

# Reporte Semanal

Departamento de Estudios Económicos

DEL 23 AL 27 DE MAYO DEL 2011  
Año 12 – Número 19

## ENFOQUES DE LA SEMANA

### ECONOMIA

- PBI continuará desacelerándose durante el segundo trimestre
- El proceso de desdolarización de la economía
- Situación fiscal EE.UU.: Jugando con fuego

### RENTA FIJA

- Los bonos peruanos se mantuvieron estables en la semana

### RENTA VARIABLE

- El IGBVL cayó luego de tres semanas de ganancias



## PBI continuaría desacelerándose durante el segundo trimestre

Pablo Nano  
pablo.nano@scotiabank.com.pe

El Producto Bruto Interno (PBI) registró un crecimiento de 7.9% en marzo, acumulando una expansión de 8.8% durante el primer trimestre (1T11) y de 9.4% en los últimos 12 meses finalizados en marzo, según datos oficiales del INEI.

El resultado de marzo fue la tasa de expansión más baja desde febrero del 2010 (ver gráfico) y se situó muy cerca del 8% estimado por nosotros y por el promedio de analistas. Además, el crecimiento del 1T11 estuvo prácticamente en línea con nuestro estimado de 9%.

El anticipado menor ritmo de crecimiento del PBI en marzo respecto de meses previos se explicó principalmente por:

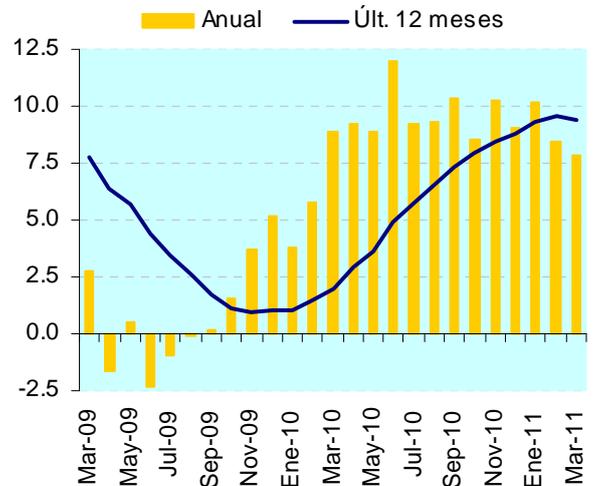
- *Una significativa desaceleración del sector Construcción.* Luego de haber registrado tasas de crecimiento de dos dígitos hasta enero, este sector mostró una expansión 4.9% en febrero y 3.6% en marzo. Si bien parte de este comportamiento obedece a un efecto estadístico -el sector creció 16% en febrero y 24% marzo del 2010-, la principal razón habría sido el retraso en la ejecución de la inversión pública debido a la renovación de autoridades. Así, durante el 1T11 el gasto de capital de los gobiernos locales y regionales se redujo respecto del 1T10 (ver gráfico).
- *Un menor dinamismo de los sectores primarios.* En marzo estos sectores en conjunto crecieron 2.4% comparado con el 2.6% de febrero y el 4.4% de enero. Esta evolución estuvo asociada a la atípica caída de la producción agrícola (-5.2%), por primera vez desde agosto, así como a la continuación de la tendencia decreciente de la producción minera (-0.9%), que completó su noveno mes de caída.
- *Un efecto estadístico negativo.* El PBI creció 8.9% en marzo del 2010 comparado con la expansión de 5.7% y 3.8% de enero y febrero del 2010, respectivamente.

### Evolución del PBI en marzo

En marzo la actividad económica fue impulsada básicamente por sectores no primarios (+8.9%), resaltando en especial:

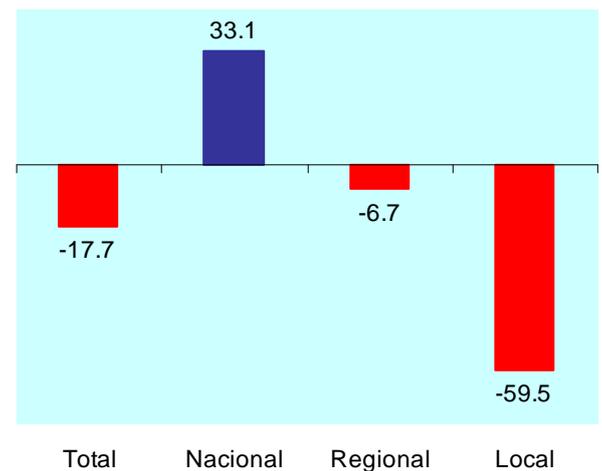
- El sector Manufactura mantuvo su ritmo de crecimiento de dos dígitos (+10.3%), liderado por la Manufactura No Primaria (+10%). A nivel desagregado destacaron las ramas de bienes de metal-mecánica, químicos y textiles ante la mayor demanda interna y externa. Por su parte, la evolución positiva de la Manufactura Primaria (+12.2%) debido fundamentalmente a la mayor producción de harina y conservas de pescado.
- El sector Servicios en conjunto se expandió 9.4%. A nivel desagregado resaltó el crecimiento de 11.2% de la rama de servicios financieros, tasa similar a la expansión de los últimos doce meses (+11.6%), por lo que las medidas de ajuste monetario del BCR no estaría mostrando aún los resultados esperados. Finalmente, el aumento del rubro Restaurantes y Hoteles (+9.8%) se debió al sostenido crecimiento del consumo privado y al dinamismo del turismo receptivo, respectivamente.

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



Fuente: INEI Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

## INVERSIÓN PÚBLICA POR TIPO DE GOBIERNO (Variación porcentual 1T11 vs. 1T10)



Fuente: BCRP Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

## PBI MARZO: APOORTE POR SECTORES (En puntos porcentuales)



Fuente: INEI Elab: Estudios Económicos - Scotiabank

**Perspectivas**

Los indicadores publicados para abril nos indican que el PBI continuaría mostrando una evolución positiva pero a un ritmo menor respecto del registrado en meses previos.

- *Los despachos locales de cemento* alcanzaron 601 mil TM, su nivel más bajo desde febrero del 2010, según la Asociación de Productores de Cemento (Asocem). Este resultado refleja una caída de 3.2% respecto a abril del 2010, siendo el segundo mes consecutivo que registra una variación negativa (ver gráfico). Sin embargo, las importaciones bordearon las 47 mil TM (+140%), lo que habría permitido que el PBI Construcción haya cerrado abril con una variación cercana al 0%.

