

Reporte Semanal

Departamento de Estudios Económicos

DEL 21 AL 25 DE NOVIEMBRE DEL 2011
Año 12 – Número 44

ENFOQUES DE LA SEMANA

ECONOMIA

- PBI se desacelera menos de lo esperado en 3T11
- Riesgos al alza del precio del petróleo por problemas en Medio Oriente y Asia Central
- Nuevo gobierno italiano busca reestablecer la confianza

RENTA FIJA

- Los bonos peruanos continuaron alineados con los mercados extranjeros

RENTA VARIABLE

- Entorno internacional afectó desempeño del IGBVL



PBI se desacelera menos de lo esperado en el 3T11

Pablo Nano
pablo.nano@scotiabank.com.pe

El Producto Bruto Interno (PBI) registró un crecimiento de 5.8% en setiembre, acumulando una expansión de 6.6% durante el tercer trimestre (3T11). Asimismo, la actividad económica registró un crecimiento de 7.4% entre y setiembre y de 7.9% en los últimos 12 meses finalizados en setiembre, según cifras oficiales del INEI.

El resultado de setiembre estuvo ligeramente por debajo del 6.2% estimado por nosotros y por el promedio de analistas. Sin embargo, la expansión del 3T11 fue similar a la del 2T11 (6.8%) y estuvo por encima de nuestro estimado inicial de 5% (ver reporte del 16/08/11).

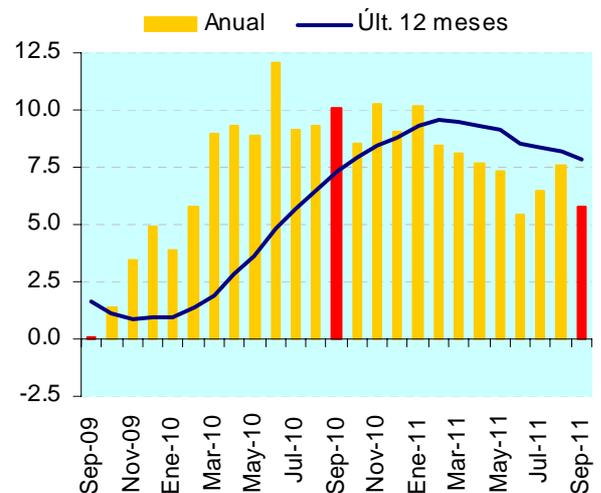
El menor ritmo de crecimiento del PBI en setiembre respecto de los meses anteriores se debió básicamente a:

- **Una desaceleración de la Manufactura No Primaria.** Este subsector mostró una expansión de solo 0.3% -su menor tasa desde noviembre del 2009-. Si bien parte de esta evolución se debe a un efecto estadístico -este subsector creció 20% en setiembre del 2010- también obedece al menor ritmo de actividad de algunas ramas vinculadas al mercado externo (textiles, impresiones y vidrio) y al sector construcción (pisos y revestimientos cerámicos).
- **Un menor ritmo de crecimiento del sector Construcción (+1.6%).** En la evolución del sector incidió la caída de 26% de la inversión pública en carreteras, en línea con la caída de 30% de la inversión pública registrada en setiembre, en especial en gobiernos regionales y locales. De otro lado, si bien el consumo interno de cemento registró un récord de 823 mil TM, el aumento fue de sólo 2.8% debido a un efecto estadístico adverso -creció 22% en setiembre 2010-.
- **Un menor dinamismo de los sectores primarios.** En setiembre estos sectores en conjunto crecieron 3.2% comparado con el crecimiento de 8.3% de agosto. Esta evolución estuvo sustentada en la caída del subsector Minería (-0.9%), y en el menor ritmo de expansión de la Pesca (32.5% vs 82.6%), lo que influyó indirectamente en la Manufactura Primaria (11% vs. 20.8%).

Sectores que lideraron el crecimiento

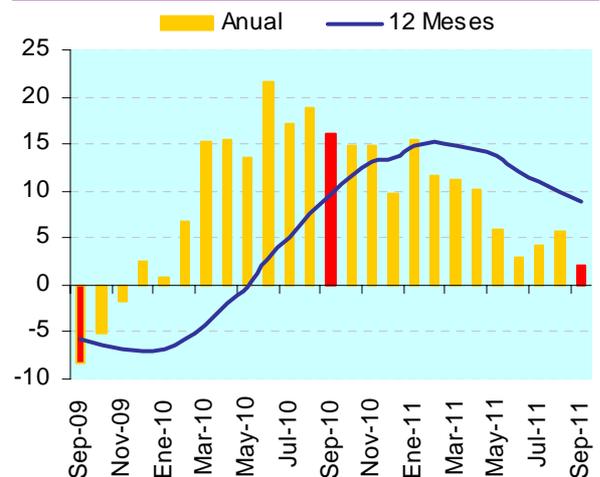
- Los sectores *no primarios* vinculados a la demanda interna crecieron 6.2% en setiembre, ligeramente por debajo del 7.4% de agosto. Dentro de ellos resaltó la expansión del sector *Comercio* (+8.8%), gracias al auge del consumo privado, que se reflejó en mayores ventas de bienes duraderos (vehículos, electrodomésticos) y no duraderos (supermercados, tiendas por departamento, *home center*).
- El sector *Servicios* en conjunto se expandió 8.2% en setiembre. A nivel desagregado resaltó la expansión del sector *Transportes y Comunicaciones* (+10.8%), en especial por el mayor tráfico de llamadas de telefonía móvil. Asimismo destacó el dinamismo del rubro *Restaurantes y Hoteles* (+10.4%), lo que se debió, a la realización del festival gastronómico *Mistura* y al incremento del turismo receptivo, respectivamente.

