

Reporte Semanal

Departamento de Estudios Económicos

DEL 10 AL 14 DE SETIEMBRE DEL 2012
Año 13 – Número 35

ENFOQUES DE LA SEMANA

ECONOMIA

- BCE anuncia compra de bonos gubernamentales sujeto a condiciones
 - El manejo monetario y cambiario del BCR
 - Continúa firme expansión de tiendas por departamento
 - Producción de cobre alcanzará nuevos máximos
-

RENTA FIJA

- Las emisiones corporativas se desaceleraron en agosto
-

RENTA VARIABLE

- El IGBVL subió en línea con los mercados externos
-



BCE anuncia compra de bonos gubernamentales sujeto a condiciones

Daniela Estrella
Daniela.estrella@scotiabank.com.pe

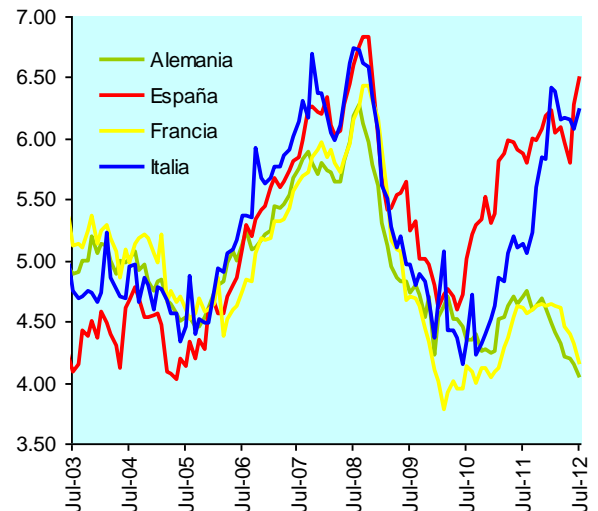
El jueves pasado, en su reunión de política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener la tasa de interés de referencia en 0.75% por segundo mes consecutivo, luego de reducirla a su nivel mínimo histórico durante su reunión de julio. La decisión, contraria a lo que muchos analistas esperaban, estaría explicada en la oposición de los directores del comité del BCE a pagar una tasa de interés negativa para los depósitos. El corredor de tasas de interés se encuentra entre 0.00% (tasa de depósitos) y 1.50% (tasa de préstamos) desde que se recortó la tasa de interés en julio. Por ello, recortar la tasa de referencia en 25 pbs. y continuar con el mismo *spread* habría significado entrar a una zona desconocida con tasas de interés negativas para los depósitos conociendo de antemano que el mecanismo de transmisión de la política monetaria no está funcionando adecuadamente, lo que limita el impacto positivo de esta medida sobre la demanda por crédito (ver gráfico). Sin embargo, no se descarta un nuevo recorte de tasa durante los siguientes meses ante la existencia de riesgos a la baja para el crecimiento económico de la zona euro. La opción de recortar la tasa sí fue debatida durante esta reunión pero se llegó a la conclusión de que no era el momento apropiado.

Es justamente lo relacionado a mejorar el mecanismo de transmisión lo que está detrás de la decisión del ECB de implementar un nuevo programa de compra de bonos gubernamentales en el mercado secundario, denominado *Outright Monetary Transactions* (OMT), como reemplazo del programa anterior (*Securities Market Programme*, SMP). Este último fue implementado durante la crisis griega en mayo del 2010 y ha estado en stand by desde marzo del presente año. El nuevo programa (OMT), según el presidente del BCE, Mario Draghi, les permitirá hacer frente a graves distorsiones en los mercados de deuda gubernamental que se originan, en particular, en temores infundados por parte de los inversionistas relacionados a la reversibilidad del euro. Aclaró además, que el BCE con esta decisión, actúa estrictamente bajo su mandato de preservar la estabilidad de precios en el mediano plazo, al mencionar que el artículo 123 del tratado de la Unión Europea (UE) dice explícitamente que las compras en el mercado primario sí violan el tratado, más no las realizadas en el mercado secundario.

En cuanto a los detalles del nuevo programa OMT, el marco bajo el cual funcionará considera los siguientes aspectos:

- **Condicionabilidad:** Es necesario para que este programa entre en funcionamiento que los países tengan un programa de ajuste macroeconómico -cómo el que gozan actualmente Grecia, Portugal e Irlanda- o uno preventivo -cómo el que podría solicitar España- con el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF, por sus siglas en inglés) y/o Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM, por sus siglas en inglés).

PRÉSTAMOS DE HASTA €1 MILLÓN (tasa promedio de préstamos entre 1-5 años)



Fuente: ECB. Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Al participar de uno de estos programas el EFSF/ESM podrá comprar deuda gubernamental en el mercado primario haciendo más potente el impacto sobre los rendimientos de la deuda pública. Así, las compras del BCE se llevarán a cabo en la medida en que éstas se justifiquen desde una perspectiva de política monetaria y mientras las condiciones sean completamente respetadas. El OMT será terminado cuando los objetivos sean alcanzados o cuando se incumpla con las condiciones del programa del EFSF/ESM. El riesgo en cuanto a este punto radica en el deseo del país, por ejemplo España, de aceptar nuevas condiciones estrictas que minen sobre su crecimiento económico. Sin embargo, es poco probable que, dado que España ya solicitó ayuda financiera al EFSF para recapitalizar a la banca, la cual fue aprobada bajo un programa que contiene condiciones macroeconómicas y financieras estrictas, las nuevas medidas ahuyenten al país a solicitar un programa de ayuda preventivo con el objetivo de reducir su costo de financiamiento. Por tanto, quizás más importante que lo anterior es la incertidumbre que se generará en torno al incumplimiento de metas de déficit fiscal de parte de los países. Como se sabe, esto es algo que ha venido ocurriendo con Grecia (razón por la que tuvo que solicitar un segundo rescate) y, que podría ocurrir con España este año, por lo que la participación del BCE en la compra de deuda de los gobiernos dependerá, en última instancia, de la responsabilidad de los gobiernos por alcanzar sus metas fiscales. De hecho, el concepto de condicionalidad que ha insertado el BCE al nuevo programa -a diferencia del SMP- busca eliminar por completo la percepción de parte de los miembros del comité que al brindarles una calma temporal en cuanto a sus costos de financiamiento se está evitando que los encargados de solucionar la crisis de deuda (gobiernos) implementen las medidas necesarias.

