

# Reporte Semanal

Departamento de Estudios Económicos

DEL 16 AL 20 DE ABRIL DEL 2012  
Año 13 – Número 15

## ENFOQUES DE LA SEMANA

### ECONOMIA

- PBI registra en febrero expansión más alta de los últimos seis meses
- BCR afianza sesgo neutral en tasa de referencia
- Situación fiscal de España vuelve a captar la atención de los mercados

### RENTA FIJA

- Tasas de bonos peruanos continúan descendiendo en abril

### RENTA VARIABLE

- El IGBVL corrigió a la baja en línea con los mercados externos



## PBI registra en febrero expansión más alta de los últimos seis meses

Pablo Nano  
pablo.nano@scotiabank.com.pe

El Producto Bruto Interno (PBI) registró un crecimiento de 7.2% en febrero, según cifras oficiales del INEI. Con este resultado el PBI acumuló una expansión de 6.3% durante el primer bimestre y de 6.5% en los últimos doce meses terminados en febrero.

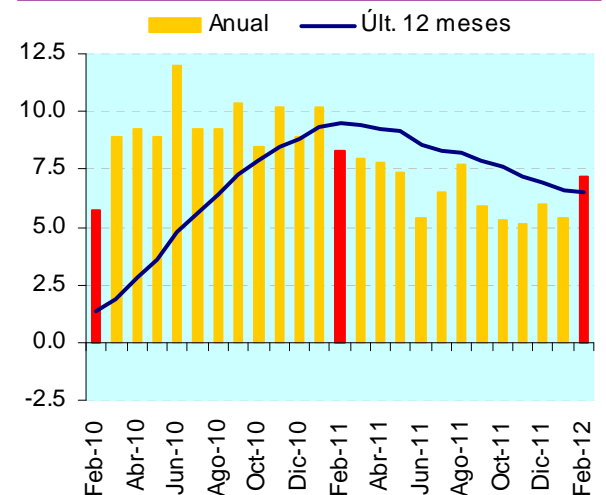
La variación de febrero estuvo por encima de nuestro estimado de 6.5% y del 6.2% esperado en promedio por el mercado. Cabe anotar que esta tasa de crecimiento no solo fue mayor al 5.3% reportado en enero sino que fue la tasa más alta de los últimos seis meses (ver gráfico) y se debió principalmente a:

- **Un efecto estadístico positivo.** Al ser el 2012 un año bisiesto hubo un día más de producción respecto a febrero del 2011.
- **La aceleración del sector Construcción.** En febrero el sector registró un crecimiento de 15%, la mayor tasa de expansión desde enero del 2011 (ver gráfico). Este comportamiento se debió tanto a la recuperación de la inversión pública -aumentó 35% en febrero liderada por los gobiernos locales y regionales- como al mayor ritmo de ejecución de los proyectos inmobiliarios que se vienen registrando desde el cuarto trimestre del 2011.
- **El dinamismo del sector Comercio (+8.9%),** que registró su tasa de expansión más alta desde abril del 2011. Este resultado continuó siendo explicado por el auge del consumo ante el sostenido crecimiento del empleo, la mejora en los ingresos y la mayor penetración del crédito de consumo.
- **El sector Servicios en conjunto** creció 8.6% en febrero, su mayor incremento de los últimos ocho meses. A nivel desagregado resaltó la expansión del subsector Financiero y Seguros (+13.7%), producto básicamente del dinamismo del crédito de consumo -vinculado a personas- y, en menor medida, del crédito empresarial; así como del subsector Restaurantes y Hoteles (+10.1%) impulsado, en el primer caso, por el mayor consumo interno en pollerías y fast food.
- **La ligera recuperación de la Manufactura No Primaria (+1.0%),** luego de permanecer estancada en los últimos cinco meses. A este resultado contribuyó el dinamismo de la rama de bienes de consumo, en particular la producción de la industria de alimentos y bebidas. El alza fue limitada por la evolución negativa de la rama de bienes intermedios debido a la menor demanda externa que afectó a las industrias textil, química y sidero-metalúrgica.

### Sectores Primarios

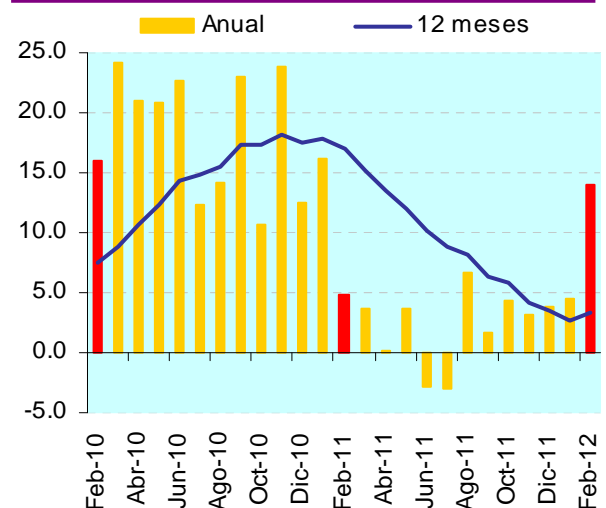
- En febrero estos sectores en conjunto crecieron 2.5%, ligeramente mayor al 2.1% de enero. Esta evolución estuvo liderada por la *producción agropecuaria* (+3.2%) resaltando en particular la mayor producción avícola ante la mayor demanda. Por su parte, el sector *Minería e Hidrocarburos* (+2.5%) mostró una evolución positiva, revirtiendo la caída de enero gracias a la recuperación de la producción de cobre y molibdeno. Finalmente el sector *Pesca* (-1.1%) reportó una caída, aunque menor a la de enero (-7.7%).

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



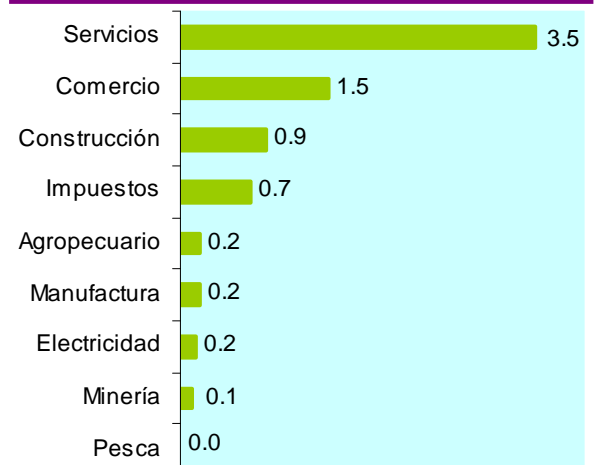
Fuente: INEI Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

### EVOLUCIÓN PBI CONSTRUCCIÓN (Variación % anual y últimos 12 meses)



Fuente: INEI Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

### PBI FEBRERO: CONTRIBUCIÓN POR SECTOR (En puntos porcentuales)



Fuente: INEI Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

**Perspectivas**

Los indicadores adelantados para marzo sugieren un ritmo de expansión del PBI ligeramente menor respecto al registrado en febrero.