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



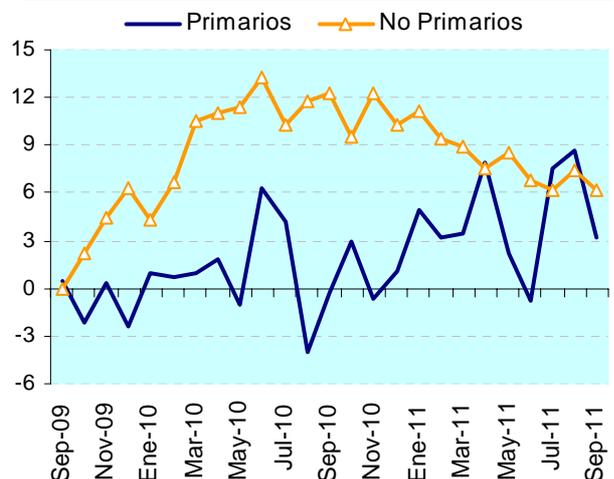
Fuente: INEI Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

PRODUCCIÓN MANUFACTURERA NO PRIMARIA (Variación % anual y últimos 12 meses)



Fuente: Produce Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

PBI SECTORES PRIMARIOS Y NO PRIMARIOS (Variación porcentual anual)



Fuente: BCR, Estudios Económicos-Scotiabank

Perspectivas

Los indicadores adelantados para octubre sugieren que el PBI continuaría registrando una tasa de expansión similar a setiembre.

- La *producción de energía eléctrica* -un proxy de la actividad económica- aumentó 8.4%, ligeramente menor al 8.7% de setiembre, según el Ministerio de Energía y Minas

- Los *despachos locales de cemento* alcanzaron un récord de 774 mil TM, según la Asociación de Productores de Cemento (Asocem). Este resultado muestra un aumento de 6.0% respecto a octubre del 2010, tasa mayor al 1.6% de setiembre. Por su parte, las importaciones de cemento declinaron a 150 TM, lo que habría permitido que el PBI Construcción haya registrado en octubre un crecimiento en torno al 4%.

- Las *importaciones* ascendieron a US\$3,234 millones, según Sunat, situándose por séptimo mes consecutivo por encima de los tres mil millones de dólares. Dicho monto representó un aumento de 16% respecto de octubre del 2010, tasa similar al 15% de setiembre.

- La *producción de hidrocarburos* creció 6.2%, impulsada por la mayor extracción de gas (+22%) lo que fue parcialmente contrarrestado por la menor producción de petróleo (-5.7%). La evolución positiva de la producción de gas estuvo explicada por la mayor demanda proveniente del sector eléctrico y de su procesamiento para exportación.

- Las *ventas de vehículos nuevos* ascendieron a 14,226 unidades, mayores en 41% respecto a octubre del 2010. Esta cifra representó un nuevo récord mensual, superando el monto de noviembre del 2010 (14,153), cuando las ventas se vieron beneficiadas por la realización del Motorshow -evento que se realiza cada dos años y que representa alrededor de 1.5 veces la venta promedio mensual-.

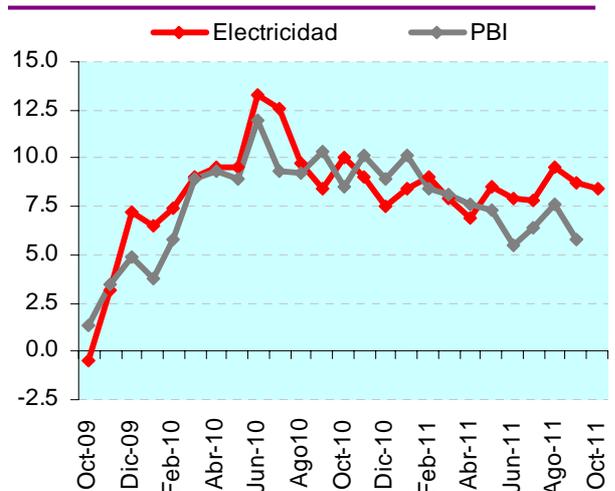
Conclusiones

El crecimiento del PBI en setiembre fue el más bajo de los últimos tres meses y estuvo ligeramente por debajo de nuestro estimado. Sin embargo, habría que recordar la alta base de comparación, dado que el crecimiento de setiembre del 2010 (10.1%) fue el tercero más alto del año anterior.

Si evaluamos el crecimiento del tercer trimestre (6.6%) observaremos que éste fue similar al del segundo trimestre (6.8%) y estuvo por encima de nuestro estimado inicial (5%). En ese sentido, la desaceleración de la economía en el 3T11 fue menor a la esperada, lo que habría estado explicado por un robusto crecimiento del consumo y porque la inversión privada se habría expandido a un ritmo mayor al previsto.

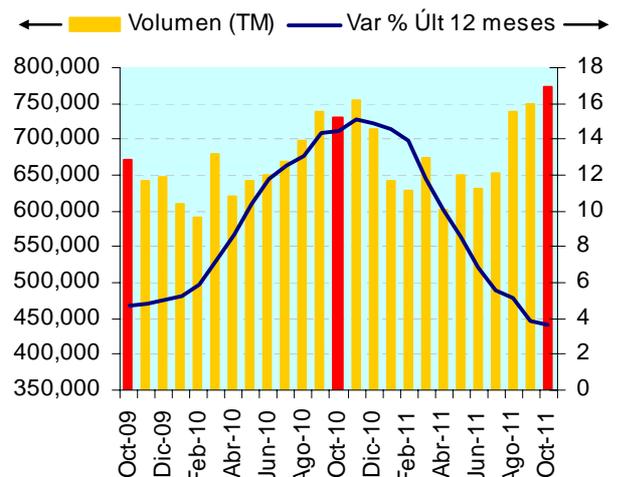
Para el cuarto trimestre proyectamos un crecimiento del PBI de 5.5%, considerando el efecto estadístico adverso, pues el PBI se expandió 9.3% durante el 4T10. De concretarse este pronóstico, el PBI cerraría el 2011 con un crecimiento cercano al 7%, por encima de nuestra proyección de 6.4%.