- **Cobertura:** Las compras de deuda en el mercado secundario se concentrarán específicamente en el tramo corto de la curva de rendimientos, en particular, en instrumentos con una madurez entre uno y tres años. No se establece ningún límite en el tamaño del OMT.

Muchos argumentan que esto traería consigo el problema de riesgo moral al incentivar a los países a emitir en el tramo corto de la curva, sin embargo, cómo lo mencionó Draghi en su conferencia de prensa, uno esperaría que los países decidan mantener su estructura de emisiones la cual está balanceada a la largo de la curva. Además, aclaró que si bien es un riesgo, el BCE vigilará de cerca esta situación.

- **Tratamiento del acreedor:** Las compras realizadas bajo el OMT tendrán el mismo tratamiento que el resto de inversionistas o acreedores (*pari passu*). Esto quita una fuente de incertidumbre importante para el inversionista si la deuda del país del cual es acreedor entra en un proceso de reestructuración. En ese caso, el BCE también formaría parte de ese proceso, a diferencia de lo ocurrido durante la reestructuración de la deuda griega. Si bien esto ya no genera un desincentivo para el inversionista privado al momento de adquirir deuda gubernamental, sí puede afectar la credibilidad del ente emisor, algo que el comité de política monetaria estaría tratando de evitar a toda costa.

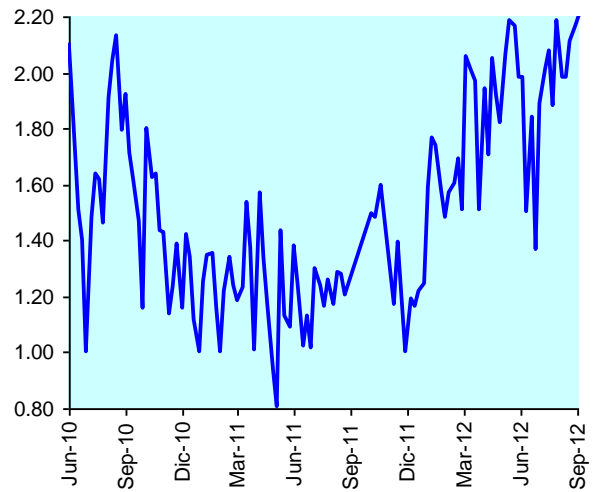
- **Esterilización:** Al igual que con el programa SMP, las compras serán completamente esterilizadas con subastas de depósitos. Al esterilizar las compras no se generaría un incremento en la oferta monetaria, lo cual buscaría reducir las críticas en torno a que se está aplicando una política inminentemente inflacionaria al financiar los déficits con emisión monetaria. De hecho, este punto es una gran diferencia con la expansión cuantitativa de la FED. Además, esto buscaría evitar mayores conflictos con el Bundesbank, Banco Central Alemán, el cual se opuso abiertamente a la creación del OMT, y mantener su credibilidad en torno a su mandato principal: estabilidad de precios en el mediano plazo. Por otro lado, las dudas en torno a la capacidad del ECB de esterilizar por completo las compras parecen infundadas al haber podido esterilizar las compras del SMP durante los últimos dos años sin problemas (ver gráfico).

- **Transparencia:** Habrá con el OMT más información disponible que con el SMP. El mercado podrá conocer la duración y país del instrumento adquirido cada mes, mientras que el monto total de compras será conocido semanalmente (de la misma forma que con el SMP).

La decisión de anunciar el nuevo programa de compra de bonos generó una reacción sumamente positiva en los mercados de deuda de países con problemas como España e Italia, no sólo en el tramo corto de la curva sino en toda la curva de rendimientos. Las tasas de los bonos españoles e italianos a 10 años cayeron 78 pbs y 46 pbs. a 5.63% y 5.06%, respectivamente.

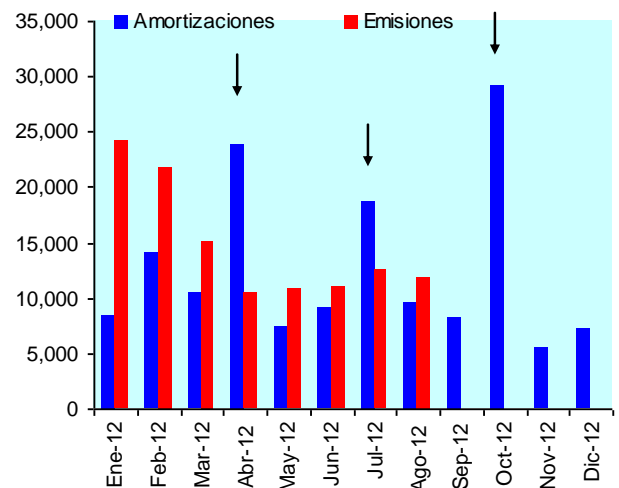
Así, con los detalles del nuevo programa de compras disponibles, aún falta evaluar la efectividad del mismo al momento de implementarlo. De hecho, el ESM (US\$500 mil millones) aún no entra en vigencia por lo que el poder de los fondos europeos está limitado a la disponibilidad restante del EFSF (US\$150 mil millones). Se espera que la decisión de la Corte Alemana sea positiva el día miércoles en cuanto a la constitucionalidad de la participación de Alemania en ese fondo. Sin embargo, existe el riesgo de que la corte decida poner restricciones a la ayuda alemana y la capacidad del ESM se vea reducida.