- La *producción de energía eléctrica* -un proxy de la actividad económica- aumentó 5.9%, menor al 7.8% de febrero, según cifras preliminares del Ministerio de Energía y Minas

- Los *despachos locales de cemento* alcanzaron 776 mil TM, el segundo monto mensual más alto, superado sólo por el récord de diciembre del 2011 (786 mil TM), según cifras de la Asociación de Productores de Cemento (Asocem). Este resultado muestra un aumento de 15% respecto a marzo del 2011. Por su parte, las importaciones de cemento bordearon las 81 mil TM (+103%), por lo que el PBI Construcción habría registrado en marzo un crecimiento en torno al 20%.

- Las *importaciones* ascendieron a US\$3,451 millones, según Sunat, situándose cerca del récord de US\$3,531 millones registrado en agosto del 2011 (ver gráfico). Este monto representó un aumento de 17% respecto de marzo del 2011, tasa superior respecto al 12% de febrero.

- Las *ventas de vehículos nuevos* registraron un récord de 17,078 unidades en marzo, mayores en 37% respecto a igual mes del 2011, según cifras de ARAPER. Esta tasa superó el récord previo registrado en noviembre (ver gráfico) y supuso una aceleración respecto del incremento de 28% registrado en febrero.

- La *producción de hidrocarburos* creció 15% en marzo, mostrando una notoria aceleración respecto de febrero (+5%) En el tercer mes del año resaltó la mayor producción de gas natural (+50%) ante la mayor demanda de termoeléctricas y de gas natural para exportación (LNG).

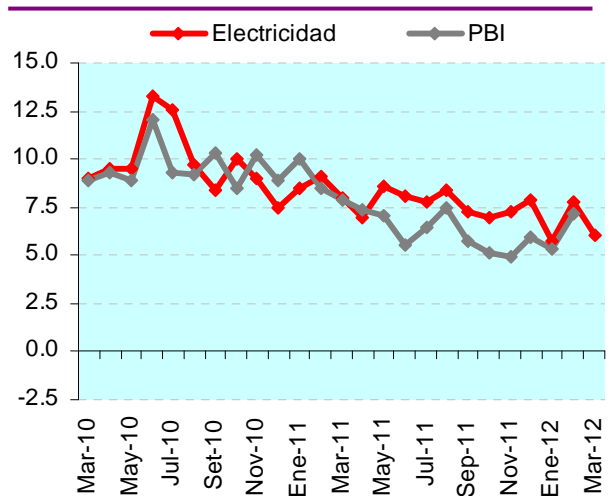
**Conclusiones**

El crecimiento del PBI en febrero fue el más alto de los últimos seis meses, y estuvo explicado, en parte, por un efecto estadístico -un día más de producción respecto a febrero del 2011-. No obstante, continuó el dinamismo de los sectores vinculados al consumo privado -como Comercio y Servicios- y se observó una recuperación de los sectores asociados a la inversión -como Construcción-.

Para marzo, esperamos un crecimiento del PBI en torno al 6% sustentado en los siguientes factores: i) el dinamismo de los sectores vinculados al consumo privado -que se refleja en el récord de venta de autos nuevos y en el auge del crédito de consumo-, ii) la aceleración del sector construcción -que nuevamente habría mostrado un crecimiento de dos dígitos- y iii) el crecimiento de la producción de hidrocarburos, la cual tendría un impacto positivo pero acotado -debido a su baja ponderación- sobre los sectores primarios.

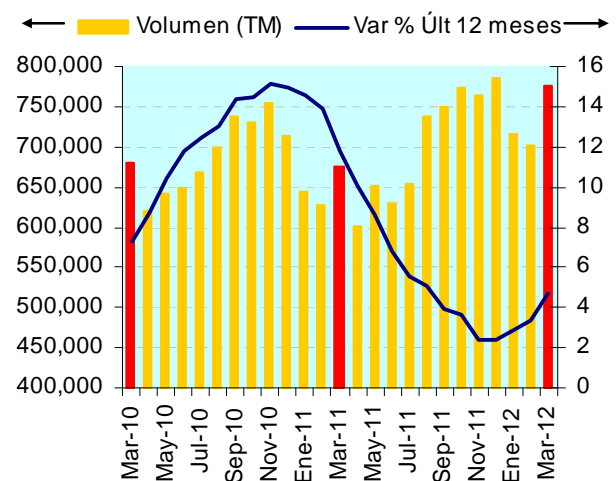
En conclusión, el PBI del primer trimestre del 2012 (1T12) habría mostrado un crecimiento de 6%, mayor a nuestra proyección original de 5% (ver Reporte Semanal de 20.2.12). En ese sentido, la expansión del 1T12 habría sido incluso mayor a la registrada en el 4T11 (5.5%), lo que demostraría que la economía peruana no se está desacelerando a pesar del deterioro de la economía mundial. Por el contrario, el resultado del PBI ha sido superior a nuestras proyecciones en los dos primeros meses del año, por lo que próximamente elevaremos nuestra proyección de 5.5% para el año 2012.

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



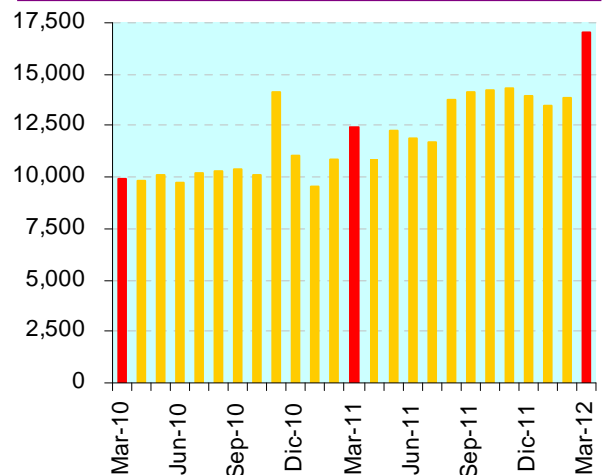
Fuente: MEM, COES      Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

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



Fuente: Asocem Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

**VENTA DE VEHÍCULOS NUEVOS (En miles de unidades)**



Fuente: Asocem Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

## BCR afianza sesgo neutral en tasa de referencia

Mario Guerrero  
 Mario.Guerrero@scotiabank.com.pe

En su reunión de directorio del 12 de abril, el BCR optó por dejar la tasa de interés de referencia sin cambios en 4.25%, por undécimo mes consecutivo, tal como estaba previsto por el mercado. El BCR ha mantenido su tasa sin cambios desde junio del 2011.

