millones de desempleados y trabajadores subempleados.” Además, agregó que en lo que va del año, el crecimiento económico de EE.UU. parece haber sido algo más lento de lo esperado. Esta desaceleración observada recientemente es atribuida por Bernanke al terremoto en Japón y a las interrupciones en los canales de distribución que ello ha generado en el sector manufacturero. Sin embargo, espera que el crecimiento económico se acelere durante el segundo semestre de este año ante el desvanecimiento del impacto del terremoto de Japón y debido a una moderación en el precio de los *commodities*, principalmente, petróleo.

Por el lado de los precios, la inflación doce meses se aceleró de 2.7% en marzo a 3.2% en abril, mientras que el índice de precios del gasto personal pasó de 1.8% a 2.2%, en línea con la meta de mediano plazo de alrededor de 2.0%. La FED continúa considerando que este aumento en los precios es temporal por deberse a un shock de oferta y que aún no existe evidencia de que se esté bajo una situación de espiral inflacionario. Mencionaron también que las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen ancladas y que mientras ello continúe así, un aumento de los precios de los *commodities* no será considerado durante las negociaciones de salarios ni en los procesos de determinación de precios.

De esta manera, para el cumplimiento de su doble mandato de promover las condiciones para el pleno empleo y mantener una inflación baja y estable, Bernanke dejó bien en claro que se va a completar el programa de compra de Bonos del Tesoro por US\$600 mil millones en la fecha acordada (junio del 2011) desde el inicio del programa denominado QE2 en noviembre del 2010. Durante la segunda quincena de junio se comprarán los últimos US\$50 mil millones en BTs como parte del programa QE2. Además, luego de esa fecha continuarían reinvertiendo los pagos del principal que reciben conforme van madurando sus activos (Bonos del Tesoro, *Mortgage Backed Securities* y deuda de agencias federales) para mantener el nivel de su hoja de balance, lo que implica mantener el estímulo monetario. La política de reinversión se viene aplicando desde agosto del año pasado y corresponde a la compra mensual de alrededor de US\$30-35 mil millones en Bonos del Tesoro. Hasta el 6 de junio, la FED ha adquirido US\$773 mil millones en BTs considerando ambos programas con lo que la tenencia de BTs en su hoja de balance es de US\$1.5 billones (monto exactamente igual al estimado de déficit fiscal para el FY2011).

Es decir, la FED mantendrá el estímulo monetario tanto a través de sus políticas monetarias convencionales (tasa de intereses) como de las no convencionales (mantener el nivel de la hoja de balance).

CONFIANZA DEL CONSUMIDOR DEL CONFERENCE BOARD



Fuente: Bloomberg Elaboración: Estudios Económicos - Scotiabank

De esta manera, la interrogante radica en qué va a hacer la FED luego de culminar el QE2 si es que los indicadores económicos continúan saliendo peores de lo esperado y el mercado laboral se mantiene estancado. Lo más probable es que durante algunos meses, tal y como lo hizo el año pasado antes de implementar el QE2, se mantenga vigilante a la publicación de indicadores económicos y a la reacción de los mercados de renta fija y renta variable a la culminación del QE2.

A diferencia de hace un año, las condiciones para que se continúe inyectando liquidez a la economía indiscriminadamente ya no son tan claras. Cuando se decide en el 2010 inyectar mayor liquidez a través de la compra de bonos del tesoro, la FED percibía un riesgo real de una deflación, la cual podía ser más dañina para la economía que un proceso inflacionario. En ese momento, los precios y las expectativas de inflación – medidas a través de la diferencia en el rendimiento de un bono del tesoro y uno indexado a la inflación- caían, se publicaban indicadores económicos negativos, el mercado bursátil caía y la crisis de deuda de la Eurozona presionaba las tasas de interés de los bonos del tesoro de EE.UU. a la baja. Sin embargo, bajo nuestra percepción, el riesgo de una deflación nunca fue tan elevado como para compensar un nuevo programa de expansión cuantitativa.