- *La producción de energía eléctrica* -un proxy de la actividad económica- aumentó 8.0% en abril, tasa similar a la de marzo, según cifras del Ministerio de Energía y Minas

- *Las importaciones* en abril superaron por primera vez los US\$3,000 millones, según Sunat. Este monto representó un aumento de 35% respecto de igual mes del 2010, por encima del incremento de 19% registrado en febrero.

- *La producción de hidrocarburos* creció 39%, gracias a la mayor extracción de gas natural (164%) debido al aumento de la demanda de gas para exportación y para las centrales termoeléctricas. Dicha variación fue mayor respecto al 25% registrado en marzo.

La información anterior nos sugiere que el PBI continuaría mostrando una desaceleración en el segundo trimestre (2T11). En este contexto, proyectamos un crecimiento en un rango de entre 6% - 6.5% para el 2T11. Esta tasa sería la más baja desde el 1T10 y respondería básicamente a:

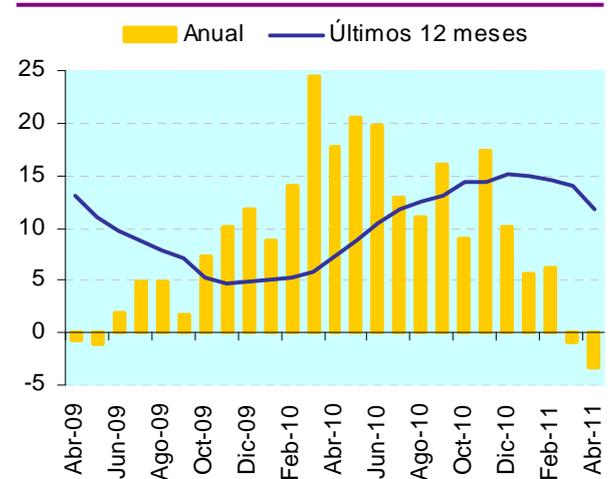
- *La implementación de una política fiscal contracíclica* por parte del MEF para combatir las presiones inflacionarias. Así, durante el 1T11 el gasto no financiero del gobierno disminuyó 0.8% respecto del 1T10. Este comportamiento debería continuar en el 2T11, luego de las medidas anunciadas a fines de marzo (ver Enfoque "Ejecutivo aprueba medidas contra cíclicas para limitar gasto fiscal").

- *La desaceleración de la inversión privada* como respuesta al deterioro de la confianza empresarial asociado al período electoral. Así, según una encuesta realizada por Apoyo a líderes empresariales en la quincena de abril, el 20% de los encuestados planeaba reducir el ritmo de inversión, lo que contrasta con el 1% de marzo. Si bien esto aún no se refleja en los indicadores -con excepción del consumo interno de cemento-, la desaceleración podría empezar a notar a partir de mayo en rubros como la importación de bienes de capital.

- *Un efecto estadístico negativo.* El PBI registró un crecimiento de 10% durante el 2T10 comparado con el 6.2% del 1T10. Este factor continuará influyendo en los próximos trimestres (ver gráfico).

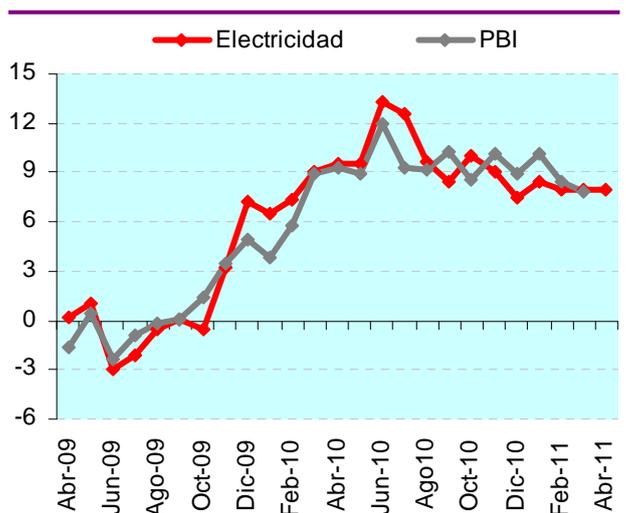
En conclusión, si bien el ritmo de expansión del PBI estaría por debajo de nuestro estimado inicial, todavía es posible alcanzar nuestro estimado anual de 7%. Para ello será necesario que se mantengan los lineamientos generales del actual modelo económico y que se retome la confianza empresarial una vez culminada la segunda vuelta electoral programada para la primera semana de junio.

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



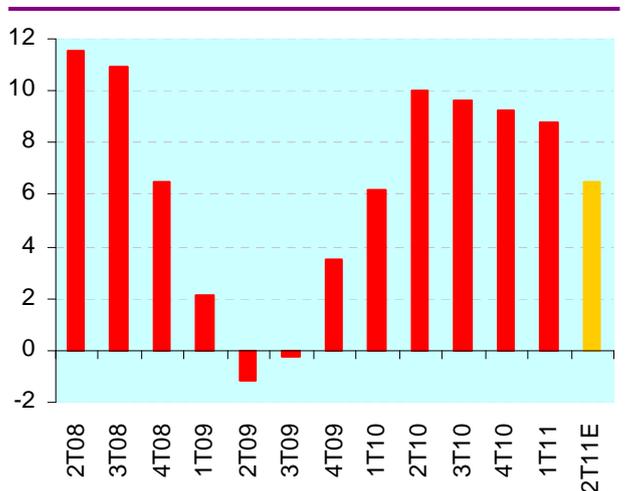
Fuente: Asocem Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

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



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

**PBI EVOLUCIÓN TRIMESTRAL (Variación porcentual anual)**



Fuente: INEI, Estudios Económicos - Scotiabank

# El proceso de desdolarización de la economía

Mario Guerrero  
[Mario.Guerrero@scotiabank.com.pe](mailto:Mario.Guerrero@scotiabank.com.pe)

La economía peruana se caracteriza todavía por un alto grado de dolarización. La dolarización produce un descalce de monedas entre activos y pasivos, tanto en empresas como personas que generan sus ingresos en soles y que están endeudadas o invierten en dólares (1). Este riesgo cambiario, muchas veces innecesario, puede comprometer la solvencia de los agentes económicos, y por tanto, la calidad de los créditos del sistema financiero.