PBI Y PRODUCCIÓN DE ELECTRICIDAD (Variación porcentual anual)



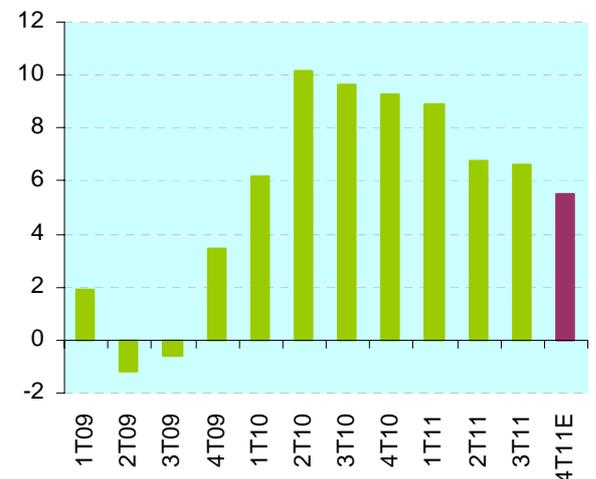
Fuente: MEM, COES Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

DESPACHOS LOCALES DE CEMENTO (En TM y variación % últimos 12 meses)



Fuente: Asocem Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

PBI: EVOLUCIÓN TRIMESTRAL (Variación % anual)



Fuente: BCR, Estudios Económicos - Scotiabank

Riesgo al alza del precio del petróleo por problemas en Medio Oriente y Asia Central

Erika Manchego
erika.manchego@scotiabank.com.pe

En noviembre, algunos sucesos han dirigido nuevamente la atención a los países del Medio Oriente y Asia Central (MO-AC). Esta vez los países involucrados son Siria, Yemen, Irán e Israel. Entre ellos, el más relevante en términos de producción y exportaciones de petróleo es Irán.

Hay dos formas en las que Irán podría verse implicado: por un enfrentamiento nuclear con Israel o por la primavera árabe, que hoy afecta a Siria y Yemen.

La creciente tensión en Siria y entre Irán e Israel está presionando al precio del petróleo. Esta presión puede continuar, sobretodo porque actualmente el balance entre oferta y demanda global se encuentra ajustado. La sola percepción de riesgo por la pérdida de parte de la producción del petróleo iraní podría incentivar una subida importante en el precio, sin la necesidad de que efectivamente haya un recorte en su producción.

Si bien, la subida del precio del petróleo durante las últimas semanas podría haber incorporado una parte de este riesgo, el incremento sería mayor dependiendo de cómo se desarrollen los hechos en las próximas semanas.

Riesgo de conflicto entre Irán e Israel

En un contexto de tensiones entre Irán e Israel, el presidente de Israel, Shimon Peres, señaló que "la posibilidad de un ataque militar contra Irán parece más cercano que la opción diplomática". El presidente Peres se refería al avance del desarrollo de armas nucleares en Irán. El 8 de noviembre, la Agencia Internacional de Energía Atómica (IAEA, por sus siglas en inglés) publicó un informe en el que indica que Irán ha realizado actividades relevantes para el desarrollo de un arma nuclear y que ha desatado la preocupación de la comunidad internacional.

El riesgo de un enfrentamiento entre ambos países es el efecto que pueda tener sobre el precio del petróleo.

Irán es el cuarto productor y tercer exportador de petróleo en el mundo. Además, posee el 10% de las reservas mundiales de petróleo, solamente superado por Arabia Saudita y Canadá. Sin embargo, Irán no es sólo importante como fuente de abastecimiento de petróleo en el mundo, sino porque además, junto con Omán ejerce control sobre el Estrecho de Hormuz, una vía estratégica por donde transita el 17% del petróleo del mundo (15.5 millones de barriles diarios) y que podría bloquear las exportaciones provenientes de Arabia Saudita, Kuwait y los Emiratos Árabes Unidos hacia los mercados los mercados asiáticos, principalmente Japón, China, India y Corea del Sur y en menor medida a EEUU y Europa.

Una mayor incertidumbre alrededor de estos países podría llevar al precio del petróleo a cotizar entre 100 US\$/barril y 120 US\$/barril. Mientras que de concretarse un ataque, la consultora Rapidan Group, luego de realizar un sondeo entre participantes del mercado, concluyó que el precio del petróleo se podría incrementar hasta 175 US\$/barril, un nivel

PAISES SELECCIONADOS (Millones barriles/día y miles de millones de barriles)

Países	Producción (mbd)	Exportaciones (mdb)	Reservas (mmb)
Rusia	9.9	7.0	60.0
Arabia Saudita*	9.8	7.6	262.6
Irán*	4.2	2.5	137.0
Iraq*	2.4	1.8	115.0
Nigeria*	2.2	1.9	37.2
Argelia*	2.1	1.8	12.2
Libia*	1.8	1.5	46.4
Oman	0.9	0.7	5.5
Egipto	0.5	0.1	4.4
Siria	0.4	0.1	2.5
Yemen	0.3	0.2	3.0
Bahrein	0.0	0.0	0.1
Israel	0.0	0.0	0.0

*Países OPEP

1/.Producción antes de los conflictos civiles

Fuente: EIA Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

COTIZACIÓN HISTÓRICA DEL PETRÓLEO (US\$/barril)



Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

superior al precio récord de 145 US\$/barril alcanzado en julio del 2008.

