

Reporte Semanal

Departamento de Estudios Económicos

DEL 28 DE MARZO AL 1 DE ABRIL DEL 2011
Año 12 – Número 12

ENFOQUES DE LA SEMANA

ECONOMIA

- Crisis política en Portugal agrava su situación fiscal
- Precio del cobre promediaría 4.50 US\$/lb este año
- El crédito bancario en América Latina

RENTA FIJA

- El riesgo político afectó el desempeño de los bonos peruanos

RENTA VARIABLE

- El IGBVL subió 8.5% en la semana



Crisis política en Portugal agrava su situación fiscal

Daniela Estrella
Daniela.estrella@scotiabank.com.pe

Durante la semana pasada, diversos acontecimientos volvieron a generar preocupación por la situación fiscal de los países de la zona euro. En primer lugar, la negativa por parte de los partidos de oposición al gobierno de Portugal por aprobar un nuevo paquete de medidas de ajuste fiscal derivó en la renuncia del Primer Ministro, José Sócrates, y dejó a Portugal inmerso en una crisis política que dificultaría aún más su capacidad para continuar resolviendo sus problemas fiscales y lo llevaría a solicitar un rescate financiero. En segundo lugar, la situación de los bancos en Irlanda parece estar lejos de corregirse. Según algunas noticias, las pruebas de estrés a los bancos Irlandeses a publicarse el jueves 31 de marzo, demostrarían que se necesitan entre €18 y €23 mil millones adicionales en capitalización. Y, en tercer lugar, los resultados de la cumbre de los miembros de la Eurozona, llevada a cabo el 24 y 25 de marzo, no cumplieron las expectativas. Si bien se acordó ampliar el tamaño del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (*European Financial Stability Facility*, EFSF, por sus siglas en inglés.) para que tenga la capacidad de realizar préstamos por su valor nominal de €440 mil millones a partir del segundo semestre del presente año, aún quedan muchas interrogantes respecto del cómo se va a implementar.

Estos tres factores generaron una fuerte alza en la percepción de riesgo de países como Portugal e Irlanda. Los *credit default swaps* (CDS) a 5 años de estos países subieron alrededor de 40 puntos básicos en la semana. De igual manera, los rendimientos de los bonos de estos países tocaron niveles máximos históricos poniendo en duda su capacidad para seguir financiándose en el mercado a tasas sostenibles. A diferencia de meses atrás, en esta oportunidad el mercado de deuda de España e Italia no se contagió de la situación de Irlanda y Portugal.

Al parecer, los inversionistas estarían diferenciando entre estos países y "premiando" las medidas tomadas por el gobierno Español en lo que respecta al ajuste fiscal y a las reformas del mercado laboral y las cajas financieras. Incluso, resulta más sorprendente aún que el impacto de la rebaja en la calificación de la deuda de 30 bancos y cajas españoles realizado por Moody's haya sido nulo, sobretodo cuando el sector financiero es el más expuesto a la deuda Portuguesa. (Ver gráfico). Sin embargo, este mayor optimismo respecto de la situación de España podría ser temporal, si los inversionistas empiezan a observar que los problemas de España no se corrigen a la velocidad y con la magnitud esperada. De hecho, la situación en España aún no está solucionada del todo. La economía española continúa estancada con una tasa de desempleo de 20% y los impactos negativos del desplome de la burbuja inmobiliaria se siguen sintiendo en la economía, a través de la caída en los precios de las viviendas y de la mayor existencia de quiebras hipotecarias.

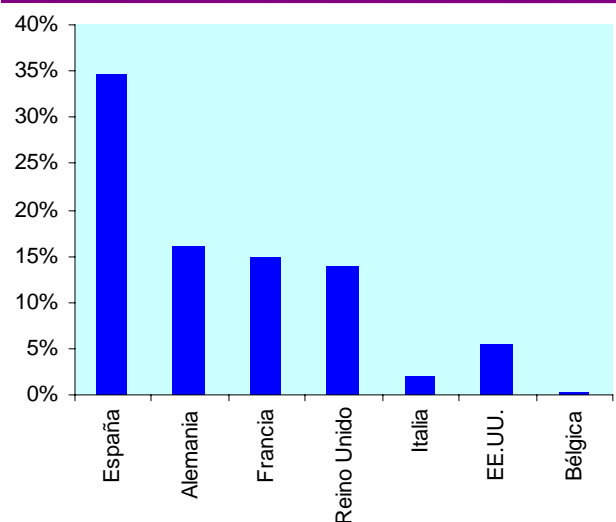
En general, los eventos de la semana pasada parecen apuntar hacia un eventual rescate financiero a Portugal. Se espera que ello se de pronto, debido al cargado cronograma de pagos de deuda que afrontaría en los próximos meses. En abril, Portugal tiene que pagar €5.1 mil millones de deuda (principal e intereses) y en junio €7 mil millones. Por este motivo y ante el alza en las tasas de interés de los bonos de Portugal a 10 años hasta un nivel considerado insostenible por el propio Banco Central de Portugal (superior al 7%), un bailout parece estar a la vuelta de la esquina. Sin embargo, la incertidumbre en relación a la capacidad de un gobierno fragmentado de tomar decisiones aumentará las dudas respecto de la posibilidad de Portugal de solicitar un bailout, con todo lo que ello conlleva (aplicar mayores ajustes fiscales).

