

Reporte Semanal

Departamento de Estudios Económicos

DEL 14 AL 18 DE NOVIEMBRE DEL 2011
Año 12 – Número 43

ENFOQUES DE LA SEMANA

ECONOMIA

- Tasa de referencia se mantendría estable por más tiempo
- Auge del consumo impulsa ventas de electrodomésticos
- Mercado del maíz con buenos fundamentos

RENTA FIJA

- Las emisiones corporativas aumentaron en octubre

RENTA VARIABLE

- La preocupación por Europa continuó marcando la pauta en los mercados bursátiles



Tasa de referencia se mantendría estable por más tiempo

Mario Guerrero
 Mario.Guerrero@scotiabank.com.pe

La persistencia de la inflación nos lleva a modificar nuestra percepción sobre el comportamiento futuro de la tasa de interés de referencia.

Por un lado, la turbulencia financiera y el riesgo de una desaceleración económica mundial hacen probable que los bancos centrales estimulen sus economías reduciendo sus tasas de interés (sesgo hacia la baja). De otro lado, la persistencia de la inflación ante los elevados precios de los *commodities*, hacen probable también que si la inflación empieza a afectar la formación de expectativas (por ejemplo si supera el 5%), el BCR opte por elevar su tasa de interés (sesgo al alza). En base a estos factores, consideramos que el balance de riesgos es ahora neutral.

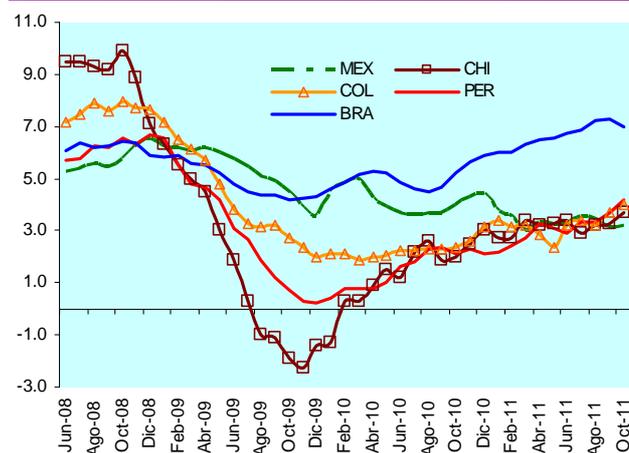
Esto significa que la tasa de interés de referencia podría mantenerse estable por un tiempo más prolongado. Con una inflación más alta la convergencia de la inflación hacia el rango meta podría tomar un tiempo más prolongado, de acuerdo a nuestros cálculos hacia la segunda mitad del 2012.

En su última reunión del 10 de octubre, el directorio del BCR mantuvo la tasa de interés de referencia en 4.25%, como esperaba el mercado, por sexto mes consecutivo, y dejó abierta la posibilidad de modificar su posición de política monetaria de persistir la desaceleración económica local y acentuarse los riesgos financieros internacionales.

Inflación con resistencia hacia la baja

En octubre el comportamiento de los precios estuvo afectado principalmente por los precios de los alimentos.

INFLACION EN AMERICA LATINA (Var.% 12m)

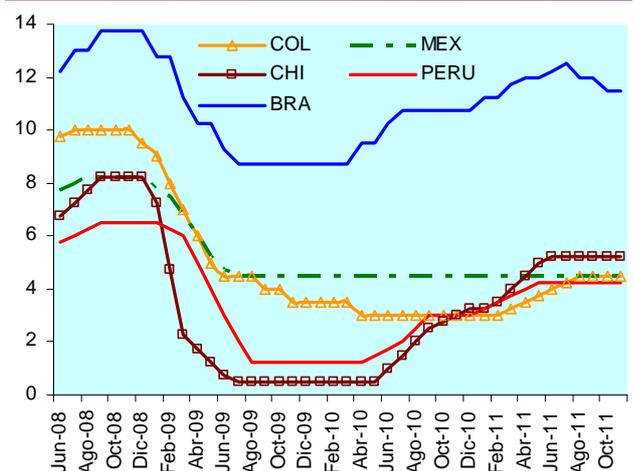


Fuente: Bloomberg, Estudios Económicos - Scotiabank

Esto sugiere que los choques externos aún continúan ejerciendo presión sobre los precios. A estas alturas se asumía que los precios de los alimentos vinculados a materias primas importadas estarían corrigiendo y eso no está sucediendo.

La corrección de precios de materias primas vinculadas a alimentos ha sido un escenario usualmente esperado por los bancos centrales en el pasado para sustentar la confluencia de la inflación hacia el rango meta. Hoy, la caída de los precios de los *soft-commodities* es más suave y se está demorando. A eso hay que agregar el rezago en la transmisión entre cambios en los precios internacionales y precios locales. La evidencia empírica sugiere que la sensibilidad es mayor hacia el alza que hacia la baja en estos precios. Si bien podría ser suficiente que estos precios sólo se estabilicen y no caigan, hay que tener en cuenta que la inflación en el mundo obedece al exceso de liquidez, y la probabilidad actualmente es que esta liquidez siga en aumento.

TASAS DE INTERES EN AMERICA LATINA (En %)



Fuente: Bloomberg, Estudios Económicos - Scotiabank

Nuestra previsión es que el ritmo anual de inflación continuará en aumento en noviembre (por el impacto del reajuste de precios de combustible) y diciembre (por factores estacionales). Este fenómeno no es sólo local, pues en general se observa un panorama de menor crecimiento mundial y persistente inflación. Países como Chile y Colombia también registran ritmos inflacionarios cercanos al 4%, producido por choques de oferta. Si bien el BCR ya había asimilado una inflación cercana a 4% para este año, una aceleración de la inflación hacia un 5% no había sido contemplada. Es probable que la inflación se aproxime a 5% durante el 1T12 antes de dar la vuelta.

En la visión del BCR, las expectativas de inflación permanecen ancladas para el 2012. La percepción del BCR es que la inflación será menor a 2.5% el próximo año, sobre la base que los incrementos de precios registrados en el 2011 ya no se repetirán. De acuerdo a la encuesta de expectativas macroeconómicas, la previsión de inflación para el 2012 entre analistas y ejecutivos del sistema financiero es de 2.6%. Nuestra proyección de inflación para el 2012 es de 2.8%, pero con un sesgo al alza. Esto se debe que el punto de partida sería más alto que el previsto.

