

# Reporte Semanal

Departamento de Estudios Económicos

DEL 19 AL 23 DE SETIEMBRE DEL 2011  
Año 12 – Número 35

## ENFOQUES DE LA SEMANA

### ECONOMIA

- Sectores primarios impulsan el PBI en julio
- Actividad crediticia mantiene su dinamismo
- Ventas de vehículos nuevos marcarían récord en el 2011
- “La Niña” estaría de regreso

### RENTA FIJA

- Toma de ganancias y contexto externo afectaron a los bonos peruanos

### RENTA VARIABLE

- El riesgo soberano en la Eurozona marcó la pauta en los mercados bursátiles



## Sectores primarios impulsan el PBI en julio

Pablo Nano  
pablo.nano@scotiabank.com.pe

El Producto Bruto Interno (PBI) registró un crecimiento de 6.5% en julio, acumulando una expansión de 7.5% entre enero y julio y de 8.3% en los últimos 12 meses finalizados en julio, según datos oficiales del INEI.

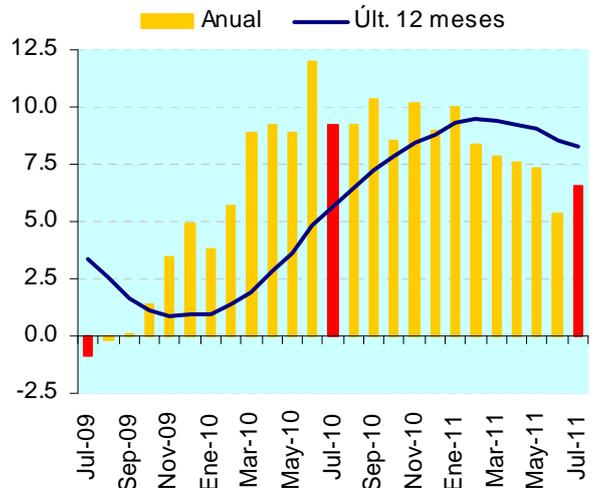
El resultado de julio fue mayor al 5.3% de junio y se situó por encima del 6.1% estimado por nosotros y por el promedio de analistas. Esta aceleración respecto del mes previo se explicó principalmente por:

- **Una mayor contribución de los sectores primarios.** Estos sectores crecieron 6.8% en conjunto -la mayor tasa de los últimos tres meses (ver gráfico)- y contribuyeron con 1.1 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento del mes, comparado con los -0.2 p.p. de junio.
- **La continuidad del dinamismo de los sectores vinculados al consumo privado.** Tanto los sectores de Comercio como Servicios mantuvieron tasas de crecimiento por encima del promedio de la actividad económica, reflejando que la confianza de los consumidores no se vio mayormente afectada por el ciclo electoral.
- **Un efecto estadístico menos adverso.** El PBI creció 12.0% en junio -la mayor tasa mensual del 2010- versus el 9.2% de julio del 2010, por lo que la base de comparación fue relativamente menor.

### Evolución del PBI en julio

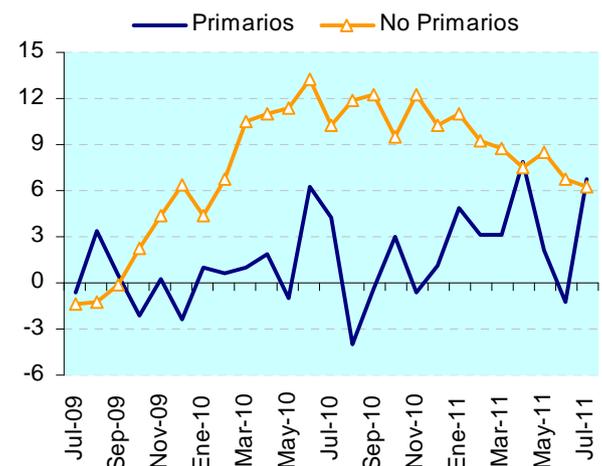
- El sector *Pesca* (+75.8%) fue el que lideró el crecimiento en julio gracias a la mayor captura de anchoveta -en el litoral sur- y de especies para consumo humano -jurel y caballa-. Esto benefició indirectamente a la *Manufactura Primaria* (+11.6%) pues la disponibilidad de insumos permitió una mayor producción de harina y congelado de pescado.
- El sector *Comercio* (+8.5%) continuó siendo impactado positivamente por la mejora en los ingresos de la población, el mayor acceso al crédito de consumo y el aumento de la superficie de ventas, en especial en el comercio minorista. Cabe anotar que las ventas por la campaña de Fiestas Patrias fueron superiores a las del 2010.
- El sector *Servicios* (+8.0%) fue impulsado por el dinamismo del rubro Transporte y Comunicaciones, debido al aumento del tráfico aéreo de pasajeros y de telefonía móvil. También resaltó el rubro de Servicios Prestados a Empresas, en particular la mayor actividad de servicios de informática.
- La *Manufactura No Primaria* (+2.6%) mostró por segundo mes consecutivo un bajo nivel de actividad. Esta evolución fue explicada por la caída de industrias vinculadas a la demanda externa -como la Textil- y al sector construcción -como cemento, ladrillos, azulejos y mayólicas-. Esto último estuvo en línea con la evolución del sector *Construcción* (-2.9%), que cayó por segundo mes consecutivo, afectado por la menor inversión pública -en especial de gobiernos regionales y locales- así como por la desaceleración de la inversión privada -afectada por el ciclo electoral-.

## PRODUCTO BRUTO INTERNO (Variación % anual y últimos 12 meses)



Fuente: INEI Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

## PBI PRIMARIO Y NO PRIMARIO (Variación porcentual anual)



Fuente: BCR, Estudios Económicos-Scotiabank

## PBI JULIO: APORTE POR SECTORES (En puntos porcentuales)



Fuente: INEI Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

## Perspectivas

Los indicadores publicados para agosto nos indican que el PBI continuaría mostrando una evolución positiva a un ritmo similar al mostrado en julio.

- *Los despachos locales de cemento* alcanzaron 738 mil TM, su nivel más alto desde noviembre del 2010, según la Asociación de Productores de Cemento (ver gráfico). Este resultado supone no sólo un aumento de 5.7% respecto a agosto de 2010, sino también la primera evolución positiva, luego de dos meses de caída. Además, las importaciones bordearon las 4 mil TM, por lo que el sector Construcción habría reportado una expansión cercana al 3%.

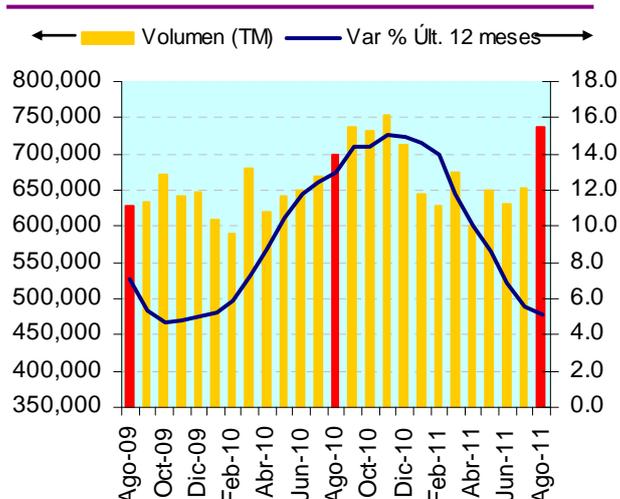
- *La producción de energía eléctrica* -un proxy de la actividad económica- aumentó 9.5%, tasa superior al 8.2% de julio, según cifras del Ministerio de Energía y Minas. Cabe anotar que en los últimos tres meses la producción de electricidad ha crecido por encima del PBI (ver gráfico).

