

# Reporte Semanal

Departamento de Estudios Económicos

DEL 12 AL 16 DE SETIEMBRE DEL 2011  
Año 12 – Número 34

## ENFOQUES DE LA SEMANA

### ECONOMIA

- BCR mantiene cautela ante sombrío panorama mundial
- Perspectivas de política hidrocarburífera
- EE.UU.: Obama propone plan fiscal por US\$447 mil millones

### RENTA FIJA

- Las emisiones corporativas aumentaron por tercer mes consecutivo en agosto

### RENTA VARIABLE

- Caída de mercados externos afectó desempeño del IGBVL



## BCR mantiene cautela ante sombrío panorama mundial

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

En su reunión del último 8 de setiembre el directorio del BCR optó por mantener la tasa de interés de referencia en 4.25%, como esperaba el mercado, por cuarto mes consecutivo.

No obstante, enfatizó que modificará su posición de política monetaria de persistir el deterioro de la economía mundial y la acentuación de los riesgos financieros.

En su comunicado, el BCR enfatizó que "los indicadores de actividad de la economía mundial muestran un menor crecimiento y persiste la mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales y su potencial efecto negativo sobre el crecimiento de la economía global, asociada a la débil evolución de la economía de Estados Unidos y la persistencia de riesgos sobre la situación fiscal y financiera de algunos países industrializados".

Otros bancos centrales han registrado una preocupación material por estos hechos y han optado por estimular su economía, reduciendo sus tasas de interés (ej. Suiza y sorpresivamente Brasil). Otros bancos centrales en la región, como el de México y Chile, también han mostrado su preocupación en este sentido, aunque todavía mantienen sus tasas sin cambios.

### Los factores locales

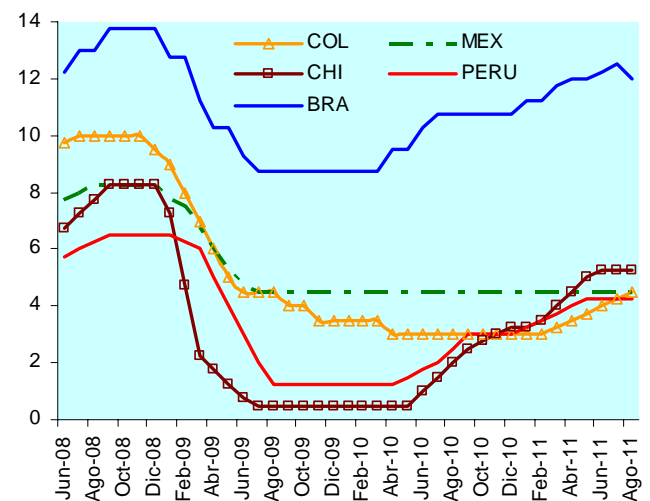
Por el lado de los determinantes internos, el BCR destacó que los indicadores actuales y adelantados de actividad muestran que el crecimiento de la economía se modera a tasas de expansión, si bien más bajas que las del primer

semestre del 2011, más cercanas al crecimiento potencial de la economía.

La producción de electricidad creció 9.6% en agosto, ligeramente por encima del ritmo de crecimiento promedio de los últimos seis meses, el consumo interno de cemento repuntó 6.2% en agosto, luego de dos meses de caída, mientras que las compras de insumos industriales también repuntaron 2.9%, luego de una caída en julio.

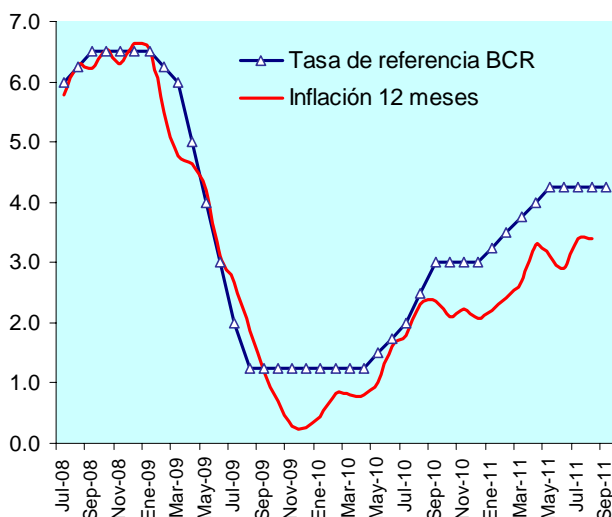
Los indicadores vinculados al consumo también se mantienen sólidos. La confianza del consumidor, medida por el Índice Indicca se mantiene en tramo optimista (56ptos), lo que se refleja en las compras de bienes de consumo duradero (+22.8% en agosto) y en las ventas de supermercados (+19.2%) y tiendas por departamentos (+22.4%). Nuestras proyecciones apuntan a un crecimiento del PBI de 6.2% para fines de año, menor al crecimiento de 8.8% del 2010.

### TASAS DE INTERES EN AMERICA LATINA (En %)



Fuente: Bloomberg, Estudios Económicos - Scotiabank

### INFLACION Y TASA DE INTERES DE REFERENCIA (En %)



Fuente: BCR, INEI, Estudios Económicos - Scotiabank

El ritmo anual de inflación se estabilizó en 3.4% en agosto, al igual que la inflación subyacente, que lo hizo alrededor de 3.2%. No obstante en ambos casos tales ritmos superan el rango objetivo del BCR. En una medida más ácida, la inflación sin alimentos y energía continuó en aumento, pasando de un ritmo anual de 2.0% en julio a 2.1% en agosto, reflejando presiones inflacionarias moderadas por el lado de la demanda. Nuestra previsión es que el ritmo anual de inflación en lo que resta del año se mantenga por encima del límite superior del rango objetivo (3%), debido en parte a la baja base de comparación del 4T10.