Semana ruidosa

El miércoles de la semana pasada, el Parlamento Portugués voto en contra de una serie de medidas de ajuste fiscal adicionales planteadas por el partido de gobierno. El primer ministro había amenazado con renunciar a su cargo si las medidas no eran aprobadas y efectivamente cumplió con su promesa. Hasta el momento, el presidente de Portugal, Aníbal Cavaco Silva, no ha aceptado la renuncia de su primer ministro porque está realizando reuniones con el resto de partidos políticos para determinar la mejor solución a este problema. Eventualmente, se convocarán elecciones. Ellas podrían darse entre mayo y junio. Hasta esa fecha, José Sócrates, se queda como Primer Ministro aunque su capacidad para tomar decisiones será bastante más limitada.

Esta situación política y el bajo crecimiento económico de Portugal generó que las agencias calificadoras de riesgo, Standard & Poor's y Fitch, le reduzcan la calificación de la deuda de largo plazo en moneda extranjera. S&P la rebajó de A- a BBB con *outlook* negativo y Fitch la rebajó en dos escalones, de A+ a A- con perspectivas negativas.

BANCOS: EXPOSICIÓN A LA DEUDA DE PORTUGAL (Participación del total)



Fuente: BIS

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Estas reducciones se dan una semana después de que Moody's también le había otorgado un *downgrade* a la deuda de Portugal de A1 a A3. Ante esta situación, la percepción de riesgo de la deuda de Portugal –medido a través de los CDS- alcanzaron un nivel récord.

Ello hace preveer que Portugal estaría cercano a recibir un rescate financiero. Hasta cierto punto esta situación ya estaba internalizada por los mercados, razón por la cuál un impacto negativo sobre el euro y sobre la percepción de riesgo de países como España e Italia aún no se observa. Sin embargo, este escenario sí aumenta la incertidumbre respecto de quién será el siguiente país en encontrarse en una situación similar y respecto de la posible reestructuración de la deuda de cada vez más países. Primero Grecia, segundo Irlanda y ahora, pareciera ser que Portugal.

El segundo factor de incertidumbre fue la situación de los bancos en Irlanda. Se está especulando que la necesidad de capital de los bancos irlandeses, varios de los cuales han sido nacionalizados por el gobierno, ascendería a €23 mil millones adicionales en el peor escenario. Antes de que el gobierno Irlandés recibiera un rescate financiero, ya se habían inyectado €40 mil millones al sistema bancario. Luego, cuando se anunció el bailout por €85 mil millones se dijo que iba a estar distribuido de la siguiente manera: €10 mil millones serán utilizados inmediatamente para recapitalizar a los bancos, €25 mil millones serán destinados a un fondo de contingencia para el sistema bancario y los €50 mil millones restantes para financiar el déficit fiscal. Esos €10 mil millones destinados para los bancos no fueron recibidos en febrero por un problema con el ministro de finanzas saliente de Irlanda. Ahora, si las pruebas de estrés efectivamente demuestran lo que está especulando, el fondo de contingencia de €25 mil millones tendría que ser utilizado en su totalidad. De esta manera, es muy probable que en los próximos meses y ante la continúa recesión en la que se encuentra Irlanda, veamos a este país solicitando un nuevo rescate financiero.

Por último, el tercer factor de incertidumbre fueron los resultados de la cumbre de los líderes de la Eurozona del 24 y 25 de marzo. La expectativa era alta respecto de los acuerdos que se iban a adoptar durante esta reunión. Pero, los resultados fueron poco claros. Por un lado, se acordó ampliar la capacidad del EFSF a su valor nominal de €440 mil millones a partir del segundo semestre del 2011. Las dudas respecto de este fondo radicaban en un complejo sistema de garantías que aseguraban la calificación de deuda AAA a las emisiones de este fondo y reducían el valor real del fondo a €250 mil millones. Ahora, con la ampliación del tamaño del fondo se busca recuperar la credibilidad en ese mecanismo. Sin embargo, el cómo se va a realizar este mayor aporte aún no queda claro. Los garantes se verán en la necesidad de incrementar su participación, elemento que tendría que aprobarse en el parlamento de cada país. Ello no será tan fácil como parece. La aprobación de la Canciller Alemana, Angela Merkel, se está deteriorando cada vez más. Durante el fin de semana su partido volvió a perder en las elecciones de un estado clave, *Baden-Wuerttemberg*.

Ante esta situación en Alemania, Merkel logró que el plazo de tiempo para efectuar los aportes de capital de €80 mil millones al Mecanismo de Estabilidad Europeo

(*European Stability Mechanism*) -el mecanismo permanente que tomará el lugar del EFSF cuando este llegue a su fin en julio del 2013- se amplíe de tres a cinco años. Ello reduce los aportes de capital anuales que tendrá que realizar cada país. Este mecanismo contará con un capital suscrito de €700 mil millones, de los cuales €500 mil millones serán efectivamente disponibles. La parte más polémica de este mecanismo continúa siendo la participación de los acreedores privados en caso algún país tenga que reestructurar su deuda a partir de mediados del 2013. Algo muy probable en el caso particular de Grecia.

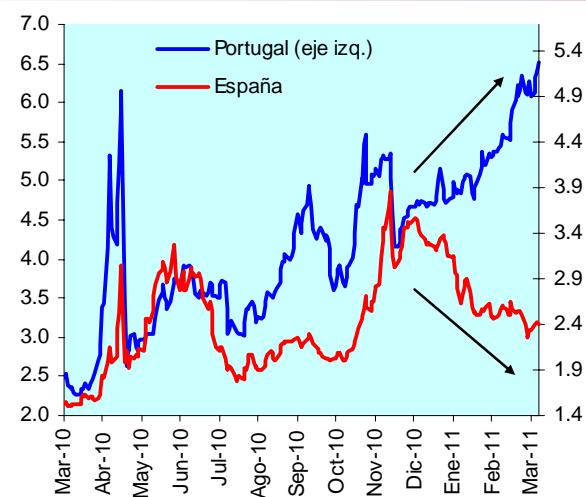
Justamente, en cuanto a Grecia. En la reunión previa de los líderes de la Eurozona del 11 de marzo se acordó ampliar el periodo de pago del rescate financiero a Grecia de 4.5 años a 7.5 años y reducir la tasa de interés en 100 puntos básicos luego de que el gobierno griego aceptará privatizar empresas estatales por €50 mil millones. En el caso de Irlanda, no se pudo lograr un acuerdo similar, debido a la negativa del gobierno de aumentar el impuesto a la renta de las empresas.