- *Las importaciones* marcaron un récord de US\$3,558 millones, según Sunat. Este monto representó un aumento de 33% respecto de agosto del 2010, por encima del incremento de 17% registrado en julio y en línea con el alza de 32% registrada entre enero y agosto. No obstante, las compras de bienes de capital crecieron sólo 23% en agosto, por debajo del 38% registrado entre enero y julio, lo que reflejaría la desaceleración de la inversión privada.

- *La producción de hidrocarburos* creció 7%, gracias a la mayor extracción de gas (23%) lo que fue parcialmente contrarrestado por la menor producción de petróleo (-5%). En el primer caso el alza se debió a la mayor demanda de gas para exportación mientras que en el segundo a la menor extracción de crudo como consecuencia de la paralización temporal del oleoducto ante pequeñas fugas registradas en la zona de Trompeteros.

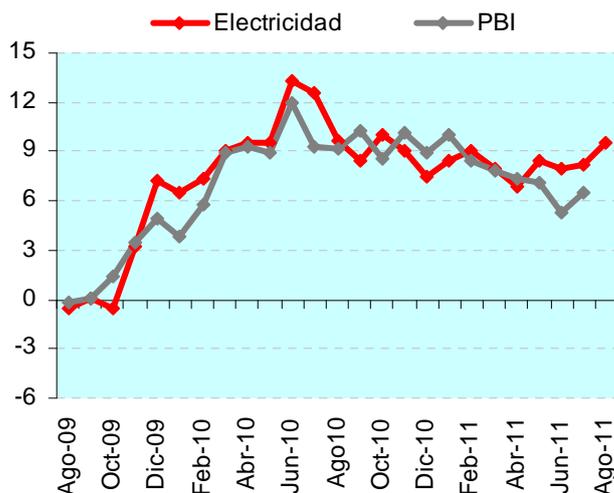
En conclusión, el PBI de agosto continuaría creciendo a un ritmo similar al PBI potencial -alrededor de 6.5%- por lo que no existirían presiones de demanda. Por el contrario, el principal riesgo de una desaceleración del crecimiento viene dado por la economía mundial y su potencial impacto en las exportaciones y en la inversión privada. No obstante de concretarse ese riesgo, sus consecuencias se sentirían con mayor intensidad recién durante el 2012.

## DESPACHOS LOCALES DE CEMENTO (Volumen y variación porcentual)



Fuente: Asocem Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

## PBI Y PRODUCCIÓN DE ELECTRICIDAD (Variación porcentual anual)



Fuente: MEM, COES

Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

## Actividad crediticia mantiene su dinamismo

Mario Guerrero  
 Mario.Guerrero@scotiabank.com.pe

El otorgamiento de créditos por parte de bancos y financieras continuó registrando un sólido crecimiento durante el segundo trimestre del año, impulsado principalmente por el dinamismo de la demanda interna y el aumento del comercio exterior.

El ciclo electoral prácticamente no registró un mayor impacto en el otorgamiento de crédito ni a personas ni a empresas, alejándose el riesgo de una significativa desaceleración del crédito en el corto plazo.

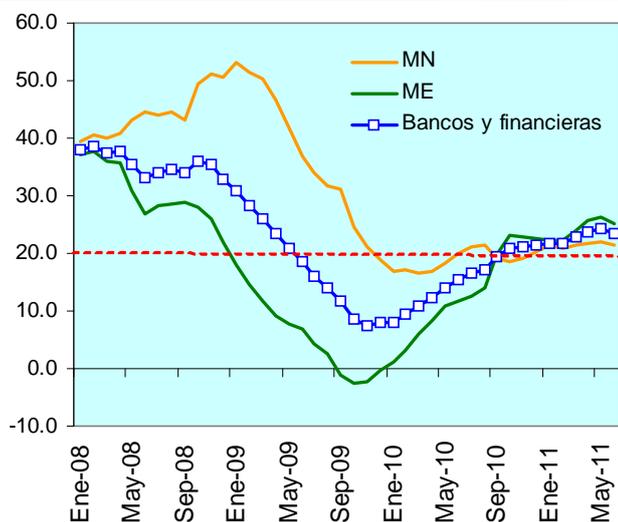
### Evolución del crédito durante el 2T11

El crecimiento del crédito es generalizado: en todos los segmentos de crédito, tanto en soles como en dólares y tanto en el crédito a empresas como a personas.

Durante el segundo trimestre el ritmo anual de los créditos en soles se ha mantenido por encima del 20%, sin embargo, no se ha acelerado debido en parte a la posición neutral de la política monetaria del BCR. Estos créditos están asociados principalmente a segmentos retail, como microempresa, créditos de consumo y créditos hipotecarios.

Los créditos expresados en dólares por el contrario si se aceleraron moderadamente, pasando de un ritmo anual de 24.0% a marzo a 25% a junio, impulsados por créditos corporativos y a grandes empresas. En particular, destacó el impulso de crédito al comercio exterior y la mayor preferencia de empresas por endeudarse en moneda extranjera ante las bajas tasas de interés en dólares y las expectativas de apreciación del sol.

### CREDITO DE BANCOS Y FINANCIERAS (Var. % 12m con tipo de cambio constante)



Fuente: SBS, Asbanc, EE - Scotiabank

Hasta junio el crédito de bancos y financieras acumula nueve meses con un ritmo de crecimiento anual ligeramente superior al 20%, tasa umbral señalada por el BCR y equivalente a aproximadamente tres veces el crecimiento de la actividad económica. Durante el 2T11, el PBI creció 6.7% y la demanda interna cerca de 12%.

Los créditos a empresas crecieron 8.0% en el 2T11 respecto del 1T11, impulsados por los créditos corporativos y a grandes empresas (+8.8%), los créditos a medianas empresas (+6.3%) y a pequeñas y microempresas (+5.8%). El crédito productivo, que representa el 45% del crédito a empresas, creció 7.7%, principalmente por mayores desembolsos hacia la industria (+11.8%), seguido de los crédito al sector construcción (+5.8%) y energía (+4.8%).

### CREDITO DIRECTO A EMPRESAS (Var. % respecto del trimestre anterior)

Sectores Económicos	Part. %	V. 1T11	V. 2T11
Agropecuario	3.6	4.6	-1.0
Pesca	1.7	5.8	-2.6
Minería	5.2	1.7	1.1
Industria	25.4	3.6	11.8
Energía	5.8	3.2	4.8
Construcción	3.0	14.1	5.8
Crédito Productivo	44.6	4.1	7.7
<b>Crédito a Empresas</b>	<b>100.0</b>	<b>3.3</b>	<b>8.0</b>
Sectores Primarios (Agro, Pesca, Minería, Energía)	16.3	3.3	1.5
Sectores Secundarios (Industria y Construcción)	28.4	4.6	11.2
Sectores Terciarios (Comercio y Servicios)	55.4	2.6	8.3

Fuente: SBS, Asbanc. EE-Scotiabank

Los desembolsos de créditos hacia los sectores primarios sólo crecieron 1.5%, debido a los menores desembolsos hacia los sectores agropecuario y pesca. Más activos estuvieron los créditos al sector terciario, impulsado por préstamos a empresas de servicios.