La inflación está viniendo más alta que lo esperado, por lo que es posible que este año cierre más próxima a 4.8% que al 3.8% proyectado, por tanto va a demorar más en regresar al rango objetivo

Con una inflación cercana al 5% anual, aumentaría la preocupación por la formación de expectativas inflacionarias en un entorno de preocupación por la desaceleración económica mundial. Con ello las decisiones sobre las tasas de interés serían más complejas. Nuestro sesgo respecto de las tasas de interés es ahora neutral, al menos hasta el 1S12.

De persistir la inflación se abriría la posibilidad de un futuro aumento de las tasas de interés. Este escenario, aún de baja probabilidad, sería viable si los precios de las materias primas se mantienen presionados al alza. Ello sería posible si es que ante los mayores riesgos financieros internacionales se implementan nuevos programas agresivos de inyección de liquidez a EE.UU. y/o Europa (QE).

Sectores de demanda con crecimiento vigoroso

La inflación subyacente, que vincula el comportamiento de los precios en los cuales la política monetaria tiene impacto, registró un aumento de 0.28% en octubre, pasando de un ritmo anual de 3.4% en setiembre a 3.5%, mientras que la inflación sin alimentos y energía, indicador que refleja las presiones inflacionarias por el lado de la demanda, fue de 0.11%, un ritmo anual de 2.3%. Esto sugiere que ciertas presiones por el lado de la demanda empiezan poco a poco a tener un mayor protagonismo.

DECISIONES DE POLITICA MONETARIA (Países seleccionados)

	Set-09	Ultima	Var (p.p.)	Ult. decisión	Var (p.p.)
Productores de commodities					
Chile	0.50	5.25	475	26-Oct	sin cambios
India	4.75	8.50	375	25-Oct	+25pbs
PERU	1.25	4.25	300	11-Nov	sin cambios
Brasil	8.75	11.50	275	19-Oct	-50pbs
Israel	0.75	3.00	225	27-Oct	sin cambios
Tailandia	1.25	3.50	225	19-Oct	sin cambios
Australia	3.00	4.50	150	01-Nov	-25pbs
Corea	2.00	3.25	125	12-Oct	sin cambios
China	5.31	6.56	125	05-Jul	+25pbs
Noruega	1.25	2.25	100	22-Oct	sin cambios
Canada	0.25	1.00	75	25-Oct	sin cambios
Hungría	5.25	6.00	75	25-Oct	sin cambios
Colombia	4.00	4.50	50	31-Oct	sin cambios
Dinamarca	1.25	1.20	-5	03-Nov	-35pbs
Indonesia	6.50	6.50	0	11-Oct	-25pbs
Nueva Zelanda	2.50	2.50	0	18-Oct	sin cambios
México	4.50	4.50	0	14-Oct	sin cambios
Rusia	10.50	8.25	-225	28-Oct	sin cambios
Turquía	9.75	5.75	-400	20-Oct	sin cambios
Países desarrollados					
Eurozona	1.00	1.25	25	03-Nov	-25pbs
EE.UU.	0.25	0.25	0	02-Nov	sin cambios
Reino Unido	0.50	0.50	0	06-Oct	sin cambios
Japón	0.10	0.10	0	27-Oct	sin cambios
Suiza	0.75	0.25	-50	03-Ago	-50pbs

Fuente: Bloomberg, Estudios Económicos - Scotiabank

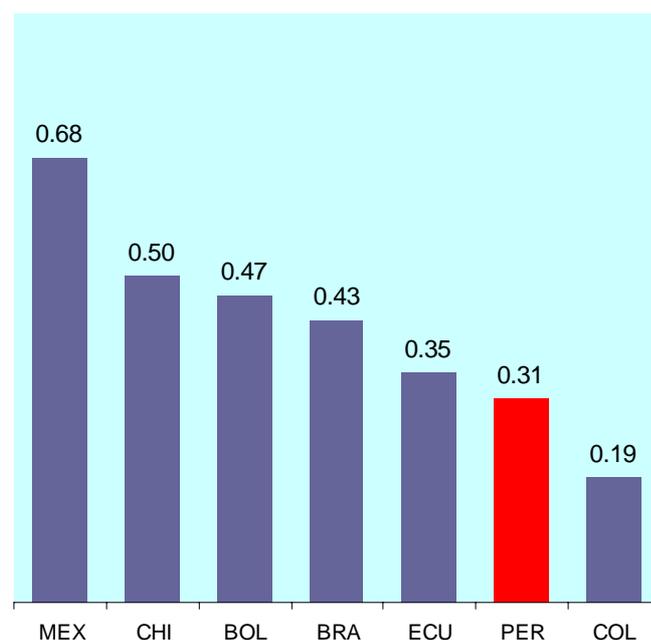
El BCR señaló que el ritmo de crecimiento se modera a tasas de expansión menores que las del primer semestre, algo ya previsto por el mercado. Las ventas de electricidad crecieron 8.3% en octubre, luego de un aumento de 9.2% en setiembre, mientras que las importaciones registraron un crecimiento de 16%, destacando el aumento de las compras de bienes de capital, vinculadas a la dinámica de la inversión privada. El sólido crecimiento de la demanda interna contribuiría a mantener una base de inflación algo más alta.

Se acentúa riesgo financiero internacional

En su comunicado, el BCR reiteró nuevamente que "los indicadores de actividad de la economía mundial muestran un menor crecimiento y persiste una elevada incertidumbre en los mercados financieros internacionales y su potencial efecto negativo sobre el crecimiento de la economía global".

Las tensiones financieras continúan, agravándose en el caso de Grecia y extendiéndose a Italia. En este contexto, algunos bancos centrales como Chile, Colombia, México, Canadá, Corea, Tailandia, Rusia, Hungría, Noruega, Turquía y Nueva Zelanda han optado también por dejar sin cambios sus tasa de interés, mientras que otros como Brasil, Australia, Indonesia, Dinamarca y el Banco Central Europeo, han optado por reducir sus tasas ante el temor de una mayor desaceleración mundial en el futuro. En los casos de Brasil y Australia la decisión también ha estado relacionada a contrarrestar las presiones apreciatorias sobre sus monedas. Sólo en el caso de la India, se elevaron las tasas ante las persistentes presiones inflacionarias.