El escenario del 2010 recientemente planteado suena similar a lo que se está viviendo en la actualidad en EE.UU., excepto por una variable, la inflación, uno de los dos mandatos bajo los que se rige la política monetaria de EE.UU. En primer lugar, se han observado presiones inflacionarias en diversas partes del mundo, no sólo en países emergentes sino también en los desarrollados como el Reino Unido y la Eurozona, ante el crecimiento en los precios de los *commodities*. Así, a pesar de que para Bernanke el impacto del alza en los *commodities* sobre la inflación en EE.UU. sea temporal y por ende no representen un riesgo, los intercambios (*trade-off*) entre inflación y desempleo ya no resultan tan atractivos. Un mayor crecimiento de los precios de los *commodities* impulsados por mayor liquidez en el mundo, representarían un riesgo demasiado alto para la sostenibilidad de la recuperación económica de EE.UU. al tener un impacto negativo sobre el consumo privado y por ende, sobre el empleo. Otro aspecto que dificulta una mayor expansión monetaria por parte de la FED es el ruido político. La decisión por parte de la FED de implementar un nuevo programa de expansión de liquidez, QE2, generó muchas críticas tanto al interior de EE.UU. como en otros países del mundo (China, Brasil, Alemania, etc.), ya sea por su efecto distorsionante sobre los mercados monetarios y cambiarios del mundo, ó por su posible impacto inflacionario en la economía estadounidense.

De esta manera, la posibilidad de implementar un nuevo programa de expansión monetaria (QE3) es aún incierta. Sin embargo, no se puede descartar completamente, sobretudo si los mercados bursátiles de EE.UU. continúan cayendo como ha venido ocurriendo durante las últimas seis semanas y con una recuperación económica aún sumamente frágil. Para Bernanke, el mercado bursátil representa una fuente de riqueza sumamente importante para los estadounidenses, razón por la que no se siente cómodo con una caída de las bolsas por el impacto que

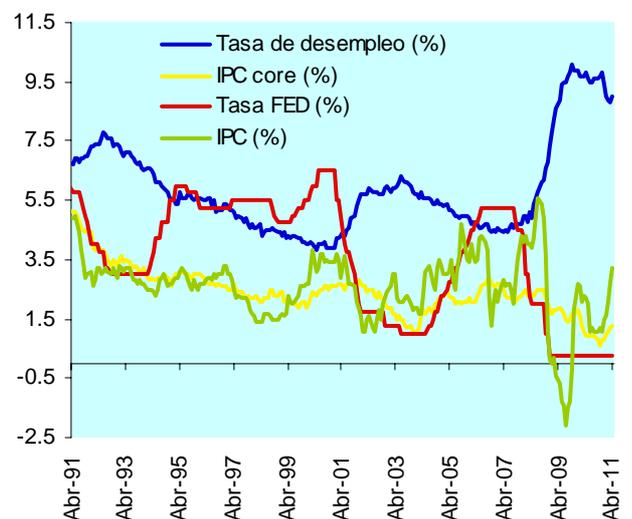
pueda tener sobre el consumo privado. De hecho, un día después de dar a conocer la decisión de la inyección de los US\$600 mil millones en bonos del Tesoro, Bernanke publicó un artículo en el diario estadounidense *"The Washington Post"* en donde menciona que "mayores precios de las acciones aumentarán la riqueza del consumidor y mejorarán su confianza, lo que impulsará el consumo privado." Esto es un claro reflejo de la importancia que tiene el mercado bursátil para el presidente de la FED, por más que a veces el impacto de una mayor inyección de liquidez no sea sostenible al estar inflando los precios por encima de sus fundamentos, razón por la que será una variable adicional a tener en cuenta para la implementación de un posible QE3.

Política Fiscal

Por último, en lo que respecta a la política fiscal la situación es quizás más riesgosa en el corto plazo. Las diferencias políticas entre los Demócratas y Republicanos respecto de cómo reducir los elevados niveles de déficit fiscal y deuda pública viene generando –desde inicios de año- un grado de incertidumbre adicional a los ya existentes en torno a la economía de EE.UU. El 16 de mayo, la deuda pública alcanzó el límite impuesto por el Congreso de US\$14.294 billones pero el secretario del Tesoro, Timothy Geithner, utilizó ciertos mecanismos que le permitieron ganar tiempo hasta el 2 de agosto, fecha en donde EE.UU. entraría en un *default* de no aprobarse la extensión del límite de la deuda pública.

Esta situación llevó a la calificadora de riesgo *Standard & Poor's* a reducirle la perspectiva de la calificación crediticia AAA de "estable" a "negativa". El resto de calificadoras, *Moody's* y *Fitch*, también han alertado respecto de los riesgos que representa continuar con un manejo fiscal irresponsable. El problema radica en las amplias diferencias que existen entre ambos partidos políticos. Por un lado, los Republicanos están divulgando la idea de que sería positivo permitir un "cese de pagos" de corto plazo para de esa manera lograr que los Demócratas accedan a recortar el gasto fiscal de manera significativa.