Los créditos a personas crecieron 6.6% durante el 2T11, impulsados tanto por el crecimiento del crédito hipotecario (+6.7%), reflejo del dinamismo del sector inmobiliario y del sostenido crecimiento de la demanda por viviendas, como por el crédito de consumo (+6.6%), como consecuencia del aumento del ingreso, el crecimiento de empleo y el mayor acceso al crédito.

## La banca peruana y la crisis externa

El MEF ha señalado que el sistema financiero se encuentra sólido, muy bien supervisado, capitalizado y líquido. No obstante, de manera preventiva ha anunciado que conformará un comité de monitoreo de la crisis externa integrado por el MEF, BCR, SBS, COFIDE y BN.

Al respecto la SBS ha señalado que no espera un impacto significativo de la crisis griega sobre la banca local. Sin embargo, una extensión del problema a otros países de la periferia europea (como España, Italia y Portugal) o a los países centro (como Alemania y Francia) podría implicar un impacto mayor.

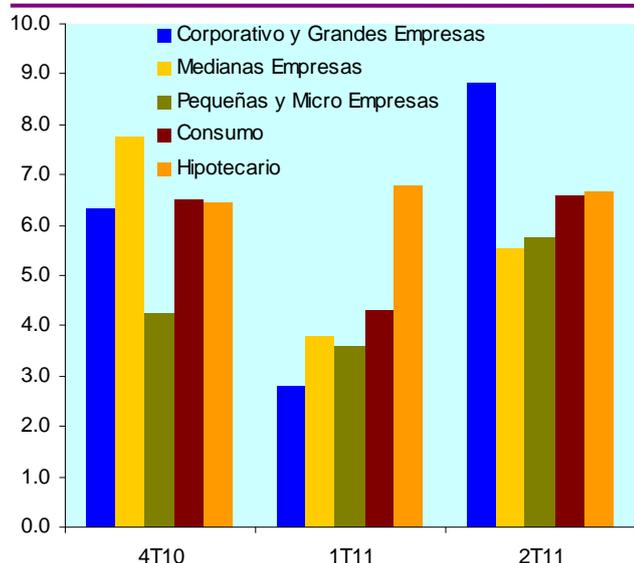
De acuerdo con el jefe de la SBS, el sistema financiero peruano cuenta con recursos por aproximadamente S/.8,000 millones entre provisiones (voluntarias y procíclicas) y capital (voluntario y prudencial) para afrontar una agudización de la crisis externa. El nivel de cobertura de provisiones es relativamente holgado (208.6% de la cartera atrasada) al igual que el nivel de capitalización, cuyo ratio (patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo) actualmente en 14.5%, supera el nivel mínimo exigido de 9.8%. Estos niveles superan a los registrados en setiembre del 2008, cuando

se produjo la caída del banco Lehman Brothers.

El BCR también ha señalado que tanto la política fiscal como la política monetaria cuentan con la flexibilidad y el espacio suficiente para implementar medidas de estímulo económico si fuera necesario. En particular, señalaron que la tasa de interés de referencia se encuentra actualmente en un nivel considerado neutral, que el encaje medio se encuentra en una posición que supera a la registrada en el 2008, al igual que las reservas internacionales, que actualmente se encuentra cerca de USD 49,000 millones, 32% superiores a las registradas en setiembre del 2008. A ello se añade una posición fiscal más sólida, con un superávit fiscal proyectado por el BCR en 1% del PBI para el presente año y mayores recursos en el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) para cubrir eventuales contingencias.

En síntesis, la situación del sistema financiero peruano y de la política macroeconómica permite inferir que el país cuenta con una sólida posición para minimizar el impacto de un eventual agravamiento de la crisis externa, a lo que se agrega la experiencia de la crisis internacional del año 2008.

## CRECIMIENTO DEL CREDITO POR SEGMENTO (Var. % respecto del trimestre anterior)



Fuente: Asbanc, EE-Scotiabank

## POSICIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL Y MONETARIA FRENTE A LA CRISIS EXTERNA

	Set-08	Set-11
Tasa de interés de referencia	6.50	4.25
Tasa de Encaje Legal (MN y ME)	9.0	9.0
Encaje Marginal MN residentes	25.0	25.0
Encaje Marginal MN no residentes	120.0	120.0
Encaje Marginal ME	49.0	55.0
Encaje créditos externos CP	49.0	60.0
Tasa de Encaje Medio		
MN	11.4	13.4 1/
ME	31.4	39.0 1/
Límite inversiones en el exterior AFP	20.0	30.0
Reservas Internacionales (MM USD)	34.7	49.2
Superávit Fiscal (% PBI)	2.1	1.0
Fondo de Estabilización Fiscal (MM USD)	1.8	5.6

1/: Data a julio 2011

Fuente: BCR, EE-Scotiabank

## Ventas de vehículos nuevos marcarían récord en el 2011

Pablo Nano [pablo.nano@scotiabank.com.pe](mailto:pablo.nano@scotiabank.com.pe)  
 Carlos Asmat [carlos.asmat@scotiabank.com.pe](mailto:carlos.asmat@scotiabank.com.pe)

La venta de vehículos nuevos alcanzó un récord de 120,800 unidades durante el 2010, superando la marca de 92,539 unidades del 2008, según cifras de la Asociación de Representantes Automotrices del Perú (ARAPER).

El mercado de vehículos nuevos en el Perú se caracteriza por ser relativamente pequeño, considerando el tamaño de su población y el nivel de ingresos. Lo anterior se refleja en el bajo ratio de venta de vehículos nuevos por cada mil habitantes, pues durante el 2010 el ratio para Perú (4.1), se ubicó por debajo de lo registrado en Ecuador (9.4), Colombia (5.5) y Venezuela (4.3), según Toyota del Perú.

Otra de las características del mercado local es el elevado nivel de antigüedad del parque automotor. Así, los 1.9 millones de vehículos que existen aproximadamente en el país tienen una antigüedad promedio de 17 años, según cifras de la Asociación Automotriz del Perú (AAP). Esta antigüedad es una de las más altas de América Latina, lo que se explica porque Perú es uno de los pocos países de la región que permitía el ingreso de vehículos usados.

Cabe anotar que en los últimos años los consumidores vienen prefiriendo la compra de autos nuevos en lugar de usados. Así en el 2010 ingresaron 31,373 vehículos usados, equivalente al 20% de la importación total (36% en 2009). Es importante resaltar que desde el 2006 la nacionalización de vehículos nuevos supera a los usados.

La venta de vehículos ligeros nuevos soporta aún una alta carga tributaria. Así, hasta fines del 2010 la importación de vehículos que utilizan gasolina, GLP o GNV estaba gravada con un arancel de 9% y con un Impuesto General a las Ventas (IGV) de 19%. No obstante, a partir del 1° de enero

del 2011 el arancel se redujo de 9% a 6% y el IGV pasó de 19% a 18% a partir del 1° de abril del 2011, por lo que actualmente la carga tributaria alcanza el 25%. No obstante los vehículos clasificados como bienes de capital -camiones y camionetas pick up- gozan de 0% de arancel.