INFLACION EN AMERICA LATINA: OCTUBRE 2011 (En %)



Fuente: Institutos de Estadística, Reuters, EE-Scotiabank

Auge del consumo impulsa ventas de electrodomésticos

Pablo Nano pablo.nano@scotiabank.com.pe
 Carlos Asmat carlos.asmat@scotiabank.com.pe

El mercado de electrodomésticos está segmentado en tres divisiones: línea blanca (refrigeradoras, lavadoras, cocinas, hornos microondas), línea marrón (equipos de audio y video como televisores, blu-ray, equipos de sonido, filmadoras, etc.) y pequeños electrodomésticos (licuadoras, planchas, ollas arroceras, cafeteras, aspiradoras, etc.).

La línea marrón representa el 63% del valor de venta del mercado de electrodomésticos, seguida de la línea blanca con el 29% y la línea de pequeños electrodomésticos con el 8%, según la consultora Tendencias y Actitudes.

Las ventas en el mercado de electrodomésticos presentan un comportamiento estacional, concentrándose básicamente en 3 campañas: Día de la Madre (mayo), Fiestas Patrias (julio) y Navidad (diciembre) -la más importante del año-.

En lo que se refiere a los canales de comercialización, las ventas de las cadenas especializadas concentran el 44% del mercado, las tiendas por departamento el 28%, los supermercados e hipermercados el 18%, los distribuidores -con presencia básicamente en provincias- el 8% y los informales el 2%, según Tendencias y Actitudes.

Las cadenas especializadas contaban con cerca de 280 locales a nivel nacional al cierre del 2010. A nivel desagregado destacan La Curacao (82 tiendas), Carsa (65), Tiendas Efe (58), Elektra (54), Mundogar (13) e Hiraoka (4). Además, se cuenta con las tiendas por departamento Saga, Ripley, Oeschle, Estilos; los supermercados Wong, Metro, Tottus, Plaza Veá; y los "home center" Maestro y Sodimac.

A nivel geográfico, es importante resaltar la creciente importancia que vienen alcanzando los mercados de provincia. Así, mientras que en el 2002 Lima concentraba el 65% de las ventas del mercado nacional y las provincias el 35%, durante el 2010 las ventas en provincias alcanzaron el 48% del total nacional (46% en el 2009).

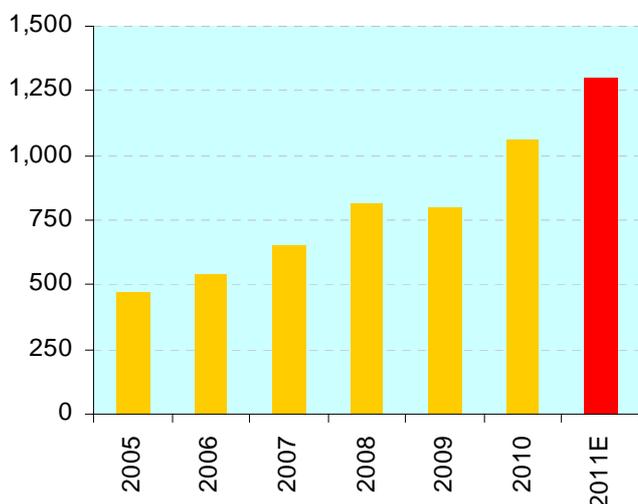
Alrededor del 55% de las compras de electrodomésticos a nivel nacional se realiza al contado y el otro 45% al crédito, según Financiera TFC. Dicha proporción es mayor en las regiones respecto de Lima debido a los menores niveles de bancarización.

Durante el 2010 las ventas de electrodomésticos a precios minoristas alcanzaron los US\$1,060 millones, mostrando un crecimiento de 32% respecto al 2009, según Total Artefactos -empresa que opera la cadena La Curacao-.

Por su parte, las importaciones de máquinas y aparatos de uso doméstico alcanzaron un récord de US\$764 millones en el 2010, mostrando un incremento de 59% respecto al 2009, según cifras de Sunat. Las principales importadoras fueron LG Electronics Perú con US\$164 millones (+77%), Samsung Electronics Perú con US\$93 millones, Sony Perú con US\$84 millones (+109%), Mabe Perú con US\$49 millones (+38%) y Panasonic Peruana con US\$43 millones (+44%).

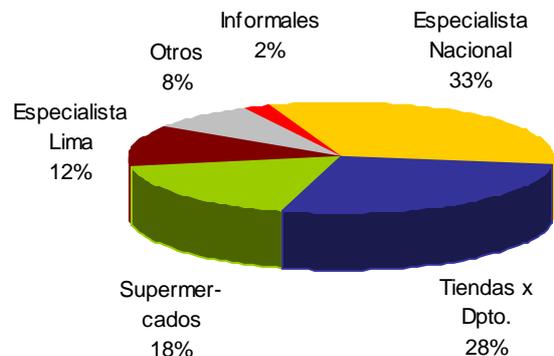
La evolución positiva de las ventas durante el 2010 estuvo sustentado en: i) el incremento del consumo privado -creció 6% en el 2010-, ii) el dinamismo del sector inmobiliario -que conlleva la implementación de las nuevas viviendas con electrodomésticos-, iii) la tendencia decreciente de los precios -en especial en la línea marrón- producto de la innovación tecnológica y la caída del tipo de cambio Sol/Dólar, iv) el aumento de la superficie de ventas -tanto de tiendas especializadas como de supermercados y tiendas por departamento-, v) la expansión del crédito de consumo -aumentó 14% durante el 2010- y vi) la realización de la Copa del Mundo de Fútbol que impulsó la venta de televisores.

VENTAS MERCADO DE ELECTRODOMÉSTICOS (En millones de dólares)



Fuente: Total Artefactos, Estudios Económicos-Scotiabank

VENTAS DE ELECTRODOMÉSTICOS POR CANAL (Año 2010, porcentaje del total)



Fuente: Tendencia y Actitudes. Elab. Estudios Económicos-Scotiabank

Perspectivas

Durante el 2011 las ventas de electrodomésticos a familias bordearían los US\$1,300 millones, lo que representarían un crecimiento de alrededor de 20% respecto al 2010, según nuestros estimados.