EE.UU.: INDICADORES DE POL. MON.

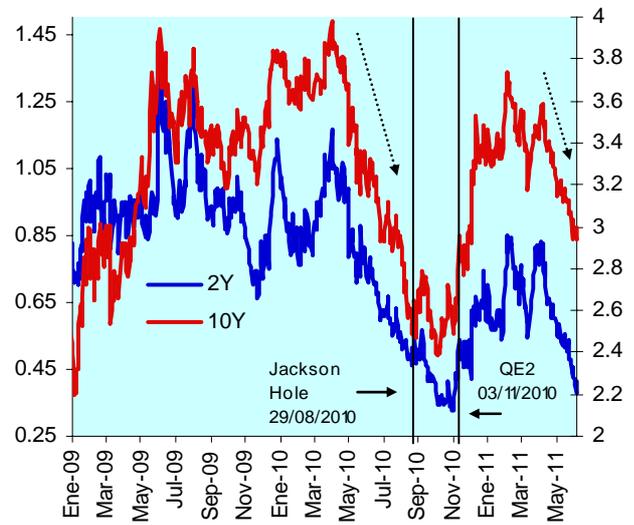


Fuente: Bloomberg. Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Mientras que por el otro lado, los Demócratas, ante la publicación de indicadores económicos negativos y estancamiento en el mercado laboral, están evaluando una propuesta para reducir el impuesto a las nóminas que paga el empleador de 6.2% a 4.2% para estimular la contratación de trabajadores. Este impuesto es compartido por el empleador y el empleado, la tasa que paga el empleado fue reducida en 2 puntos porcentuales, a 4.2% en diciembre del año pasado cuando Barack Obama firmó un nuevo paquete de estímulo fiscal. Ahora, están buscando atacar el problema por el lado de los empleadores para incentivar la creación de puestos de trabajo. Sin embargo, la situación fiscal se encuentra en una situación tan crítica que lo más probable es que una política fiscal expansiva genere un efecto desplazamiento sobre la inversión privada y consumo privado.

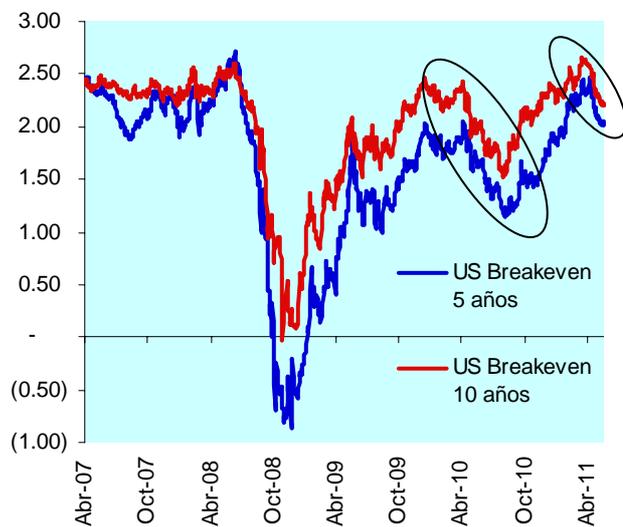
En términos generales, lo más probable es que la decisión sea positiva para EE.UU. y el límite de la deuda sea ampliado, sujeto a una serie de medidas que busquen recortar el gasto fiscal. Los políticos están jugando con fuego al no darse cuenta del riesgo real al que se enfrenta EE.UU. de no llegar a un acuerdo para ampliar el límite de la deuda. Tal y cómo lo mencionaron Geithner y Bernanke, EE.UU. volvería a entrar en recesión, las tasas de los BTs subirían y se generaría una crisis internacional, quizás peor que la del 2008-2009.

RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO DE EE.UU. A 2 Y 10 AÑOS. (%)



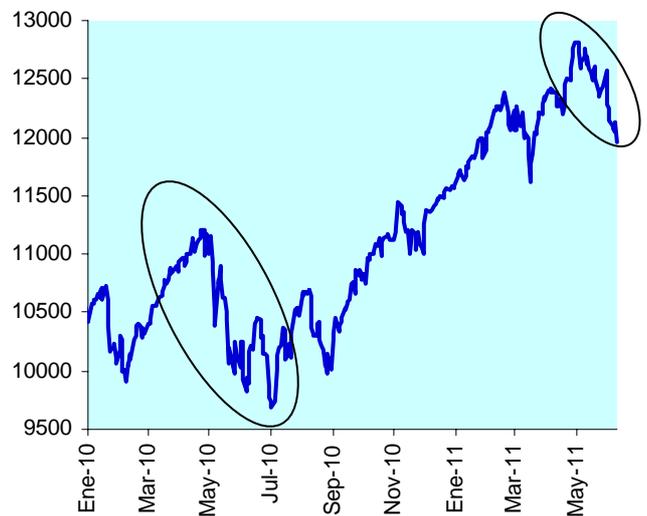
Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

DIFERENCIA ENTRE EL RENDIMIENTO DEL BT Y EL BT INDEXADO A LA INFLACIÓN A 5 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

INDICE DOW JONES DE LA BOLSA DE EE.UU.



Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

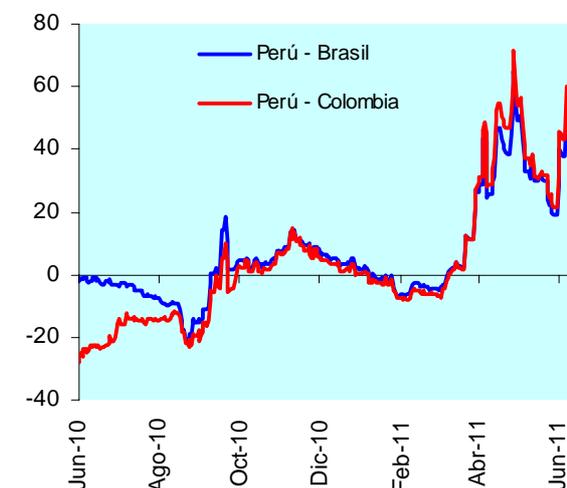
El riesgo político continuó marcando la pauta en el mercado de renta fija

Estefany Castillo
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

Las tasas de los bonos soberanos (denominados en soles) y globales (denominados en dólares) continuaron respondiendo, sobre todo, a la percepción de riesgo político en el país. En este sentido, el pasado lunes, las tasas de los soberanos y globales subieron cerca de 30 puntos básicos (pbs) en promedio en un solo día. Los inversionistas, inicialmente, vendieron bonos peruanos luego de conocer los resultados de las elecciones presidenciales. En el transcurso de la semana, sin embargo, la percepción de riesgo político disminuyó y los inversores retomaron su apetito por los activos peruanos. En este sentido, las tasas de los bonos soberanos y globales corrigieron a la baja y cerraron la semana sin variaciones importantes. En los próximos días, es probable que la evolución del mercado de renta fija local continúe respondiendo, principalmente, a las expectativas en torno a la política económica del próximo gobierno. Los inversionistas mantendrán su atención tanto a los posibles nombramientos de autoridades económicas como a las señales que dé el próximo Presidente electo.

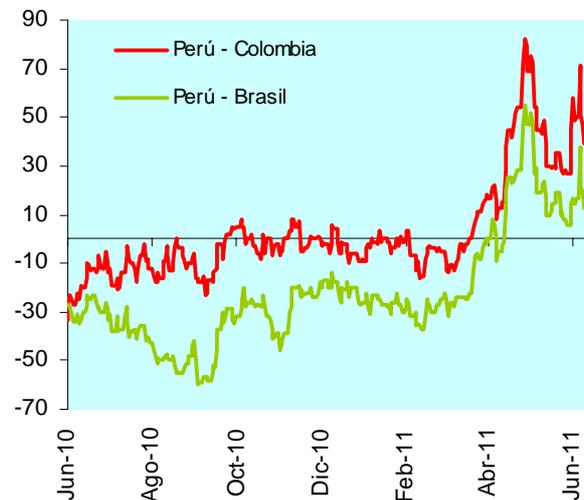
El pasado lunes, los resultados de las elecciones generaron un aumento significativo en la percepción de riesgo del Perú. El EMBI+ y los *Credit Default Swaps* (CDS) del Perú a 5 años subieron 23pbs y 18pbs, respectivamente, en un solo día. Esta mayor percepción de riesgo generó una venta masiva de bonos peruanos. En el transcurso de la semana, sin embargo, las declaraciones tanto del próximo Presidente de la República como de sus principales voceros generaron confianza en el mercado. Del mismo modo, las empresas