Durante el 2010 se registró un récord de 120,800 vehículos nuevos vendidos, monto mayor en 57% respecto al 2009. Este incremento estuvo explicado por la mejora en el poder adquisitivo de la población, el mayor acceso al crédito vehicular, la introducción de modelos más pequeños a precios económicos, la realización de ferias automotores -como el Motorshow-, la mayor conciencia de los consumidores sobre las ventajas de adquirir un auto nuevo en vez de comprar vehículos usados y la recuperación de la inversión privada que impactó favorablemente en los vehículos comerciales.

El mercado presenta una intensa competencia, existiendo más de 130 marcas en el país -casi 100 de ellas chinas-, lo que contrasta con las casi 60 marcas que habían hace cinco años. Sin embargo, las diez primeras concentran el 75% del mercado, según ARAPER.

En los últimos dos años las marcas coreanas -Hyundai y Kia- han ganado participación de mercado en desmedro de las japonesas -Toyota, Nissan, Suzuki y Honda-. Dicha evolución estuvo explicada por los menores precios de las primeras, favorecidas por la depreciación del won frente al dólar en contraste con la apreciación del yen.

Asimismo, la crisis financiera internacional acentuó la demanda de vehículos de menor precio. Esto último también fue aprovechado por las marcas chinas que alcanzaron una participación de alrededor de 12% en el 2010 (3% en el 2007).

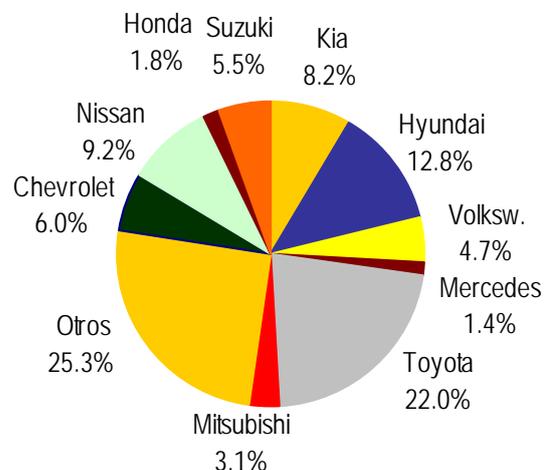
Otro de los factores que ha impulsado las ventas es la mayor oferta de créditos vehiculares a tasas de interés menores en relación a otros países de la región. Así, las tasas de los créditos vehiculares alcanzaron un promedio de 8.3% en dólares y 9.6% en soles al cierre del 2010.

### VENTA DE VEHÍCULOS NUEVOS (Miles de unidades y variación 2010)



Fuente: ARAPER Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

### PARTICIPACIÓN POR MARCAS (Porcentaje del total en el 2010)



Fuente: ARAPER Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

**Perspectivas**

Las ventas de vehículos nuevos alcanzarían un récord de 140 mil unidades en el 2011, mostrando un crecimiento de 16% respecto al 2010, según nuestros estimados.

Esta evolución positiva estaría sustentada en la expansión del consumo privado, en la caída de precios producto de la menor carga tributaria, en la mayor disponibilidad y flexibilidad de crédito vehicular, en la entrada en vigencia del Bono del Chatarreo -que incentivaría la renovación del parque automotor-, en la prohibición de importación de vehículos usados a través de Zofratacna -a partir del 01/01/11- y en la apertura de nuevos puntos de venta principalmente en provincias.

Cabe resaltar que la tasa de crecimiento de ventas en provincias será superior a la de Lima, por lo que prevemos que al cierre del 2011 la participación de las provincias alcance el 25% de las ventas totales (22% en el 2010).

Durante el primer semestre (1S11) las ventas de vehículos nuevos alcanzaron 67,896 unidades, mostrando un aumento de 24% respecto al 1S10.

Un factor atípico que se dio durante la primera mitad del año fue la acentuada pérdida de participación de mercado de las marcas japonesas como consecuencia del terremoto y tsunami que afectó Japón el pasado 11 de marzo. Este sismo originó que algunas plantas pararan temporalmente, lo que afectó en el segundo trimestre los suministros de marcas como Toyota, Nissan, Suzuki, Honda y Mitsubishi. No obstante, desde el tercer trimestre las marcas japonesas han empezado a normalizar su abastecimiento, por lo que sus ventas se recuperarían en el corto plazo.

En términos desagregados, resaltaría el dinamismo en la venta de vehículos ligeros, en especial con motores hasta 1500 c.c. -de bajo consumo de gasolina- y que vienen siendo demandados por los segmentos socioeconómicos "B" y "C". Cabe anotar que la mayoría de marcas tiene planificado el lanzamiento de nuevos modelos con el fin de

atender nichos específicos de mercado, como el de los clientes que buscan una opción económica a los vehículos usados.

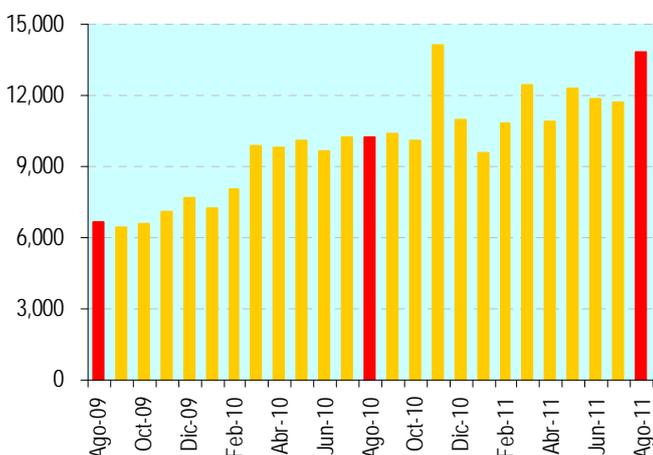
Las ventas de vehículos comerciales estaría concentrada en el segmento de camionetas pick up por parte de empresas de los sectores minería y construcción y, en menor medida, camionetas panel y furgonetas utilizadas por las pymes y empresas de distribución minorista y por los minibuses de hasta 13 pasajeros demandados por las empresas de turismo.

Las ventas de vehículos pesados mostrarían una evolución positiva debido a la mayor demanda de camiones de mayor tonelaje y tractocamiones provenientes principalmente de los sectores minería, construcción y agroindustria. Asimismo, se prevé que continúe el dinamismo en las ventas de los camiones ligeros y medianos ante la mayor demanda de empresas de los sectores comercial y logístico.

La venta de ómnibus continuaría liderada por la renovación de flotas por parte de las empresas de transporte urbano, en especial unidades adaptadas a GNV, las cuales alcanzarían el 25% de las ventas de este segmento. Cabe resaltar el potencial de este nicho de mercado, pues existen cerca de 27 mil unidades con 25 años de antigüedad que brindan el servicio de transporte urbano. Asimismo, se mantendría la demanda de ómnibus de pasajeros interprovinciales, aunque a un menor ritmo respecto de años anteriores.