ESTERILIZACIÓN: RATIO BID TO COVER DE LAS SUBASTAS DE DEPÓSITOS A 7 DÍAS



Fuente: ECB Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

ESPAÑA: FINANCIAMIENTO NETO DE DEUDA (millones de euros)



Fuente: BdE Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Por otro lado, durante la reunión de los Ministros de Finanzas de la Eurozona del fin de semana se podrían debatir las condiciones a las que estaría sujeta España si decidiese acogerse a un programa preventivo con el objetivo de reducir su costo de financiamiento. Por tanto, la probabilidad de que España efectivamente acceda a este programa es alta durante el mes de setiembre como consecuencia principalmente de un pago de deuda importante en octubre (US\$29 mil millones, monto mensual más alto del año).

En conclusión, la decisión del BCE de intervenir en el mercado secundario de deuda es positiva en la medida en que permite que los países puedan seguir financiándose en el mercado mientras aplican las medidas de ajuste fiscal y reformas estructurales necesarias para hacer sostenible la deuda pública y garantizar un crecimiento económico sin desequilibrios en el mediano plazo. Aunque basándonos en lo visto anteriormente, aún está en duda que tan efectivo – en términos de magnitud y duración - será el impacto sobre las tasas.

El manejo monetario y cambiario del BCR

Mario Guerrero
 Mario.Guerrero@scotiabank.com.pe

En su reunión de directorio del 6 de setiembre, el BCR optó por mantener su tasa de interés de referencia sin cambios en 4.25%, por décimo sexto mes consecutivo.

El BCR se reafirmó en que su decisión se basa en:

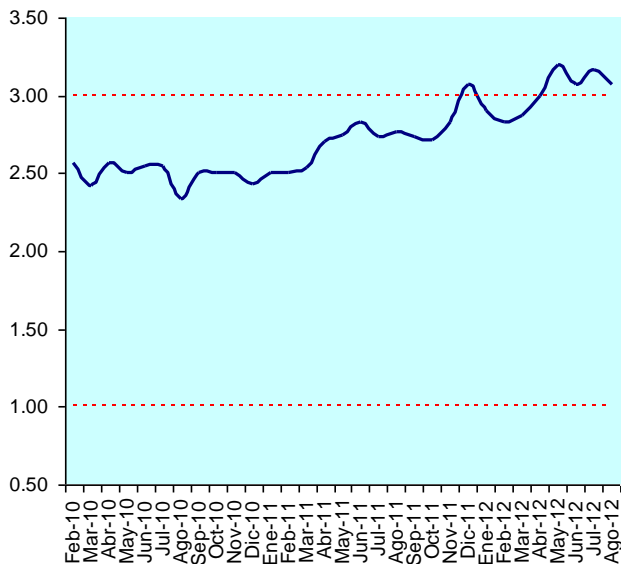
- o el desempeño de la economía en un ritmo cercano a su potencial (crecimiento cercano a 7% en julio de acuerdo a nuestros cálculos, luego de acumular un crecimiento de 6.1% en el 1S12)
- o el desvío de la inflación de corto plazo debido a factores temporales de oferta –en particular los alimentos perecibles incidieron en el IPC de agosto–.

También consideró factores externos desfavorables, como la incertidumbre en los mercados financieros, los menores términos de intercambio –afectados por el aumento de los precios del trigo y el maíz, y en menor medida de la soya– y perspectivas de un menor crecimiento mundial.

Si bien en términos agregados, los precios mundiales de los alimentos se mantuvieron estables en agosto según la FAO (+0.9% en lo que va del año), los precios de los cereales –que usan como insumos al maíz y el trigo– acumularon un aumento de 20% en lo que va del año. La persistencia al alza de estos precios podría ejercer presión sobre la inflación en un futuro próximo.

Por ahora las expectativas inflacionarias para el 2012 se ubican en 3.1% (agosto), ligeramente por encima del rango objetivo del BCR por cuarto mes consecutivo, y para el 2013 en 2.9%, cerca del límite superior del rango.

EXPECTATIVAS DE INFLACION 2012 (Promedio de encuesta, en %)

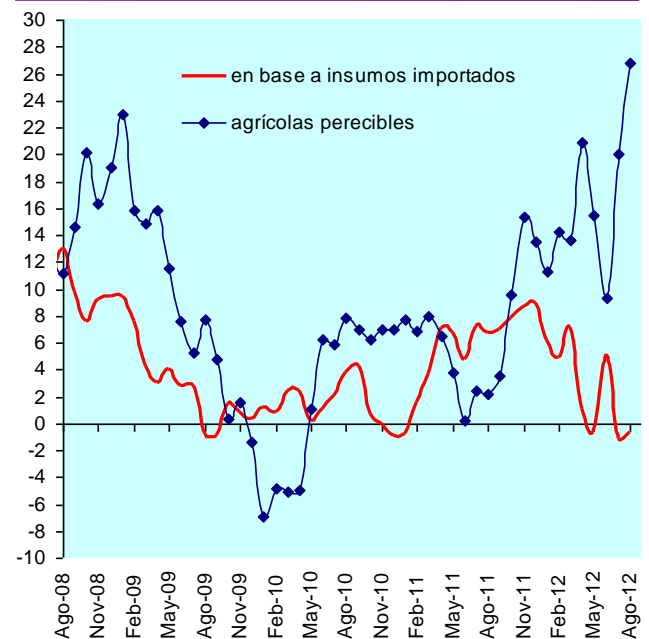


Fuente: Encuestas BCR, Estudios Económicos - Scotiabank

La inflación subyacente, relevante para las decisiones de política monetaria, acumuló hasta agosto 14 meses por encima del rango objetivo, estabilizándose en un ritmo anual de 3.6%, mientras que en el caso de la inflación sin alimentos y energía, indicador de las presiones inflacionarias por el lado de la demanda, se mantuvo en 2.4%, nivel consistente con una brecha producto cercana a cero.