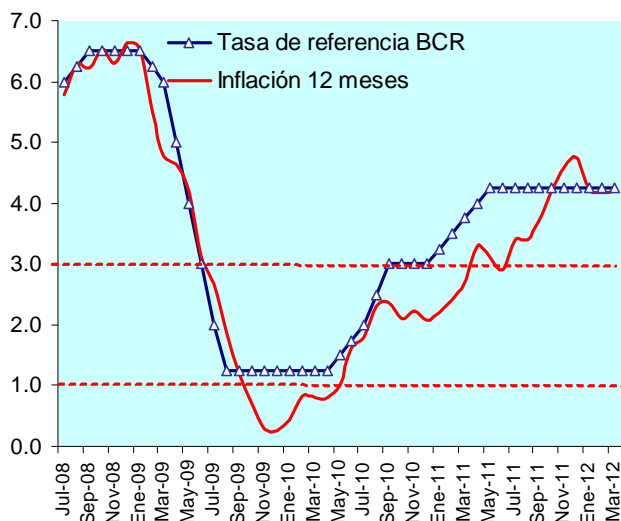
Sin embargo, el tono del comunicado reduce las probabilidades de una futura reducción de tasas de interés, y aumenta la posibilidad de que éstas se mantengan por un periodo más prolongado, reafirmando su sesgo neutral para el futuro cercano, o incluso que en un futuro más lejano pudieran subir.

Esta visión se sustenta en:

- Un desempeño mejor al previsto de la actividad económica. Si bien esta percepción ya había sido adelantada en el Reporte de Inflación, en su comunicado el BCR sustituye "el menor crecimiento que vienen registrando los componentes del gasto" por "un ritmo de crecimiento de la economía cercano a su potencial".
- Un mayor énfasis en las expectativas de inflación, señalándose que las mismas que se encuentran dentro del rango meta para este año y el próximo. Éste énfasis no se encontraba en el comunicado anterior y se explicaría por la resistencia hacia la baja que ha registrado la inflación durante el primer trimestre.

El BCR ha reiterado que el desvío de la inflación ha obedecido a factores temporales de oferta. A marzo el ritmo anual del IPC acumula nueve meses fuera del rango objetivo. Sin embargo, la resistencia hacia la baja del

### TASA DE INTERES DE REFERENCIA E INFLACION (Var.%)



Fuente: BCR, INEI, Estudios Económicos - Scotiabank

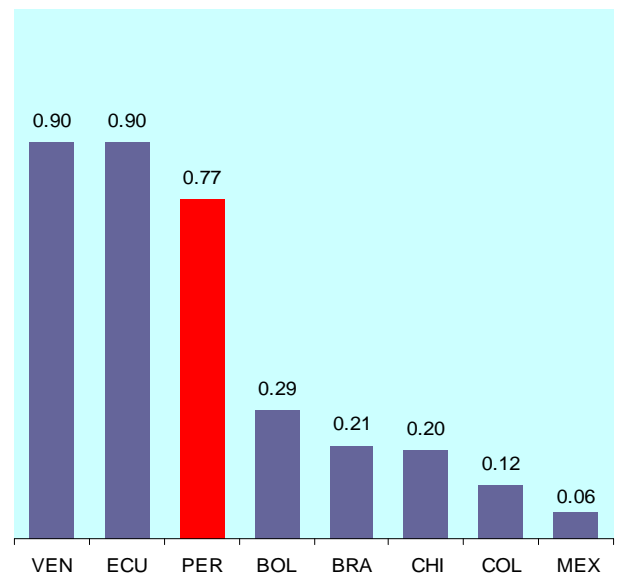
SEMANA DEL 16 AL 20 DE ABRIL DEL 2012

ritmo anual de inflación, no sólo se registra en el IPC (que se mantuvo en un ritmo de 4.2% en marzo), sino también en la inflación subyacente (que pasó de 3.79% en febrero a 3.82% en marzo), ubicándose también fuera del rango meta; y, en menor medida, en la inflación sin alimentos y energía (que pasó de 2.23% en febrero a 2.47% en marzo), reflejando una moderada presión sobre los precios por el lado de la demanda.

### Inflación aún relativamente alta en el segundo trimestre

La trayectoria de inflación registraría un quiebre a partir de abril, y descendería por debajo de 4% durante el segundo trimestre, pero aún se mantendría por encima del rango meta.

### INFLACION MARZO 2012 EN LA REGION (Países seleccionados, en %)



Fuente: Institutos de Estadística, Reuters, EE-Scotiabank

De acuerdo a nuestras proyecciones incidiría una menor inflación importada y un efecto estadístico favorable. Esta visión también es compartida por el BCR, pues esperan una inflación en abril menor a la de marzo.

Lo que no es tan claro es que tan rápido puede descender la inflación en el futuro. Los precios mundiales de los alimentos subieron en marzo, por tercer mes consecutivo, según la FAO, en un contexto en el que los precios elevados del petróleo han causado preocupaciones inflacionarias desde comienzos de año y, debido a las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, es latente el riesgo de nuevas alzas.

En la visión del BCR se espera que el impacto de las cotizaciones internacionales de los combustibles y los choques de oferta internos en la inflación se reviertan con mayor intensidad a partir de junio, con lo que la tasa de inflación anual convergería paulatinamente al rango meta.

Nuestras proyecciones consideran que es probable que tal convergencia se produzca recién hacia finales de año, aunque mantenemos el sesgo que la inflación supere el 3% en el 2012.



**Persiste la incertidumbre sobre la economía mundial**

En su comunicado, el BCR se muestra más cauteloso al enfatizar que “persiste la incertidumbre sobre el ritmo de actividad global”, en contraste con la percepción balanceada respecto de los riesgos internacionales en el comunicado anterior.

En lo que concierne al manejo de la política monetaria, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra mantuvieron sus tasas de interés de referencia en 1.0% y 0.50%, respectivamente, decisiones esperadas por el mercado y mantuvieron sus programas de inyección de liquidez, en un contexto de expectativas de recesión en la Eurozona.

En China aumenta la posibilidad de flexibilizaciones en los requerimientos de encaje, ante un crecimiento en el 1T12 (8.1%) menor al previsto por los analistas, aunque en línea con el objetivo del gobierno de alcanzar un crecimiento de 7.5% para el 2012. El ritmo de inflación anual registró un moderado descenso en el 1T12.

En la región, cabe esperar que las tasas se mantengan estables en lo que resta del año, en un contexto de un crecimiento cercano al potencial y de una inflación moderada. Recientemente, Colombia y México dejaron sus tasas sin cambios. Algo similar se espera para Chile, aunque en éste último caso, hay probabilidad de aumento de tasas a partir del segundo semestre del año, según el banco JP Morgan.