DIFERENCIAL CREDIT DEFAULT SWAPS A 5 AÑOS (pbs)



Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

DIFERENCIAL RIESGO PAÍS – EMBI+ (pbs)



Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

clasificadoras de riesgo (S&P y Fitch) manifestaron que no bajarían la clasificación de la deuda peruana y que incluso, de acuerdo con S&P, ésta podría subir si el Perú consiguiera mantener su solidez macroeconómica en el mediano plazo. Estos eventos dieron lugar a una caída en la percepción de riesgo del Perú: tanto el EMBI+ como los CDS corrigieron a la baja. Los inversionistas, por ende, compraron papeles peruanos y esto generó una disminución en los rendimientos de estos activos.

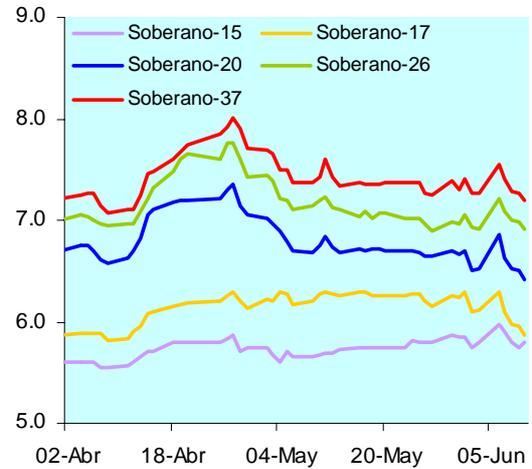
Actualmente, el mercado aún le asigna riesgo político al Perú. Si bien los inversionistas mantienen mayor confianza en la política económica que adoptará el próximo gobierno, éstos aún le asignan riesgo político al Perú. Esto se observa al comparar las medidas de riesgo de la deuda peruana con las de sus pares de la región. Antes del periodo electoral, por ejemplo, el EMBI+ y los CDS del Perú se negociaban en niveles bastante similares a los de Colombia y Brasil. A inicios de marzo, el Perú mantenía un nivel de riesgo incluso menor al de sus pares regionales. Actualmente, sin embargo, el EMBI+ y los CDS del Perú superan a los de Brasil y Colombia por 30pbs aproximadamente. Esto sugiere que, si bien los inversionistas mantienen mayor confianza en el devenir económico del Perú, éstos aún mantienen cautela y, por ello, le asignan riesgo político al país.

La decisión de política monetaria del BCR influyó positivamente en los bonos soberanos de menor plazo. En la semana, el soberano con mejor desempeño fue el que vence en el 2017. La tasa de este papel cayó 24pbs. Es posible que algunos inversionistas hayan aumentado su apetito por estos bonos luego que el BCR decidió, en su última reunión, mantener sin cambios su tasa de referencia en 4.25%. Al cierre de mayo, los principales tenedores de este papel fueron los bancos y los inversionistas no residentes. Es probable que estos mismos inversores hayan aumentado sus tenencias del soberano 2017 en la última semana. Por un lado, los bancos podrían haber comprado este papel con la

finalidad de calzar sus pasivos de mediano plazo. Por otro lado, los no residentes habrían aumentado su apetito por estos bonos ya sea con la finalidad de apostar por una apreciación del tipo de cambio en el corto plazo y/o esperando una caída en el rendimiento de estos papeles. El diferencial de tasas entre el soberano 2020 y el soberano 2017, por ejemplo, se ubica por debajo de su promedio histórico. El soberano 2017, por tanto, estaría relativamente subvaluado en comparación con el soberano 2020. La tasa del 2017, sin embargo, tendría poco espacio para caer dado que incorpora una prima por su baja liquidez y, además, continuaría afectado por los probables incrementos en la tasa de referencia del BCR.

La evolución de los bonos estadounidenses también influyó en el comportamiento de los bonos globales peruanos. En la semana, las tasas de los bonos del Tesoro cayeron ligeramente debido, sobre todo, a la preocupación por la desaceleración del crecimiento económico de EEUU. La disminución en los rendimientos de los bonos de EEUU, además, generó un mayor diferencial de tasas entre la deuda peruana y estadounidense. En este contexto, los inversionistas habrían percibido que este nivel de *spread* excedía la prima por riesgo político del Perú y, por ende, habrían aumentando su apetito por los bonos globales peruanos. Esto habría generado la disminución de las tasas de los globales peruanos en la última semana.