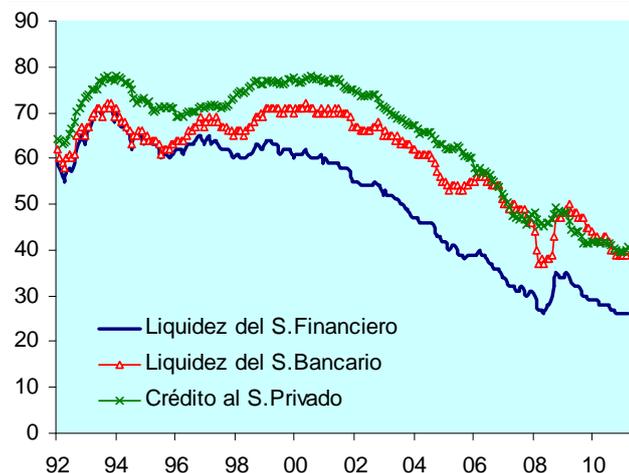
## Un poco de historia

Durante la década de los 90s el sistema financiero peruano presentó un alto grado de dolarización (entre 60% y 70%) producto de la alta inflación del periodo 1976-1990. La significativa pérdida de valor del sol de oro y del Inti durante la década de los 80s, provocada por la hiperinflación y la incertidumbre económica de ese entonces, implicó que los agentes económicos incrementen sus activos en dólares con el objetivo de proteger su poder adquisitivo.

Si bien a partir del 1997 la tasa de inflación se ubicó por debajo de dos dígitos, el grado de dolarización de la liquidez del sistema bancario permaneció por encima del 70% hasta finales del año 2001, un fenómeno conocido como histéresis (2).

Devolver la confianza al sol no ha sido fácil. A lo largo de este proceso han sido factores claves: la conducción de la política monetaria del BCR bajo un esquema de metas de inflación, la mejora sostenida de los fundamentos económicos y la sostenida apreciación del sol respecto del dólar norteamericano. En la actualidad la política monetaria del BCR toma en

## COEFICIENTES DE DOLARIZACION DE LA ECONOMIA PERUANA (En %)

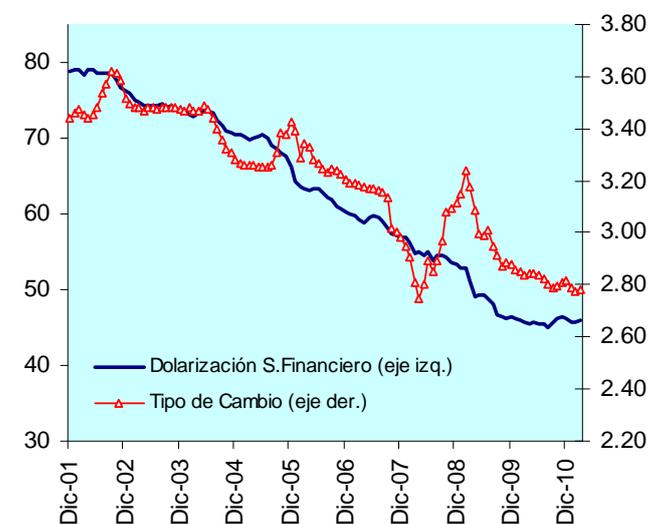


Fuente: BCR, EE-Scotiabank

cuenta los riesgos asociados al proceso de dolarización (1), a través de:

- i) la aplicación de requerimientos de encaje en dólares, para reducir los ciclos crediticios expansivos en dólares y mantener adecuados niveles de liquidez en dólares en el sistema bancario que le permitan hacer frente a escenarios de salidas abruptas de capitales.
- ii) la intervención en el mercado cambiario, para reducir el riesgo cambiario-crediticio derivado de la formación de expectativas ante una mayor volatilidad cambiaria.

## DOLARIZACION Y TIPO DE CAMBIO (En %)



Fuente: SBS, Estudios Económicos - Scotiabank

## El grado de dolarización actual

A marzo del 2011 el coeficiente de dolarización del crédito del Sistema Financiero, una medida representativa de dolarización, se encuentra en 40% (el nivel más alto fue de casi 80% en agosto de 1993).

En el caso de los créditos otorgados por bancos y financieras, el proceso de desdolarización no ha sido homogéneo. Los créditos comerciales, que incluye el crédito corporativo, a grandes, medianas y pequeñas empresas, ha sido el más reacio a desdolarizarse. Los préstamos en soles en este segmento cobraron dinamismo a partir del año 2005, reduciéndose moderadamente el grado de dolarización desde ese entonces de 80% a 63% a marzo del 2011. En el periodo setiembre 2010-marzo 2011 (seis meses) las grandes y medianas empresas han tenido una mayor preferencia por tomar créditos en dólares, a diferencia de las corporativas que optaron por un mayor financiamiento en soles. Entre los factores que explicarían este comportamiento se encuentra el aumento de las tasas de interés en soles en los segmentos de grande y mediana empresa principalmente, como consecuencia de las medidas de ajuste monetario, y el dinamismo de los créditos de comercio exterior y operaciones de leasing, usualmente expresadas en dólares, ante la expansión de la inversión privada.

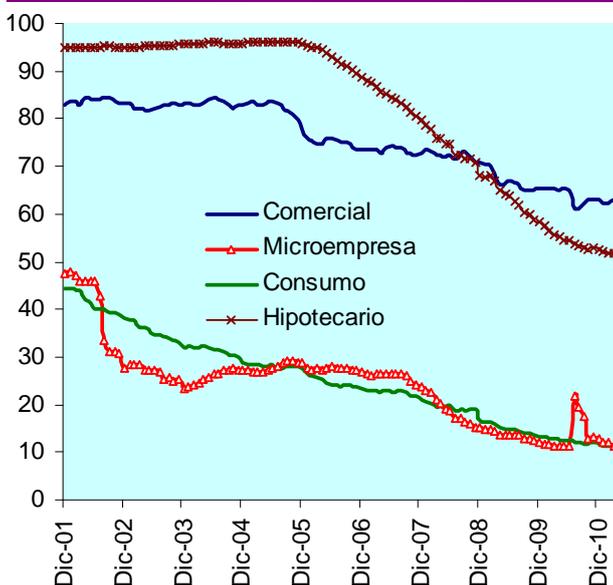
Dada la alta liquidez del sistema financiero en soles y el bajo perfil de riesgo de las empresas corporativas, las tasas en soles para este segmento no registraron variación en el periodo bajo análisis.