Conclusiones

La incertidumbre respecto de la situación fiscal de la zona euro continuará en los mercados financieros. Por más que en esta oportunidad, la crisis en Portugal no haya repercutido de manera significativa en el euro o en los mercados de deuda de países como España e Italia, no se puede descartar que ello vaya a suceder en algún momento. De hecho, el euro está siendo contenido por la expectativa de un aumento en la tasa de interés del Banco Central Europeo durante su reunión de abril, pero la volatilidad podría aumentar luego de esa fecha ya que la expectativa de un nuevo aumento en tasa será menor.

Por su parte, los líderes de la zona euro parecen estar tomando decisiones siguiendo al mercado (*behind the curve*) y no tratando de adelantarse a los posibles eventos futuros. Aún hay muchas interrogantes en torno a los mecanismos de contención de la crisis que mientras no sean claramente explicados e implementados las dudas continuarán.

RENDIMIENTOS DE LOS BONOS A 2 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Precio del cobre promediaría 4.50 US\$/lb este año

Erika Manchego
erika.manchego@scotiabank.com.pe

En diciembre del 2010 el precio del cobre sobrepasó su récord del 2008 (4.04 US\$/lb). Desde ese momento ha continuado la escalada, marcando un nuevo récord de 4.62 US\$/lb el 14 de febrero.

Las condiciones del mercado con un déficit en la oferta que podría ser el doble del que se tuvo en el 2010 y el exceso de liquidez en los mercados financieros favorecen el incremento en el precio durante el resto del año.

Hemos elevado nuestra proyección del precio promedio del cobre para este año de 4.20 US\$/lb a 4.50 US\$/lb.

Mayor déficit en la oferta

De acuerdo a la información preliminar presentada por el ISCG (Grupo Internacional de Estudios del Cobre, por sus siglas en inglés) el déficit de cobre en el 2010 habría sido de 305,000 TM, debido a un incremento de la demanda de 7% frente a un aumento de la oferta de 4%. Siguiendo las tendencias en el consumo y las expectativas de producción que se tienen para este año, el déficit en la oferta sería mayor este año.

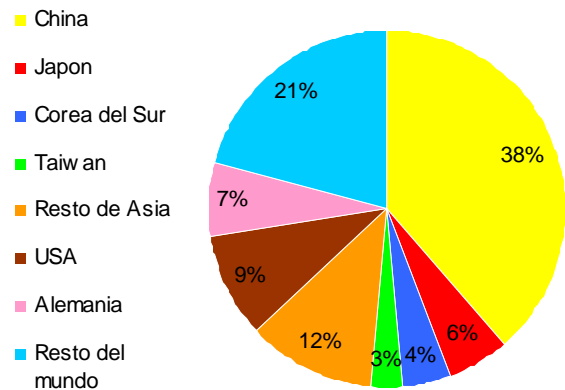
El mayor consumo proviene principalmente de China, que actualmente representa el 38% del consumo mundial de cobre. La industrialización en este país y en general de los países asiáticos va seguir teniendo un impacto sobre los precios. Por otro lado, la recuperación en los países de la Eurozona, Japón y EEUU incide en una mayor demanda por cobre. La demanda de cobre en estos países habría aumentado 8%, 20% y 8%, respectivamente, sin embargo estos niveles son inferiores a los alcanzados antes de la crisis.

Es probable que la recuperación de los países industrializados continúe este año hasta alcanzar sus niveles previos. Del mismo modo, esperamos un mayor consumo en China, beneficiado por el crecimiento del sector industrial. El mayor riesgo lo constituye una posible desaceleración de la economía china como efecto de las medidas de política monetaria implementadas por el banco central chino para frenar la inflación, pero ante ello es importante reconocer que las medidas se vienen tomando desde hace varios meses y no ha habido una desaceleración importante de la demanda.

Además, según ISCG, la producción en mina se habría incrementado sólo 1%, debido a una mayor producción china, mientras que la producción chilena se mantuvo prácticamente sin cambios respecto al año anterior.

Para este año es probable que se de una ligera recuperación en la producción mundial, principalmente por el inicio de las operaciones de la mina Esperanza en Chile y el aumento de la producción en Cananea de México que volvería a producir al 100% después de haber permanecido cerrada cerca de 3 años. Según Cochilco (Comisión Chilena del Cobre), el incremento estimado en la producción mundial en mina para el 2011 sería de 2.1%.

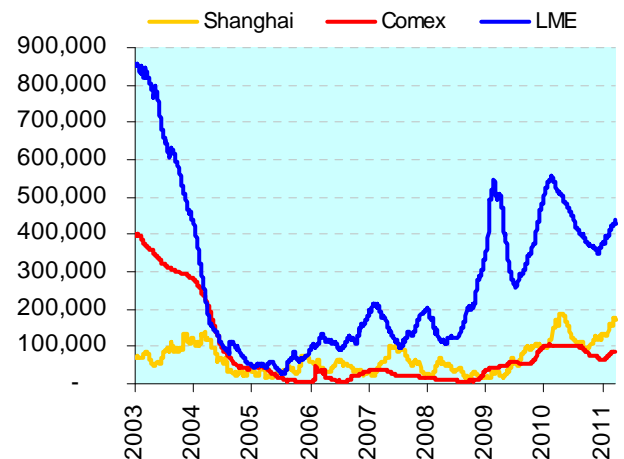
CONSUMO COBRE 2010 (% Participación mundial)



Fuente: Bloomberg

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

INVENTARIOS DE COBRE (TM)



Fuente: Bloomberg

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

La producción de cobre refinado habría tenido un incremento el año anterior de 4%. Aunque solo un 17% del producto refinado se produce en base a material reciclado, el incremento de la producción refinada secundaria fue de 19%, mientras que la primaria sólo se habría incrementado 1.5%.