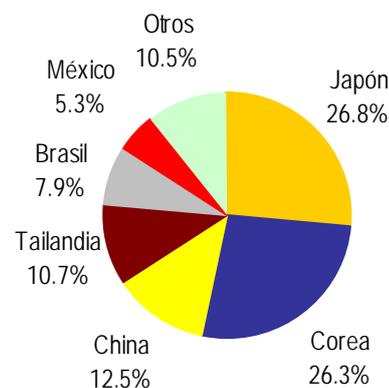
Finalmente, un factor que contribuiría a impulsar las ventas es la inversión en la inauguración de nuevos puntos de venta y posventa, la cual ascendería a US\$40 millones durante el 2011, según estimados de ARAPER. No obstante dos de las limitaciones que vienen enfrentando las empresas del sector es la escasez de terrenos aparentes para montar centros de servicios integrales -que incluyen no sólo showrooms sino también talleres para servicios posventa- así como problemas para obtener las licencias municipales en la ciudad de Lima.

**VENTA MENSUAL DE VEHÍCULOS NUEVOS (En unidades)**



Fuente: ARAPER Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

**VENTA DE AUTOS POR PROCEDENCIA (Porcentaje del total en el 2010)**



Fuente: ARAPER Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

## “La Niña” estaría de regreso

Erika Manchego  
erika.manchego@scotiabank.com.pe

Durante el 2011 algunos de los *commodities* agrícolas (*soft commodities*) no han mostrado una tendencia muy clara. Si bien, en varios casos los precios se mantienen en niveles bastante elevados comparados con los precios máximos del 2008, lo cierto es que hace varios meses los precios se mantienen fluctuando dentro de rangos relativamente estrechos.

La posibilidad de que los precios de cada uno de estos productos - que incluyen a la soya, el maíz y el trigo - se salgan de sus respectivos rangos, estará determinada en gran medida por las noticias respecto a un regreso del Fenómeno de la Niña que podría ser perjudicial para la producción de alimentos en los principales países productores y exportadores del mundo.

### Mercado de alimentos ajustado

EEUU es el principal exportador de alimentos en el mundo, su producción actual está siendo afectada por factores climáticos, disminuyendo la producción global de alimentos.

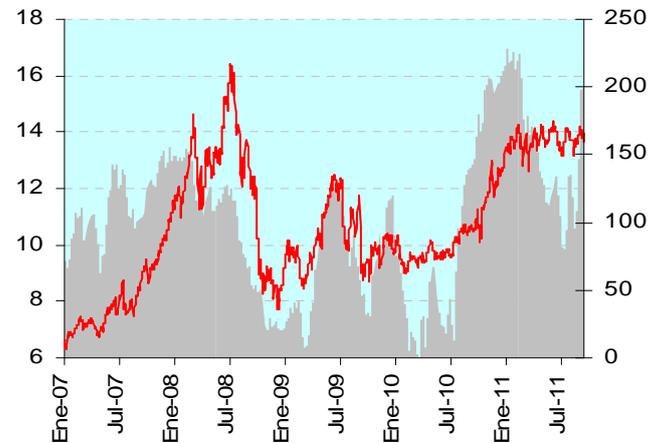
En el informe de setiembre del Departamento Agricultura de Estados Unidos (USDA, por sus siglas en inglés) se rebajaron las proyecciones de producción de maíz de EEUU para el periodo 2011/12 a 317 millones de TM, 3.2% menos de lo que se estimaba hace un mes y sólo 0.4% más de lo producido en el periodo 2010/2011, cuando la cosecha estuvo afectada por el Fenómeno de la Niña. Las razones para la reducción en la proyección según USDA fueron un menor rendimiento de los cultivos debido al calor y a la sequedad sobretodo en su principal región productora conocida como “*Corn Belt*” (incluye los estados de Iowa, Illinois, Indiana y partes de Nebraska, Kansas, Minnesota y Missouri).

Aunque USDA mantuvo su proyección para la producción de trigo de EEUU en 57 millones de TM para el 2011/12, ésta seguiría siendo menor en 6% a la del año anterior. Para la soya, USDA elevó su proyección en 1% a 84 millones de TM, también inferior a los 91 millones de TM producidas en 2010/11.

A pesar de las menores estimaciones de producción de EEUU, la reacción de los precios fue contenida por una reducción en la proyección de consumo interno de EEUU. Así, USDA estima un menor consumo de harina y demanda residual de maíz. Asimismo, un menor uso del maíz para la producción de etanol. El motivo para la reducción de las estimaciones de consumo, según USDA serían los elevados precios. Además, es probable que las expectativas de un menor crecimiento en EEUU también hayan sido incorporadas en las estimaciones.

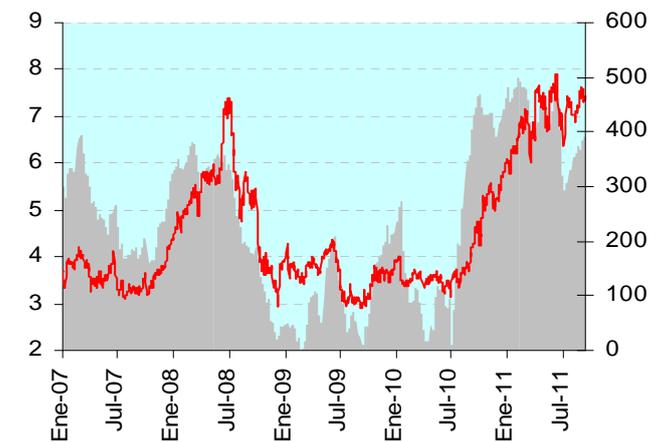
Por otro lado, en varios de los principales países exportadores las condiciones climáticas han mejorado, por lo que se espera incrementos en su producción y mayores exportaciones. En Brasil y Argentina – importantes exportadores de maíz – además de las mejoras climáticas, se ha aumentado el área plantada incentivada por los precios altos del maíz.

### SOYA: PRECIO VS POSICIONES NETAS NO COM. (US\$/bushel y miles de contratos)



Fuente: Bloomberg      Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

### MAÍZ: PRECIO VS POSICIONES NETAS NO COM. (US\$/bushel y miles de contratos)



Fuente: Bloomberg      Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Asimismo, existen expectativas de una mayor producción de trigo en Canadá y Europa. Mientras que en India, la producción de soya alcanzaría un récord este año. Los aumentos en la producción de estos países sólo servirían para contrarrestar parcialmente la menor producción de EEUU.

En un contexto de mayor demanda de los países emergentes, el mercado de alimentos seguiría estando ajustado y sensible ante cualquier amenaza de fenómenos naturales, elevando el riesgo de precios más altos.

### 4T11: Retorno del Fenómeno de la Niña

El 8 de setiembre, la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica de EEUU (NOAA, por sus siglas en inglés) señaló una reaparición del Fenómeno de la Niña y proyectó su fortalecimiento durante los próximos meses.