Dicho estimado se sustenta en la mejora de los ingresos de la población -el consumo crecería 6% en el 2011-, en el mayor acceso al crédito -los préstamos de consumo aumentarían 17% en el 2011-, en el dinamismo del sector inmobiliario -que genera una demanda por el por equipamiento de las nuevas viviendas- en la tendencia a la baja de los precios -producto de la innovación tecnológica-, en el lanzamiento de nuevos modelos de televisores -como el Smart TV- que impulsaría la línea marrón y en el incremento de la superficie de ventas -en especial en provincias-.

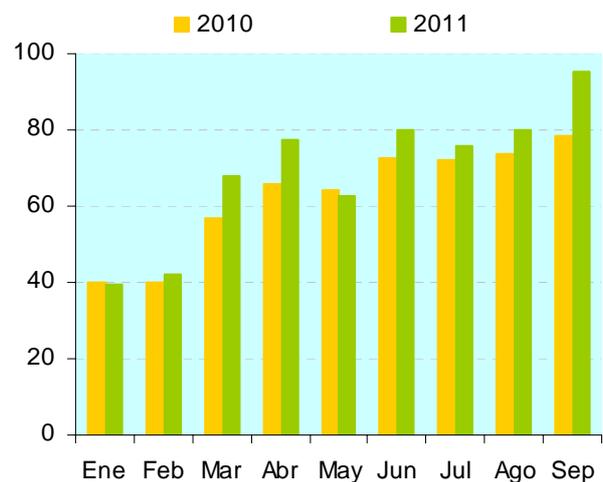
En lo que se refiere a la superficie de ventas, prevemos que continúe el dinamismo de la inauguración de nuevos locales, en especial en el interior del país. Cabe anotar que las ventas a través de supermercados y tiendas por departamento vienen creciendo en mayor medida que las cadenas de tiendas especializadas, lo que viene generando una paulatina pérdida de participación de mercado de estas últimas. Así, mientras en el 2006, el 50% de las ventas de electrodomésticos eran canalizadas a través de las cadenas especializadas, en el 2010 dicho porcentaje alcanzó el 44%.

En lo que se refiere a la línea marrón, se espera que televisores LED -que permiten un mayor ahorro de energía- continúen ganando participación frente a los LCD -debido a la menor diferencia de precios- mientras que las ventas de CRT se reducirían progresivamente debido a la obsolescencia de su tecnología -sólo representarían el 30% de las ventas de televisores en el 2011-. Asimismo, los Smart TV fueron lanzados al mercado a mediados de año y se espera que las ventas alcancen las 60 mil unidades. Asimismo, el retorno de la marca japonesa Sharp acentuará la competencia en el mercado de televisores, en especial en los de mayor tamaño. De otro lado, se estima un importante crecimiento en las ventas de reproductores Blu-ray, los cuales duplicarían las ventas alcanzadas en el 2010.

En lo que se refiere a la línea blanca, se prevé que el dinamismo inmobiliario continúe impulsando la demanda de refrigeradoras, cocinas y lavadoras para implementar los nuevos departamentos. Otro factor que contribuiría sería la tendencia decreciente de los precios, tanto por innovación tecnológica como por los TLC suscritos con países como China, Corea y Japón. Así, por ejemplo, desde fines del 2010 las lavadoras importadas de China no pagan el arancel de 17% vigente para otros países.

En la línea de pequeños electrodomésticos se espera una mayor competencia debido al ingreso de nuevas marcas como Récord -productora local de enseres de cocina- así como el retorno de marcas como la estadounidense Sunbeam.

**IMPORTACIONES DE ELECTRODOMÉSTICOS
(En millones de dólares)**



Fuente: Sunat Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

Mercado del maíz con buenos fundamentos

Erika Manchego
erika.manchego@scotiabank.com.pe

En el 2011 el maíz ha sido uno de los *commodities* agrícolas que han tenido incrementos significativos en sus precios. A noviembre, el precio del maíz ha subido 23% respecto a su precio de hace un año. Incluso, el 10 de junio marcó un récord histórico de 7.89 US\$/bushel, en un contexto de menores previsiones de oferta como efecto de condiciones climáticas adversas generadas por el Fenómeno de La Niña.

Si bien, durante el primer semestre del 2011, las principales instituciones internacionales encargadas de monitorear el clima: la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica de EEUU (NOAA, por sus siglas en inglés) y la Oficina de Meteorología australiana señalaban la desaparición del Fenómeno de La Niña para el segundo semestre, éste ha regresado con una intensidad moderada y posiblemente más débil que en el periodo 2010/11. Precisamente en el periodo 2010/11, este fenómeno afectó la producción de los dos principales exportadores de maíz a nivel mundial, EEUU y Argentina, respectivamente.

En las últimas semanas, las condiciones climáticas han mejorado en Argentina, permitiendo elevar sus proyecciones de producción, inventarios y exportaciones. Sin embargo, el clima continúa siendo adverso en EEUU con una sequía que lo llevaría a su menor producción en tres años.

Mercado fundamental

Para el periodo 2011/12, el Departamento de Agricultura de EEUU (USDA, por sus siglas en inglés) ha proyectado que por tercer año consecutivo el consumo mundial sería mayor que la producción mundial, llevando a los inventarios mundiales a su nivel más bajo desde 1995/96. Este desbalance es resultado de lo que sería una menor producción en EEUU en 2011/12, a pesar del probable incremento de 29%, respecto al periodo anterior, en la producción de maíz argentina.

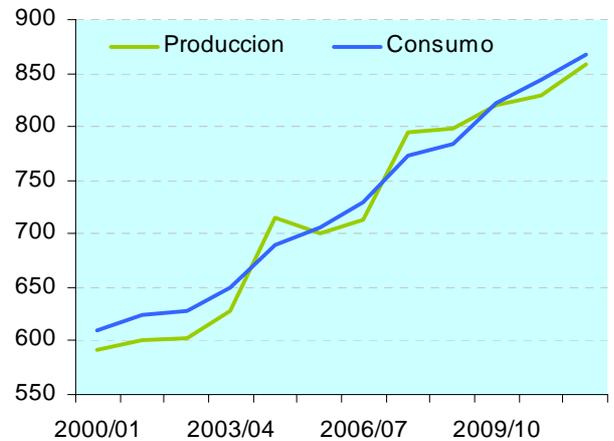
Aunque EEUU y Argentina son importantes productores de maíz en el mundo, la participación de cada uno es muy diferente. Mientras EEUU produce 38% de la producción mundial, Argentina sólo produce 3%. Sin embargo, la producción de ambos es muy importante para la demanda mundial porque sus exportaciones representan el 66% de las exportaciones mundiales de maíz, contribuyendo EEUU con 50% y Argentina con 16%.