El BCR reafirmó que “se encuentra atento a la proyección de inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria”. Consideramos que la trayectoria de la inflación se encuentra enrumbada hacia el límite superior del rango objetivo, abriendo espacio para futuros estímulos monetarios. A corto plazo, con una economía creciendo cerca del nivel potencial, tales estímulos no parecen ser urgentes, por lo que el sesgo es neutral.

INFLACION DE ALIMENTOS (Var. % 12 meses)



Fuente: INEI, EE-Scotiabank

Manejo monetario y cambiario del BCR

La abundante liquidez existente en los mercados financieros y la elevada exposición a los movimientos de capital han impulsado a un mayor número de bancos centrales de economías emergentes, entre ellas las de América Latina, a utilizar las intervenciones cambiarias como mecanismo para contener las presiones de apreciación de sus monedas. No hacerlo podría implicar introducir graves distorsiones, sobretodo en economías con alto grado de dolarización, hallando en la intervención cambiaria una respuesta a los desequilibrios en un mundo con alta interconexión financiera.

Las formas de intervención son distintas. La más usual ha sido las compras de dólares directamente en el mercado. En algunos casos se ha recurrido a encarecer el ingreso de flujos de capitales de corto plazo, apoyándose en medidas tributarias o implementando mecanismos más cercanos a los controles cambiarios.

La forma en que los bancos centrales han comprado dólares también ha sido distinta. En algunos casos, como Chile, México y Colombia las intervenciones se basan en reglas, y son previamente anunciadas. En otros casos, como Brasil, Perú y Uruguay las intervenciones han sido discretionales, en términos de tiempos y magnitud.

El mercado más usado para la intervención es el *spot* (contado), en parte por ser el segmento más líquido. No obstante, algunos bancos centrales han actuado también sobre el mercado de derivados cambiarios, como en Brasil (*swaps*), México y Colombia (*opciones*).

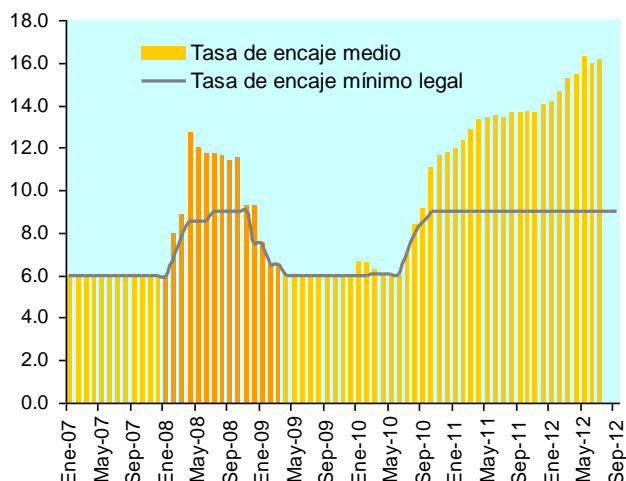
En el caso del Perú, el BCR también ha aumentado el ritmo de intervención cambiaria, comprando cerca de USD 9,600 millones en lo que va del 2012, nivel sólo cercano al récord de USD 10,307 millones de compras netas registradas en el 2007. Al igual que en aquel entonces, el BCR ha tomado medidas adicionales para encarecer el ingreso de capitales elevando hasta en dos oportunidades (mayo y setiembre) los requerimientos de encaje en soles y dólares.

La intervención cambiaria en el Perú ha tenido un rol estabilizador y preventivo en la actual coyuntura de crisis internacional. Como mecanismo estabilizador ha reducido la volatilidad del tipo de cambio sin alterar la tendencia de fondo: el tipo de cambio ha alcanzado su nivel más bajo en 15 años, registrando una apreciación de 3.3% en lo que va del presente año, manteniéndose como una de las monedas más estables de la región.

Por el lado preventivo, las compras de dólares han permitido fortalecer nuestra posición de reservas internacionales (hasta casi USD 60,000 millones, equivalentes a un tercio del PBI), liquidez internacional necesaria para hacer frente a escenarios de turbulencia.

Las compras de dólares por parte del BCR han implicado en lo que va del año, la inyección de más de S/.19,000 millones, equivalentes al 70% de todo el circulante existente al cierre del 2011. Tantos soles en la economía podrían provocar distorsiones en las tasas de interés y en la inflación, por lo que se ha procedido a esterilizar (retirar) la mayor parte de esta inyección.

TASA DE ENCAJE EN SOLES (En %)

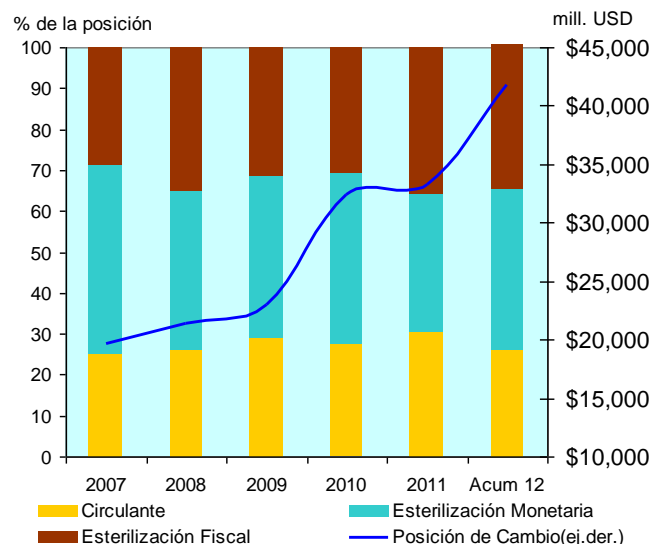


Fuente: BCR, Estudios Economicos - Scotiabank

El 65% de la inyección de soles derivada de las operaciones cambiarias del BCR se ha retirado vía operaciones de esterilización monetaria. En el pasado el mecanismo más usado para retirar soles de la economía era la colocación de certificados de depósito. Sin embargo eso no está sucediendo en el 2012. La principal herramienta de esterilización son los mayores fondos de encaje en soles, derivados del aumento de los depósitos en los bancos (20.8% en los últimos 12 meses culminados en julio) y de la elevación de los requerimientos de encaje (mayo y setiembre). La colocación de certificados de depósitos sólo contribuyó esta vez con el 30% de la esterilización.