Un crecimiento económico local moderado y cercano al ritmo potencial, y un ritmo de inflación aún por encima del rango objetivo sugieren que el BCR debería mantener su tasa de interés de referencia en una zona neutral como la que se encuentra actualmente por un tiempo más. No obstante, el sombrío panorama mundial añade la posibilidad que, como lo sucedido en otras economías, el banco central actúe preventivamente implementando estímulos monetarios para contrarrestar una posible recesión mundial.

## Perspectivas de política hidrocarburífera

Erika Manchego  
erika.manchego@scotiabank.com.pe

El gobierno actual viene desarrollando una serie de medidas que tendrán un impacto en el sector de hidrocarburos. Desde bajar el precio del gas (GLP) hasta fortalecer el rol de Petroperú.

Entre los objetivos más importantes para este sector, el gobierno busca fortalecer la participación de Petroperú, sobretudo en la producción y en la comercialización de hidrocarburos. Aún no se conocen las medidas exactas para lograr este fortalecimiento, pero es probable que se conozcan en un tiempo relativamente corto, mientras el gobierno diseña un plan para la empresa.

Asimismo, la recuperación del lote 88 para el mercado interno sería una prioridad para este gobierno. Sin embargo, no queda claro qué medidas se tomarán para comprometer a las empresas del Consorcio Camisea a liberar esas reservas.

**Rol de Petroperú.** Tanto Carlos Herrera, ministro de energía y minas, como Humberto Campodónico, presidente de Petroperú, han coincidido en la idea de dar a Petroperú un rol más participativo en la industria de hidrocarburos, Como ejemplo de lo que buscarían están Ecopetrol en Colombia y Petrobras en Brasil – ambas empresas estatales con participación privada.

Según el artículo 60° de la Constitución peruana se establece el rol subsidiario del Estado en la actividad empresarial. Sin embargo, la ley N° 28244 autoriza la participación de Petroperú en exploración y explotación. Por lo tanto, además de las actividades que realiza actualmente - transporte, refinación, distribución y comercialización del petróleo y sus derivados – Petroperú estaría facultada desde el 2004 para celebrar contratos de exploración y explotación, e incluso petroquímica, aunque por el momento no las realiza.

Los modelos a seguir - como lo ha mencionado Campodónico - serían Petrobras y Ecopetrol. Petrobras se creó como un monopolio estatal que abarcaba todas las actividades petroleras. En 1997, Brasil abrió el sector petrolero a la inversión privada. Al mismo tiempo, empezó un proceso de privatización parcial de Petrobras. Actualmente, el 51% de Petrobras es propiedad del Estado brasileño; y el 49% está en manos privadas. En forma similar, Ecopetrol inició su privatización en 2006, cuando el Congreso colombiano autorizó la incorporación de nuevo capital privado por un máximo de 20% del capital total de la empresa. Aún no se ha completado la emisión total de las acciones pero el gobierno colombiano ya está planeando vender un 10% adicional de su participación en la empresa.

Ambas empresas están integradas y si bien su manejo depende del Estado, la participación privada y el hecho de que ambas coticen en la bolsa de valores las han obligado a ser más transparentes. Asimismo, el tener que responder a intereses de los accionistas privados ha ido de la mano con una mejora en la rentabilidad y eficiencia de las empresas. Bajo esta estructura, Petrobras y Ecopetrol han conseguido incrementar el nivel de sus reservas y producción en los últimos años.

Este es un punto importante, puesto que históricamente Petroperú no ha sido una empresa eficiente.

El reto es convertir un Petroperú con facultades ampliadas en una empresa eficiente. Dado el uso de Ecopetrol y Petrobras como modelos a seguir, el gobierno parece creer que sería necesario permitir el aporte de sector privado. Campodónico ha deslizado la posibilidad de que Petroperú cotice en bolsa con un máximo del 20% de acciones y aunque ha descartado que realice actividades de exploración por ser muy riesgosa, la explotación si sería un objetivo de este gobierno. Dado que Petroperú no posee ningún lote de producción, podría asociarse con empresas privadas que ya poseen estos lotes. Otra forma sería que Petroperú asuma el control de lotes que tienen contratos de explotación próximos a vencer, de manera individual o asociado con otras empresas.

**Precio del gas (GLP).** Para cumplir con el ofrecimiento de bajar el precio del GLP, el gobierno tiene varios planteamientos. Sin embargo, según Herrera, el objetivo es reducir el precio del GLP sólo en el corto plazo y sustituirlo en el futuro por gas natural.

El gobierno ha dicho que no subsidiará el precio del GLP, por lo tanto para reducir el precio en el corto plazo su principal herramienta es ampliar la presencia competitiva de Petroperú en el mercado. Para ello, Petroperú compraría GLP en Pisco y lo distribuiría a través de sus grifos. Sin embargo, para generar una mayor competencia y asegurar la llegada a los consumidores se requerirá ampliar la cantidad de estaciones de servicio. Esto está en línea con la idea de fortalecer el rol de Petroperú.

Asimismo, en forma complementaria, Salomón Lerner, Presidente del Consejo de Ministros, ha anunciado que se revisará la estructura de los costos con los productores, comercializadores y distribuidores de GLP.

Sin embargo, las medidas ideadas por el gobierno tomarían tiempo en implementarse, por lo que su impacto no se daría rápidamente. Aumentar la competencia con Petroperú estimularía una disminución en los precios siempre y cuando la estructura de costos de Petroperú permita poner un precio más bajo sin afectar su rentabilidad.