La desdolarización es más pronunciada en el caso de las PYMES. Los saldos de crédito a marzo del 2011 arrojan un grado de dolarización de 28% para la pequeña empresa y 11% para la microempresa pero si consideramos el flujo de crédito otorgado entre setiembre 2010 y marzo 2011 (últimos 6 meses de información disponible) la dolarización es menor al 10%. Estos sectores, vinculados al comercio y la prestación de servicios, requieren principalmente de soles para sus operaciones.

Los créditos para personas también muestran un sostenido proceso de desdolarización aunque en distintos grados. El crédito de consumo registra el proceso de desdolarización más sostenido entre todas las modalidades de crédito. El grado de dolarización ha descendido de 44% a fines del 2001 a 11% a marzo del 2011. Incluso si se considera el flujo de créditos de los últimos 6 meses de información disponible, la dolarización es menor al 10%, por lo que el riesgo cambiario en este segmento es relativamente bajo. En el caso de los créditos hipotecarios el proceso de desdolarización se inició tardíamente. Estos créditos empezaron a desdolarizarse de manera importante desde mediados del 2006, en que superaban el 90%, hasta alcanzar el 52% a marzo del 2011. Dada la naturaleza no transable de los activos que respaldan el crédito hipotecario (hipotecas), el nivel de descalce cambiario asumido por los deudores implica un riesgo cambiario-crediticio para las instituciones financieras.

Ambos casos representan una señal de confianza en el sol entre la población por el lado de la demanda, y de las instituciones financieras por el lado de la oferta, gracias a

### DOLARIZACION DEL CREDITO (En %)



Fuente: SBS, EE-Scotiabank

la obtención de mayores fuentes de fondeo en soles, tanto a corto como a largo plazo.

La preferencia del público por los depósitos en dólares también ha ido descendiendo en el tiempo. El grado de dolarización de los depósitos ha pasado de casi 70% a fines del 2001 a 47% a marzo del 2011. No obstante, este nivel es aún relativamente elevado y es una razón por la que el BCR busca prevenir las fluctuaciones bruscas e innecesarias en el tipo de cambio, una política que el BCR ha venido aplicando durante los últimos años.

Por modalidad, los depósitos a la vista son los que menos se han despolarizado, pasando de 60% a fines del 2001 a 50% a marzo del 2011, debido a que se trata de cuentas transaccionales, con una alta participación de empresas exportadoras e importadoras, que manejan principalmente dólares.

Donde es más claro el proceso es en los depósitos de ahorro y plazo, vinculados a los excedentes de ingresos de las personas y de las utilidades de las empresas. El grado de dolarización bajo estas modalidades ha pasado de más de 70% a fines del 2001 a cerca de 46% a marzo del 2011.

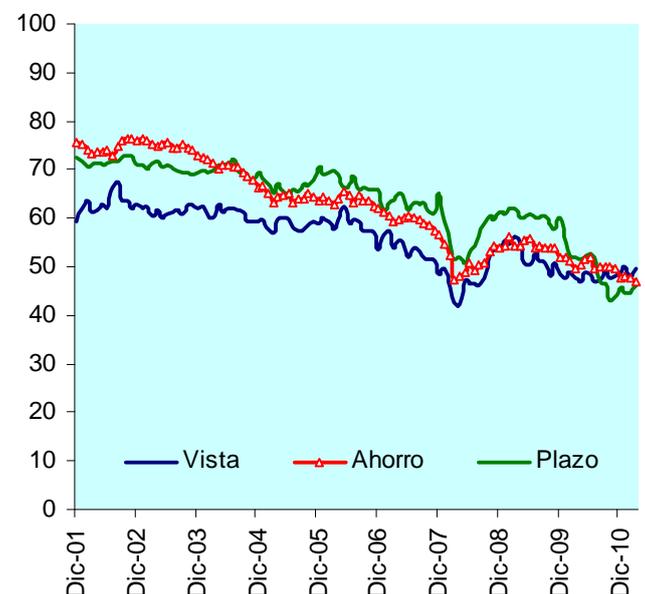
Una trayectoria similar ha sido la registrada por los portafolios de inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, cuyo grado más bajo de dolarización fue de 33% en noviembre del 2008. Actualmente, los fondos de pensiones tienen un grado de dolarización cercano al 40%, por debajo del nivel que registran los créditos y depósitos.

(1) Política Monetaria en un contexto de dolarización, en Reporte de Inflación. BCR. Setiembre 2010.

Beneficios del Ahorro en Nuevos Soles, en Reporte de Estabilidad Financiera. BCR. Diciembre 2007.

(2) Es el mantenimiento del fenómeno a pesar que las causas que lo originaron ya no están presentes.

### DOLARIZACION DE LOS DEPOSITOS (En %)



Fuente: SBS, EE-Scotiabank

## Situación fiscal EE.UU.: Jugando con fuego

Daniela Estrella  
[Daniela.estrella@scotiabank.com.pe](mailto:Daniela.estrella@scotiabank.com.pe)

Las diferencias políticas entre los Demócratas y Republicanos respecto de cómo reducir los elevados niveles de déficit fiscal y deuda pública viene generando – desde inicios de año – un grado de incertidumbre adicional a los ya existentes en torno a la economía de EE.UU. En ese sentido, la dificultad para llegar a acuerdos entre ambos partidos representa un riesgo para la aún frágil recuperación económica que atraviesa ese país. En particular, la atención durante las próximas semanas estará enfocada en la necesidad del Congreso de EE.UU. de elevar el límite de la deuda pública para evitar un cese de pagos (*default*) de sus obligaciones.

El lunes 16 de mayo, la deuda pública de EE.UU. alcanzó su límite de US\$14.294 billones. Sin embargo, para evitar que ello represente inmediatamente un cese de pagos, el Tesoro recurrió a una serie de medidas extraordinarias que – por ley – les permite crear o conservar cierto espacio debajo del límite de la deuda. Esta no es la primera vez que el Tesoro recurre a estas medidas para “ganar” tiempo con el objetivo de que el Congreso extienda el límite de la deuda. De hecho, durante los últimos quince años, tanto los gobiernos Demócratas como Republicanos, adoptaron en cinco oportunidades (año 1996, 2002, 2003, 2004 y 2006) las medidas extraordinarias que anunció el Secretario del Tesoro de EE.UU., Timothy Geithner, durante las últimas semanas.

El 6 de mayo, se decidió suspender las emisiones de papeles para los gobiernos estatales y locales (*State and Local Government Series Treasury securities, SLGS*). Estos papeles, en condiciones normales, son emitidos como una manera de ayudar a estos gobiernos. Esta medida se puede implementar antes de alcanzar el límite de la deuda, como efectivamente se hizo en esta oportunidad. De esta manera, al suspender las emisiones de este tipo de papeles se evita que se genere más deuda, que según los cálculos del Tesoro, correspondería a entre US\$3 y US\$12 mil millones mensuales.