Otra de las formas de retirar soles de la economía son los depósitos del Sector Público en el BCR, los cuales han

POSICION DE CAMBIO Y FORMAS DE ESTERILIZACION



Fuente: BCR, EE-Scotiabank

aumentado 30% en lo que va del 2012, reflejo del superávit fiscal equivalente a 7% del PBI registrado durante el 1S12, apoyando de manera importante al manejo monetario y cambiario del BCR.

Como resultado de las operaciones de esterilización monetaria y fiscal, el circulante (billetes y monedas en poder del público) aumentó 4.4% en lo que va del 2012 y 14% durante los últimos 12 meses, ritmo consistente con el crecimiento de la economía y del crédito.

Como se observa en el gráfico superior, la principal forma de retirar los soles inyectados por la intervención cambiaria ha sido la esterilización monetaria (40% del total), y dentro de ella el aumento de los fondos de encaje. De continuar las presiones apreciatorias sobre el sol, nuevos ajustes a los requerimientos de encaje son posibles. El ahorro público ha sido un complemento importante en la tarea de esterilización (38% del total), al menos durante el 1S12. Este apoyo sería menor en adelante, debido a que estacionalmente la mayor parte del gasto público se realiza durante la segunda mitad del año. A la fecha, el circulante representa el 26% de la posición de cambio del BCR, manteniéndose la proporción promedio de los últimos cinco años.

Continúa firme expansión de tiendas por departamento

Carlos Asmat: carlos.asmat@scotiabank.com.pe

El mercado peruano de tiendas por departamento está conformado por tres competidores principales: Saga Falabella –perteneciente al Grupo Falabella de Chile-, Ripley -propiedad de la chilena Ripley Corp.- y Oechsle -perteneciente a Tiendas Peruanas, subsidiaria del local Grupo Interbank-.

Las cadenas de tiendas por departamento inicialmente enfocaron su oferta en los estratos de mayores ingresos de la población (A y B). Sin embargo, en los últimos años han aumentado su presencia en los conos de Lima y en provincias, buscando captar además la demanda de los sectores emergentes (C+).

A diciembre del 2011, el número total de locales en operación de las tres principales cadenas ascendió a 39, con una superficie de ventas de 278,029 metros cuadrados (m2). Del total de tiendas, 23 se ubican en Lima y 16 en provincias: Arequipa (4), Trujillo (3), Piura (3), Chiclayo (2), Ica (2), Cajamarca y Huancayo (ver gráfico).

Durante el 2011 las ventas de las tiendas por departamentos ascendieron a S/. 4,033 millones (US\$1,466 millones), representando un crecimiento de 20% en soles (24% en dólares) respecto al 2010, según cifras del Ministerio de la Producción (Produce), tomando en cuenta a los tres principales operadores (Saga, Ripley y Oechsle) y otras tiendas menores.

La evolución positiva de las ventas de las tiendas por departamento durante el 2011 estuvo sustentada en: i) un mejor desempeño de las tiendas ya existentes, ii) por el incremento del consumo privado - 6.3% en el 2011- iii) por la expansión del crédito de consumo - 20% durante el 2011-; y iv) el incremento de la capacidad adquisitiva de la

población, que permite acceder a un mayor número de productos del canal minorista moderno.

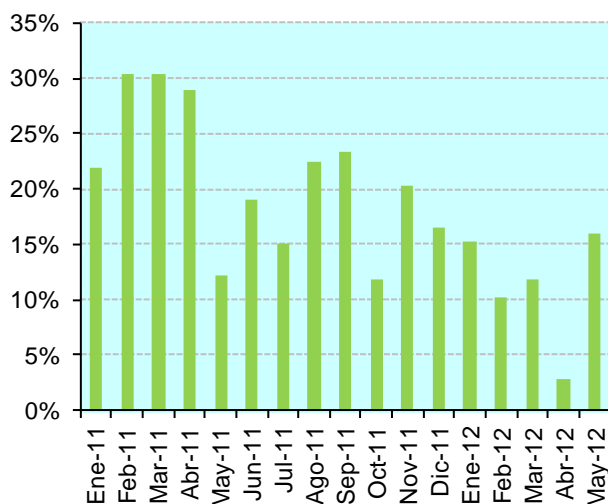
De otro lado, el negocio de tiendas por departamento -al igual que el comercio minorista en general- muestra una marcada estacionalidad, concentrándose las ventas en cuatro temporadas durante el año: la campaña escolar (marzo), el Día de la Madre (mayo), Fiestas Patrias (julio) y Navidad (diciembre).

Cabe anotar que las tiendas por departamento se ubican predominantemente en centros comerciales, con lo cual pueden aprovechar sinergias positivas (flujo de público, seguridad, estacionamientos, etc.).

Asimismo, es importante resaltar que la mayoría de los ingresos por ventas (el 56% del total en el caso de Saga Falabella) proviene de los artículos de moda -incluido niños-, vale decir prendas de vestir, calzado, accesorios y perfumería. Por su parte, las ventas de electrodomésticos ocupan el segundo lugar (32% del total) mientras que las ventas de productos de decoración para el hogar (decohogar) ocupan el tercer lugar (12% del total), según la clasificadora Equilibrium. Es importante resaltar que la categoría de moda es la más vendida debido a que tienen más metros cuadrados asignados, aunque el mayor ticket promedio corresponde a la categoría de electrodomésticos. Asimismo, la categoría de decohogar ha venido ganando participación en las ventas en los últimos años.