**Renegociación con Camisea.** El gobierno ha manifestado su interés por recuperar el lote 88 de Camisea para el consumo interno en varias oportunidades. Por ello, representantes del gobierno se ha reunido con las empresas del Consorcio Camisea aunque sin llegar a un acuerdo. El ministro Herrera ha dicho que respetará los contratos y le ha dado dos años de plazo al Consorcio Camisea para que libere la garantía sobre el lote 88. Durante este plazo, el gobierno promovería la inversión en distribución para el consumo interno, mientras que Camisea debería buscar otro aval o encontrar nuevas reservas.

El diario Gestión publicó en agosto – sin mencionar su fuente - que se habrían encontrado nuevas reservas de gas natural en el lote 56, por lo que ya no se necesitaría el aval de los 2.2 trillones de pies cúbicos (TPC) del lote 88. Esta noticia no ha sido confirmada por el Consorcio ni por el Ministerio de Energía y Minas. Según Gestión, es necesario que se certifique el nivel de reservas para poder hacer el cambio de aval, proceso que demoraría dos años aproximadamente, el mismo plazo que el gobierno le ha dado al Consorcio para liberar el lote 88. ¿Coincidencia?

Al parecer, el gobierno estaría asumiendo que en dos años se certificarán nuevas reservas de gas natural por al menos 2.2 TPC en el lote 56. Sin embargo, es posible que estas reservas sean menores o que cumplido el plazo el Consorcio comprometa esas reservas con algún nuevo proyecto. Por lo tanto, cabe preguntarse cuáles son las medidas que tomará el gobierno para asegurar que en dos años el lote 88 quede a disposición total del mercado interno. Tomar medidas unilateralmente afectaría la credibilidad del país y sería un precedente negativo para la inversión.

**Consulta previa.** El 6 de setiembre el presidente Ollanta Humala promulgó la ley de consulta previa. Esta ley tiene por finalidad alcanzar un acuerdo entre el Estado y las comunidades indígenas que sean afectadas por medidas legislativas o administrativas. Según esta ley cuando el Estado y las comunidades lleguen a un acuerdo, el cumplimiento es obligatorio para ambas partes. Cuando no se llegue a un acuerdo, la decisión final le compete al Estado, que deberá adoptar las medidas necesarias para garantizar los derechos de las comunidades.

En la práctica, el Estado deberá decidir objetivamente y en beneficio de la nación qué proyectos se deben realizar.

Los criterios que utilice el Estado para determinar en qué casos se permitirá el desarrollo de un proyecto cuando la comunidad se opone serán muy importantes, puesto que aunque el Estado conciba medidas para minimizar cualquier impacto negativo en las comunidades, en algunos casos los reclamos de los pueblos responden a intereses de poder legal, políticos e incluso para desarrollar actividades ilegales. En estos casos será muy difícil lidiar con las comunidades, si bien la decisión final le corresponde al Estado, una decisión que no complazca a las comunidades puede ser motivo de nuevos conflictos sociales.

El principal riesgo es que el Estado otorgue a las comunidades un alto poder vinculante, lo que podría restringir el desarrollo de varias actividades de inversión, entre ellas las del sector hidrocarburífero.

Asimismo, otro problema lo constituye la falta de reglamentación de la ley de consulta. Actualmente, existen aproximadamente 25 lotes petroleros pendientes de licitar desde julio por la falta del reglamento. Según Aurelio Ochoa, presidente de Perupetro, la licitación se realizaría en diciembre adecuando el proceso a la nueva ley de consulta, retrasando las inversiones en el sector.

## EE.UU.: Obama propone plan fiscal por US\$447 mil millones

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

La desaceleración económica que está sufriendo EE.UU. junto con un deterioro significativo del mercado laboral ha llevado al presidente de ese país, Barack Obama, a proponer nuevas medidas de estímulo, a pesar de que ello implique una mayor preocupación por el manejo fiscal del gobierno.

El jueves de la semana pasada, Obama propuso un plan de estímulo fiscal por US\$447 mil millones (3% del PBI) ante el Congreso. De este monto, más de la mitad corresponden a medidas tributarias entre las cuales se encuentran: la extensión y expansión, por un año más (todo el 2012), del recorte de impuesto a las planillas que pagan los **empleados** de 6.2% a 3.1% (costo estimado: US\$175 mil millones); un nuevo recorte de impuesto a las planillas que pagan los **empleadores** de 6.2% a 3.1% para los primeros US\$5 millones de gasto de la empresa en salarios durante el 2012; una exoneración del impuesto a las planillas que pagan los **empleadores** por aumentar el gasto en salarios hasta US\$50 millones por incrementar el número de trabajadores de la empresa o los salarios; y un crédito fiscal de US\$4000 para **empresas** que contraten personas desempleadas por un periodo largo de tiempo (costo estimado: US\$65 mil millones).

El cuanto a las medidas de gasto fiscal éstas incluyen: US\$50 mil millones de gasto en infraestructura en carreteras y aeropuertos; US\$10 mil millones para capitalizar un banco de infraestructura; US\$65 mil millones para remodelar/ reparar colegios, mantener y recontractar personal como profesores, bomberos y policías; US\$15 mil millones para rehabilitar y remodelar casas vacías y en proceso de quiebra hipotecaria (*foreclosure*); y US\$57 mil millones en la extensión de los beneficios para los desempleados, reformas en este sistema de ayuda a los desempleados, capacitación para que las personas desempleadas puedan reinserirse en el mercado laboral.