Las estimaciones más conservadoras para el mercado del cobre, provenientes del ISCG señalan un déficit de 435,000 TM en el 2011. Sin embargo, es probable que la brecha entre oferta y demanda sea más amplia, otorgando el soporte suficiente a los precios para seguir la tendencia alcista.

Estacionalidad en los inventarios

En diciembre del año anterior comenzó el aumento de los inventarios de cobre en las principales bolsas de commodities.

El aumento en los inventarios es natural en esta época del año, pues se da la reposición de existencias en China para enfrentar la demanda del año. De hecho en el caso de la bolsa de Shanghai la acumulación habría empezado en octubre.

En la bolsa de metales de Londres, comparando los inventarios de diciembre a febrero, la mayor acumulación se da justamente en los almacenes asiáticos, donde los inventarios aumentaron un 104% (hasta 117,125 TM), mientras que en América solo aumentaron 3.3% (272,900 TM) y en los almacenes de Europa por el contrario hubo una disminución de 7.2% (30,975 TM).

Normalmente el periodo de reposición de inventarios termina en mayo – junio. Es probable que en parte la reciente subida en los precios haya tenido relación con el periodo de reabastecimiento. Para la segunda mitad del año, esperamos que los inventarios globales retomen su tendencia decreciente, dada la disminución de oferta en el mercado.

Impacto de la recuperación japonesa en el cobre

Un factor adicional que hace un mes no se imaginaba, es el efecto que puede tener la recuperación de Japón después del terremoto del 11 de marzo.

Japón es el 2° país importador de cobre en el mundo, solamente superado por China y es un productor importante de cobre refinado (7% de la producción mundial), aunque su influencia ha venido disminuyendo en los últimos años debido a la recesión.

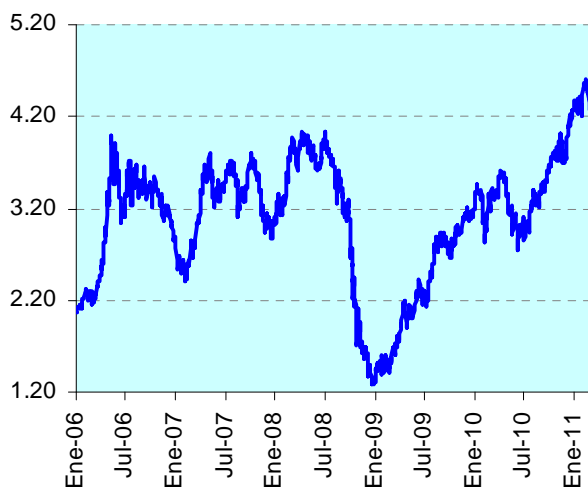
Como consecuencia del terremoto, varias refinerías de cobre japonesas han interrumpido su producción por recortes de energía y no se conoce exactamente cuando volverían a operar normalmente. La pérdida de esa producción no sería tan significativa si se recupera en el corto plazo pues los inventarios podrían cubrir la demanda, pero si esta pérdida se prolonga por más tiempo, podría contribuir al déficit que se espera para este año.

Aunque el efecto inmediato es de una menor demanda de concentrado de cobre, el mercado en su mayoría espera una recuperación hacia el tercer trimestre del año. El impacto de esta recuperación es aún incierto, sin embargo es claro que en la medida en que Japón inicie el proceso de reconstrucción se demandarán mayores cantidades de cobre.

Mercados financieros exacerban el precio

Finalmente, la dinámica de los mercados financieros tiende a exacerbar la tendencia fundamental de los precios.

PRECIO DEL COBRE (US\$/lb)



Fuente: Bloomberg

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Dadas las políticas monetarias expansivas de varios países industrializados y una posible ampliación del programa de expansión monetaria de EEUU (QE2, *quantitative easing*) y las bajas tasas de interés, los flujos se dirigirán a los activos con mejores fundamentos de mercado, como el cobre. Inclusive, estos flujos podrían llegar a ser importantes y sostener el precio del cobre, en caso se de una desaceleración de la demanda China.

Como efecto adicional del incremento de la liquidez, el debilitamiento del dólar es inminente. La pérdida de valor del dólar va generar que los precios de los activos en dólares, incluido el cobre, sean más altos.

Los movimientos al alza y las correcciones temporales en el precio del cobre van a estar influenciados por lo que ocurra en el mercado financiero, haciendo que tanto las subidas como las caídas sean más pronunciadas.