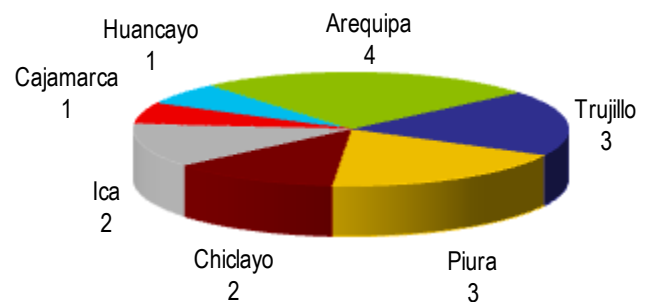
Finalmente, el negocio del comercio minorista moderno (retail) está estrechamente vinculado con el crédito de consumo, pues la mayor parte de las ventas en las tiendas por departamento se realiza con tarjetas de crédito de empresas vinculadas (61% del total en el caso de Saga y 50% en el caso de Oechsle). Así, Saga Falabella tiene como brazo financiero el Banco Falabella, Ripley cuenta con el Banco Ripley, y Oechsle cuenta con Financiera Uno -el brazo financiero del negocio de retail del Grupo Interbank-.

VENTAS EN TIENDAS POR DEPARTAMENTO (Variación porcentual anual)



Fuente: PRODUCE Elab. Estudios Económicos Scotiabank

TIENDAS POR DEPARTAMENTO EN PROVINCIAS (En unidades)



Fuente: Empresas Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

Perspectivas

Durante el 2012 las ventas de las tiendas por departamentos bordearían los S/.4,700 millones (US\$1,770 millones), mostrando un aumento de 16% en soles (21% en dólares) respecto al 2011, según nuestros estimados.

Este comportamiento estaría sustentado en las perspectivas positivas del consumo privado -crecería 6% en el 2012-, en la mayor penetración de los créditos de consumo -aumentarían 22% en el 2012-, en la maduración de las nuevas tiendas existentes y especialmente en el aumento de la penetración de las tiendas a inaugurarse durante el presente año. Respecto a esto último, estimamos que se inauguren alrededor de 9 nuevas tiendas en el 2012, número que se encuentra por encima del promedio registrado en los últimos años.

Cabe destacar que esta proyección de ventas toma en cuenta el menor ritmo de ventas reportado en el segundo trimestre del año, producto de un retraso en el inicio de la temporada otoño-invierno debido a factores climáticos anómalos. Sin embargo, las ventas se recuperarían en lo que resta del 2012, especialmente en el último trimestre.

Saga Falabella tiene entre sus planes duplicar su número de locales para el año 2015, y para ello planea inaugurar seis nuevas tiendas entre el 2012 y 2013. Lo anterior incluye la ampliación de su tienda en el Jockey Plaza y la apertura de 2 nuevas tiendas en el 2012, las cuales ya fueron inauguradas: la primera en el Megaplaza de Chimbote (marzo), y la segunda en el Mall Aventura Plaza de Santa Anita-Lima (agosto). Así, la firma espera para el año 2013 contar con cuatro locales más, dos en Lima y dos en provincias; ubicándose en Lima en los distritos de Independencia (en Plaza Norte) y en Jesús María (Real Plaza Salaverry), y en provincias en los departamentos de Ica (en el Quinde Shopping Plaza) y Huánuco (en el Centro Comercial Paso Huánuco).

Ripley tiene previsto implementar 13 nuevas tiendas en el periodo 2012-2014, con una inversión que superaría los US\$80 millones. Para ello, la empresa inauguraría cinco nuevas tiendas en el 2012, dos de las cuales ya fueron abiertas, la primera en el Megaplaza de Chimbote (marzo) y la segunda en la segunda en el Mall Aventura Plaza de Santa Anita-Lima (agosto). De las tres tiendas restantes, dos se ubicarán en Lima, una en Lima Cercado (Jirón de La Unión), otra en el distrito de San Borja (en el San Borja Plaza), y una en provincia, en la ciudad de Huancayo (en la ampliación del Real Plaza Huancayo). Así la firma, sumaría dos tiendas más en el año 2013, asegurando una tienda en Lima en el distrito de Jesús María (Real Plaza Salaverry) y otra en Piura (Real Plaza Piura).

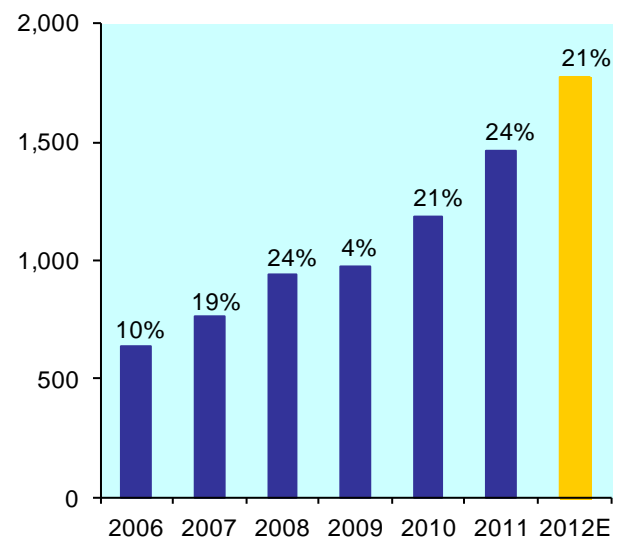
Tiendas Peruanas cuenta con ocho proyectos para abrir tiendas bajo la marca Oechsle en los próximos años. Uno de ellos ya fue inaugurado en Lima durante marzo del 2012, en el Plaza Norte (Independencia). Asimismo, durante este año la empresa abrirá tres tiendas más, dos en Lima y una en provincia. En Lima, tiene planeado contar con locales en los distritos de Breña (en el Brasil Plaza) y San Borja (en el San Borja Plaza). En provincias, tiene planeado instalar una nueva tienda en la región Puno, en el Real Plaza de Juliaca. Ya para el 2013, la empresa

contaría con cuatro tiendas más, dos Lima y dos en provincias. En Lima estaría presente en los distritos de Surco (en el Jockey Plaza) y Chorrillos (en el Real Plaza Guardia Civil), y en provincias estaría presente en las localidades de Piura (en la ampliación del Real Plaza Piura) y Huánuco (en el futuro Real Plaza Huánuco).