**DECISIONES DE POLITICA MONETARIA INTERNACIONAL**

	Set-09	Ultima	Var (p.p.)	Ult. decisión	Var
<b>Productores de commodities</b>					
Chile	0.50	5.00	450	15-Mar	sin cambios
India	4.75	8.50	375	15-Mar	sin cambios
<b>PERU</b>	<b>1.25</b>	<b>4.25</b>	<b>300</b>	<b>12-Abr</b>	<b>sin cambios</b>
Tailandia	1.25	3.00	175	21-Mar	sin cambios
Israel	0.75	2.50	175	27-Mar	sin cambios
Hungría	5.25	7.00	175	21-Dic	+50pbs
Australia	3.00	4.25	125	03-Abr	sin cambios
Corea	2.00	3.25	125	13-Abr	sin cambios
China	5.31	6.56	125	05-Jul	+25pbs
Colombia	4.00	5.25	125	24-Mar	sin cambios
Brasil	8.75	9.75	100	08-Mar	-75pbs
Canadá	0.25	1.00	75	08-Mar	sin cambios
Noruega	1.25	1.75	50	14-Mar	sin cambios
Nueva Zelanda	2.50	2.50	0	08-Mar	sin cambios
México	4.50	4.50	0	16-Mar	sin cambios
Suecia	2.00	1.50	-50	22-Feb	-25pbs
Indonesia	6.50	5.75	-75	12-Abr	sin cambios
Dinamarca	1.25	0.70	-55	16-Dic	-10pbs
Rusia	10.50	8.00	-250	10-Abr	sin cambios
Turquía	9.75	5.75	-400	24-Ene	sin cambios
<b>Países desarrollados</b>					
Eurozona	1.00	1.00	0	04-Abr	sin cambios
EE.UU.	0.25	0.25	0	13-Mar	sin cambios
Reino Unido	0.50	0.50	0	05-Abr	sin cambios
Japón	0.10	0.10	0	10-Abr	sin cambios
Suiza	0.75	0.00	-75	15-Dic	sin cambios

Fuente: Bloomberg, Estudios Económicos - Scotiabank

En Brasil, hay expectativas de una nueva reducción de la tasa de interés SELIC (-75pbs), la sexta consecutiva, a niveles de 9%, en respuesta a la desaceleración de la actividad económica, de la inflación y como parte de una actitud más agresiva para frenar la apreciación del real brasileño.

Otros bancos centrales que mantuvieron sus tasas sin cambios recientemente fueron Rusia, Indonesia, Australia y Corea.

**Nuestra visión sobre las tasas de interés**

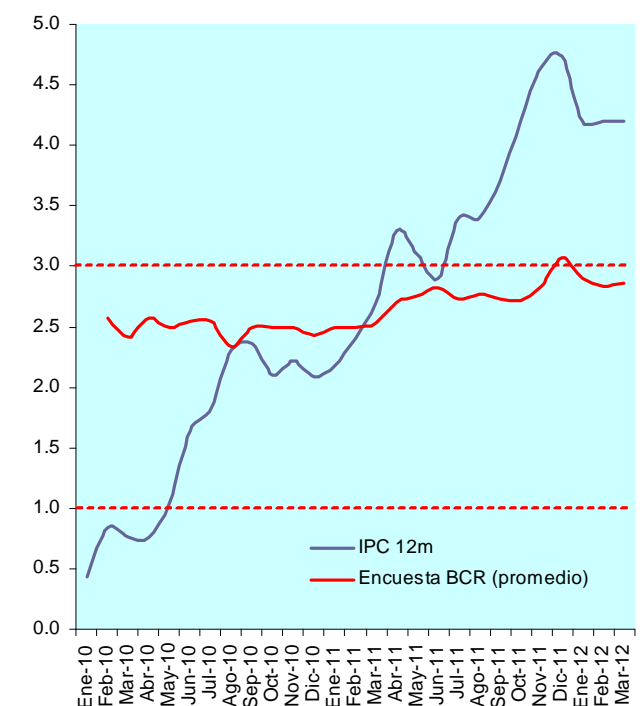
Bajo nuestro escenario base, la tasa de interés de referencia se mantendría estable en 4.25% durante la mayor parte del año. Las probabilidades de reducciones futuras son ahora menores.

Las fuerzas internas hacen probable que el crecimiento del PBI pueda ser mayor al previsto, en cuyo escenario, la probabilidad que el BCR mantenga su tasa de interés aumenta.

La posibilidad de futuros ajustes hacia en el alza de las tasas de interés dependerá de la evolución de la inflación, de su resistencia hacia la baja y del riesgo que implique un aumento sostenido del precio del petróleo.

El actual escenario de tasas de interés contribuye también a la trayectoria de apreciación del sol. Mantenemos nuestra proyección de un tipo de cambio de S/2.63 por dólar para fines del 2012, con la posibilidad de “hipos cambiarios” derivados de la inestabilidad que aún caracteriza a los mercados financieros.

**INFLACION Y EXPECTATIVA INFLACIONARIAS (Var.% 12 meses)**



Fuente: INEI, Encuesta Expectativas Macroeconómicas BCR, EE-Scotiabank

## Situación fiscal de España vuelve a captar la atención de los mercados

Daniela Estrella

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

La tregua otorgada por los mercados al nuevo gobierno de España, liderado por su presidente Mariano Rajoy, parece estarse acabando. Desde inicios de marzo hasta la fecha, el rendimiento de la deuda española ha subido en más de 100 puntos básicos, superando el 6% por primera vez desde finales de noviembre del 2011. Este fuerte incremento en las tasas de interés ha duplicado al observado en los rendimientos de la deuda italiana, generando que el diferencial entre ambos sea positivo a partir de marzo, algo no visto desde agosto del 2011.

El incumplimiento de la meta del déficit fiscal del 2011 - 8.5% del PBI comparado con la meta de 6.0% del PBI establecida por el gobierno anterior- sumado a la revisión al alza de la meta de déficit fiscal para el 2012 de 4.4% del PBI a 5.3% del PBI habrían gatillado esta mayor aversión al riesgo por la deuda española. Así, con las metas establecidas, las dudas se vienen enfocando en la capacidad del gobierno para cumplirlas en medio de la política fiscal más contractiva en la historia reciente de España, que tiene el riesgo de generar una recesión más profunda a la esperada que conlleve a una recaudación fiscal más baja, y con ello, a un incumplimiento de las metas pactadas con la Comisión Europea.

El triunfo con sabor a derrota del Partido Popular (partido de gobierno) en las elecciones de Andalucía al quedarse con el primer lugar pero sin la mayoría necesaria para gobernar, dejó en manos de la coalición entre el Partido Socialista Obrero Español (PSOE) y el Partido Izquierda Unida (IU) el segundo mayor presupuesto público de las comunidades autónomas (gobiernos regionales) de España, dificultando la implementación de medidas de austeridad en un sector que controla más de un tercio del gasto fiscal en España y al que le corresponde poco menos de la mitad de la reducción del déficit fiscal durante el 2012 (1.4% del PBI). **Ver cuadro.** Para evitar que las comunidades autónomas incumplan con los objetivos, se ha propuesto una ley que le otorga al gobierno central nuevos poderes para monitorear las finanzas de los gobiernos regionales y forzarlos a adherirse a sus metas.

Por su parte, la aprobación del presupuesto para el 2012 a finales de marzo –el más austero en cuarenta años- no generó la calma deseada y el gobierno tuvo que anunciar una semana después recortes por €10 mil millones en los sectores educación y salud, los cuales tampoco impactaron de manera positiva sobre la confianza. Se estableció un ajuste por €27.3 mil millones (2.5% del PBI), de los cuales 0.8% del PBI corresponden a mayores ingresos y 1.7% a menores gastos fiscales.