En conclusión, este año el precio del cobre se va a mantener al alza, promediando 4.50 US\$/lb en el año. Y dado el escenario de volatilidad previsto, no descartamos niveles de precios alrededor de 5.00 US\$/lb,

El crédito bancario en América Latina

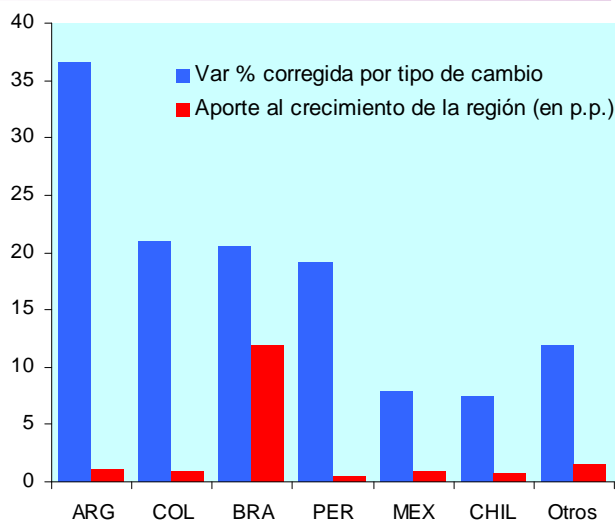
Mario Guerrero
 Mario.Guerrero@scotiabank.com.pe

El crédito en la región creció 17% durante el 2010 según cifras de la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN), ajustadas por la fluctuación de los tipos de cambio. Este comportamiento estuvo en línea con el dinamismo de la actividad económica y con el impulso generado por las políticas de estímulo monetario implementadas durante el 2009 hasta principios del 2010.

Destacó en particular el crecimiento del crédito en Argentina, con un ritmo promedio de 36%, acelerándose luego de un periodo de estancamiento producto de la crisis mundial del 2008-2009. Un segundo grupo de países, como Brasil, Colombia y Perú, registró también un importante dinamismo crediticio, con una tasa cercana al 20%. México y Chile registraron crecimientos de 8% y 7% respectivamente. En el primer caso afectado aún por la desaceleración económica de su principal socio comercial (EE.UU.), y en el segundo caso afectado por políticas crediticias más prudentes a raíz de los desastres ocasionados por el terremoto en ese país. En conjunto todos estos países explicaron el 92% del crecimiento del crédito en América Latina.

Por tipo de crédito, el crédito a empresas registró un mayor dinamismo en Colombia y el Perú, como consecuencia del impulso de la inversión privada y la recuperación aún moderada del comercio exterior. En Brasil y México el financiamiento a empresas fue más moderado, mientras que en Chile el crecimiento fue de sólo 5%, afectado por las secuelas del terremoto y por la difícil situación económica en Europa. No obstante, es probable que las tareas de reconstrucción reactiven nuevamente el crédito comercial a lo largo del 2011.

CREDITO BANCARIO EN AMÉRICA LATINA (Var. %)



Fuente: FELABAN, EE-Scotiabank

Los créditos a la mediana y pequeña empresa (MIPYME) mantuvieron un importante ritmo de crecimiento en el Perú, pero esta situación no se ha replicado en otros países de la región, como Brasil y Colombia, que registraron tasas más moderadas.

En el caso del crédito a personas, Brasil lideró la expansión con un crecimiento superior al 30%, seguido del Perú (+18%), Colombia y Chile (con alrededor de 11% en cada caso), y finalmente México (con sólo 2.5%).

CREDITOS POR SEGMENTOS (Var. % corregida por fluctuación cambiaria)

	PER	BRA	COL	CHI	MEX
Crédito Directo	19.2	20.6	21.0	7.4	7.9
Comercial	17.7	16.7	27.2	13.0	7.8
MIPYME	32.4	12.9	8.4	n.d.	n.d.
Consumo	14.1	30.2	15.7	11.9	0.1
Hipotecario	23.4	55.8	-2.7	11.6	5.3
A Empresas	19.7	14.4	26.4	4.7	9.8
A Personas	18.1	35.9	11.5	11.7	2.5
Tarjetas de Crédito	18.6	12.0	9.8	28.4	-6.4
Prestamos de Consumo	9.1	31.8	17.7	8.8	8.8

Fuente: FELABAN

Elaboración: Estudios Económicos - Scotiabank

En particular, el crédito de consumo registró una importante expansión, principalmente en Brasil, con tasas cercanas al 30%, impulsado por la fortaleza de la demanda interna a través del financiamiento de bienes durables (electrodomésticos, autos, etc.). El Perú y Colombia registraron tasas de crecimiento cercanas al 15%, aunque por modalidades distintas. En el caso del Perú se registraron mayores desembolsos a través de tarjetas de crédito, mientras en Colombia la modalidad preferida fue préstamos personales.

En Chile el crédito de consumo creció 11%, con una mayor participación de tarjetas de crédito, mientras que en México las condiciones crediticias estuvieron afectadas aún por una mayor percepción de riesgo.

En cuanto al crédito hipotecario, Brasil nuevamente lideró el crecimiento seguido del Perú. Ambas economías registran el mayor dinamismo en la región y vienen siendo impulsadas por un fuerte aumento de la demanda interna y en particular de la inversión privada. En Chile, el crédito hipotecario estuvo impulsado por la reconstrucción de viviendas principalmente a partir de la segunda mitad del 2010.

Perspectivas para el 2011

Las perspectivas para el comportamiento del crédito en la región son alentadoras, con un crecimiento cercano al 15%. Explicarían este comportamiento los sólidos fundamentos económicos de la región, la consolidación de la clase media y la expansión de la banca extranjera en América Latina. El crecimiento esperado para el 2011 sería menor al 2010 debido en parte a las políticas de retiro de estímulo monetario que vienen siendo implementadas por los bancos centrales. Estas tendrían un doble objetivo. Por un lado evitar la formación de expectativas inflacionarias, y por otro lado buscar un crecimiento sostenido del crédito.