EVOLUCIÓN DE TASAS DE SOBERANOS (%)



Fuente y Elaboración: Estudios Económicos - Scotiabank

Resultado electoral y mercados externos afectaron al IGBVL

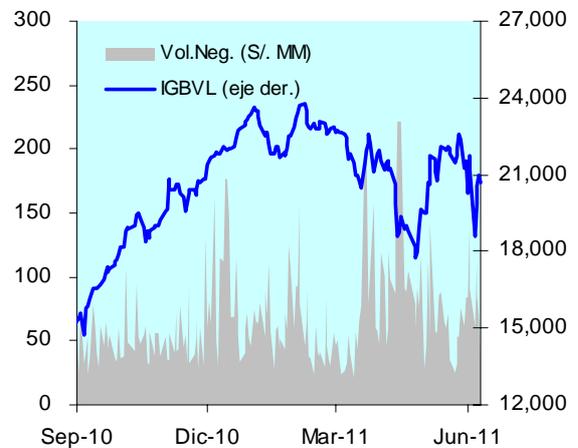
Estefany Castillo
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

El IGBVL cerró la semana con una pérdida de 2.7%. El comportamiento de la bolsa local estuvo influenciado sobre todo por los resultados electorales y, en menor medida, por el comportamiento de los mercados externos. En los próximos días, es probable que el desempeño de la bolsa local continúe reaccionando frente a estos mismos factores principalmente. En este sentido, el Índice General aún no definiría una dirección sino que más bien mantendría un comportamiento volátil.

El comportamiento de la bolsa limeña respondió, sobre todo, a la percepción de riesgo político. El pasado lunes, luego de conocerse el resultado de las elecciones, el IGBVL registró una caída de 12.4%. Los inversionistas – personas naturales principalmente – vendieron masivamente sus acciones debido a la preocupación sobre el devenir de la economía peruana en los próximos meses. A partir del pasado martes, sin embargo, la bolsa rebotó significativamente. Esto fue consecuencia de la mayor confianza en la política económica del próximo gobierno. Por un lado, tanto el Presidente electo como sus principales voceros dieron mensajes iniciales de carácter conciliador en materia económica. Por otro lado, las principales clasificadoras de riesgo afirmaron que no bajarían la calificación de la deuda peruana debido a la solidez macroeconómica que el Perú mantiene. La agencia S&P, incluso, manifestó que la calificación crediticia del Perú podría subir si el país continúa con políticas económicas prudentes. Si bien hubo un clima de cierto optimismo, los inversionistas aún mantienen su atención frente a las señales del próximo gobierno en torno a eventuales medidas de política económica. En este sentido, el mercado estará pendiente tanto de una eventual revisión del MILA y de la integración de las bolsas del Perú y Colombia (tal como lo han manifestado voceros de Gana Perú) como de las próximas designaciones de las principales autoridades económicas (ministro de economía y presidente del BCR).

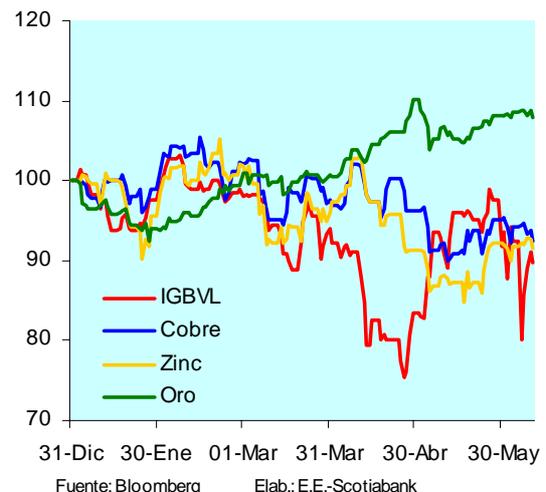
La evolución del mercado externo afectó el desempeño de la bolsa local. En la semana, los precios del cobre, zinc y oro cayeron 1.8%, 0.2% y 0.7%, respectivamente. El índice estadounidense Dow Jones, por su parte, cerró la semana con una pérdida de 1.6%. Los inversionistas continuaron reaccionando frente a la preocupación por el riesgo soberano de la Eurozona, la desaceleración del crecimiento de China y, sobre todo, la publicación de indicadores económicos débiles de EEUU. El pasado viernes, el índice Dow Jones cerró por debajo de su nivel de soporte psicológico de los 12,000 puntos. Desde el punto de vista técnico, si la bolsa estadounidense no rebota en el corto plazo, es posible que ésta continúe corrigiendo hasta los 11,600 puntos aproximadamente. Esta caída de las bolsas externas podría afectar – por un efecto contagio – el desempeño de la bolsa limeña. Ésta, adicionalmente, continuará correlacionada con el comportamiento de los metales industriales y preciosos.