Por el lado del gasto, se aprobó reducir el gasto en capital (inversión pública y transferencias) en 36.1% respecto del presupuesto del 2011 a €9.7 mil millones, mientras que el gasto corriente se redujo apenas en 2.5% a €101.7 mil millones.

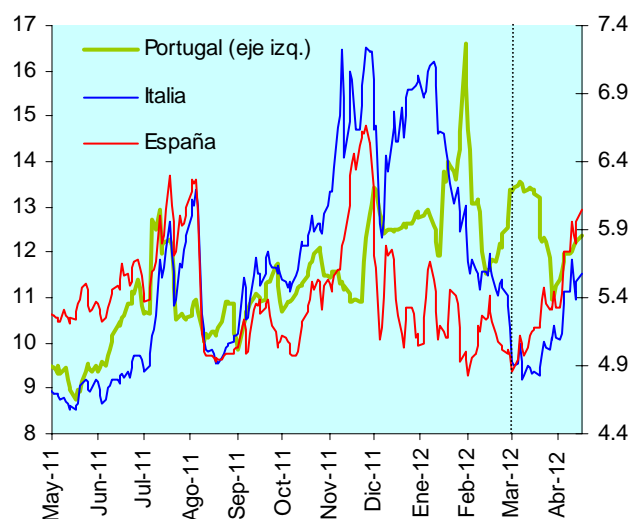
SEMANA DEL 16 AL 20 DE ABRIL DEL 2012

### OBJETIVO: METAS DE REDUCCIÓN DEL DÉFICIT FISCAL (% del PBI)

	2011	2012	Reducción déficit
Gobierno Central	-5.1	-3.5	-1.6
Comunidades autónomas	-2.9	-1.5	-1.4
Empresas públicas	-0.4	-0.3	-0.1
Seguro social	-0.1	0	-0.1
<b>Total</b>	<b>-8.5</b>	<b>-5.3</b>	<b>-3.2</b>

Fuente: Presupuesto de España 2012 Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

### RENDIMIENTOS DE DEUDA A 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

La intención del gobierno detrás del recorte de gasto fue tener el menor impacto posible sobre el crecimiento, razón del porqué se mantuvo el gasto real en pensiones y salarios. Sin embargo, recortar tan significativamente la inversión pública; componente importante del crecimiento de la economía sobretodo en un contexto de contracción de la inversión privada; parece haber sido el factor que más impacto tuvo sobre la recepción no tan positiva del presupuesto. Por el lado de los ingresos no financieros, luego de las transferencias a los municipios, se estima un crecimiento de 14.3% respecto de lo recaudado el año anterior. En cuando a la recaudación tributaria antes de la transferencia a los municipios, esta crecería un 4.3% a 168.7 mil millones respecto a lo recaudado el año anterior, asumiendo una caída en la recaudación del impuesto al valor agregado (VAT) y un incremento en la recaudación por impuesto a la renta de personas naturales de 4.7% como consecuencia del aumento de impuestos anunciado a finales de diciembre.

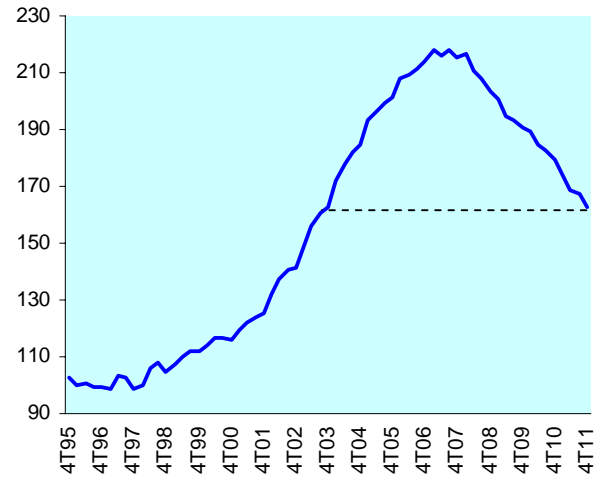
Hasta la fecha, la mitad de las medidas anunciadas en el presupuesto ya están siendo implementadas. Alrededor de €15 mil millones fueron implementadas a finales de diciembre cuando el gobierno anuncio su primer paquete de ajuste fiscal. Lo que aún no se implementa son los nuevos recortes de gasto que tienen que ser aprobados por la Cámara Baja a mediados de mayo.

Es posible que el gobierno esté siendo muy optimista, principalmente en lo que se refiere a la parte de ingresos fiscales, considerando que según, el propio gobierno, la economía española se contraería 1.7% en el 2012, luego de crecer 0.7% en el 2011, influenciado por la tasa de desempleo más alta de la zona euro (actualmente en 23.3%). En lo que respecta a la deuda pública, esta subirá aproximadamente en 10 puntos porcentuales durante el 2012 de 68.5% del PBI en el 2011, como consecuencia de la necesidad de financiar un déficit de 5.3% del PBI y una economía en recesión.

Otros dos sectores preocupantes para la estabilidad y crecimiento macroeconómico de España son el bancario e inmobiliario. El hecho de que el principal motor de crecimiento de la economía española durante la última década haya sido el sector inmobiliario por la burbuja que se desarrolló en ese país, hace más complicada su recuperación en relación a otros países de la zona. Los precios de las viviendas han caído 25% desde sus máximos en el 2007, situándose en niveles del 2003. Por tanto, considerando el alto nivel de desempleo, la caída en los ingresos y la poca disponibilidad de los bancos para realizar préstamos, se estima que los precios de las viviendas van a seguir cayendo. Esto último tiene un impacto negativo sobre los balances de los bancos y cajas expuestas al sector (consecuencia de la burbuja), razón por la que el gobierno ha forzado a la banca a provisionar más de €50 mil millones para cubrir pérdidas relacionadas con los activos del sector inmobiliario.

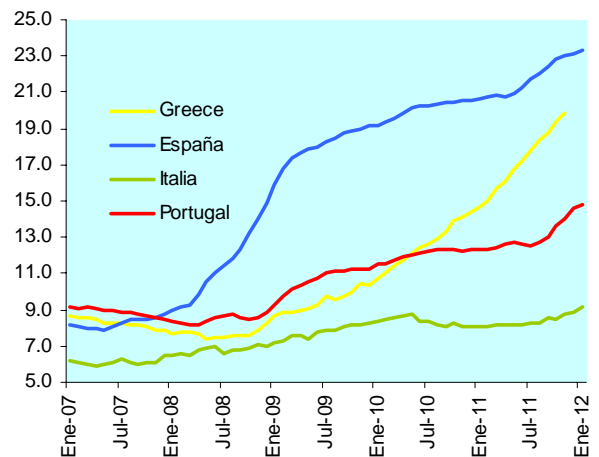
En conclusión, la renovada incertidumbre en torno a la situación fiscal de España continuará en la medida que los datos económicos continúen reflejando una contracción más fuerte a la esperada, además de contagiarse –posiblemente- por una mayor incertidumbre durante el mes de mayo con las elecciones en Grecia y Francia. Es necesario también que el gobierno busque e implemente reformas vinculadas al sector bancario, porque sin ellas el rumor respecto de que necesitan más capital va a continuar impactando de manera negativa sobre la capacidad de financiamiento no sólo de los bancos españoles sino también de España, sobretudo luego de que la semana pasada se informará que la banca española solicitó préstamos al Banco Central Europeo por €316.3 mil millones en marzo, casi duplicando el monto solicitado en febrero. Por último, es claro que una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros impactará negativamente a la deuda española por considerarse más riesgosa, sin importar la razón, ya sea por una menor expectativa de QE3 por parte de la FED, por una mayor preocupación por un *hard landing* de China o por la crisis de deuda de la Eurozona *per se*.