Además de esta medida, el 16 de mayo, día en que la deuda alcanzó el límite, el Tesoro tuvo que declarar un periodo de suspensión de emisión de deuda (*debt issuance suspension period*)<sup>1</sup> para poder hacer uso de dos medidas adicionales. La primera fue la de suspender nuevas emisiones para el Fondo de jubilación y discapacidad del servicio civil (*Civil Service Retirement and Disability Fund, CSRDF*) así como canjear algunas de las inversiones existentes. Dos semanas bajo esta medida liberarían alrededor de US\$12 mil millones de espacio. La segunda medida fue suspender las reinversiones diarias de papeles del Tesoro que pertenecen al Fondo de Inversión de papeles del gobierno (*Government Securities Investment Fund, G-FUND*). Esta medida crea un espacio de alrededor de US\$130 mil millones por debajo de la deuda pública. Según una carta de Geithner para el Senado de EE.UU., todas las medidas adoptadas y de las que aún puede hacer uso le permiten

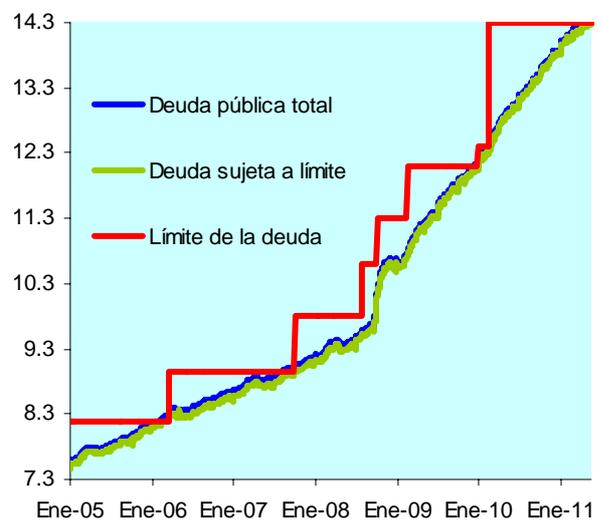
ganar alrededor de 10 semanas más de tiempo, lo que representa US\$230 mil millones.

Así, el Congreso de los EE.UU. tiene tiempo hasta el 2 de agosto para elevar el límite de la deuda pública. La última vez que se elevó este límite fue en febrero del 2010 donde se aumentó en un nivel récord de US\$1.9 billones, pasando de US\$12.394 a US\$14.294. Eventualmente, los Demócratas y Republicanos llegarán a un acuerdo para elevar el límite de la deuda pública, el cual estará sujeto a la implementación de medidas para recortar el déficit fiscal y la deuda pública, tal como sucedió hace tan sólo mes y medio, cuando el Congreso de EE.UU. aprobó un plan para reducir el gasto público en US\$38.5 mil millones durante los cinco meses restantes del año fiscal 2011 (hasta setiembre). Si el Congreso – de mayoría Republicana luego de las elecciones de noviembre del 2010 – no llegaba a un acuerdo para aprobar el presupuesto del año fiscal 2011 (el Congreso anterior no logró aprobar el financiamiento que se requería para todo el año) las agencias gubernamentales habrían dejado de operar. Ello hubiese significado que los trabajadores del Estado dejaran de percibir un salario, los jubilados dejaran de recibir el pago del seguro social y todos los servicios provistos por el Estado se hubiesen congelado. (*government shutdown*).

En esa oportunidad, luego de once horas de debate se llegó a un acuerdo. Sin embargo, según el CBO (*Congressional Budget Office*, CBO, según sus siglas en inglés) esta reducción del gasto fiscal en US\$38.5 billones que se acordó para evitar un cierre del gobierno aumentaría – en vez de reducir – el gasto del año fiscal 2011 en US\$3.2 mil millones. Ello sería consecuencia de un aumento de US\$7.5 mil millones en programas de defensa y una reducción de US\$4.4 mil millones en otros gastos.

1/ Ello sólo aplica para emisiones relacionadas a este fondo. Así, no tiene impacto en otro tipo de inversión o en otra parte de la deuda.

### EE.UU.: DEUDA PÚBLICA TOTAL (US\$billones)



Fuente: Bloomberg

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Esta situación, en donde en primera instancia se dice que efectivamente se va a tomar en serio el problema fiscal pero que luego resulta que efectivamente no se hizo mucho en el corto plazo demuestra lo difícil que es reducir los elevados niveles de endeudamiento en medio de un Congreso tan dividido. Por un lado, los Demócratas buscan aumentar impuestos para las personas de mayores ingresos, eliminar algunos beneficios tributarios para las empresas petroleras y reducir el gasto fiscal. Por otro lado, los Republicanos buscan recortar significativamente el gasto fiscal sin aumento de impuestos y además privatizar el programa de salud *Medicaid*. Este gasto obligatorio en programas de salud y de servicio social representa un poco más del 50% del gasto público y son programas que suelen ser bastante afectados por cambios demográficos. El envejecimiento de la población y mayores costos del cuidado de la salud elevarán el gasto público como porcentaje del PBI durante la próxima década. Así, es necesario que se empiecen a buscar medidas específicas para reducir la carga fiscal de estos programas, ya que sin una reforma de estos programas una reducción significativa del déficit fiscal no será posible. Aunque, para muchos, la privatización del programa de salud *Medicaid* sería perjudicial para el consumidor.

Toda esta incertidumbre respecto de la voluntad de ambos partidos por resolver los problemas fiscales que aquejan a EE.UU. desde hace algunos años está empezando a tener consecuencias negativas. En primer lugar, en un hecho histórico, la calificadora de riesgo *Standard & Poor's* le redujo la perspectiva de su calificación crediticia AAA de "estable" a "negativa" ante la mayor incertidumbre política que podía poner en riesgo la adopción de medidas necesarias para resolver la situación fiscal. En segundo lugar, según datos del departamento del Tesoro, China, el mayor tenedor de Bonos del Tesoro de EE.UU. (BTs) en el mundo, ha venido reduciendo su tenencia de estos papeles durante los últimos cinco meses hasta marzo. Ha reducido su posición en BTs en US\$30 mil millones desde octubre hasta marzo, hasta tener un saldo de US\$1.145 billones en BTs en marzo. Yu Yongding, un asesor del Banco Central de China, dijo que China debería dejar de comprar BTs ante el riesgo de que EE.UU. eventualmente entre en *default*. Otra razón del porque estarían diversificando sus activos fuera del dólar sería por el debilitamiento que se espera de esta moneda durante los próximos años. En ese sentido, el Banco Mundial publicó recientemente en un estudio, que para el año 2025 el escenario monetario más probable sería un régimen de varias divisas centrado en torno al dólar, el euro y el yuan. Y, en tercer lugar, durante la semana pasada, los *Credit Default Swaps* de EE.UU. subieron 7 puntos básicos, registrando su nivel más alto desde febrero del presente año y el mayor incremento semanal desde la segunda semana de agosto del 2010.