IGBVL y MONTOS NEGOCIADOS EN RENTA VARIABLE

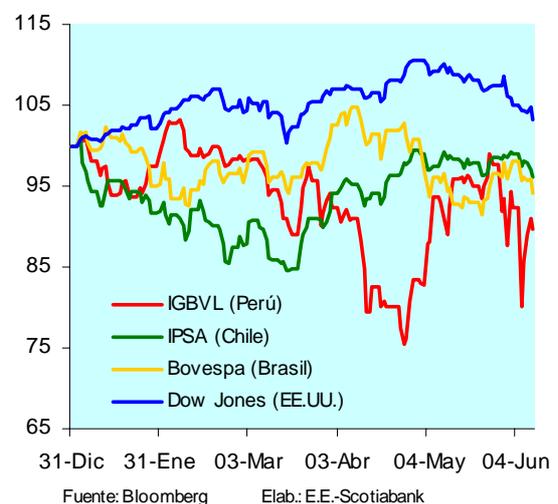


*No incluye montos diarios de negociación mayores a los S/. 250 MM
 Fuente: Economática, BVL. Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

IGBVL, COBRE, ZINC y ORO (base 100 = 31-12-2010)



IGBVL y BOLSAS INTERNACIONALES (base 100 = 31-12-2010)



ANEXOS ESTADÍSTICOS

CALENDARIO ECONÓMICO MUNDIAL

JUNIO 2011

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
	IPP (MoM) May-11 (EEUU) Ventas al por menor May-11 (EEUU) IPC (YoY) May-11 (RU)	Solicitudes de hipotecas MBA Jun-11 (EEUU) IPC (YoY) May-11 (EEUU) Producción industrial May-11 (EEUU) Eurozona prod. Ind.ssa (MoM) Abr-11 Desempleo registrado May-11 (RU)	Peticiones iniciales de desempleo '16 Jun-11 (EEUU) Construcciones iniciales May-11 (EEUU) La Fed de Philadelphia Jun-11 (EEUU) IPC Eurozona (YoY) May-11 Empleo Eurozona (YoY) 1Q	
13	14	15	16	17
IBGE IPC IPCA-15 (MoM) Jun-11 (Brasil) Encuesta ZEW (Clima económico) Jun-11 (Eurozona)	Solicitudes de hipotecas MBA Jun-11 (EEUU) Tasa de desempleo May-11 (Brasil) Órdenes nuevos Industriales Abr-11 (Eurozona) Minutas Banco de Inglaterra			Órdenes de bienes duraderos May-11 (EEUU) Consumo personal 1Q (EEUU)
20	21	22	23	24
PCE Central (YoY) May-11 (EEUU) Ingresos personales May-11 (EEUU) Actividad manif Fed Daltas Jun-11 (EEUU) FGV Confianza del consumidor Jun-11 (Brasil)	Confianza del consumidor Jun-11 (EEUU) PBI (YoY) 1Q (RU)	Solicitudes de hipotecas MBA Jun-11 (EEUU) Ventas pendientes de vivienda May-11 (EEUU) Clima empresarial Jun-11 (Eurozona) Confianza al consumo Jun-11 (Eurozona)	Peticiones iniciales de desempleo Jun-11 (EEUU)	
27	28	29	30	

JULIO 2011

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
				Confianza Univ. Michigan Jun-11 (EEUU) ISM manufacturero Jun-11 (EEUU) Ventas de Vehículos Jun-11 (EEUU) Producción industrial YoY May-11 (Brasil) Bal comercial (FOB) - mensual Jun-11 (Brasil) Tasa de desempleo May-11 (Brasil)
				1