Primavera árabe

La primavera árabe sigue siendo un riesgo para el mercado del petróleo. El riesgo grande que representaba Libia se ha disipado. Luego de la pérdida del 75% de la producción de petróleo en Libia, que antes del conflicto producía el 2% del petróleo mundial, su producción empezó a recuperarse y a finales de setiembre se reanudaron las exportaciones. El Departamento de Energía de EEUU (EIA, por sus siglas en inglés) estima que a finales del 2012 las exportaciones de petróleo de Libia alcanzarían los 0.8 millones de barriles por día, poco más de la mitad de lo que exportaba antes de los conflictos (1.5 millones de barriles por día).

Sin embargo, el riesgo se viene trasladando a Siria y Yemen y ponen en peligro el abastecimiento del petróleo mundial. Siria y Yemen no son importantes productores de petróleo, pero mientras Yemen se ubica al lado del estrecho de Bab el-Mandab, la tercera vía más importante por donde transita el petróleo mundial (3.2 millones de barriles por día), Siria tiene una alianza con Irán, que lo podría implicar en los conflictos.

La represión en Siria ha llevado a que EEUU y Europa impongan sanciones al país, entre ellas la prohibición a las exportaciones. Asimismo, Siria encara una amenaza de suspensión de la Liga Árabe y es probable que también le apliquen sanciones económicas y políticas. La mayor intervención de la comunidad internacional podría generar una respuesta de Irán que se ha mantenido crítico frente a las sanciones impuestas a su aliado.

La participación de Irán, tanto si se enfrenta a Israel o si apoya a Siria generaría una subida importante en el precio del petróleo. Y la probabilidad de que efectivamente se den estos conflictos es cada vez mayor.

Nuevo gobierno italiano busca reestablecer la confianza

Daniela Estrella
 Daniela.estrella@scotiabank.com.pe

La crisis de la zona euro se viene expandiendo a un ritmo preocupante. La semana pasada, la percepción de riesgo de países más representativos como Italia, España y Francia que juntos representan el 50% del PBI de la zona, aumentó significativamente. Ello se reflejó en el incremento del precio de los *credit default swaps (CDS)* de los tres países a niveles récord.

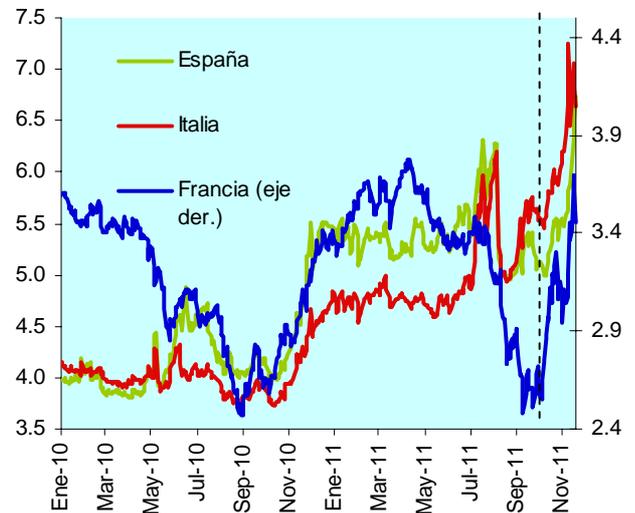
En particular, Italia viene siendo el más atacado por los especuladores desde hace algunos meses. Esta mayor percepción de riesgo por Italia inició a finales de mayo luego de que S&P y Moody's le redujeran el *outlook* de su calificación crediticia a negativa para luego, entre finales de setiembre y octubre, el *rating* crediticio sea recortado en un escalón por todas las agencias calificadoras de riesgo. La expectativa de un crecimiento económico sumamente débil que impediría al gobierno italiano reducir su elevado nivel de deuda pública generó este cambio en la visión de las calificadoras de riesgo que por más de un año de iniciada la crisis en la Eurozona no habían modificado su visión respecto de Italia.

Además del *downgrade*, un aspecto fundamental que acentuó el contagio hacia Italia fue la situación política. Las diferencias entre Berlusconi y el Ministro de Finanzas, Giulio Tremonti, a quién se le atribuye –en gran parte– el éxito de haber mantenido niveles de déficits fiscales bajos durante los últimos años, se hicieron de conocimiento público elevando las dudas respecto de su durabilidad en el cargo y, por ende, de una política fiscal responsable.

Así, luego de algunos meses y como consecuencia de la incapacidad de los políticos de implementar los acuerdos que anunciaron con bombos y platillos a finales de octubre - entre los que se encontraban la reestructuración de la deuda griega con un *haircut* del 50% del valor nominal y el apalancamiento del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) hasta por 1 billón de euros – se generó una fuerte salida de capitales de instrumentos de renta fija europeo, principalmente, Italia, lo que llevó al rendimiento del bono a 10 años a alcanzar el nivel máximo histórico de 7.3%. Una tasa de interés de más de 7% está siendo considerado por el mercado como aquella que hace prohibitivo el acceso a financiamiento en los mercados. Ello se debe a que tanto Grecia, como Portugal e Irlanda tuvieron que solicitar un rescate financiero cuando sus instrumentos de deuda superaron ese nivel.