Las propuestas, en gran parte, sólo buscan mantener el *status quo* de la situación actual más que estimular la economía al extender la fecha de vencimiento -por un año más- de diversos beneficios tributarios que formaron parte del plan de estímulo fiscal aprobado en diciembre del 2010 de US\$858 mil millones e implementado a inicios del año. Sin embargo, en el reciente paquete de estímulo fiscal sí se observa un mayor interés del gobierno por atacar los principales problemas que están retrasando la recuperación económica de EE.UU. y que pueden estar -incluso- reduciéndole el PBI potencial de los próximos años. Estos problemas son: la continúa caída en los precios de las viviendas, el desempleo de largo plazo, el estancamiento de los salarios y, en general, del mercado laboral, el ajuste fiscal de los gobiernos locales y el déficit en infraestructura. Así, medidas que busquen estimular la contratación de trabajadores que se encuentran

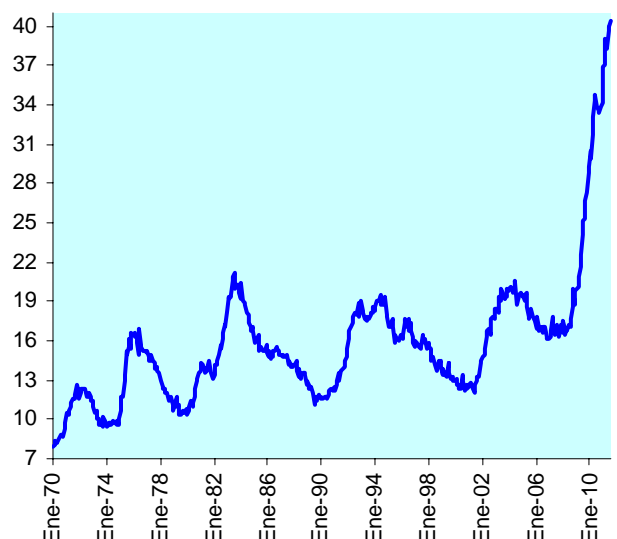
desempleados por un periodo prolongado de tiempo, la revalorización de las propiedades y la ayuda a los gobiernos locales para que recontracten personal, podrían aminorar el impacto de estos problemas.

Entonces, sí en gran parte las medidas son positivas para la economía ¿Por qué la reacción de los mercados bursátiles al día siguiente fue tan negativa? La pregunta tendría tres respuestas.

En primer lugar, las diferencias políticas entre el partido Republicano y Demócrata durante el debate para extender el límite de la deuda pública -que llevaron a EE.UU. a perder la calificación AAA que le otorgaba la agencia calificadora de riesgo Standard & Poor's- ha elevado la preocupación en torno a la capacidad de ambos partidos de llegar a acuerdos por el bien del país. Así, lo más probable es que el monto inicial del paquete fiscal denominado *American Jobs Act* sea reducido - como mínimo- a un poco más de la mitad, que corresponderían a las propuestas relacionadas a extensiones y expansiones de impuestos con lo que los Republicanos suelen estar de acuerdo. Sin embargo, en un contexto de campaña presidencial para las elecciones del 2012 ambos partidos corren el riesgo de perder popularidad si entorpecen la aprobación de este paquete con negociaciones del estilo de las observadas durante el mes de julio.

En segundo lugar, el impacto del paquete fiscal sobre la economía está en duda. Luego de dos paquetes fiscales, uno implementado en plena crisis financiera en febrero del 2009 de un monto de US\$825 mil millones y el otro en diciembre del 2010 por US\$858 mil millones (estimados de costos son para un periodo de 10 años), las dudas respecto de la capacidad de que este plan logre efectivamente estimular la economía son completamente justificadas.

### EE.UU.: DURACIÓN DEL DESEMPLEO (n° de semanas)



Si bien es cierto, las medidas implementadas con ambos planes de estímulo pudieron evitar una caída mayor de la demanda agregada, no hicieron mucho por reducir la tasa de desempleo que subió de 8.2% en febrero del 2009 a 9.1% en la actualidad, manteniéndose por encima de 9.0%, en promedio, desde el inicio de la crisis en setiembre del 2008, mes en donde la tasa de desempleo era de 6.2%.

Quizás, lo más probable incluso es que las propuestas de Obama no tengan un impacto significativo en el crecimiento económico, pero, sí podría evitar que el deterioro observado durante los meses recientes continúe. Según una investigación de la OECD respecto del impacto de los programas de estímulo fiscal implementados durante la crisis financiera por los países desarrollados, el multiplicador de medidas relacionadas a recortes de impuestos a personas naturales es de 0.5 durante el primer año. Así, ello podría significar un impacto positivo de 0.6 puntos porcentuales sobre el PBI de EE.UU. en el 2012 de la propuesta de expansión y extensión del impuesto a las nominas que paga el empleado que tendrá un costo de US\$175 mil millones (1.25% del PBI). Adicionalmente, el multiplicador del gasto de gobierno, según el mismo estudio, es ligeramente superior a 1, por lo que el mayor gasto en infraestructura que propone Obama de alrededor de US\$105 mil millones generaría un aumento del PBI en el 2012 de 0.75 puntos porcentuales. Por tanto, sin considerar el resto de medidas como los beneficios tributarios para las empresas que tienen un multiplicador más pequeño de 0.3 o la extensión de los beneficios a los desempleados, el impacto del plan de estímulo fiscal sobre la economía de EE.UU. en el 2012 sería de por lo menos, 1.3 puntos porcentuales, lo que la llevaría a crecer a un ritmo más cercano a su PBI potencial (2.5%-2.8%)

Sin embargo, es importante señalar que las condiciones actuales de los agentes económicos (consumidores, hogares y gobierno) no son normales. El proceso de fuerte *desapalancamiento* que están llevando a cabo los consumidores y los altos niveles de desconfianza podrían generar que el impacto mencionado en el párrafo anterior sea bastante menor.