Así, una menor producción de EEUU se traduciría en menores exportaciones. Además, el aumento en el consumo de maíz para la fabricación de etanol en EEUU también está disminuyendo el volumen disponible para la exportación. Ambos factores han originado una tendencia decreciente en el volumen de las exportaciones de maíz estadounidenses.

Pero, según USDA, a pesar de una caída aproximada de 9% en las exportaciones de EEUU para el 2011/12, las exportaciones mundiales tendrían un incremento de 3% favorecidas por la recuperación de Argentina y Ucrania. Principalmente, la recuperación en la producción de estos países es la que sostendría la oferta en los próximos meses. Sin embargo, no sería suficiente para cubrir la demanda.

SEMANA DEL 14 AL 18 DE NOVIEMBRE DEL 2011

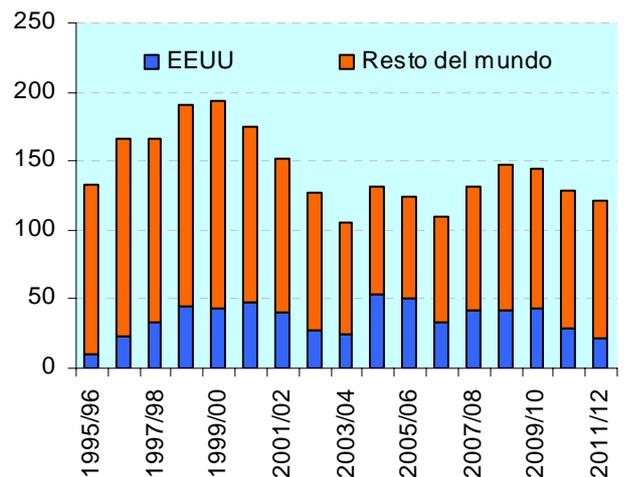
PRODUCCION Y CONSUMO MUNDIAL DE MAÍZ (Millones de TM)



Fuente: USDA

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

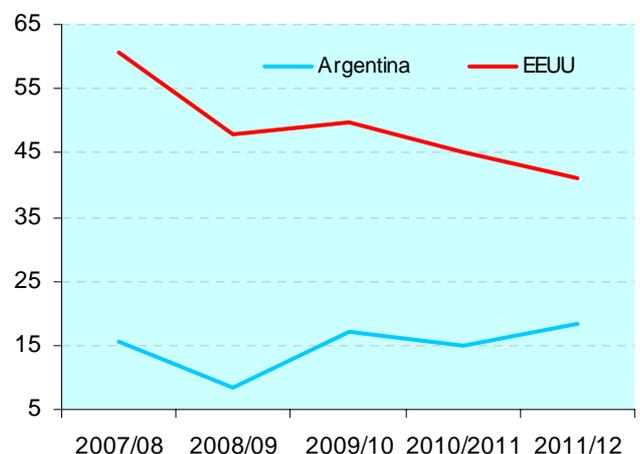
INVENTARIOS DE MAÍZ (Millones de TM)



Fuente: USDA

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

EXPORTACIONES DE MAÍZ (Millones de TM)



Fuente: USDA

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Los principales consumidores de maíz en el mundo son EEUU y China con participaciones de 34% y 21%, respectivamente. Pero, mientras EEUU se puede abastecer internamente, China tiene que importar el maíz de otros países. El incremento del consumo chino de maíz en los últimos tres años ha crecido a una tasa promedio de 7%, mientras que su producción solo creció 4%, convirtiendo a China en un importador cada vez más importante de maíz.

El mayor poder adquisitivo de China, y otros países emergentes, está cambiando sus hábitos de consumo generando una mayor demanda por carnes. Dado que el maíz es un insumo para la producción de alimento para animales, su demanda también aumenta.

Por otro lado, el factor climático también está afectando la producción mexicana. México, uno de los principales importadores de maíz en el mundo, está atravesando un periodo de sequías en algunas zonas productoras, lo que ha llevado a USDA a proyectar un incremento en las importaciones mexicanas de maíz en 23%, respecto al año anterior.

En conclusión, el mercado fundamental de maíz permanecerá ajustado en los próximos meses. Las mayores cosechas en Argentina y Ucrania no serían suficientes para compensar la menor producción de EEUU y hacer frente a la mayor demanda. Esto, considerando que el Fenómeno de La Niña no sería tan fuerte como el año anterior. Una mayor intensidad de este fenómeno podría empeorar las condiciones actuales haciendo mucho más ajustado este mercado y dándole un mayor impulso a la subida del precio.

Por otro lado, el riesgo es que una desaceleración de la economía mundial mayor a la esperada pueda afectar el crecimiento de la demanda, limitando la subida del precio.

Mercado financiero

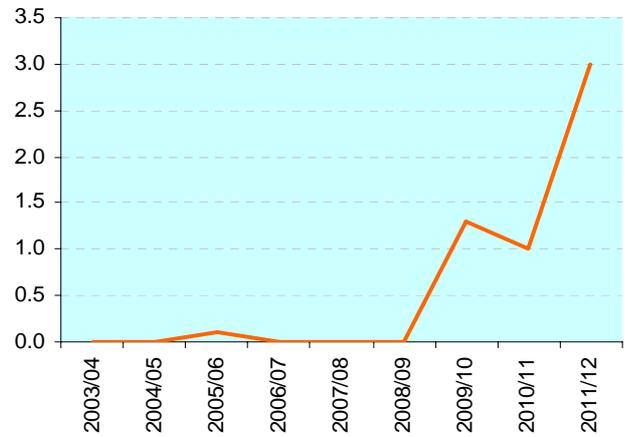
Los buenos fundamentos del mercado físico del maíz hacen que este mercado sea propenso a la entrada de capitales de corto plazo que apuestan a la subida del precio.

Sin embargo, a pesar de los buenos fundamentos, en octubre, los contratos que apostaban a una subida del precio cayeron a su nivel más bajo del año. Por un lado, por el nerviosismo de los inversionistas que anticipaban una crisis en la Eurozona y que llevó a los flujos a buscar liquidez saliendo de otros activos sin importar sus fundamentos; y por otro lado por expectativas de una menor demanda mundial que también afectaría a los *commodities* agrícolas.