### PRECIOS DE LAS VIVIENDAS EN ESPAÑA (Indice 1996=100, en términos reales)



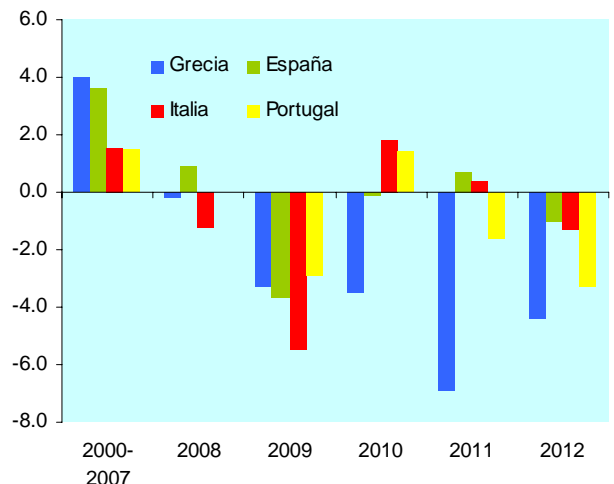
Fuente: Banco de España Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

### TASA DE DESEMPLEO (%)



Fuente: Eurostat Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

### CRECIMIENTO DEL PBI REAL (variación % anual)



Fuente: Eurostat Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

## Tasas de bonos peruanos continúan descendiendo en abril

Estefany Castillo  
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

Las tasas de los bonos soberanos (denominados en soles) y globales (denominados en dólares) mantuvieron su tendencia descendente. En lo que va de abril, la curva de soberanos cayó 5pbs. Ésta, además, se aplanó producto tanto de un leve incremento del tramo corto de la curva como de una disminución de las tasas de larga duración. Del mismo modo, en lo que va del mes, la curva de globales cayó 10pbs en promedio. En abril, a diferencia del pasado, la mayor volatilidad que predominó en los mercados externos no afectó a las tasas de los bonos del país. Los inversionistas (tanto locales como extranjeros) mantuvieron su apetito por la deuda peruana aún a pesar de la caída de las bolsas internacionales y del aumento en las medidas de riesgo del Perú.

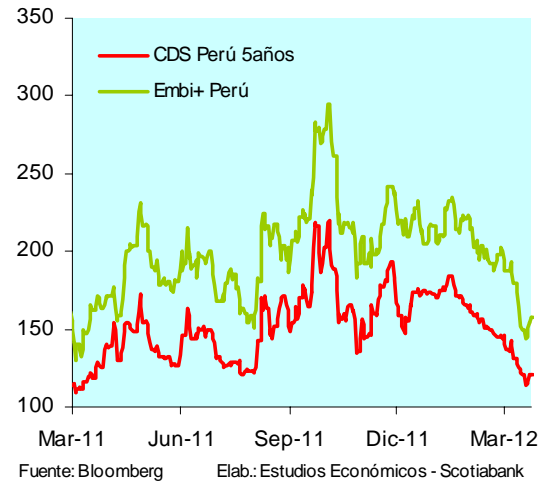
Las tasas de los bonos globales acumulan una caída de 10pbs en promedio en lo que va del mes. De esta manera, las tasas de estos papeles continuaron con su tendencia descendente iniciada a fines del 2011. Los inversionistas (sobre todo extranjeros) mantuvieron su apetito por la deuda del Perú aún a pesar de la mayor volatilidad que predominó en los mercados financieros internacionales. En lo que va del mes, por ejemplo, el EMBI+ y los *Credit Default Swaps* (CDS) del Perú a 5 años subieron 8.4pbs y 8.0pbs, respectivamente. Pese a ello, las tasas de los globales disminuyeron. Es probable que éstas hayan estado correlacionadas, principalmente, con la importante disminución de la curva de EEUU. En lo que va de abril, por ejemplo, la tasa del bono estadounidense a 10 años acumula una caída de 23pbs aproximadamente.

La curva de soberanos se aplanó en lo que va de abril. En este periodo, hubo un comportamiento diferenciado entre las tasas de corto y largo plazo:

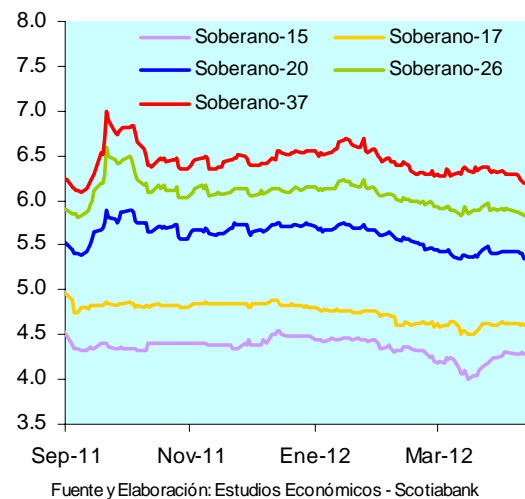
- Las tasas de los soberanos con vencimientos en el 2013 y 2015 subieron 5pbs y 3pbs aproximadamente. De esta manera, los rendimientos de estos papeles se mantuvieron prácticamente estables en niveles considerablemente bajos. Es posible que los rendimientos de estos bonos se hayan estabilizado por: una menor expectativa sobre un pronto recorte en la tasa de referencia del BCR, menores oportunidades de *carry trade* para los inversores extranjeros y/o una caída en la oferta de estos papeles. En este sentido, los volúmenes negociados en estos bonos disminuyeron en lo que va de abril.

- Las tasas de los soberanos con vencimientos entre el 2020 y 2042 acumulan una caída de 10pbs en promedio en lo que va del mes. Los inversionistas – locales y extranjeros – aumentaron su apetito por estos papeles aún a pesar de la mayor percepción de riesgo en los mercados externos. La negociación en este tramo de la curva, además, concentró el 84% del total negociado en el mes. Los inversores habrían mantenido su demanda por los soberanos debido a la solidez macroeconómica del Perú, a la disminución de las tasas de EEUU y a las expectativas inflacionarias ancladas en el rango meta.