El riesgo político afectó el desempeño de los bonos peruanos

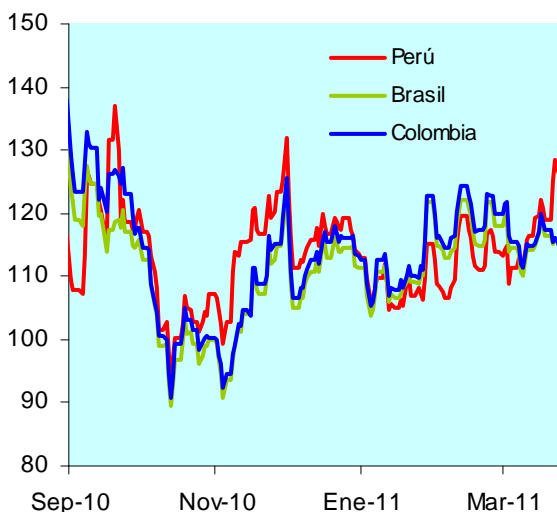
Estefany Castillo
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

En la semana, las tasas de los bonos soberanos (denominados en soles) y globales (denominados en dólares) aumentaron. Esto fue consecuencia, sobre todo, de las ventas realizadas por parte de inversionistas extranjeros. Éstos estuvieron influenciados, principalmente, por una mayor percepción de riesgo político en el Perú. Adicionalmente, en el caso de los soberanos, la subasta de bonos por parte del MEF presionó significativamente al alza a las tasas de mediano y largo plazo. Los rendimientos de los bonos globales, por su parte, estuvieron afectados también por el aumento en las tasas de los bonos del Tesoro de EEUU.

En la semana, la curva de soberanos subió 26 puntos básicos (bps), en promedio. De esta manera, las tasas de los bonos en soles continuaron con su tendencia ascendente iniciada en febrero. El desempeño negativo de los soberanos fue consecuencia, sobre todo, de dos eventos:

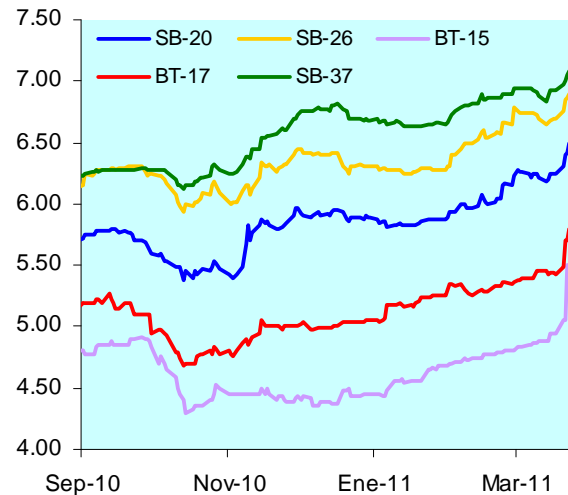
- **La percepción de un mayor riesgo político en el país.** En la última semana, la mayor oferta por parte de extranjeros – en un contexto de baja demanda por parte de inversionistas locales – continuó generando un aumento en la curva de soberanos. Los no residentes, en esta oportunidad, vendieron papeles peruanos influenciados, sobre todo, por la percepción de un mayor riesgo político en el país. Los extranjeros habrían percibido un mayor riesgo en el Perú luego de la publicación de las recientes encuestas presidenciales.

CREDIT DEFAULT SWAPS A 5 AÑOS (pbs)



Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

TASAS DE BONOS SOBERANOS (%)



Fuente y Elaboración: Estudios Económicos - Scotiabank

- **La subasta de soberanos por parte del MEF.** El pasado martes, el MEF realizó la subasta de soberanos con vencimiento en el 2015. El monto ofertado inicialmente ascendió a S/.200 millones. El MEF, sin embargo, sólo adjudicó la mitad de lo inicialmente ofertado (S/.100 millones). La tasa de colocación ascendió a 5.50%. Este nivel fue superior en 45pbs a la tasa negociada en el mercado secundario para este papel. Los resultados de esta subasta afectaron al resto de la curva: las tasas de mediano y largo plazo subieron para alinearse con la mayor tasa del soberano 2015.

Las tasas de los bonos globales subieron 8pbs en promedio. Este incremento en las tasas de los bonos fue consecuencia, en gran medida, del alza en los rendimientos de la deuda estadounidense. En la semana, la tasa del bono de EEUU a 10 años, por ejemplo, subió 17pbs. Esto fue consecuencia de un mayor apetito por riesgo. Los inversionistas, en un clima de mayor calma en los mercados externos, vendieron bonos de EEUU para comprar activos de mayor rentabilidad relativa, tales como acciones, *commodities*, entre otros. El aumento en las tasas de los bonos del Tesoro no sólo afectó a los bonos globales del Perú sino que también a los de sus pares de la región. De otro lado, la percepción de mayor riesgo político, por parte de los extranjeros, se reflejó en los *Credit Default Swaps (CDS)* del Perú. Los CDS peruanos, a 5 años, subieron 6pbs en la semana a pesar de que los CDS de países de la región (como Brasil y Colombia, por ejemplo) se mantuvieron estables.

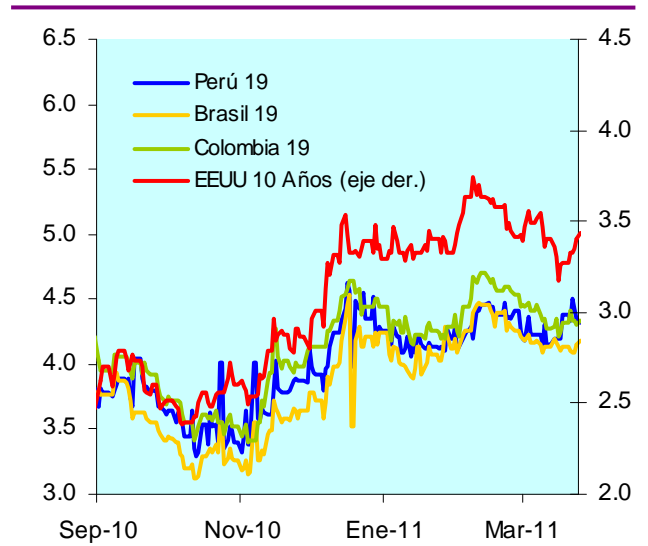
Perspectivas:

Las tasas de los bonos soberanos podrían mantener su tendencia ascendente en los próximos días. Actualmente, los soberanos se encuentran relativamente subvaluados en comparación con los globales. El *spread* de tasas, entre soberanos y globales, se encuentran en niveles elevados dados los fundamentos. A pesar de ello, es poco probable que los inversionistas aumenten su

apetito por estos papeles en los próximos días. Por un lado, los inversores locales no han mostrado mucho interés por los soberanos en las últimas semanas y, no hay señales de un cambio de estrategia por parte de estos inversionistas en el corto plazo. Los extranjeros, por su parte, probablemente opten por esperar a las elecciones presidenciales para, según los resultados, aumentar su demanda de bonos del Perú.

El comportamiento de los bonos globales dependerá, en gran medida, de la evolución de los bonos de EEUU. El pasado viernes, el EMBI+ del Perú cerró en niveles relativamente altos (163pbs) en comparación con el nivel promedio del año (147pbs). A pesar de ello, es poco probable que el riesgo país corrija a la baja en el actual contexto de incertidumbre sobre las elecciones presidenciales del 10 de abril. Debido a ello, los movimientos en las tasas de los bonos estadounidenses se trasladarían en gran magnitud a los rendimientos de los bonos peruanos. En los próximos días, el desempeño de la deuda de EEUU dependerá, a su vez, tanto de la publicación de indicadores económicos en EEUU como de la percepción de riesgo en los mercados externos. El Tesoro de EEUU, además, planea vender bonos por un monto de US\$ 99 mil millones durante la próxima semana. Esto podría presionar al alza a las tasas de la deuda estadounidense. Esta presión, sin embargo, podría ser contrarrestada, en parte, por la compra de bonos por parte de la FED.

TASAS DE BONOS GLOBALES (%)



Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

El IGBVL subió 8.5% en la semana

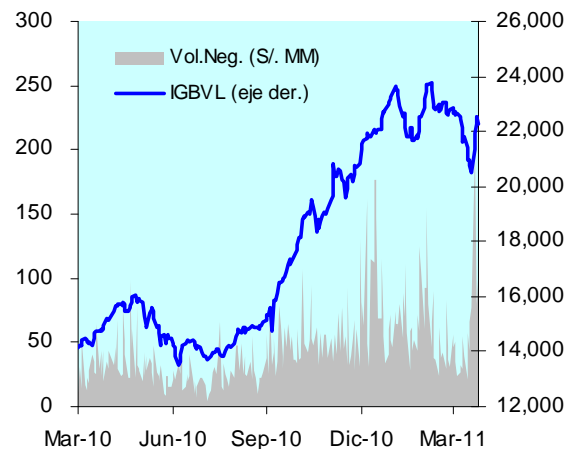
Estefany Castillo
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

El IGBVL registró una ganancia semanal de 8.5%. Este buen desempeño del Índice General fue consecuencia tanto de eventos locales como internacionales. Por un lado, la orden de compra de las acciones de La Cima, por parte de Gold Fields Corona, generó una importante alza en el precio de la acción. Por otro lado, a nivel internacional, los mercados externos (desde bolsas hasta *commodities*) rebotaron al alza luego de haber caído significativamente durante las semanas previas. En los próximos días, el comportamiento del IGBVL estará influenciado tanto por la evolución de los mercados internacionales como por eventos locales. La percepción de un mayor riesgo político, luego de la publicación de las recientes encuestas, podría afectar el desempeño de la bolsa en los próximos días. De otro lado, desde el punto de vista técnico, el IGBVL retornó al canal de consolidación (entre los 21,700 y 23,800 puntos). Los próximos días, sin embargo, serán claves para definir una tendencia.

El pasado 18 de marzo, Gold Fields Corona (subsidiaria de Gold Fields Limited) anunció una orden de compra para adquirir el 100% de las acciones de La Cima Común e Inversión. El precio ofrecido por ambos tipos de acciones ascendió a S/4.20. Éste, sin embargo, será ajustado por los dividendos que se acuerden distribuir en la Junta General de Accionistas, la cual se realizará el 30 de marzo. El período para esta oferta de compra se inició el 21 de marzo y durará hasta el 15 de abril. El pasado lunes, las acciones de La Cima Común e Inversión subieron más de 30% debido a este anuncio. En la cartera del IGBVL, La Cima Común y La Cima Inversión mantienen pesos de 2.3% y 3.5%, respectivamente. Debido a ello, el fuerte incremento en los precios de estas acciones generó un importante repunte del IGBVL. De otro lado, el anuncio de la oferta de compra contrarrestó el impacto negativo de la venta de acciones del EPU. Desde hace algunas semanas, las ventas de acciones del ETF peruano habían generado una liquidación de las acciones que lo componen, tales como Cerro Verde, Graña y Montero, Alicorp, entre otros.