Ahora que la calma ha regresado a los mercados, al menos en el corto plazo, es probable que aquellos inversionistas que habían estado saliendo de sus posiciones largas (apuestas a que el precio va subir) vuelvan a posicionarse. De hecho, después de haber caído tanto, hay un margen relativamente grande para incrementar las posiciones largas.

El precio del maíz, que por sus buenos fundamentos ya tiene una tendencia al alza, podría tener una subida más pronunciada rápidamente por la acción de los mercados financieros

CHINA: IMPORTACIONES DE MAÍZ (Millones de TM)



Fuente: USDA Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

MAÍZ: PRECIO VS POSICIONES NETAS NO COM. (Izq.: US\$/bushel, der.: miles de contratos)



Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

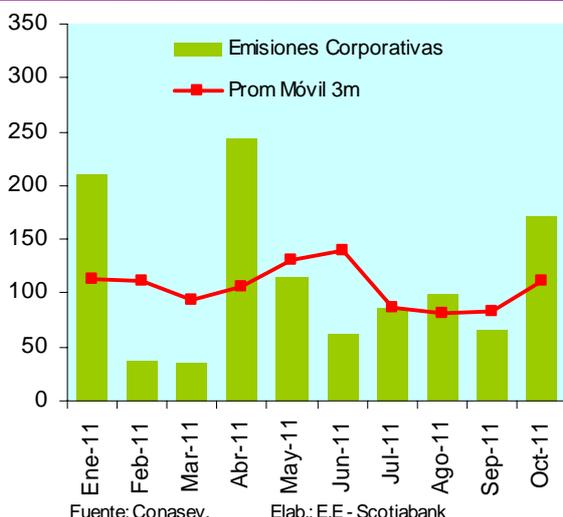
Las emisiones corporativas aumentaron en octubre

Estefany Castillo
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

Las emisiones corporativas ascendieron a US\$ 171 millones en octubre. Esta cifra fue considerablemente mayor a la registrada en setiembre (US\$ 65.5 millones). Asimismo, entre enero y octubre, las emisiones corporativas alcanzaron los US\$ 1,124.2 millones. Este monto superó en 11.5% al volumen colocado en el mismo periodo del 2010. El repunte de las emisiones corporativas en octubre habría sido consecuencia, principalmente, de la mejora en las condiciones de mercado. En este sentido, la menor aversión al riesgo en los mercados externos generó una disminución en el costo de fondeo en el mercado de capitales local.

El mercado primario de deuda corporativa repuntó en octubre. Por un lado, las empresas mantuvieron su demanda de fondeo dado el actual dinamismo de la actividad económica del país. Por otro lado, la menor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales tuvo un impacto positivo en el mercado primario de renta fija. Los canales de transmisión fueron dos: i) la disminución de las tasas de la deuda soberana (las cuales sirven de referencia para el costo de la deuda corporativa) y ii) los menores *spreads* por riesgo crediticio que los inversionistas exigieron a las emisiones de deuda empresarial. El costo de fondeo en el mercado local, por tanto, disminuyó en octubre. Esto habría generado una mayor preferencia por las emisiones de deuda como fuente de fondeo. Adicionalmente, es posible que el volumen de emisiones corporativas de octubre refleje parte de la demanda de financiamiento que hubo en setiembre. En este mes, algunas empresas se abstuvieron de emitir deuda debido al complicado entorno internacional que predominó en este periodo. Con la mejora de las condiciones de mercado en octubre, estas empresas habrían salido a obtener fondeo en el mercado de renta fija local.

EMISIONES CORPORATIVAS (US\$ millones)



EMISIONES CORPORATIVAS EN OCTUBRE

Emisor	US\$ MM	S/. MM	Años	Tasa
Telefónica del Perú		59.3	5.0	6.19%
Mibanco		40.6	1.0	4.93%
Edyficar		40.0	10.0	8.16%
Rash Perú		3.0	0.3	5.30%
Banco Falabella		30.0	1.0	5.00%
Corp. Miski	0.5		0.5	9.00%
Rash Perú		3.0	0.5	5.33%
Luz del Sur		54.4	7.0	6.66%
Luz del Sur		27.2	10.0	7.09%
COFIDE		30.0	3.0	5.60%
Ferreyros	18.2		5.0	5.75%
BCP		128.0	5.0	6.22%

Fuente: Emisores Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

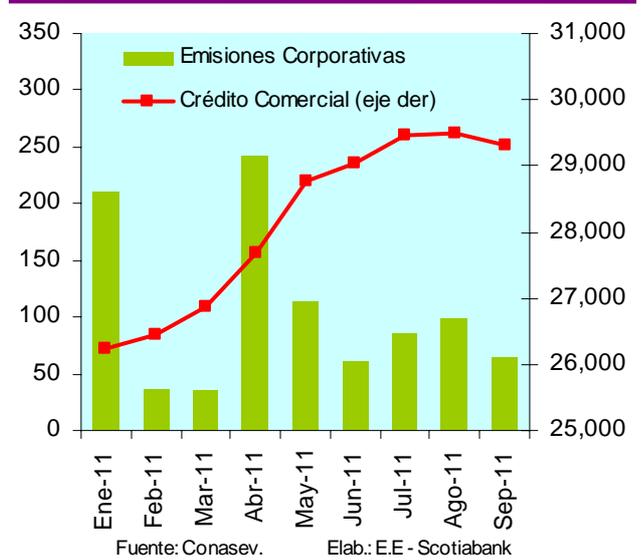
En octubre, la mayoría de emisiones fueron de mediano plazo y denominadas en soles. En el mes, sólo hubo dos emisiones en dólares: los bonos corporativos de Ferreyros y los papeles comerciales de Corp. Miski. De otro lado, Telefónica del Perú, Mibanco, Edyficar, Rash Perú, Banco Falabella, Luz del Sur, Banco de Crédito y Cofide colocaron deuda en soles. Las empresas habrían obtenido deuda en la misma divisa en la que obtienen sus ingresos. De esta manera, éstas habrían mantenido el calce entre sus activos y pasivos. Adicionalmente, a diferencia de meses anteriores, en octubre el 77% de las emisiones tuvieron plazos mayores o iguales a los 5 años. Esto sugiere que las empresas habrían emitido deuda con la finalidad, sobre todo, de financiar proyectos de inversión, mejorar su estructura de deuda y/o, en el caso de empresas financieras, fondar (o calzar) sus colocaciones de largo plazo.