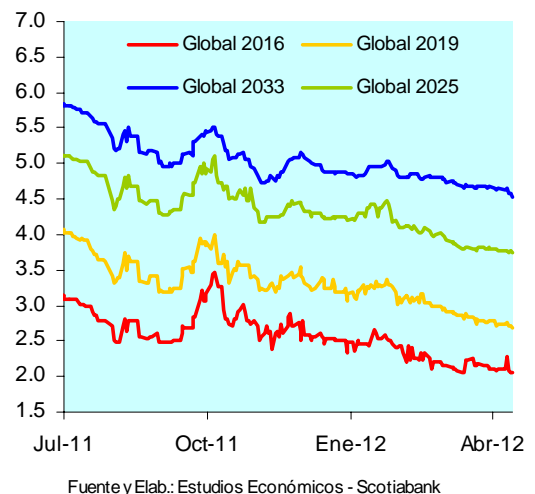
### PERÚ: EMBI+ y CDS A 5 AÑOS (en pbs)



### TASAS DE BONOS SOBERANOS (%)



### TASAS DE BONOS GLOBALES (%)





**Recientemente, el MEF publicó su Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda Pública.**

En este documento, se describió la estrategia de gestión de deuda que implementará el gobierno en el presente año. Con la finalidad de contribuir con el desarrollo del mercado de capitales, se adoptarán diversas medidas, entre las cuales destacan:

- Se buscará emitir bonos soberanos hasta por S/.2,989 millones. La primera emisión se prevé para la segunda semana de mayo.
- Se iniciará la emisión mensual de letras del Tesoro a plazos de 3, 6 y 12 meses. El saldo de estas letras, a fin de año, no deberá exceder los S/.400 millones. La primera emisión se realizará el 3 de mayo.
- Se dará acceso en las subastas de mercado primario (de bonos y letras del Tesoro) a un mayor número de entidades financieras, tales como agencias de bolsa, fondos mutuos, cajas municipales, compañías de seguro, entre otros.

- Se establecerán como bonos de referencia para el mercado local (con obligación de ser cotizados por los Creadores de Mercado) a los bonos 2015, 2017, 2023 (nuevo bono a 10 años) y 2042.
- Se volverá a brindar señales periódicas de información de bonos indexados a la inflación (bonos VAC).
- Se empezará a ofrecer operaciones de reporte utilizando bonos y letras del Tesoro.
- Se diseñará un programa de venta minorista de bonos y letras del Tesoro al público.
- Desde este año, el Tesoro Público empezará a realizar operaciones de recompra y reventa de bonos en el mercado, ya sea a través de subastas o de manera discrecional como un participante más del mercado.

# El IGBVL corrigió a la baja en línea con los mercados externos

Estefany Castillo  
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

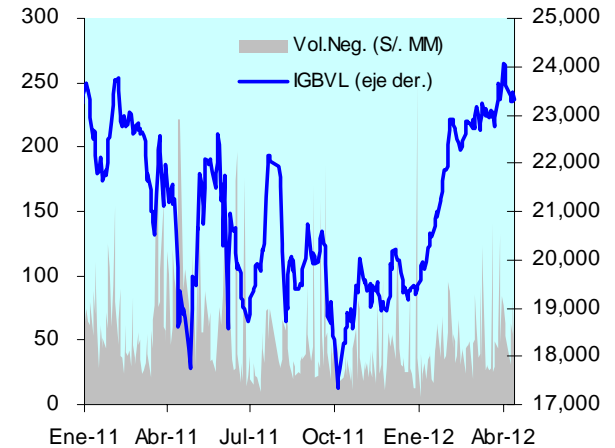
**El IGBVL cerró la semana con una pérdida de 1.2%.** Este desempeño negativo del Índice General fue consecuencia, sobre todo, de la caída generalizada de los mercados financieros internacionales. En este sentido, en la semana, los índices estadounidenses Dow Jones y S&P500 registraron pérdidas de 1.6% y 2.0%, respectivamente. Del mismo modo, el precio del cobre cayó 4.1% en el mismo periodo.

**La evolución de los mercados financieros internacionales marcó la pauta en el desempeño de la bolsa limeña.** En la semana, el IGBVL siguió la misma dirección que las bolsas estadounidenses en todas las jornadas de negociación. Los índices bursátiles de EEUU, a su vez, subieron sólo dos días producto tanto de resultados corporativos mejor de lo esperado como de la especulación en torno a un mayor estímulo monetario por parte de la FED. Pese a ello, las bolsas estadounidenses cerraron la semana en terreno negativo debido a tres factores principalmente:

- El pasado 6 de abril, se publicó la data del sector laboral en EEUU. La creación de nóminas no agrícolas ascendió a 120 mil en marzo. Esta cifra estuvo por debajo de lo esperado por el mercado y, además, fue la más baja en cinco meses. Este anuncio generó una caída generalizada en los mercados a inicios de la semana.
- El aumento en las tasas de interés para países europeos con problemas fiscales, tales como España e Italia, generó gran preocupación entre los inversionistas. El pasado martes, incluso, la bolsa de Italia cayó 4.98% producto del aumento en el costo de financiamiento para este país.
- La preocupación en torno a la desaceleración económica en China. El pasado jueves, se publicó – luego del cierre del mercado – el dato de PBI de China para el 1T12. Éste arrojó un crecimiento de 8.1%, por debajo de lo esperado y menor al 8.4% registrado en el 4T11. El mercado reaccionó de manera negativa frente a este anuncio. Del mismo modo, la publicación de data comercial en China – la cual mostró una desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones – y de la inflación mayor a la esperada en marzo generaron cierto pesimismo en los mercados.

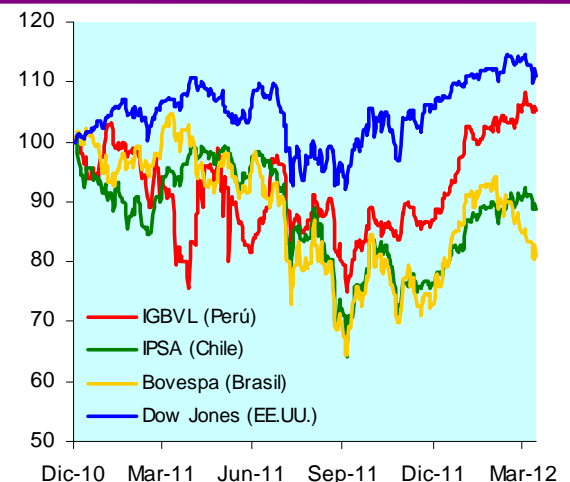
**En los próximos días, la evolución de la bolsa limeña dependerá, en gran medida, del comportamiento de los mercados externos.** Es posible, sin embargo, que la reciente caída de las bolsas internacionales haya sido consecuencia, sobre todo, de una toma de ganancias. En este sentido, es posible que las bolsas reboten al alza en el corto plazo. La publicación de resultados corporativos en EEUU podría generar cierto optimismo en el mercado en los próximos días. Localmente, desde el punto de vista técnico, el IGBVL estaría consolidándose – con un soporte en los 23,000 puntos – luego de haber alcanzado un nuevo máximo histórico en los 24,052 puntos.