Y, en tercer lugar, una percepción de que el nuevo plan fiscal de Obama podría deteriorar aún más la situación fiscal podría generar un mayor ahorro de los agentes económicos porque consideran que los niveles de deuda actuales no son sostenibles y ello los lleva a esperar mayores impuestos en el futuro (*equivalencia ricardiana*). Es bastante probable que está sea una de las razones del porque el plan de estímulo aprobado en diciembre del 2010 no haya sido tan efectivo como se esperaba.

Respecto de este último punto, el presidente de EE.UU. ha dicho que las medidas estarán completamente financiadas y que no generarán un mayor déficit. De hecho, mencionó en su discurso del jueves pasado que buscará que el ajuste fiscal sea considerado como parte de la propuesta del comité de 12 senadores que forman parte del “*super comité bipartidario*” encargado de encontrar recortes fiscales por US\$1.2 – 1.5 billones

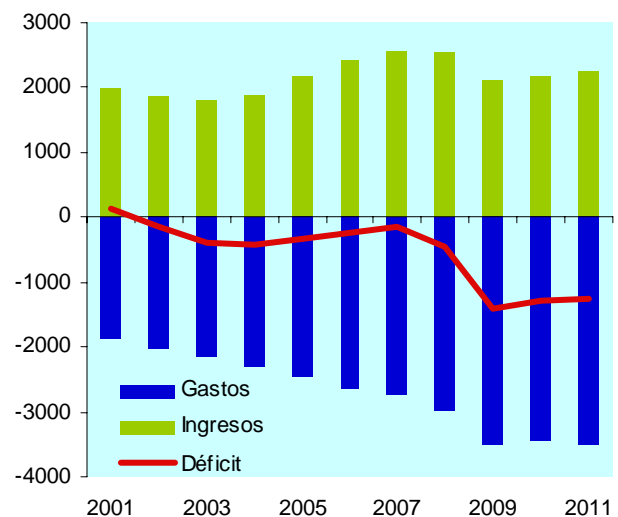
durante los próximos diez años. En sí, la labor de este comité ya es bastante complicada, situación que podría complicarse aún más con la propuesta de Obama.

La fecha límite para presentar el plan de recortes fiscales por el monto mencionado es a finales de noviembre. Si no se logra un acuerdo y no se vota para aprobar o rechazar el proyecto de ley hasta finales de diciembre, la ley aprobada el 2 de agosto para extender el límite de la deuda indica que los recortes se darán automáticamente y de manera equitativa en diversos componentes del gasto fiscal.

**Conclusión**

El plan para estimular la economía de EE.UU. propuesto por el presidente Obama tendría un impacto positivo sobre la economía durante el 2012 de aproximadamente 1.3 puntos porcentuales, pero este, en realidad, podría ser menor por los elevados niveles de déficit fiscal del país, el proceso de *desapalancamiento* que están enfrentando los consumidores y la desconfianza del sector privado. Además, el contexto de incertidumbre política (elecciones presidenciales) e incertidumbre mundial (crisis de deuda de la eurozona) podrían reducir aún más el impacto positivo.

**EE.UU.: DEFICIT FISCAL ANUAL (US\$ mil millones)**



Fuente: Tesoro de EE.UU. Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

## Las emisiones corporativas aumentaron por tercer mes consecutivo en agosto

Estefany Castillo  
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

Las emisiones corporativas ascendieron a US\$99 millones (MM) aproximadamente en agosto. De esta manera, las colocaciones de deuda aumentaron por tercer mes consecutivo. Las empresas continuaron financiándose en el mercado de capitales local debido, sobre todo, a dos factores. Primero, el costo de fondeo en el mercado de capitales continuó disminuyendo en agosto. Segundo, los inversionistas mantuvieron un elevado apetito por deuda corporativa con la finalidad de rentabilizar sus saldos de liquidez. En los próximos meses, el comportamiento del mercado primario de deuda dependerá, sobre todo, de los siguientes factores: la evolución de la inversión privada, el costo de financiamiento que ofrezcan las fuentes alternativas de fondeo y el nivel de apetito por riesgo que predomine en los mercados financieros.

**El costo de financiamiento en el mercado de capitales local disminuyó en agosto.** Esto fue consecuencia, sobre todo, de la fuerte caída de las tasas de la deuda del gobierno. Los *spreads* por riesgo corporativo, por su parte, tuvieron un desempeño mixto en agosto:

- **El ruido político que predominó durante el periodo electoral (entre abril y julio) se fue diluyendo en agosto.** Esto generó un mayor apetito por bonos peruanos. La curva de soberanos (denominados en soles), por ejemplo, cayó más de 60pbs en promedio en el mes. Del mismo modo, las tasas de los bonos globales (denominados en dólares) disminuyeron más de 40pbs.

- **Los *spreads* por riesgo crediticio tuvieron un comportamiento mixto en agosto.** En el caso de las emisiones de Edyficar y Crediscotia (en soles y de corto plazo), sus *spreads* disminuyeron 10pbs aproximadamente respecto de julio y se ubicaron cerca de los 70pbs. Los papeles de Telefónica Móviles (en soles y de corto plazo), por su parte, se colocaron a un *spread* (cercano a los 54pbs) similar al registrado a fines de junio. El *spread* de la emisión de Palmas del Espino, sin embargo, aumentó 20pbs en agosto (a 158pbs); mientras que el de Corp. Miski disminuyó en más de 70pbs (de 910pbs a 835pbs) aunque aún así se mantuvo en niveles elevados. Finalmente, el Banco Continental colocó bonos corporativos en soles, a un plazo de 7 años y a un *spread* de 140pbs.