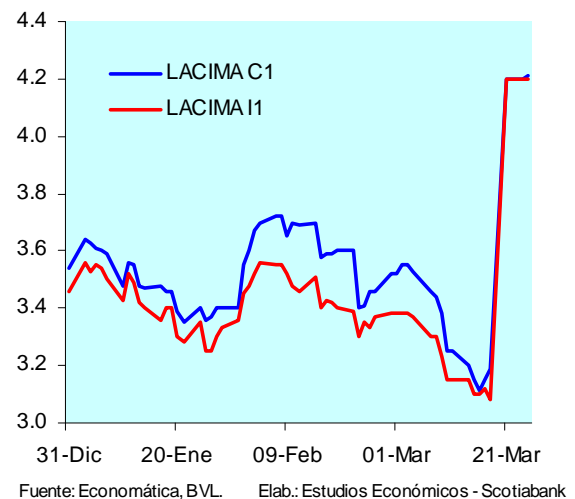
Los mercados financieros internacionales rebotaron luego de las caídas registradas las semanas previas. El índice estadounidense Dow Jones, por ejemplo, cerró la semana con un alza de 3.0%. Las cotizaciones del cobre, zinc y oro, por su parte, registraron ganancias de 1.7%, 2.4% y 0.7%, respectivamente. Esto favoreció al desempeño de la bolsa local. El alza de los mercados externos fue consecuencia, sobre todo, de un rebote técnico luego de las importantes caídas registradas las semanas previas. En la semana, los inversionistas realizaron compras de oportunidad aunque mantuvieron su preocupación por la situación nuclear en Japón, el elevado precio del petróleo y el mayor riesgo soberano de la Eurozona. Al respecto, el pasado miércoles, el parlamento de Portugal no aprobó las medidas de austeridad y, debido a ello, el Primer Ministro renunció. Si bien los mercados no reaccionaron en gran medida frente a esta noticia, la posibilidad de que Portugal pida un rescate en el corto plazo es un evento que podría generar volatilidad en los próximos días.

IGBVL y MONTOS NEGOCIADOS EN RENTA VARIABLE



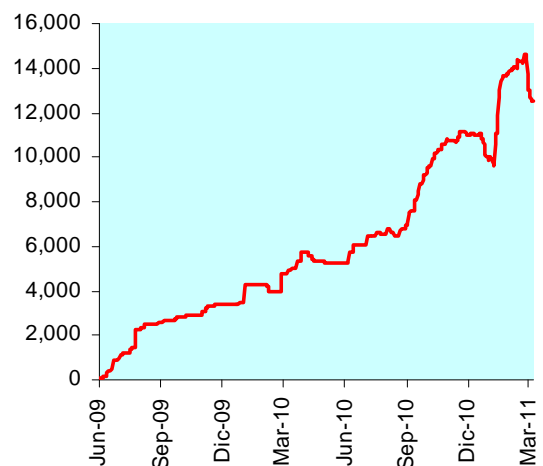
*No incluye montos diarios de negociación mayores a los S/. 200 MM
 Fuente: Economática, BVL. Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

EVOLUCIÓN LA CIMA COMÚN Y LA CIMA INVERSIÓN (S/.)



Fuente: Economática, BVL. Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

NÚMERO DE ACCIONES DEL EPU



Fuente: Bloomberg. Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

ANEXOS ESTADÍSTICOS

CALENDARIO ECONÓMICO MUNDIAL

MARZO 2011

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
PCE Central (YoY) Feb-11 (EEUU) Actividad manuf Fed Dallas Mar-11 (EEUU)	S&P / Case-Shiller Ind prec casas Ene-11 (EEUU) Confianza del consumidor Mar-11 (EEUU) PBI (YoY) 4Q (RU)	Solicitudes de hipotecas MBA 25 Mar-11 (EEUU) Clima empresarial Mar-11 (Eurozona) Confianza económica Mar-11 (Eurozona) Confianza del consumidor Mar-11 (RU)	Peticiones iniciales de desempleo 26 Mar-11 (EEUU) Índice manufacturero Chicago 19 Mar-11 (EEUU) Pedidos de fábrica Feb-11 (EEUU)	28 29 30 31

ABRIL 2011

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
Minutas Reunión FOMC (EEUU) Producción Industrial YoY Feb-11 (Brasil) Bal. comercial (FOB) - mensual Mar-11 (Brasil) IPP Eurozona (YoY) Feb-11	Ventas al por menor (YoY) Feb-11 (Eurozona)	Solicitudes de hipotecas MBA Abr-11 (EEUU) Eurozona PBI s.a. (YoY) 4Q Producción Industrial (YoY) Feb-11 (RU) Producción manufacturera (YoY) Feb-11 (RU)	Peticiones iniciales de desempleo Abr-11 (EEUU) IBGE IPCA (YoY) Mar-11 (Brasil) ECB anuncia tipos de interés (Eurozona) BoE anuncia tasas Abr-11 (RU)	Tasa de desempleo Mar-11 (EEUU) ISM manufacturero Mar-11 (EEUU) Ventas de vehículos Mar-11 (EEUU) Tasa de desempleo Mar-11 (Eurozona)
Confianza del consumidor Mar-11 (RU)	Balanza comercial Feb-11 (EEUU) Ventas al por menor (YoY) Feb-11 (Brasil) Encuesta Zew (Clima económico) Abr-11 (Eurozona) IPC (YoY) Mar-11 (RU)	Solicitudes de hipotecas MBA 8 Abr-11 (EEUU) Ventas al por menor Mar-11 (EEUU) Eurozona prod. Ind. Wda (YoY) Feb-11 (Eurozona) Desempleo registrado Mar-11 (RU)	Peticiones iniciales de desempleo 9 Abr-11 (EEUU) Precios al productor (YoY) Mar-11 (EEUU)	IPC (YoY) Mar-11 (EEUU) Producción Industrial Mar-11 (EEUU) Confianza Univ. Michigan Abr-11 (EEUU) IPC (YoY) Mar-11 (Eurozona) Balanza comercial Feb-11 (Eurozona)
4 11	5 12	6 13	7 14	8 15

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

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

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

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



Mercado de Capitales

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

Estudios Económicos

Guillermo Arbe Carbonel	Gerente	211-6052
Pablo Nano Cortez	<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

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

Tesorería

Luis Felipe Flores	Gerente	211-6250
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



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