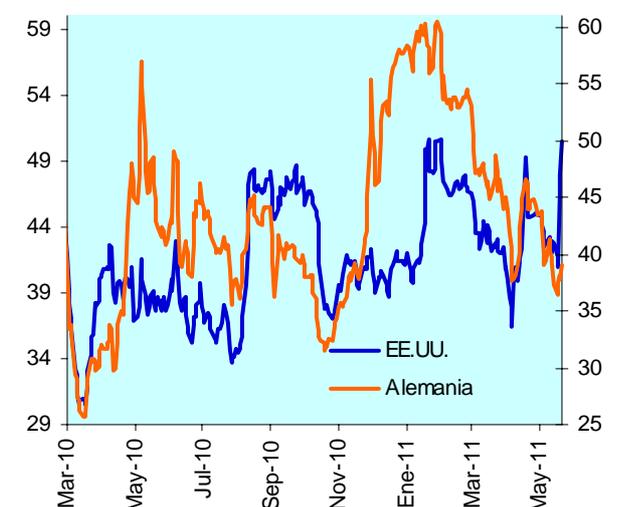
Sin embargo, esta mayor percepción de riesgo respecto de la deuda de EE.UU. no se está observando – aún – en los rendimientos de los Bonos del Tesoro. Esto sería consecuencia de la publicación de indicadores económicos negativos que apuntan hacia una desaceleración del ritmo de crecimiento durante el 2T11, la mayor preocupación por la crisis de riesgo soberano de la Eurozona y la participación de la FED con su programa QE2 en el mercado de renta fija de EE.UU. Factores que son beneficiosos para la demanda de BTs.

En conclusión, las diferencias entre los Demócratas y Republicanos respecto de la mejor manera para solucionar el problema fiscal de EE.UU. están generando mucha incertidumbre en la población de EE.UU. Estos desacuerdos podrían perjudicar la economía de EE.UU. si no se toma la decisión de elevar el límite de la deuda pública antes del 2 de agosto. Eventualmente se tendrá que elevar este límite, pero al aplazar la decisión hasta el los últimos días el Congreso está jugando con fuego. Si no se llega a un acuerdo, EE.UU. definitivamente entraría nuevamente en recesión, las tasas de los BTs subirían y se generaría una crisis internacional, quizás peor que la del 2008-2009, como ya lo han mencionado Geithner y hasta el propio presidente de EE.UU., Barack Obama.

Lo más probable es que la decisión sea positiva para EE.UU. y el límite de la deuda sea ampliado, sujeto a una serie de medidas que busquen recortar el gasto fiscal. Y, tal como ocurrió en abril en vísperas de un cierre de gobierno, la percepción es que los Demócratas tendrán que ceder. A Obama no le conviene que una crisis se desate como consecuencia de la incapacidad de ambos partidos para consensuar, menos en plena campaña para su reelección. Así, la duda recae en si el límite será ampliado en un monto que le permita a Obama olvidarse de este tema hasta luego de las elecciones del 2012 o si será elevado en un monto pequeño con lo que el tema será tratado como un caballo de batalla por los Republicanos para ganar las elecciones.

Pero, además, es importante que Obama de el mensaje con medidas claras de que un recorte del déficit y de la deuda pública es necesario para garantizar la sostenibilidad del crecimiento económico, ya que los Republicanos ganaron mayoría en el Congreso con ese mensaje. De hecho, no es positivo para su popularidad que luego de más de un año de haber salido de la recesión se sigan registrando déficits fiscales records. Se estima que para el año fiscal 2011 el déficit fiscal será un nuevo récord de US\$1.645 billones (10.9% del PBI) como consecuencia del mayor estímulo fiscal aplicado por el gobierno en diciembre del 2010.

**CREDIT DEFAULT SWAPS A 5 AÑOS DE EE.UU. Y ALEMANIA**



Fuente: Bloomberg

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

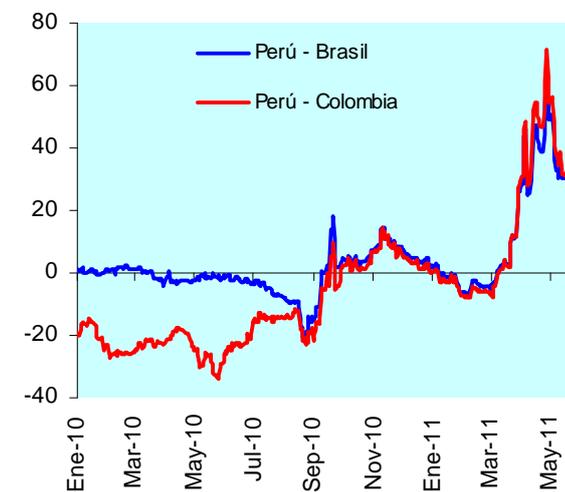
## Los bonos peruanos se mantuvieron estables en la semana

Estefany Castillo  
[Estefany.castillo@scotiabank.com.pe](mailto:Estefany.castillo@scotiabank.com.pe)

Las tasas de los bonos soberanos (denominados en soles) y globales (denominados en dólares) cerraron la semana sin cambios significativos. Este comportamiento estable de los bonos peruanos estuvo influenciado, sobre todo, por dos factores. Primero, no hubo cambios en la percepción de riesgo político del país. En este sentido, los inversionistas estarían percibiendo una mayor probabilidad de que el próximo presidente mantenga la actual política económica. Segundo, el desempeño de la deuda peruana habría estado alineado con el comportamiento tanto de los bonos estadounidenses como de los papeles de países de la región. Éstos se mantuvieron relativamente estables en la semana.