**En agosto, las principales características de las emisiones corporativas fueron las siguientes:**

- **La mayoría de emisiones tuvieron plazos cortos.** En agosto, el 63% de las emisiones fueron de corto plazo (entre 0 y 365 días). Esta preferencia por las emisiones de corto plazo es una tendencia que se ha venido observando desde junio. Esto sugiere que las empresas estarían acudiendo al mercado de capitales para

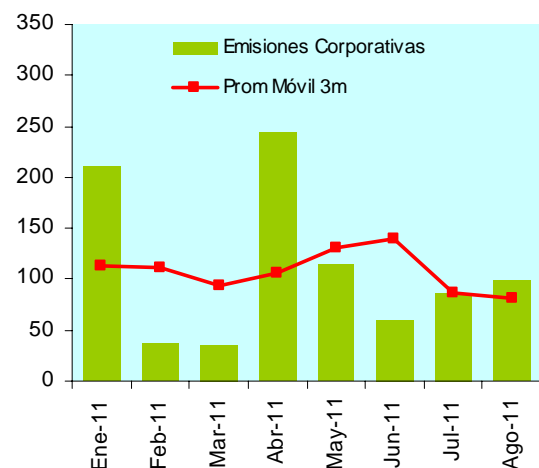
### EMISIONES CORPORATIVAS EN AGOSTO

Emisor	US\$ MM	S/. MM	Años	Tasa
Edyficar	0.5	30.0	1.00	5.27%
Corp. Miski			0.50	9.00%
Banco Continental		100.0	7.00	7.13%
Edyficar		30.0	1.00	5.21%
Crediscotia		60.0	0.99	5.19%
Palmas del Espino	5.0		0.99	2.50%
Telefónica Móviles		35.0	0.99	4.75%

Fuente: Emisores

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

### EMISIONES CORPORATIVAS (US\$ millones)



Fuente: Conasev.

Elab.: E.E - Scotiabank

financiar, sobre todo, capital de trabajo. Del mismo modo, la escasez relativa de emisiones corporativas de mediano y/o largo plazo sugiere que las empresas no estarían financiando sus proyectos de inversión en el mercado primario de renta fija. Es probable que éstas estén obteniendo fondos de mediano/largo plazo a través de préstamos bancarios principalmente.

- **La mayoría de emisiones estuvieron denominadas en soles.** En agosto, el 94% de las emisiones corporativas estuvieron denominadas en soles. Sólo hubo dos emisiones denominadas en dólares: Corp. Miski y Palmas del Espino colocaron US\$ 0.5 MM y US\$ 5.0 MM, respectivamente. En general, la preferencia por el endeudamiento en soles habría estado vinculada, sobre todo, a la política de calce de divisas entre activos y pasivos por parte de las empresas.

**Hubo una elevada demanda de deuda corporativa en agosto.** En este periodo, el ratio demanda/oferta alcanzó su nivel más alto del año. En promedio, la demanda de emisiones corporativas superó a la oferta en 2.1 veces. Los inversionistas con mayor participación en el mercado primario de renta fija fueron los fondos mutuos, los cuales se adjudicaron el 32% del total colocado en el mes. Asimismo, en agosto, las empresas administradoras de patrimonios también tuvieron una importante participación en las subastas de deuda empresarial.

**Perspectivas:**

**En los próximos meses, el comportamiento de las emisiones corporativas dependerá tanto de eventos locales como externos.** En primer lugar, una posible desaceleración de la inversión privada en el 3T11 podría afectar la demanda de fondeo y, por ende, el volumen de emisiones corporativas en el mercado de renta fija local. En los últimos meses, sin embargo, la mayoría de empresas ha acudido al mercado de capitales para financiar capital de trabajo. Esta tendencia, posiblemente, continuaría en los próximos meses. En segundo lugar, el desempeño de las emisiones corporativas a nivel local dependerá, en gran medida, del costo de financiamiento que ofrezcan fuentes alternativas de fondeo, tales como las entidades bancarias. Finalmente, el volumen de emisiones dependerá del apetito por riesgo que predomine en los mercados. En agosto, por ejemplo, los inversionistas aumentaron su apetito por la deuda corporativa de corto, mediano y largo plazo. Sin embargo, si la aversión al riesgo a nivel externo aumenta significativamente, es probable que los inversionistas prefieran mantener instrumentos de alta liquidez y baja duración, tal como ocurrió durante el periodo electoral.



## Caída de mercados externos afectó desempeño del IGBVL

Estefany Castillo  
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

El IGBVL cayó 2.6% en la semana. Esto fue consecuencia, sobre todo, de un efecto contagio: tanto las cotizaciones de los metales como las principales bolsas internacionales registraron pérdidas en la semana. A nivel local, los índices sectoriales con peor desempeño fueron el agropecuario y el minero. Éstos cayeron 4.5% y 2.9%, respectivamente, en la semana. De otro lado, los volúmenes negociados en la BVL se mantuvieron en niveles bajos. A pesar de ello, algunos inversionistas extranjeros entraron a la bolsa limeña y demandaron acciones del sector diversas principalmente.