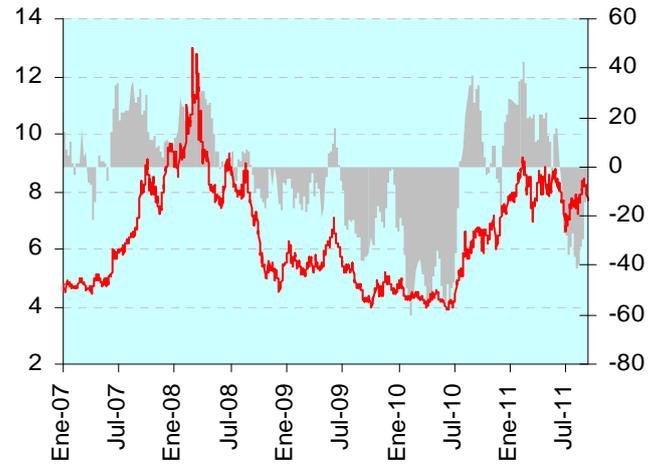
De igual manera, la Oficina de Meteorología australiana indicó que se han incrementado las probabilidades del retorno del Fenómeno de la Niña durante el último trimestre del 2011. Sin embargo, mencionaron que sería más débil que “La Niña” del 2010/11.

El regreso de este fenómeno podría ocasionar sequías en las principales zonas productoras de EEUU, Brasil y Argentina, así como intensas lluvias en Australia, como ya sucedió anteriormente, afectando los cultivos de alimentos en estos países y reduciendo la oferta en el mundo.

El retorno del Fenómeno de la Niña podría romper hacia arriba el rango lateral dentro del que se han estado moviendo los precios de varios *soft commodities* en los últimos meses. Las expectativas de precios más altos de los alimentos durante el último trimestre del 2011 se empiezan a notar en el incremento de las posiciones largas no comerciales (apuestas en el mercado financiero a que el precio va subir).

Por lo tanto, la posibilidad de ver precios más altos durante el último trimestre del 2011 es cada vez mayor. De prolongarse "La Niña" podría incluso afectar la segunda temporada de siembra del año 2011/12 que se inicia a mediados de enero poniendo en riesgo la producción del próximo año.

**TRIGO: PRECIO VS POSICIONES NETAS NO COM. (US\$/bushel y miles de contratos)**



Fuente: Bloomberg      Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

## Toma de ganancias y contexto externo afectaron a los bonos peruanos

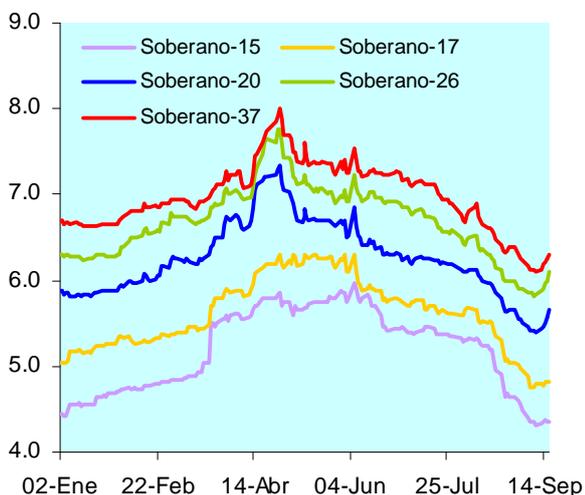
Estefany Castillo  
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

En la semana, las tasas de los bonos soberanos (denominados en soles) y globales (denominados en dólares) subieron más de 10 puntos básicos (pbs) en promedio. Esto fue consecuencia, sobre todo, de una toma de ganancias en un contexto de volatilidad en los mercados externos. En el caso de los soberanos, además, la expectativa de mayor oferta de bonos – ante una próxima emisión de papeles por parte del MEF – también habría presionado las tasas al alza. En los próximos días, es posible que la curva de soberanos continúe empujándose: los inversionistas preferirían bonos de corto plazo anticipándose a un eventual cambio en la dirección de la política monetaria del BCR. La evolución de los globales, por su parte, dependerá en gran medida de la percepción de riesgo que predomine en los mercados externos.

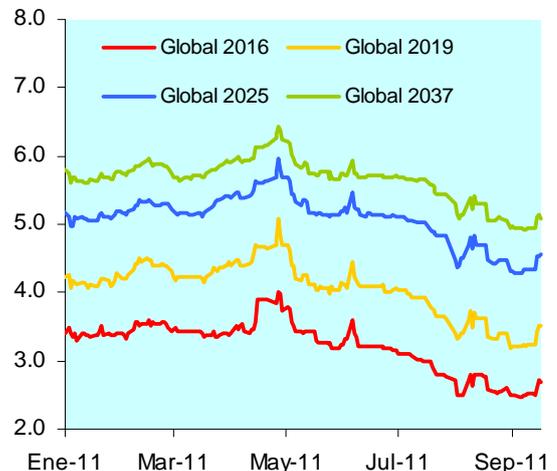
En la semana, la mayor oferta de bonos peruanos generó un aumento en los rendimientos de estos papeles. Por un lado, la curva de soberanos aumentó 10pbs en promedio. Por otro lado, las tasas de los globales con vencimientos entre el 2016 y 2037 subieron 19pbs en promedio. Esta mayor oferta de bonos peruanos fue consecuencia, sobre todo, de dos factores:

- **Los inversionistas habrían optado por realizar ganancias.** Desde principios de junio, las tasas de los bonos soberanos y globales mantuvieron una tendencia descendente luego de haber alcanzado niveles máximos durante el periodo electoral. En la primera semana de setiembre, incluso, las tasas de los soberanos alcanzaron sus niveles más bajos en el año. En el caso de los globales, los rendimientos de estos papeles cayeron a sus

### EVOLUCIÓN TASAS DE BONOS SOBERANOS (%)



### EVOLUCIÓN TASAS DE BONOS GLOBALES (%)



Fuente y Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

niveles mínimos en el año a inicios de agosto y se mantuvieron relativamente estables hasta la primera semana de setiembre. Luego de esta significativa caída en las curvas de bonos peruanos, resultaba natural, por tanto, que los inversionistas optaran por realizar parte de sus ganancias.

- **La volatilidad que predominó en los mercados externos.** A inicios de la semana, la percepción de riesgo aumentó en los mercados financieros internacionales. La preocupación por el persistente riesgo soberano de la Eurozona generó nerviosismo en el mercado. Los inversionistas – probablemente influenciados por el contexto externo – optaron por vender parte de sus posiciones en deuda de países emergentes. En este sentido, las tasas de los bonos peruanos siguieron la misma dinámica alcista que sus pares regionales. Los rendimientos de los bonos Colombia 2019 y Brasil 2019, por ejemplo, cerraron la semana con subidas de 6pbs y 20pbs, respectivamente.