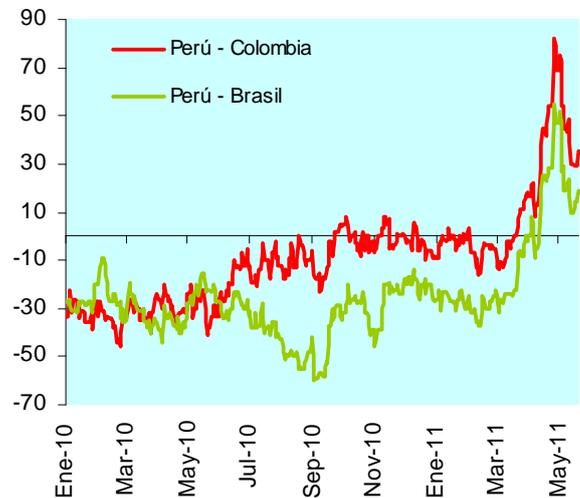
El comportamiento estable de los bonos peruanos estuvo explicado, en parte, por la percepción de riesgo político del país. Actualmente, es probable que los inversionistas perciban una mayor probabilidad de que el próximo presidente mantenga tanto el crecimiento económico del país como su solidez macroeconómica. A pesar de ello, el mercado aún le asigna riesgo político al Perú. Éste, sin embargo, es considerablemente menor al registrado después de la primera vuelta electoral. La percepción de riesgo político, además, se ha mantenido relativamente estable en las dos últimas semanas. Debido a ello, las tasas de los soberanos y globales han caído respecto de los niveles máximos alcanzados en abril. Éstas, sin embargo, aún se encuentran por encima de los niveles preelectorales. Lo mismo ha ocurrido tanto con el EMBI+ como con los *Credit Default Swaps* (CDS) del Perú. Los CDS del Perú a 5 años, por ejemplo, cerraron la

### DIFERENCIAL CREDIT DEFAULT SWAPS A 5 AÑOS (pbs)



Fuente: Bloomberg      Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

### DIFERENCIAL RIESGO PAÍS – EMBI+ (pbs)



Fuente: Bloomberg      Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

semana en un nivel de 132pbs. Este nivel aún supera a los CDS de Brasil y Colombia en 30pbs y 32pbs, respectivamente. Antes del periodo electoral, los CDS del Perú, Brasil y Colombia se negociaban en niveles bastante similares.

### La evolución de los bonos peruanos habría estado influenciada, además, por el comportamiento de la deuda tanto de EEUU como de países de la región.

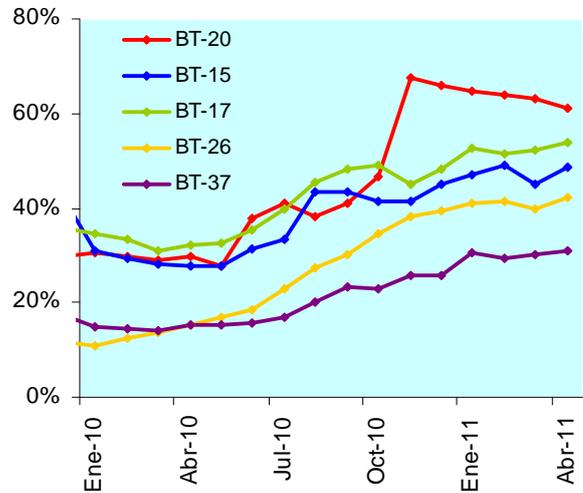
Las tasas de los bonos del Tesoro de EEUU cerraron la semana sin grandes cambios. El rendimiento del bono estadounidense a 10 años, por ejemplo, cayó 2pbs en la semana. Tanto la preocupación por el riesgo soberano de la Eurozona como la publicación de indicadores económicos débiles en EEUU generaron apetito por los bonos del Tesoro. Esta leve caída en las tasas de la deuda estadounidense se habría trasladado a los rendimientos tanto de los bonos peruanos como de países de la región. Las tasas de los bonos de Brasil y Colombia con vencimiento en el 2019, por ejemplo, cayeron 10pbs en promedio en la semana. La tasa del bono global Perú 2019, por su parte, siguió esta misma dirección y disminuyó 6pbs en el mismo periodo.

### En abril, los inversionistas no residentes y los fondos públicos aumentaron su participación en la tenencia de bonos soberanos.

Por un lado, es probable que los inversionistas extranjeros hayan incrementado sus posiciones en soberanos en la última semana de abril. Recién a partir de esta fecha, hubo una disminución en la percepción de riesgo político en el país. Los extranjeros, además, aumentaron sus posiciones en soberanos en S/.82 millones al 30 de abril en comparación con el mes previo. Por otro lado, los Fondos Públicos fueron los inversionistas con mayor demanda de bonos soberanos en abril. Éstos aumentaron su participación en la tenencia de soberanos en 0.5 puntos porcentuales (equivalentes a S/.135 millones). Es probable que los Fondos Públicos hayan comprado soberanos con la finalidad de tomar ventaja de las elevadas tasas de estos papeles, las cuales subieron significativamente después de la primera vuelta electoral.

En los próximos días, el desempeño de la deuda peruana dependería tanto de la percepción de riesgo político como del comportamiento de la deuda de EEUU. Por un lado, si bien los inversionistas mantienen mayor optimismo en torno a las elecciones presidenciales, es probable que aún se generen episodios de volatilidad en las dos semanas que quedan para la segunda vuelta. En la medida en que el mercado confíe en que el próximo presidente mantenga la actual política económica, las tasas de la deuda peruana deberían corregir a la baja, tal como ocurrió después de las elecciones del 2006. Por otro lado, el comportamiento de la deuda estadounidense podría afectar el desempeño de los bonos peruanos en el corto plazo. Las tasas de los bonos de EEUU se han mantenido en niveles relativamente bajos. Es probable, sin embargo, que éstas aumenten en el corto plazo debido a las expectativas inflacionarias, la preocupación por la elevada deuda en este país, o un eventual mayor apetito por riesgo. Si las tasas de los bonos estadounidenses suben, es probable que este incremento se traslade tanto a los bonos del Perú como a los de sus pares de la región.

**PARTICIPACIÓN DE NO RESIDENTES EN TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS (%)**



Fuente: MEF      Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

## El IGBVL cayó luego de tres semanas de ganancias

Estefany Castillo  
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

**El IGBVL cerró la semana con una pérdida de 1.2%.** Este desempeño negativo de la bolsa limeña fue consecuencia de dos factores principalmente. En primer lugar, el IGBVL corrigió a la baja por una toma de ganancias. En segundo lugar, la caída de las principales bolsas internacionales afectó el comportamiento de la bolsa limeña. De otro lado, a diferencia de las semanas anteriores, la percepción de riesgo político no afectó en gran medida al IGBVL. Si bien los inversionistas aún mantuvieron cautela por el panorama electoral, éstos estarían asignando una mayor probabilidad de que el próximo gobierno mantenga la actual política económica del país.