Por el lado de la demanda, los inversionistas más activos fueron los Fondos del Gobierno y las AFPs. Éstos se adjudicaron el 26% y 25%, respectivamente, del total colocado en octubre. La mayor participación de estos inversionistas estaría asociada a su política de inversiones: tanto las AFPs como los Fondos del Gobierno invierten en deuda de mediana y larga duración principalmente. Los Fondos Mutuos, por su parte, se adjuntaron el 17% del total colocado en el mes. Estos inversionistas típicamente demandan deuda de corto plazo. En octubre, sin embargo, los Fondos Mutuos participaron también en subastas de emisiones de mediana y larga duración. Esto reflejaría, por un lado, su menor aversión al riesgo y, por otro lado, su necesidad de rentabilizar sus saldos de liquidez.

Los *spreads* por riesgo crediticio disminuyeron en octubre. El mayor optimismo que predominó en los mercados externos generó una disminución en la percepción de riesgo en los inversionistas locales. Éstos, por tanto, exigieron menores *spreads* por riesgo crediticio a la deuda corporativa. Por ejemplo, el pasado 25 de octubre, Luz del Sur emitió bonos corporativos AAA en soles y a un plazo de 7 años. La tasa de colocación y el *spread* ascendieron a 6.66% y 148pbs, respectivamente. El 1 de setiembre, sin embargo, Scotiabank colocó deuda de similares características y, en esta oportunidad, tanto la tasa de colocación (6.78%) como el *spread* por riesgo crediticio (162pbs) fueron mayores.

En los próximos meses, la evolución de las emisiones corporativas dependerá sobre todo del costo de financiamiento en el mercado de capitales local. En lo que resta del año, es posible que los inversionistas continúen demandando fondos dado el dinamismo de la actividad económica del país. La evolución del mercado primario de renta fija dependería, por tanto, del costo de la emisión de deuda corporativa. En la medida en que éste sea tan o más atractivo que el financiamiento bancario, es probable que el mercado primario de deuda corporativa mantenga su dinamismo. El costo de fondeo en el mercado de capitales local, sin embargo, estará correlacionado, en gran medida, con la percepción de riesgo que predomine en los mercados externos. En este sentido, un riesgo es que la elevada volatilidad de los mercados financieros internacionales afecte el desempeño del mercado de renta fija local.

EMISIONES CORPORATIVAS y CRÉDITO COMERCIAL (US\$ millones)



La preocupación por Europa continuó marcando la pauta en los mercados bursátiles

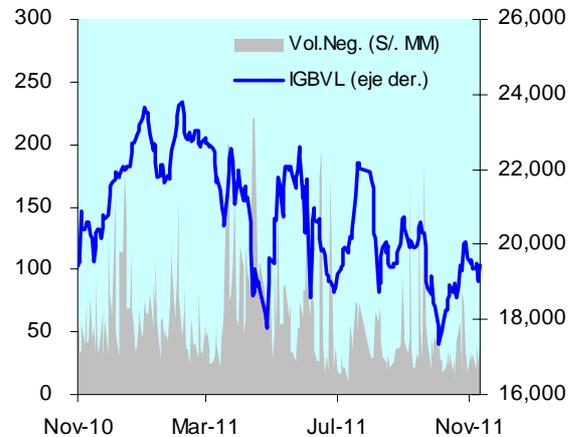
Estefany Castillo
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

El IGBVL registró una ganancia de 0.4%. De esta manera, el Índice General cerró la semana prácticamente sin cambios. El desempeño de la bolsa limeña estuvo alineado, en gran medida, con la evolución de los mercados financieros internacionales. Éstos, a su vez, mantuvieron un comportamiento bastante volátil y respondieron, principalmente, al continuo flujo de noticias provenientes de la Eurozona. En la semana, los índices estadounidenses Dow Jones y S&P 500 subieron 1.4% y 0.8%, respectivamente. Los precios del cobre y del zinc, sin embargo, registraron pérdidas semanales de 3.0% y 1.5%, respectivamente. Finalmente, en lo que respecta al oro, el precio de este metal precioso subió 1.9% en la semana.

La incertidumbre en torno a la crisis de la Eurozona marcó la pauta en los mercados bursátiles. En la semana, el foco de atención se centró en Italia. El ruido político proveniente de este país – luego que Silvio Berlusconi manifestó que renunciaría luego de la aprobación de un paquete de medidas de austeridad – afectó de manera importante a los mercados. El canal de transmisión fue el costo de financiamiento de Italia. El pasado miércoles, los índices bursátiles a nivel mundial cayeron significativamente luego que el costo de endeudamiento en Italia superó el 7%. Este nivel de tasa es conocido como un “punto de no retorno” puesto que otros países (como Grecia, Portugal e Irlanda) se vieron forzados a pedir un rescate luego que sus tasas subieron por encima de este nivel. El pasado jueves, sin embargo, la calma regresó (aunque parcialmente) a los mercados luego que Italia colocó deuda y que se especuló que el Banco Central Europeo (BCE) estaba comprando bonos italianos. Adicionalmente, el pasado viernes, las bolsas subieron luego que el Senado de Italia aprobó medidas de austeridad. De otro lado, una noticia positiva proveniente de la Eurozona fue el nombramiento de Lucas Papademos (ex vicepresidente del BCE) como Primer Ministro de Grecia. Este anuncio generó confianza entre los inversionistas. Finalmente, la especulación en torno a un posible recorte de la calificación crediticia de Francia (que actualmente se mantiene en AAA) generó cierto nerviosismo en los mercados y, probablemente, continúe generando ruido en el corto plazo.