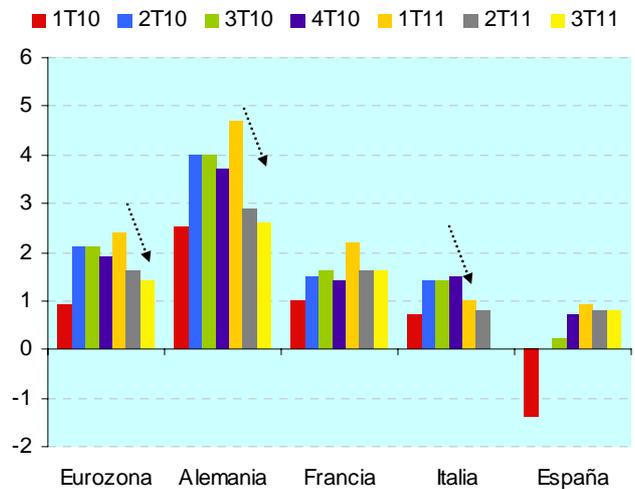
Este hecho en particular agudizó la crisis en Italia y precipitó la renuncia del primer ministro, Berlusconi. De esta manera, la semana pasada era clave para el futuro político de Italia con el nuevo Primer Ministro, Mario Monti. El inicio no fue tan positivo con la emisión de 3 mil millones de euros en bonos a 5 años que fueron colocados a una tasa de 6.29%, por encima de 5.32% el

RENDIMIENTO DEL BONO DEL TESORO A 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

CRECIMIENTO DEL PBI TRIMESTRAL (variación porcentual anual)



1/ Italia aún no publica el crecimiento del PBI del 3T11.

Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

mes previo y la tasa histórica más alta para esa emisión. Ante este escenario tan negativo, el gabinete de técnicos de Monti, recibió el voto de confianza tanto de la Cámara Baja como de la Cámara Alta del Parlamento Italiano lo que da cierta tranquilidad respecto de la capacidad de aprobar en el parlamento las reformas necesarias para estimular un mayor crecimiento económico con una mano de obra más productiva.

Sin embargo, el recibimiento del pueblo italiano y los mercados al nuevo gobierno no fue tan grata. Los jóvenes salieron a las calles a marchar como una forma de rechazo ante el "gobierno de los banqueros" como lo han denominado y los rendimientos del bono a 10 años volvieron a situarse en 7% los días martes y miércoles,

para luego cerrar en 6.64% el día viernes ante las compras de bonos italianos por parte del Banco Central Europeo.

En cuanto a las reformas que piensa implementar Monti, mencionó que los tres pilares del programa de gobierno interino -elecciones programadas para el 2013- serán la rigurosidad financiera, el crecimiento económico y la equidad social. A nivel general mencionó entre sus planes reinsertar un impuesto a las propiedades eliminado por Berlusconi en el 2008, vender activos del Estado, reformar el sistema de pensiones, reducir gradualmente la carga tributaria sobre las empresas, modificar las reglas laborales, proveer incentivos tributarios para emplear mayores mujeres y jóvenes, así como también reducir el tamaño del gobierno. Aún no se han dado a conocer medidas específicas pero Monti, quien también está a cargo del Ministerio de Finanzas, dijo que se anunciarían durante las próximas semanas.

Además, para que la desconfianza hacia Italia disminuya es necesario anunciar reformas estructurales que estimulen el crecimiento económico que es quizás uno de los problemas más graves que enfrenta Italia desde hace varios años. El crecimiento económico promedio de Italia durante la última década fue de 0.5%, uno de los más bajos de los países que pertenecen a la zona euro. Incluso, la agencia calificadora de riesgo Fitch dijo la semana pasada que Italia ya estaría en recesión, lo que dificulta aún más su capacidad de generar ingresos y por ende, de reducir sus niveles de déficit fiscal, condición necesaria para reducir el elevado nivel de stock de deuda pública de 119% del PBI. Según el estimado de la Unión Europea, Italia crecería apenas 0.1% en el 2012.

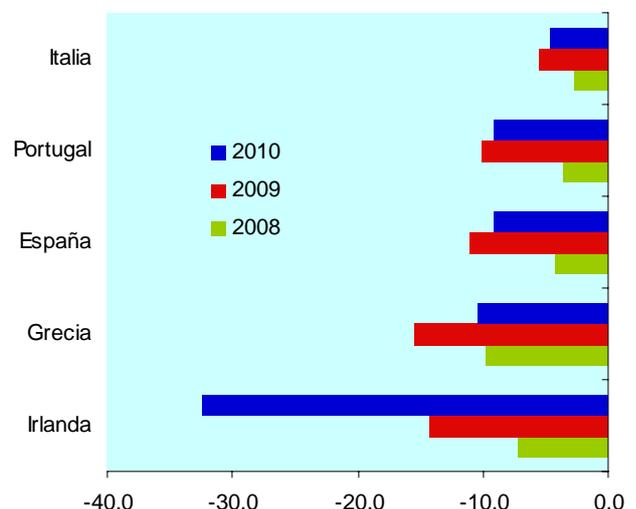
De esta manera, a pesar de que en general, la percepción de que Italia se encuentra en una situación fundamental mejor que la de España al no haber afrontado una burbuja inmobiliaria, al tener una deuda de los hogares de alrededor de 50% del ingreso disponible comparado con 125% para España, y haber sido capaz de evitar un deterioro fiscal muy negativo durante la crisis financiera internacional (el déficit fiscal pasó de 2.7% en el 2008 a 5.4% en el 2009, casi el mismo deterioro de 3 p.p. que Alemania) no está evitando que la especulación frene en Italia. Y, la razón del porqué ello no estaría sucediendo radica en el hecho de tener un stock de deuda pública tan elevado, que al experimentar alzas significativas en su costo de financiamiento aumenta las dudas respecto de la capacidad de continuar accediendo a los mercados para conseguir financiamiento. Por tanto, es necesario ver que los rendimientos se estabilicen en niveles ligeramente inferiores a los actuales para frenar la especulación. Y, al parecer la única manera de lograrlo es con la intervención del Banco Central Europeo (BCE) comprando bonos.