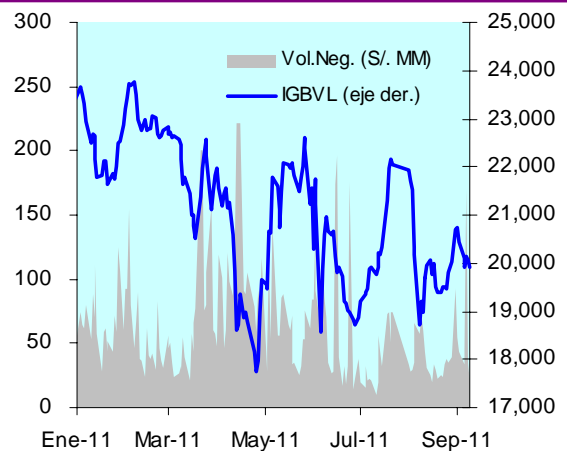
La caída de los mercados externos afectó a la bolsa peruana. En la semana, el índice estadounidense Dow Jones registró una pérdida de 4.4%. Los precios del cobre, zinc y oro, por su parte, cayeron 2.8%, 0.1% y 1.4% respectivamente. Este desempeño negativo de los mercados internacionales fue consecuencia, sobre todo, de los siguientes factores:

- **La preocupación por el riesgo soberano de la Eurozona.** Las noticias sobre el menor poder político de Angela Merkel en Alemania (luego que su coalición perdió las elecciones regionales el pasado 4 de setiembre), la renuncia de un miembro del Banco Central Europeo (Juergen Stark renunció, según especulaciones, por no estar de acuerdo con la compra de bonos europeos por parte del banco central) y la preocupante situación fiscal de Grecia continuaron generando un clima de nerviosismo en los mercados financieros.

- **La preocupación por el crecimiento económico de EEUU.** Luego de la publicación de indicadores económicos bastante débiles en EEUU – sobre todo la creación nula de empleos en agosto – el mercado centró su atención en los discursos que Ben Bernanke y Barack Obama dieron el pasado jueves. Por un lado, Bernanke no dio nuevas señales en torno a la implementación de un nuevo paquete de estímulo monetario. Esto decepcionó a los inversionistas. Por otro lado, Obama anunció un paquete de estímulo a la economía por un monto de US\$ 447 mil millones. El mercado, sin embargo, se mantuvo escéptico en torno a la aprobación de este paquete por parte del Congreso.

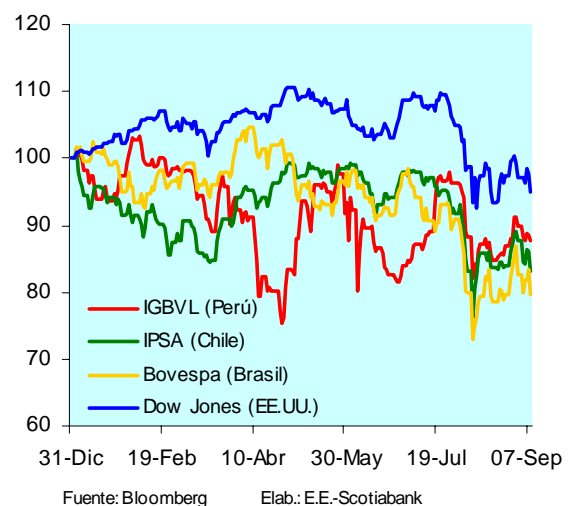
En los próximos días, es probable que el desempeño de la bolsa limeña continúe correlacionado con los mercados externos principalmente. La preocupación tanto por el riesgo soberano de la Eurozona como por el crecimiento económico de las economías desarrolladas continuaría generando volatilidad en los mercados. Es probable, sin embargo, que la economía peruana continúe creciendo aún ante un eventual estancamiento de las economías desarrolladas. Los fundamentos de las acciones correlacionadas con la demanda interna, por tanto, continuarían siendo positivos. De otro lado, desde el punto de vista técnico, el IGBVL aún no define una tendencia. En los próximos días, sin embargo, si el IGBVL continúa cayendo, éste podría alcanzar su nivel de soporte de 18,500 puntos.

### IGBVL y MONTOS NEGOCIADOS EN RENTA VARIABLE

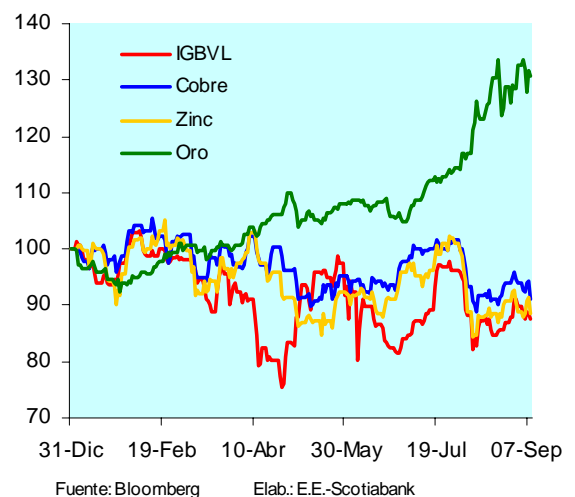


\* No incluye montos diarios de negociación mayores a los S/. 250 MM  
 Fuente: Economática, BVL. Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