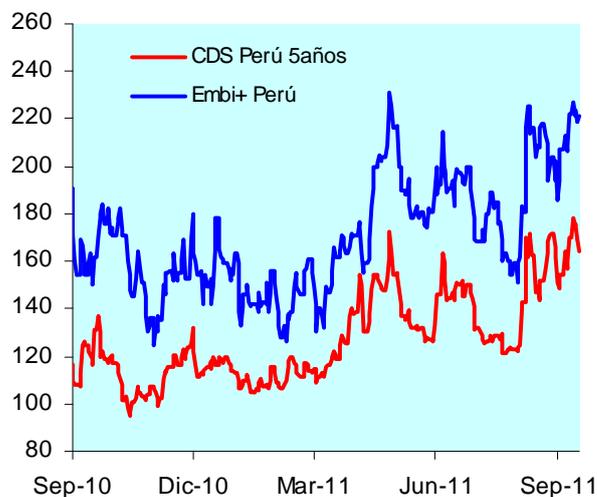
**Los soberanos habrían estado afectados, además, por la expectativa de una pronta emisión de bonos por parte del MEF.** Los inversionistas, adelantándose a esta posible mayor oferta de bonos, habrían exigido rendimientos más altos para los soberanos. Es posible, también, que algunos inversores hayan vendido parte de sus posiciones con la finalidad de tener la liquidez necesaria para participar en una eventual subasta por parte del MEF. De otro lado, en la semana, hubo un comportamiento diferenciado entre el tramo corto y el resto de la curva de soberanos. Las tasas de corto plazo subieron sólo 3pbs en promedio. Los rendimientos de los soberanos con vencimientos entre el 2020 y 2042, por el contrario, subieron 16pbs en promedio. Aparentemente, los inversionistas mantuvieron su apetito por los bonos de corto plazo aún en un contexto de toma de ganancias. Esto sería consecuencia de la expectativa de una pronta disminución en la tasa de referencia luego que el BCR manifestó (en su comunicado del 8 de setiembre) que podría cambiar la dirección de la política monetaria si continuaban la desaceleración de la actividad económica y/o los riesgos financieros internacionales.

### Perspectivas:

- **Es posible que la curva de soberanos continúe empinándose en el corto plazo.** En los próximos días, es posible que la curva se empine debido sobre todo a una mayor preferencia por bonos de corto plazo. Por un lado, algunos inversionistas estarían esperando un cambio en la dirección de la política monetaria en los próximos meses. Éstos, por tanto, continuarían demandando bonos soberanos de corta duración principalmente. Por otro lado, es posible que algunos inversionistas extranjeros continúen comprando soberanos de corto plazo con la finalidad de apostar por una potencial apreciación del sol. La parte larga de la curva, por su parte, podría verse afectada tanto por una mayor toma de ganancias como por la expectativa de mayor oferta de bonos por parte del MEF.

- **En el corto plazo, el desempeño de los bonos globales dependerá, sobre todo, del apetito por riesgo en los mercados externos.** En los próximos días, es posible que los inversionistas extranjeros retomen su apetito por los bonos de países emergentes con sólidos fundamentos macroeconómicos, tales como el Perú. En la medida en que la percepción de riesgo disminuya en los mercados externos, es probable que los inversionistas extranjeros aumenten su demanda de bonos globales peruanos. Actualmente, el *spread* entre la deuda peruana y estadounidense se encuentra en niveles elevados. El EMBI+ del Perú, por ejemplo, se ubica en los 221pbs, por encima de su promedio de los últimos doce meses (170pbs). Este elevado diferencial podría atraer el interés de los inversionistas extranjeros en el corto plazo.

### PERÚ: EMBI+ y CREDIT DEFAULT SWAPS (pbs)



Fuente: Bloomberg

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

## El riesgo soberano en la Eurozona marcó la pauta en los mercados bursátiles

Estefany Castillo  
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

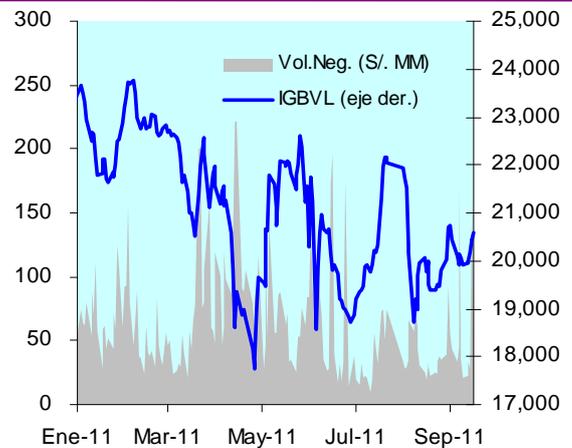
**El IGBVL cerró la semana con una ganancia de 3.3%.** Este desempeño positivo de la bolsa limeña estuvo correlacionado, sobre todo, con la evolución de los principales índices bursátiles internacionales. De esta manera, la ganancia registrada por el Índice General estuvo en línea, particularmente, con el alza semanal de 4.7% del Dow Jones. Asimismo, el principal factor que influyó en la evolución de las bolsas mundiales fue la preocupación en torno al riesgo soberano de la Eurozona. Es probable que, en el corto plazo, la crisis fiscal de Europa continúe generando volatilidad tanto en las bolsas internacionales como en la peruana.

**La percepción de riesgo soberano en la Eurozona marcó la pauta en los mercados financieros internacionales.** A inicios de la semana, la noticia de que Alemania se estaba preparando para un eventual *default* por parte de Grecia y los comentarios sobre posibles rebajas de *rating* a bancos franceses generaron nerviosismo entre los inversionistas. Posteriormente, sin embargo, la especulación sobre la posibilidad de que China compre bonos de Italia y los comentarios de apoyo a Grecia por parte de Angela Merkel y Nicolás Sarkozy generaron cierta calma en los mercados. El pasado jueves, además, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que, en una acción coordinada con otros Bancos Centrales del mundo, proveería liquidez en dólares a las instituciones financieras europeas. Luego de este anuncio, los principales índices bursátiles internacionales repuntaron al alza.

**A nivel local, el sector minero fue el de mejor desempeño en la semana.** Éste subió 3.8% a pesar de que las cotizaciones del cobre, zinc y oro registraron pérdidas de 1.5%, 1.4% y 2.4%, respectivamente. Es probable que este buen desempeño de las acciones mineras – en un contexto de precios de metales a la baja – haya sido consecuencia, sobre todo, del mayor optimismo en torno a la crisis fiscal de la Eurozona, sobre todo luego de la acción coordinada de los Bancos Centrales. Es posible, además, que los inversionistas hayan preferido comprar acciones mineras en la bolsa local debido a que éstas tienen mayor nivel de liquidez relativa.

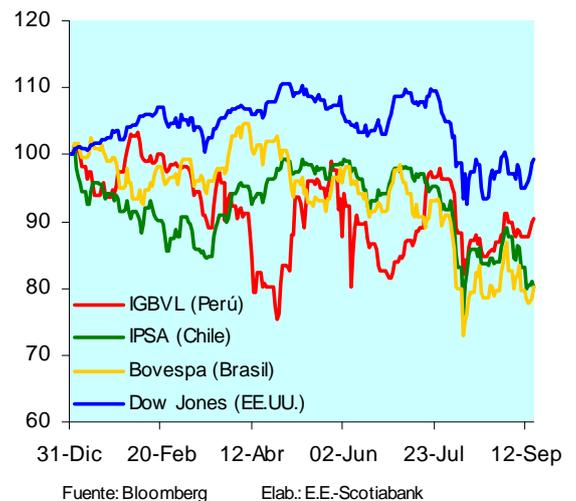
**En los próximos días, el desempeño de la bolsa limeña continuaría alineado con la evolución de los mercados externos.** En este sentido, los inversionistas mantendrán su atención tanto a la reunión de la FED como a los anuncios de política fiscal (aumento del gasto público y/o cambios tributarios) por parte del presidente de EEUU. La incertidumbre en torno al riesgo soberano en la Eurozona, además, continuaría generando volatilidad en los mercados. De otro lado, desde el punto de vista técnico, el IGBVL aún no define una tendencia. Por el contrario, el Índice General continúa fluctuando entre los 18,500 y 22,500 puntos. En este sentido, si el Índice General continúa por encima de los 20,500 puntos, éste podría alcanzar (en los próximos días) su siguiente nivel de resistencia de los 22,500 puntos.