## IGBVL y MONTOS NEGOCIADOS EN RENTA VARIABLE



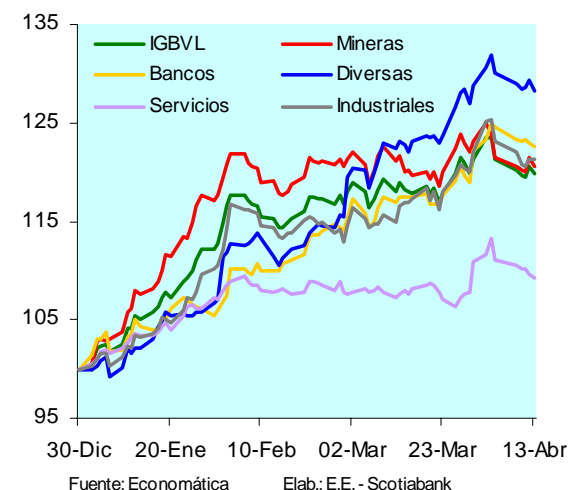
\*No incluye montos diarios de negociación mayores a los S/. 250 MM  
 Fuente: Economática, BVL Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

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



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

## IGBVL e INDICES SECTORIALES (base 100 = 30-12-2011)



Fuente: Economática Elab.: E.E. - Scotiabank

## ANEXOS ESTADÍSTICOS

## CALENDARIO ECONÓMICO MUNDIAL

## ABRIL 2012

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
PBI Feb-12 (Perú)	Construcciones iniciales Mar-12 (EEUU) Producción industrial Mar-12 (EEUU) IPC Eurozona (YoY) Mar-12 Encuesta Zow (Clima económico) Abr-12 (Eurozona) IPC (YoY) Mar-12 (RU)	Solicitudes de hipoteca MBA Abr-12 (EEUU) Objetivo SELIC-Banco Central (Brasil) BCE Cuenta corriente Feb-12 (Eurozona) Minutas Banco de Inglaterra Desempleo registrado Mar-12 (RU)	Peticiones iniciales de desempleo Abr-12 (EEUU) La Fed de Philadelphia Abr-12 (EEUU) Índice de indicadores líderes Mar-12 (EEUU) Confianza al consumo Abr-12 (Eurozona)	
	Confianza al consumidor Mar-12 (EEUU) Venta de viviendas nuevas Mar-12 (EEUU) Índice de Precios de Viviendas Mar-12 (EEUU)	PBI TTI2 (Reino Unido) Órdenes bienes duraderos Mar-12 (EEUU) Tasa de Interés de la FED (EEUU)	Tasa de Desempleo Mar-12 (Japón)	PBI TTI2 (EEUU) Índice de Precios PCE TTI2 (EEUU) Confianza del Consumidor U.Michigan (EEUU)
Ingresos personales Mar-12 (EEUU) Índice manufacturero Chicago Abr-12 (EEUU) Actividad manuf Fed Dallas Abr-12 (EEUU)				
16	17	18	19	20
23	24	25	26	27
30				

## MAYO 2012

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
	ISM manufacturero Abr-12 (EEUU) Ventas de Vehículos (MM) Abr-12 (EEUU)	Solicitudes de hipoteca MBA Abr-12 (EEUU) Pérdidos de fábrica Mar-12 (EEUU) Bal comercial (FOB) - mensual/Abr-12 (Brasil)	Peticiones iniciales de desempleo (EEUU) Producción industrial YoY Mar-12 (Brasil) IPP Eurozona (YoY) Mar-12 Banco Central Europeo anuncia tipos de interés	Tasa de desempleo Abr-12 (EEUU) Ventas al por menor (YoY) Mar-12 (Eurozona)
		Solicitudes de hipoteca MBA (EEUU) Inventario al por mayor Mar-12 (EEUU) IBGE IPCA (YoY) Abr-12 (Brasil)	Peticiones iniciales de desempleo (EEUU) Presupuesto mensual/Abr-12 (EEUU) Producción industrial (YoY) Mar-12 (RU) Banco de Inglaterra anuncia la tasa	Confianza Univ. Michigan May-12 (EEUU) Precios al productor (YoY) Abr-12 (EEUU) Producción IPI (nsa) (YoY) Abr-12 (RU)
7	8	9	10	11

**PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS**

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS				
	2009	2010	2011	2012 <sup>1/</sup>
<b>Sector Real (Var. % real)</b>				
Producto Bruto Interno	0.9	8.8	6.9	5.5
VAB Sectores Primarios	1.0	0.9	4.4	3.7
VAB Sectores No Primarios	0.8	10.4	7.4	6.0
<b>Demanda Interna</b>				
Consumo privado	-2.9	12.8	7.2	6.0
Consumo privado	2.4	6.0	6.4	5.4
Inversión Privada <sup>2/</sup>	-15.2	22.1	11.7	8.0
PBI (US\$ miles de millones)	127.2	153.9	176.7	198.1
PBI per cápita (US\$)	4,310	5,224	5,931	6,573
<b>Como % del PBI</b>				
Inversión Bruta Fija	23.0	25.1	24.4	25.8
Privada <sup>2/</sup>	17.7	19.2	19.9	20.5
Pública	5.3	6.0	4.5	5.3
Exportaciones	24.0	25.7	25.6	25.6
Importaciones	20.4	22.8	25.1	25.1
<b>Precios y tipo de cambio</b>				
Inflación anual (%)	0.3	2.1	4.7	3.0
TC promedio (S/. por US\$)	3.01	2.83	2.75	2.66
TC Fin de período (S/. por US\$)	2.89	2.81	2.70	2.63
<b>Sector Externo (US\$ millones)</b>				
Balanza en cuenta corriente	386	-2,315	-2,267	-3,794
(% del PBI)	0.2	- 1.5	- 1.3	- 1.9
Balanza Comercial	5,874	6,750	9,302	7,823
Exportaciones de bienes	26,885	35,565	46,268	47,663
Importaciones de bienes	21,011	28,815	36,967	39,840
Reservas Internacionales Netas	33,136	44,105	48,816	50,692
Flujo de RIN del BCRP	1,940	10,970	4,711	2,418
<b>Sector Fiscal (% del PBI)</b>				
Resultado Económico del SPNF	-1.9	-0.5	1.8	1.2

<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.



## Banca Corporativa y Comercial

Stephen Bagnarol *Vicepresidente Senior Wholesale Banking* 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
Carlos Asmat de la Cruz	<i>Sectores No Primarios</i>	211-6000 ax. 16853
James Paul Donayre	<i>Asistente</i>	211-6000 ax. 16851

## Tesorería

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

## Trading

<b>Fernando Suito</b>	<b>Gerente</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>	
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 Senior</i>	202-2750