En lo que se refiere al ingreso de nuevos operadores, se anuncia que la cadena chilena Almacenes Paris - perteneciente a Cencosud- iniciaría operaciones en el primer trimestre del 2013, con un primer local en Lima, en el Centro Comercial Plaza Norte (Independencia). Además la firma tendría entre sus planes implementar una nueva tienda en Lima, en el distrito de San Miguel (C.C. Plaza San Miguel) a inicios del año 2014. Finalmente, Paris tendría ubicaciones tentativas en los futuros centros comerciales de Cencosud, y en algunos locales comerciales de Parque Arauco. Por último, la española Zara (del Grupo Inditex) inició operaciones en enero del 2012, con su primera tienda en la segunda etapa del Boulevard Jockey Plaza. Así, la tienda empezaría su plan de expansión en el 2013 con una nueva tienda en Lima, en el futuro Real Plaza Salaverry (Jesús María).

Finalmente, si bien las principales cadenas vienen aumentando la penetración del formato de tiendas por departamento en los niveles socioeconómicos "B" y "C" así como en provincias, vienen enfrentando cada vez más la competencia de boutiques especializadas, dirigidas principalmente al sector "A". Así, el boulevard del Jockey Plaza -que agrupa marcas de lujo- así como los emergentes cluster de moda en San Isidro (Conquistadores y Dasso) le disputarán participación en el presupuesto de moda de los consumidores de mayores ingresos. A ello se suma que las tiendas boutique aprovecharían la penetración de los centros comerciales y stripcenters a nivel nacional para ampliar su oferta.

VENTAS EN TIENDAS POR DEPARTAMENTO (Millones de dólares y var. porcentual)



Fuente: PRODUCE

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Producción de cobre alcanzará nuevos máximos

Erika Manchego
erika.manchego@scotiabank.com.pe

Durante el primer semestre del 2012, la producción de cobre se ha incrementado en 3.7% respecto al mismo periodo del 2011. Este incremento se debe a la mayor producción de Cía Minera Antamina (+37.2%) y de Southern Peru (+12%) que compensaron la menor producción de Soc. Minera Cerro Verde (-16%).

El 77% de la producción nacional de cobre está concentrada en estas tres empresas: Cía Minera Antamina (28%), Soc. Minera Cerro Verde (25%) y Southern Peru (24%).

Los incrementos de Cía Minera Antamina y Southern Peru están asociados a ampliaciones en sus unidades mineras. La expansión de Antamina empezó a producir en marzo del 2012, incrementando la capacidad de la planta de 94 mil a 130 mil toneladas por día. En el 2012, la producción de Antamina se incrementaría en 35% a 465 mil TM, mientras que en el 2013 alcanzaría la capacidad total produciendo 520 mil TM, aproximadamente. La mayor producción de Southern es consecuencia de los beneficios iniciales del proyecto de ley de corte variable en Cuajone que estaría en plena capacidad en el tercer trimestre del 2013 y aportaría 22 mil TM anuales. Southern también tiene el proyecto de ampliación de Toquepala que aportaría 100 mil TM al año. Si bien, la empresa ha estado realizando inversiones en el proyecto, éstas han estado relacionadas con trabajos de ingeniería, compra de equipos y el desbroce del terreno. El inicio de los trabajos de ampliación empezará cuando se apruebe el Estudio de Impacto Ambiental (EIA), que actualmente está siendo evaluado por el MINEM.

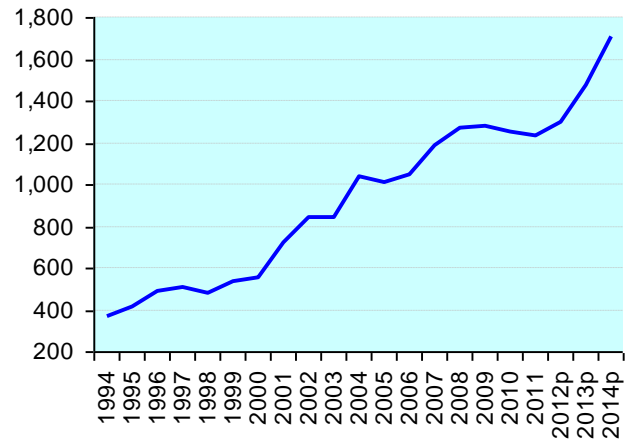
La menor producción de Cerro Verde se debe a la menor ley del mineral extraído. Sin embargo, la empresa tiene previsto incrementar significativamente su producción a partir del 2016 cuando complete su proyecto de ampliación que adicionaría 270 mil TM anuales. Actualmente el MINEM se encuentra evaluando el EIA del proyecto.

Por otro lado, la producción de Xstrata Tintaya – la cuarta mayor productora del Perú - cayó 52% durante el primer semestre del 2012 como consecuencia del proceso de agotamiento de la mina. Para compensar esta menor producción, la empresa tiene previsto iniciar operaciones en el proyecto Antapaccay en octubre del 2012. Este proyecto produciría 160 mil TM al año.

Además, Xstrata tiene el proyecto Las Bambas en Apurímac – actualmente en construcción - que aportaría 324,000 TM anuales a la producción. El inicio de operaciones está previsto para el cuarto trimestre del 2014.

Otro proyecto que también se encuentra en construcción es Toromocho de Minera Chinalco en Junín. Toromocho iniciaría operaciones en el cuarto trimestre del 2013 con una producción de 275 mil TM anuales.