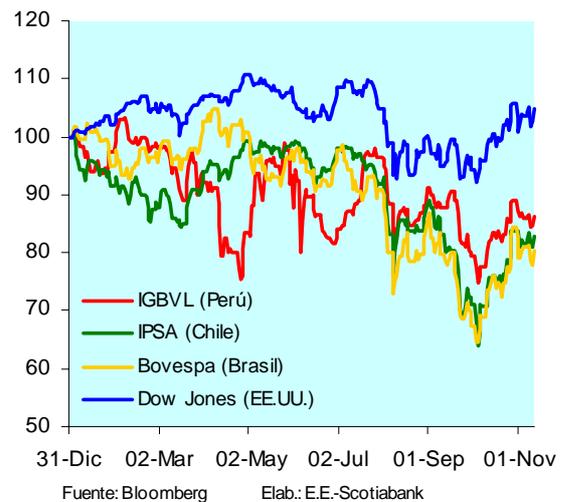
En los próximos días, el comportamiento de la bolsa limeña continuará correlacionado con la evolución de los mercados externos. En este sentido, es probable que la evolución de la crisis de deuda de la Eurozona continúe marcando la pauta en los mercados bursátiles. De otro lado, localmente, los volúmenes negociados en las dos últimas semanas se han mantenido en niveles bastante bajos. En lo que va del mes, el promedio diario de negociación en renta variable ascendió a sólo S/.30 millones. En noviembre del 2010, por ejemplo, el volumen de negociación diaria se ubicó en los S/.53 millones en promedio. De otro lado, desde el punto de vista técnico, el IGBVL continúa sin definir una dirección clara. En este contexto, es probable que el Índice General fluctúe entre los 18,500 y 20,000 puntos en el corto plazo.

IGBVL y MONTOS NEGOCIADOS EN RENTA VARIABLE



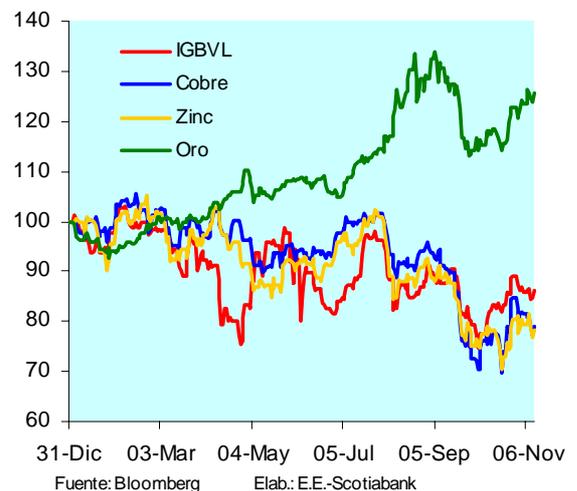
*No incluye montos diarios de negociación mayores a los S/. 250 MM
 Fuente: Economática, BVL. Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

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



Fuente: Bloomberg Elab.: E.E.-Scotiabank

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



Fuente: Bloomberg Elab.: E.E.-Scotiabank

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS				
	2009	2010	2011 ^{1/}	2012 ^{1/}
Sector Real (Var. % real)				
Producto Bruto Interno	0.9	8.8	6.4	5.5
VAB Sectores Primarios	1.0	0.9	3.0	3.7
VAB Sectores No Primarios	0.8	10.4	7.0	5.8
Demanda Interna	-2.9	12.8	7.6	6.0
Consumo privado	2.4	6.0	6.0	5.2
Inversión Privada ^{2/}	-15.2	22.1	11.3	8.0
PBI (US\$ miles de millones)	127.2	153.9	173.3	195.2
PBI per cápita (US\$)	4,310	5,224	5,815	6,477
Como % del PBI				
Inversión Bruta Fija	23.0	25.1	26.1	27.2
Privada ^{2/}	17.7	19.2	20.3	21.1
Pública	5.3	6.0	5.8	6.1
Exportaciones	24.0	25.7	25.4	25.6
Importaciones	20.4	22.8	23.4	23.4
Precios y tipo de cambio				
Inflación anual (%)	0.3	2.1	3.8	2.7
TC promedio (S/. por US\$)	3.01	2.83	2.75	2.65
TC Fin de periodo (S/. por US\$)	2.89	2.81	2.68	2.63
Sector Externo (US\$ millones)				
Balanza en cuenta corriente	386	-2,315	-4,335	-5,034
(% del PBI)	0.2	- 1.5	- 2.5	- 2.6
Balanza Comercial	5,874	6,750	7,364	7,860
Exportaciones de bienes	26,885	35,565	44,435	47,687
Importaciones de bienes	21,011	28,815	37,071	39,827
Reservas Internacionales Netas	33,136	44,105	49,982	52,601
Flujo de RIN del BCRP	1,940	10,970	5,877	2,619
Sector Fiscal (% del PBI)				
Resultado Económico del SPNF	-1.9	-0.5	1.2	1.0

^{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.



Banca Corporativa y Comercial

Stephen Bagnarol *Gerente General Adjunto* 211-6810

Estudios Económicos

Guillermo Arbe Carbonel	Gerente	211-6052
Pablo Nano Cortez	<i>Macroeconomía / Análisis Sectorial / Regiones</i>	211-6000 ax. 16556
Mario Guerrero Corzo	<i>Monetaria / Precios / Bancos</i>	211-6000 ax. 16557
Daniela Estrella Morgan	<i>Economía Internacional</i>	211-6000 ax. 16661
Estefany Castillo Ayllón	<i>Renta Variable / Renta Fija</i>	211-6000 ax. 16487
Erika Manchego Chavez	<i>Minería / Commodities</i>	211-6000 ax. 16558
Carlos Asmat de la Cruz	<i>Sectores No Primarios</i>	211-6000 ax. 16853
James Paul Donayre	<i>Asistente</i>	211-6000 ax. 16851

Tesorería

Luis Felipe Flores	Gerente	211-6250
Enrique Pizarro	<i>Head Trader Mesa de Dinero e Inversiones</i>	202-2721
Oscar Dasso	<i>Trader de Inversiones</i>	440-6460
Gladys Huamán	<i>Trader Mesa de Dinero e Inversiones</i>	440-9001
Juan Manuel Meneses	<i>Head Trader Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16411
Erika Seminario	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16411
Katherina Centeno	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16411
Zoila Pardo	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16411
Catalina Sarda	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16411
Giannina Mostacero	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16411

Trading

Fernando Suito	Gerente	202-2712
Luis Buckley	<i>Trader de Renta Fija</i>	211-6000 ax. 16570
Gianni Devercelli	<i>Trader de Tipo de Cambio</i>	211-6000 ax. 16570



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



Aurelio Díaz	Gerente General	211-6726
Paul Rebolledo	<i>Gerente de Inversiones</i>	211-6000 ax. 16201
Isaac Figueroa	<i>Trader</i>	202-2750