Conclusión

El cambio de gobierno en Italia y las reformas que esperan implementar para estimular el crecimiento económico serán efectivas, sí y sólo sí, Italia es capaz de continuar financiándose en los mercados financieros a tasas accesibles. Esto último dependerá en gran medida de la capacidad política de los líderes de la Eurozona de reducir el contagio, capacidad que está cada vez más en duda. Así, es necesario que se implementen las medidas anunciadas por los líderes de la Unión Europea luego de la reunión del 26 de Octubre en donde se dijo que la capacidad del EFSF, que actualmente equivale a 450 mil millones de euros y que no cubriría un *default* de Italia, sería elevada hasta aproximadamente 1 billón de dólares. De igual manera, es necesario ver que el EFSF pueda comprar deuda de países en problemas tanto en el mercado primario como secundario para evitar que las tasas continúen aumentando porque al parecer el ECB no va a surgir como el gran salvador, a pesar de tener desde el 1 de noviembre un nuevo presidente, Mario Draghi, de nacionalidad italiana. Por último, solucionar el problema de Grecia (reestructuración de la deuda ordenada) es indispensable para reducir el contagio hacia el resto de países.

Si lo mencionado en el párrafo anterior no ocurre, es decir, si los rendimientos de la deuda italiana continúan subiendo, es bastante probable que un nuevo *downgrade* en la calificación de la deuda ocurra, haciendo más riesgoso adquirir deuda de ese país, lo cual tendría que ser compensado con un mayor rendimiento, generando nuevamente un círculo vicioso que llevaría a Italia, en el peor escenario, a tener que reestructurar su deuda. Recordemos además que la situación política no está solucionada del todo, Berlusconi ha comentado que su partido, Pueblo de Libertad, aún tiene los números en el parlamento para evitar que Monti implemente medidas a las que se opone su partido como el impuesto a la riqueza.

DÉFICIT FISCAL (como porcentaje del PBI)



Fuente: Eurostat Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

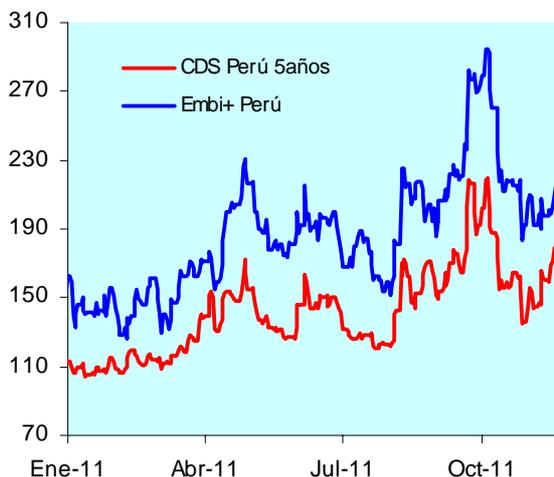
Los bonos peruanos continuaron alineados con los mercados externos

Estefany Castillo
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

En la semana, el desempeño de los bonos soberanos (denominados en soles) y globales (denominados en dólares) continuó correlacionado con el entorno internacional. En este sentido, la mayor percepción de riesgo en los mercados externos – debido a la incertidumbre en torno a la crisis de deuda de la Eurozona– afectó el desempeño de los bonos peruanos. En la semana, las tasas tanto de los soberanos como de los globales subieron. En los próximos días, las tasas de los bonos peruanos continuarían correlacionadas, sobre todo, con la percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales. En el mediano plazo, sin embargo, los principales factores que afectarían el desempeño de los bonos peruanos serían los siguientes: las expectativas inflacionarias a nivel local, la política monetaria del BCR, la percepción de riesgo en los mercados externos, el desempeño de la deuda estadounidense y los sólidos fundamentos macroeconómicos que el Perú mantiene.

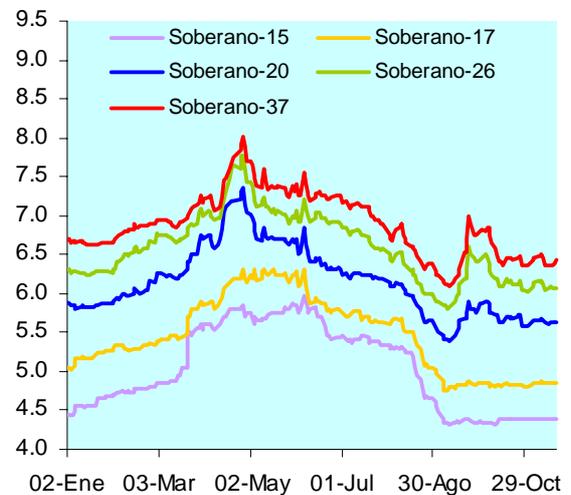
La mayor aversión al riesgo en los mercados externos generó un aumento en la percepción de riesgo del Perú. En la semana, la persistente preocupación en torno a la crisis de deuda de la Eurozona generó una mayor percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales. El índice VIX (indicador de la volatilidad de las bolsas estadounidenses), por ejemplo, aumentó de 30.0 a 32.0 en la semana. En este contexto, el EMBI+ y los *Credit Default Swaps* (CDS) del Perú subieron 19pbs y 17pbs, respectivamente, en el mismo periodo. Los inversionistas extranjeros, influenciados por este contexto de nerviosismo, vendieron bonos de países emergentes, entre ellos el Perú. En este sentido, la mayor oferta de globales peruanos dio lugar a un aumento de 10pbs, en

PERÚ: EMBI+ y CREDIT DEFAULT SWAPS (pbs)



Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

TASAS DE BONOS SOBERANOS (%)



Fuente y Elaboración: Estudios Económicos - Scotiabank

promedio, en las tasas de estos papeles. El desempeño de estos bonos, además, estuvo en línea con el de sus pares de la región.