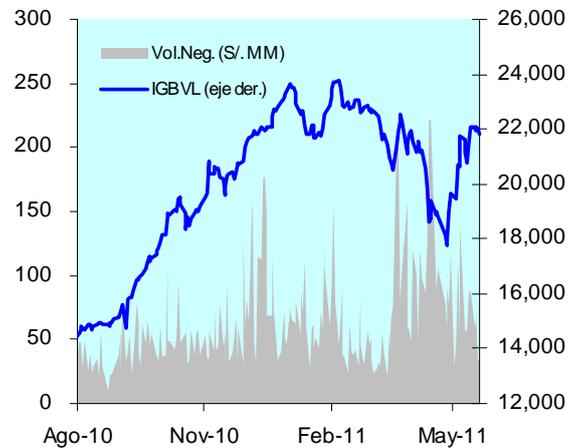
**En la semana, el IGBVL cayó debido, en gran medida, a una toma de ganancias.** Entre el 26 de abril y el 13 de mayo, el Índice General subió 24%. Luego de esta significativa recuperación (en menos de un mes) resultaba natural que los inversionistas realizaran ganancias. Desde el punto de vista técnico, además, el Índice General ya mostraba indicadores de sobrecompra. Era previsible, por tanto, un proceso de toma de ganancias.

**El desempeño negativo de las bolsas internacionales afectó el comportamiento de la bolsa limeña.** En la semana, hubo eventos que afectaron el desempeño de los principales índices bursátiles mundiales. Primero, hubo preocupación por el riesgo soberano de la Eurozona. La especulación en torno a una reestructuración de la deuda de Grecia generó un debilitamiento del euro, una mayor aversión al riesgo, y una caída en las bolsas internacionales. Segundo, se publicaron indicadores económicos negativos en EEUU: el índice de indicadores líderes, la producción industrial y los indicadores del sector inmobiliario (construcciones iniciales, permisos de construcción, venta de viviendas de segunda) estuvieron por debajo de las expectativas de los analistas. Debido a ello, el índice estadounidense Dow Jones cerró la semana con una pérdida de 0.7%.

**En la semana, la percepción de riesgo político no influyó en gran medida en el comportamiento del IGBVL.** El pasado jueves, por ejemplo, se publicó una encuesta de Datum. En esta oportunidad, sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en las semanas anteriores, la publicación de la encuesta no tuvo un impacto significativo en el comportamiento de la bolsa limeña. Es probable que los inversionistas ya estén descontando que el próximo presidente mantendría la actual política económica del país.

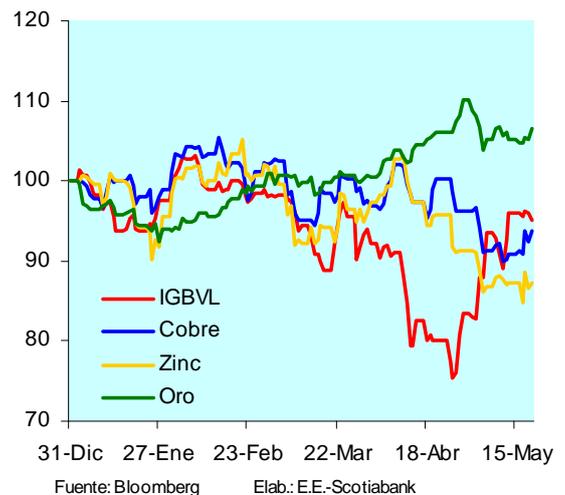
**En los próximos días, el comportamiento del IGBVL dependería de factores locales y externos.** Por un lado, el panorama electoral y la consecuente percepción de riesgo político aún podrían generar volatilidad en el desempeño de la bolsa limeña. Por otro lado, el IGBVL reaccionaría en mayor magnitud – en comparación con las semanas previas – frente a las variaciones en los precios de los metales, el desempeño de las bolsas externas y/o las perspectivas de crecimiento económico en el país. De otro lado, desde el punto de vista técnico, el IGBVL mantiene su resistencia en los 22,000 puntos.

## IGBVL y MONTOS NEGOCIADOS EN RENTA VARIABLE



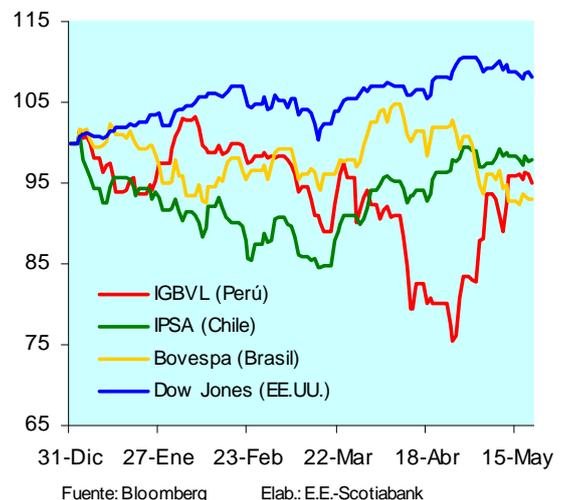
\*No incluye montos diarios de negociación mayores a los S/. 250 MM  
 Fuente: Económica, BVL. Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

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



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

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



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



**PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS**

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

<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. 6556
Mario Guerrero Corzo	<i>Monetaria / Precios / Bancos</i>	211-6000 ax. 6557
Daniela Estrella Morgan	<i>Economía Internacional</i>	211-6000 ax. 6661
Estefany Castillo Ayllón	<i>Renta Variable / Renta Fija</i>	211-6000 ax. 6487
Erika Manchego Chavez	<i>Minería / Commodities</i>	211-6000 ax. 6558
James Paul Donayre	<i>Asistente</i>	211-6000 ax. 6851

### Trading

<b>Fernando Suito</b>	<b>Gerente Trading</b>	<b>202-2712</b>
Ricardo Rivero	<i>Trader de Renta Fija</i>	211-6000 ax. 6570

### 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
Erika Seminario	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 6411
Katherina Centeno	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 6411
Zoila Pardo	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 6411
Gian Carlo Araujo	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 6411
Catalina Sarda	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 6411
Giannina Mostacero	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 6411



<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>
Isaac Figueroa	<i>Trader</i>	202-2750