### IGBVL y MONTOS NEGOCIADOS EN RENTA VARIABLE

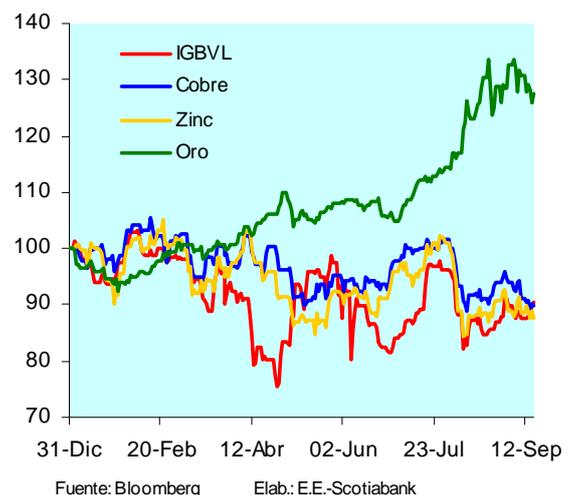


\*No incluye montos diarios de negociación mayores a los S/. 200 MM  
 Fuente: Económica, BVL Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

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



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



## ANEXOS ESTADÍSTICOS

## CALENDARIO ECONÓMICO MUNDIAL

## SETIEMBRE 2011

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
	Construcciones iniciales Ago-11 (EEUU) IBGE IPC IPCA-15 (MoM) Set-11 (Brasil) Encuesta Zow (Clima económico) Set-11 (Eurozona) Órdenes nuevas industriales SA, Jul-11 (Eurozona)	Solicitudes de hipoteca MBA Set-11 (EEUU) Ventas de vivienda MoM Ago-11 (EEUU) FOMC Decisión de tipo (EEUU) Minutas Banco de Inglaterra	Peticiones iniciales de desempleo Set-11 (EEUU) Índice de indicadores líderes Ago-11 (EEUU) Tasa de desempleo Ago-11 (Brasil)	Cuenta corriente mensual Ago-11 (Brasil)
19	20	21	22	23
Actividad manuf Fed Dallas Set-11 (EEU)	SAP /CaseShiller Ind prec casas Jul-11 (EEUU) Confianza del consumidor Set-11 (EEUU)	Órdenes de bienes duraderos Ago-11 (EEUU)	PBI CoC (anualizado) 2Q (EEUU) PCE principal (CoC) 2T (EEUU) Peticiones iniciales de desempleo Set-11 (EEUU) Confianza al consumo Set-11 (Eurozona) GfK confianza del consumidor Set-11 (RU)	PCE Central (YoY) Ago-11 (EEUU) Índice manufacturero Chicago Set-11 (EEUU) Confianza Univ. Michigan Set-11 (EEUU) Tasa de desempleo Ago-11 (Eurozona)
26	27	28	29	30

## OCTUBRE 2011

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
ISM Manufacturero Set-11 (EEUU) Balanza comercial (FOB) - mensual Set-11 (Brasil)	Peticiones de fábrica Ago-11 (EEUU) Producción industrial YoY Ago-11 (Brasil) IPP Eurozona (YoY) Ago-11	Solicitudes de hipoteca MBA Set-11 (EEUU) Ventas al por menor (YoY) Ago-11 (Eurozona) PBI (YoY) 2Q (RU)	Peticiones iniciales de desempleo Set-11 (EEUU) ECB anuncia tipos de interés Oct-11 (Eurozona) BoE anuncia tasas Oct-11 (RU)	Tasa de desempleo Set-11 (EEUU) Inventarios al por mayor Ago-11 (EEUU) IBGE IPCA (YoY) Set-11 (Brasil) Producción industrial (YoY) Ago-11 (RU) Producción manufacturera (YoY) Ago-11 (RU) IPP NSA (YoY) Set-11 (RU)
3	4	5	6	7
Confianza del consumidor Set-11 (RU)	Minutas Reunión Banco Central (EEUU) Presupuesto mensual Set-11 (EEUU)	Solicitudes de hipoteca MBA Oct-11 (EEUU) Eurozona prod. ind. vda. (YoY) Ago-11 Desempleo registrado Set-11 (RU)	Peticiones iniciales de desempleo Oct-11 (EEUU)	Ventas al por menor Set-11 (EEUU) Confianza Univ. Michigan Oct-11 (EEUU) Ventas al por menor (YoY) Ago-11 (Brasil) IPC Eurozona (YoY) Set-11
10	11	12	13	14

**PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS**

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS				
	2009	2010	2011 <sup>1/</sup>	2012 <sup>1/</sup>
<b>Sector Real (Var. % real)</b>				
Producto Bruto Interno	0.9	8.8	6.2	5.6
VAB Sectores Primarios	1.0	0.9	2.8	3.9
VAB Sectores No Primarios	0.8	10.4	6.6	5.8
Demanda Interna	-2.9	12.8	7.5	6.0
Consumo privado	2.4	6.0	5.5	4.6
Inversión Privada <sup>2/</sup>	-15.2	22.1	11.3	8.0
PBI (US\$ miles de millones)	127.2	153.9	176.0	193.8
PBI per cápita (US\$)	4,310	5,224	5,907	6,430
<b>Como % del PBI</b>				
Inversión Bruta Fija	23.0	25.1	26.1	27.2
Privada <sup>2/</sup>	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
<b>Precios y tipo de cambio</b>				
Inflación anual (%)	0.3	2.1	3.8	2.7
TC promedio (S/. por US\$)	3.01	2.83	2.75	2.64
TC Fin de periodo (S/. por US\$)	2.89	2.81	2.68	2.60
<b>Sector Externo (US\$ millones)</b>				
Balanza en cuenta corriente	386	-2,315	-4,360	-5,275
(% del PBI)	0.2	- 1.5	- 2.5	- 2.7
Balanza Comercial	5,874	6,750	6,891	6,715
Exportaciones de bienes	26,885	35,565	43,005	45,829
Importaciones de bienes	21,011	28,815	36,114	39,115
Reservas Internacionales Netas	33,136	44,105	49,433	51,423
Flujo de RIN del BCRP	1,940	10,970	5,328	1,990
<b>Sector Fiscal (% del PBI)</b>				
Resultado Económico del SPNF	-1.9	-0.5	0.7	0.0

<sup>1/</sup> Proyección. <sup>2/</sup> 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

<b>Guillermo Arbe Carbonel</b>	<b>Gerente</b>	<b>211-6052</b>
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
James Paul Donayre	<i>Asistente</i>	211-6000 ax. 16851

## Tesorería

<b>Luis Felipe Flores</b>	<b>Gerente</b>	<b>211-6250</b>
Enrique Pizarro	<i>Head Trader</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

<b>Fernando Suito</b>	<b>Gerente Trading</b>	<b>202-2712</b>
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



<b>Martin Palmer Bardales</b>	<b>Gerente General</b>
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



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