Las tasas de los soberanos con vencimientos entre el 2020 y el 2042 subieron 5pbs en promedio. Desde hace algunos meses atrás, hemos observado una correlación positiva entre las medidas de riesgo del Perú (Embi+ y CDS a 5 años) y el empinamiento de la curva de soberanos. En la última semana, esta relación continuó y la mayor percepción de riesgo de la deuda peruana generó una mayor oferta de soberanos de largo plazo. Esto, a su vez, dio lugar a un leve empinamiento de la curva. A pesar del aumento en los rendimientos de los soberanos en la última semana, éstos han mantenido una tendencia relativamente estable desde mediados de octubre. Si bien la incertidumbre en los mercados externos ha generado una mayor oferta de soberanos, ésta ha sido parcialmente contrarrestada por la demanda tanto de inversionistas locales como extranjeros. Éstos últimos, posiblemente, estarían manteniendo su demanda de bonos en soles debido a los buenos fundamentos económicos que el Perú mantiene y al comportamiento relativamente estable del Sol.

Perspectivas:

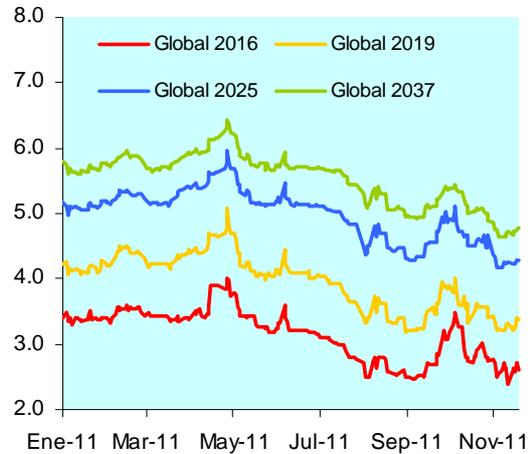
En el corto plazo, el desempeño de los bonos globales peruanos dependerá, principalmente, de la percepción de riesgo que predomine en los mercados externos. En este sentido, escenarios de nerviosismo podrían generar una mayor oferta de bonos de países emergentes (entre ellos el Perú) y, por ende, un aumento en los rendimientos de estos papeles. Por el contrario, un escenario de relativa calma en los mercados externos generaría una disminución en las tasas de los bonos globales peruanos. La deuda del Perú mantiene sólidos fundamentos. Al respecto, recientemente, Fitch subió la calificación crediticia (de BBB- a BBB) a la deuda peruana de largo plazo denominada en moneda extranjera. En un mediano plazo, por tanto, es probable que el mercado le asigne un menor riesgo al Perú. Esto, a su vez, se reflejaría en menores tasas de interés.

Las tasas de los soberanos estarían influenciadas, principalmente, tanto por el entorno internacional como por las expectativas inflacionarias a nivel local. En los próximos días, es posible que el MEF realice una emisión de soberanos en el Marco del Programa de Creadores de Mercado. La mayor oferta de papeles podría generar, en el corto plazo, una presión al alza en los rendimientos de los bonos a emitir. De otro lado, observamos un comportamiento diferenciado entre los tramos corto y largo de la curva de rendimientos:

- **En las últimas semanas, el tramo corto de la curva de soberanos ha seguido un comportamiento bastante estable.** Es probable que, en los próximos días, las tasas de corta duración mantengan esta misma dirección. Por un lado, este tramo de la curva no tendría espacio para continuar disminuyendo. Las tasas de corto plazo estarían internalizando un recorte en la tasa de referencia del BCR que, probablemente, no se daría en lo que resta del año. Por otro lado, dada la incertidumbre que aún predomina sobre la crisis de la Eurozona, es posible que los inversionistas mantengan un apetito por la deuda en soles de corta duración. Los bancos, además, probablemente conserven estos papeles en sus portafolios con la finalidad de calzar sus pasivos.

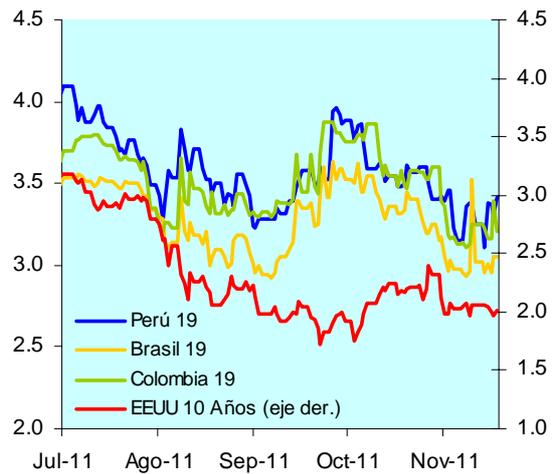
- **El desempeño de las tasas de los soberanos de mediano y largo plazo dependerá, sobre todo, de la percepción de riesgo que predomine en los mercados externos.** En este sentido, es probable que, en un escenario de mayor calma a nivel internacional, los inversionistas extranjeros aumenten su apetito por los bonos soberanos. Un factor de riesgo, sin embargo, es un posible aumento en las expectativas inflacionarias. Según la encuesta de expectativas macroeconómicas de inflación, publicadas por el BCR, las expectativas inflacionarias para el 2011 aumentaron ligeramente en octubre. Las expectativas de inflación para el 2012, sin embargo, se mantuvieron ancladas dentro del rango meta. Un riesgo latente es que, en los próximos meses, las expectativas inflacionarias aumenten. Ello generaría un aumento de las tasas de los soberanos de larga duración.