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



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



## ANEXOS ESTADÍSTICOS

## CALENDARIO ECONÓMICO MUNDIAL

## SETIEMBRE 2011

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
Confianza del consumidor Ago-11 (RU)	Ventas al por menor (YoY) Jul-11 (Brasil) IPC (YoY) Ago-11 (RU)	Solicitudes de hipoteca MBA Set-11 (EEUU) Precios al productor (YoY) Ago-11 (EEUU) Ventas al por menor Ago-11 (EEUU) Prod. ind. vida (YoY) Jul-11 (Eurozona) Desempleo registrado Ago-11 (RU)	IPC (YoY) Ago-11 (EEUU) Peticiones iniciales de desempleo Set-11 (EEUU) Producción Industrial Ago-11 (EEUU) La Fed de Philadelphia Set-11 (EEUU) IPC (YoY) Ago-11 (Eurozona) Empleo (YoY) 2Q (Eurozona)	Confianza Univ. Michigan Set-11 (EEUU)
12	13	14	15	16
	Construcciones iniciales Ago-11 (EEUU) IBGE IPC IPCA-15 (MoM) Set-11 (Brasil) Encuesta Zew (Clima económico) Set-11 (Eurozona) Órdenes nuevas industriales SA Jul-11 (Eurozona)	Solicitudes de hipoteca MBA Set-11 (EEUU) Ventas de vivienda MoM Ago-11 (EEUU) FOMC Decisión de tipo (EEUU) Minutas Banco de Inglaterra	Peticiones iniciales de desempleo Set-11 (EEUU) Índice de indicadores líderes Ago-11 (EEUU) Tasa de desempleo Ago-11 (Brasil)	Cuenta corriente mensual Ago-11 (Brasil)
19	20	21	22	23
Actividad manuf Fed Dallas Set-11 (EUU)	SAP / CascoShiller Ind prec. casas Jul-11 (EEUU) Confianza del consumidor Set-11 (EEUU)	Órdenes de bienes duraderos Ago-11 (EEUU)	PBI (QoQ) (anualizado) 2Q (EEUU) PCE principal (QoQ) 2T (EEUU) Peticiones iniciales de desempleo Set-11 (EEUU) Confianza al consumo Set-11 (Eurozona) GfK confianza del consumidor Set-11 (RU)	PCE Central (YoY) Ago-11 (EEUU) Índice manufacturero Chicago Set-11 (EEUU) Confianza Univ. Michigan Set-11 (EEUU) Tasa de desempleo Ago-11 (Eurozona)
26	27	28	29	30

## OCTUBRE 2011

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
ISM Manufacturero Set-11 (EEUU) Balanza comercial (FOB) - mensual Set-11 (Brasil)	Pérdidas de fábrica Ago-11 (EEUU) Producción industrial YoY Ago-11 (Brasil) IPP Eurozona (YoY) Ago-11	Solicitudes de hipoteca MBA Set-11 (EEUU) Ventas al por menor (YoY) Ago-11 (Eurozona) PBI (YoY) 2Q (RU)	Peticiones iniciales de desempleo Set-11 (EEUU) ECB anuncia tipos de interés Oct-11 (Eurozona) BoE anuncia tasas Oct-11 (RU)	Tasa de desempleo Set-11 (EEUU) Inventarios al por mayor Ago-11 (EEUU) IBGE IPCA (YoY) Set-11 (Brasil) Producción industrial (YoY) Ago-11 (RU) Producción manufacturera (YoY) Ago-11 (RU) IPP NSA (YoY) Set-11 (RU)
3	4	5	6	7

**PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS**

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS				
	2009	2010	2011 <sup>1/</sup>	2012 <sup>1/</sup>
<b>Sector Real (Var. % real)</b>				
Producto Bruto Interno	0.9	8.8	6.2	5.6
VAB Sectores Primarios	1.0	0.9	2.8	3.9
VAB Sectores No Primarios	0.8	10.4	6.6	5.8
Demanda Interna	-2.9	12.8	7.5	6.0
Consumo privado	2.4	6.0	5.5	4.6
Inversión Privada <sup>2/</sup>	-15.2	22.1	11.3	8.0
PBI (US\$ miles de millones)	127.2	153.9	176.0	193.8
PBI per cápita (US\$)	4,310	5,224	5,907	6,430
<b>Como % del PBI</b>				
Inversión Bruta Fija	23.0	25.1	26.1	27.2
Privada <sup>2/</sup>	17.7	19.2	20.3	21.1
Pública	5.3	6.0	5.8	6.1
Exportaciones	24.0	25.7	25.4	25.6
Importaciones	20.4	22.8	23.4	23.4
<b>Precios y tipo de cambio</b>				
Inflación anual (%)	0.3	2.1	3.8	2.7
TC promedio (S/. por US\$)	3.01	2.83	2.75	2.64
TC Fin de periodo (S/. por US\$)	2.89	2.81	2.68	2.60
<b>Sector Externo (US\$ millones)</b>				
Balanza en cuenta corriente	386	-2,315	-4,360	-5,275
(% del PBI)	0.2	- 1.5	- 2.5	- 2.7
Balanza Comercial	5,874	6,750	6,891	6,715
Exportaciones de bienes	26,885	35,565	43,005	45,829
Importaciones de bienes	21,011	28,815	36,114	39,115
Reservas Internacionales Netas	33,136	44,105	49,433	51,423
Flujo de RIN del BCRP	1,940	10,970	5,328	1,990
<b>Sector Fiscal (% del PBI)</b>				
Resultado Económico del SPNF	-1.9	-0.5	0.7	0.0

<sup>1/</sup> Proyección. <sup>2/</sup> No incluye variación de existencias. Fuente: BCR y Estudios Económicos-Scotiabank

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



## Mercado de Capitales

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

## Estudios Económicos

<b>Guillermo Arbe Carbonel</b>	<b>Gerente</b>	<b>211-6052</b>
Pablo Nano Cortez	<i>Macroeconomía / Análisis Sectorial / Regiones</i>	211-6000 ax. 16556
Mario Guerrero Corzo	<i>Monetaria / Precios / Bancos</i>	211-6000 ax. 16557
Daniela Estrella Morgan	<i>Economía Internacional</i>	211-6000 ax. 16661
Estefany Castillo Ayllón	<i>Renta Variable / Renta Fija</i>	211-6000 ax. 16487
Erika Manchego Chavez	<i>Minería / Commodities</i>	211-6000 ax. 16558
James Paul Donayre	<i>Asistente</i>	211-6000 ax. 16851

## Tesorería

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

## Trading

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



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



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