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS				
	2008	2009	2010	2011 ^{1/}
Sector Real (Var. % real)				
Producto Bruto Interno	9.8	0.9	8.8	7.0
VAB Sectores Primarios	20.2	1.0	0.9	4.2
VAB Sectores No Primarios	10.4	0.8	10.4	7.5
Demanda Interna				
Consumo privado	12.3	-2.9	12.8	8.3
Inversión Privada ^{2/}	8.7	2.4	6.0	5.7
Inversión Privada ^{2/}	25.6	-15.2	22.1	15.2
PBI (US\$ miles de millones)	127.7	127.2	153.9	170.9
PBI per cápita (US\$)	4,403	4,310	5,224	5,734
Como % del PBI				
Inversión Bruta Fija	25.7	23.0	25.1	27.4
Privada ^{2/}	21.5	17.7	19.2	21.5
Pública	4.2	5.3	6.0	6.0
Exportaciones	27.6	24.0	25.7	23.5
Importaciones	26.9	20.4	22.8	23.0
Precios y tipo de cambio				
Inflación anual (%)	6.7	0.3	2.1	3.5
TC promedio (S/. por US\$)	2.92	3.01	2.83	2.75
Sector Externo (US\$ millones)				
Balanza en cuenta corriente	-4,723	386	-2,315	-3,924
(% del PBI)	- 3.2	0.2	- 1.5	- 2.3
Balanza Comercial	3,090	5,874	6,750	7,259
Exportaciones de bienes	31,529	26,885	35,565	40,955
Importaciones de bienes	28,439	21,011	28,815	32,627
Reservas Internacionales Netas	31,196	33,136	44,105	49,850
Flujo de RIN del BCRP	3,169	1,940	10,970	5,745
Sector Fiscal (% del PBI)				
Resultado Económico del SPNF	2.3	-1.9	-0.6	0.4

^{1/} Proyección. ^{2/} No incluye variación de existencias. Fuente: BCR y Estudios Económicos-Scotiabank

DISCLAIMER: Las opiniones, estimaciones, pronósticos, declaraciones y recomendaciones efectuadas en el presente reporte son producto de la investigación y estudio realizado por el autor sobre la base de información pública disponible. El presente informe no constituye asesoría en inversiones ni contiene, ni debe ser interpretado, como una oferta, una invitación o una recomendación para realizar cualquier acto jurídico respecto a cualquier valor mobiliario o producto financiero. Scotiabank Perú S.A.A. y sus subsidiarias no se responsabilizan por cualquier error, omisión o inexactitud que pudiera presentar el mismo ni por los resultados de cualquier decisión de inversión adoptada por un inversionista respecto de los valores o productos financieros que se analizan.



Mercado de Capitales

Hubert de la Feld Picard **Gerente General Adjunto** 211-6810

Estudios Económicos

Guillermo Arbe Carbonel	Gerente	211-6052
Pablo Nano Cortez	Macroeconomía / Análisis Sectorial / Regiones	211-6000 ax. 6556
Mario Guerrero Corzo	Monetaria / Precios / Bancos	211-6000 ax. 6557
Daniela Estrella Morgan	Economía Internacional	211-6000 ax. 6661
Estefany Castillo Ayllón	Renta Variable / Renta Fija	211-6000 ax. 6487
Erika Manchego Chavez	Minería / Commodities	211-6000 ax. 6558
James Paul Donayre	Asistente	211-6000 ax. 6851

Trading

Fernando Suito	Gerente Trading	202-2712
Luis Buckley	Trader de Renta Fija	211-6000 ax. 6570
Gianni Devercelli	Trader de Tipo de Cambio	211-6000 ax. 6570

Tesorería

Luis Felipe Flores	Gerente	211-6250
Enrique Pizarro	Head Trader	202-2721
Oscar Dasso	Trader de Inversiones	440-6460
Gladys Huamán	Trader Mesa de Dinero e Inversiones	440-9001
Erika Seminario	Dealer Mesa de Distribución	211-6000 ax. 6411
Katherina Centeno	Dealer Mesa de Distribución	211-6000 ax. 6411
Zoila Pardo	Dealer Mesa de Distribución	211-6000 ax. 6411
Catalina Sarda	Dealer Mesa de Distribución	211-6000 ax. 6411
Giannina Mostacero	Dealer Mesa de Distribución	211-6000 ax. 6411



Martin Palmer Bardales	Gerente General	
Julio Mavila Raaijen	Head Trader	441-2788
Juan Bruno Calle Mendez	Jefe Comercial	440-5137
Rosa Torres-Belón Cannon	Broker	211-5913
Paul Figueroa Mantero	Jefe de Research	211-6040



Aurelio Díaz	Gerente General	211-6726
Isaac Figueroa	Trader	202-2750