PERÚ: TASAS DE BONOS GLOBALES (%)



Fuente y Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

TASAS DE BONOS DENOMINADOS EN USD (%)



Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Entorno internacional afectó desempeño del IGBVL

Estefany Castillo
Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

El IGBVL cerró la semana con una pérdida de 1.1%. Este desempeño negativo de la bolsa limeña fue consecuencia, principalmente, de un “efecto contagio”. En la semana, la persistente preocupación en torno a la crisis de deuda de la Eurozona dio lugar a una caída generalizada de los mercados financieros. En este sentido, el índice estadounidense Dow Jones cayó 2.9%. Las cotizaciones del cobre y del oro, por su parte, registraron pérdidas semanales de 1.6% y 3.7%, respectivamente. De otro lado, la acción de Volcan (VolcanB) cerró la semana con una ganancia de 7.6% luego que se dio a conocer que la acción cotizará en el índice MSCI de Morgan Stanley.

La crisis de deuda en la Eurozona continuó marcando la pauta en los mercados bursátiles. En la semana, se publicaron indicadores económicos positivos (ventas minoristas, producción industrial, construcciones iniciales, permisos de construcción, peticiones iniciales de desempleo y el índice de indicadores líderes) en EEUU. Esto, sin embargo, fue contrarrestado por la persistente preocupación en torno a la crisis de deuda de la Eurozona. Particularmente, los índices bursátiles reaccionaron negativamente frente a los siguientes eventos:

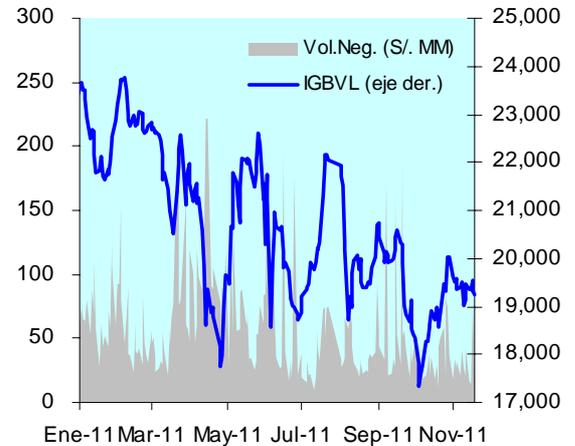
- **El aumento en el costo de financiamiento de los países de la Eurozona.** En la semana, las tasas de los bonos de Italia y España subieron significativamente. Este contagio, además, se extendió incluso hasta Francia. Las tasas de la deuda de este país también subieron de manera importante.

- **Comentarios de Angela Merkel.** La canciller de Alemania manifestó, a inicios de la semana, que Europa atraviesa uno de sus “peores momentos” desde la Segunda Guerra Mundial. Asimismo, Angela Merkel manifestó estar en desacuerdo con una mayor intervención del Banco Central Europeo (BCE) en la compra de bonos de países de la Eurozona. Según sus declaraciones, el BCE no debería ser el prestamista en última instancia para los países con problemas financieros.

- **Comentarios del Banco de Inglaterra y de Fitch.** El Banco de Inglaterra manifestó que las perspectivas económicas de la Eurozona han empeorado significativamente. La agencia clasificadora de riesgo Fitch, por su parte, afirmó que el posible contagio de la crisis de deuda en Europa podría afectar a los bancos estadounidenses e incluso podría generar una rebaja en la calificación crediticia de estas instituciones financieras.

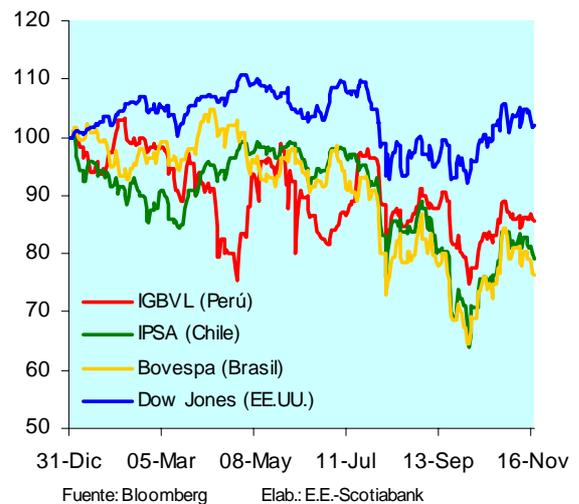
En los próximos días, el comportamiento del IGBVL continuará dependiendo de la evolución de los mercados externos. La preocupación por la crisis de la Eurozona, probablemente, continúe marcando la pauta en los mercados financieros, incluyendo el peruano. Adicionalmente, la falta de un acuerdo entre los parlamentarios de EEUU, sobre recortes de gasto, generaría incertidumbre en los mercados. De otro lado, desde el punto de vista técnico, es probable que el IGBVL fluctúe en torno a los 18,500 y 20,500 puntos, en el corto plazo.

IGBVL y MONTOS NEGOCIADOS EN RENTA VARIABLE

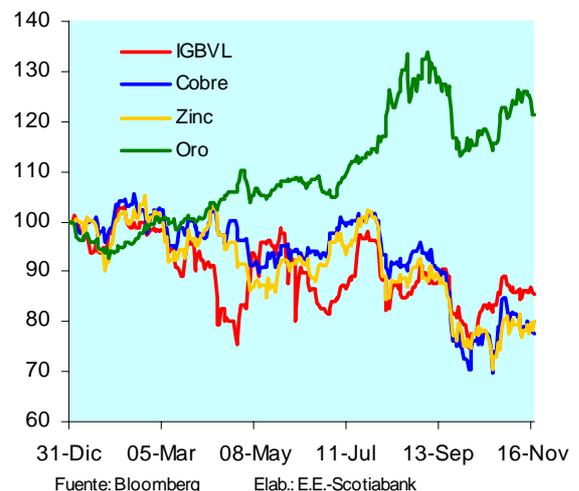


Ene-11 Mar-11 May-11 Jul-11 Sep-11 Nov-11
*No incluye montos diarios de negociación mayores a los S/. 200 MM
Fuente: Economática, BVL. Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

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



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



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