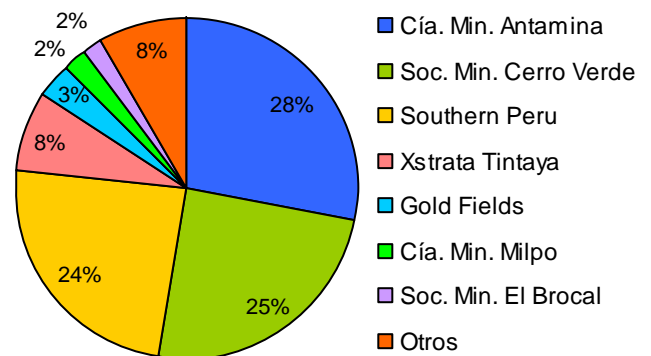
PRODUCCION TOTAL DE COBRE (Miles de TM)



p/. Proyectado EE.EE. - Scotiabank

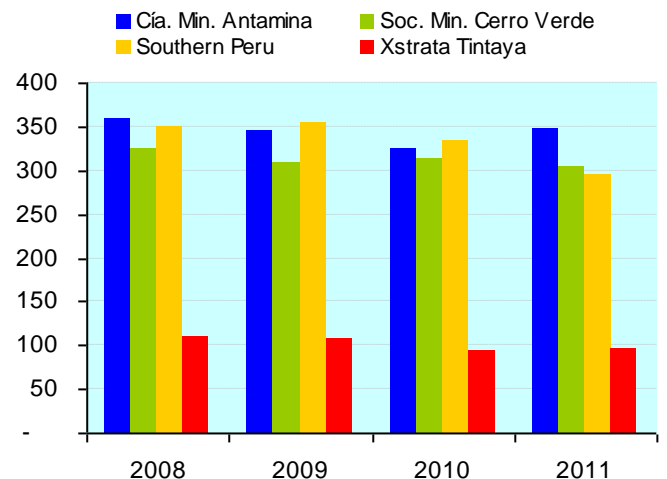
Fuente: MINEM Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

PRODUCCION DE COBRE POR EMPRESA (Participación %)



Fuente: MINEM Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

PRODUCCION DE COBRE POR EMPRESA (Miles de TM)



Fuente: MINEM Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

En el largo plazo, existen importantes proyectos que aportarían cerca de 1 millón de TM adicionales, destacando Marcobre (Mina Justa), Quellaveco, Constanza, Galeno, Quechua, Cañariaco y Los Chancas.

Los proyectos Tía María (+120 mil TM por año) de Southern Peru y Minas Conga (+54 mil TM por año) de Minera Yanacocha han sido retrasados por conflictos sociales en las regiones de Arequipa y Cajamarca, respectivamente. Actualmente, Southern se encuentra preparando un nuevo EIA para el proyecto Tía María que sería presentado durante el cuarto trimestre del 2012 con miras a que el proyecto esté operativo en el 2015. Por otro lado, Newmont – principal accionista de Minera Yanacocha – ha anunciado que en adelante la inversión en su proyecto Minas Conga estará enfocada en la construcción de reservorios, ingeniería y compra de equipos; mientras que la construcción de la mina empezaría en 2014 si es que las condiciones son las adecuadas. De cumplirse estos plazos, el proyecto estaría operativo en 2017.

Conclusión

La mayor producción de cobre proveniente de ampliaciones de operaciones ya existentes y de nuevos proyectos mineros ya se está viendo reflejada en la producción del 2012. Por lo tanto, esperamos para este año un incremento de la producción de cobre cercano al 5%.

Para los años 2013 y 2014, estimamos incrementos de la producción superiores al 10%. La incorporación de más proyectos permitirá sostener el incremento de la producción, revirtiendo la caída de los últimos años y llevando a la producción a un nivel superior a su máximo del 2009 (1.28 millones de TM).

Las emisiones corporativas se desaceleraron en agosto

Estefany Castillo
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

Las emisiones corporativas ascendieron a US\$84 millones aproximadamente en agosto. Esta cifra fue menor que los volúmenes colocados en los meses previos (US\$ 156 y US\$172 millones en junio y julio, respectivamente). Esta desaceleración, sin embargo, no representaría necesariamente un cambio de tendencia. La economía peruana mantendría su dinamismo en lo que resta del año, por lo que las empresas continuarían demandando fondos para financiar sus proyectos de inversión. En este sentido, es posible que las emisiones primarias aumenten en los próximos meses siempre que el costo de fondeo en el mercado de capitales local sea competitivo en comparación con fuentes alternativas de financiamiento.

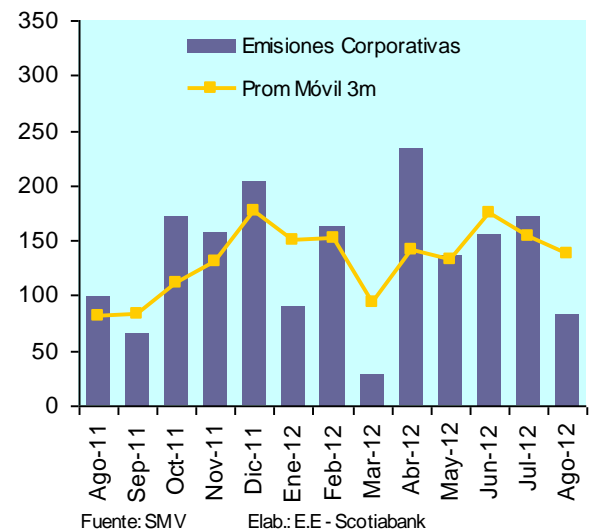
Las emisiones corporativas disminuyeron en agosto.

En este periodo, las empresas continuaron demandando fondeo tanto para capital de trabajo como para proyectos de inversión. Estas, sin embargo, habrían preferido financiarse a través del sistema bancario principalmente y, en menor medida, a través del mercado de capitales local. Esto habría ocurrido pese a que las condiciones de mercado se mantuvieron favorables para la emisión de deuda corporativa: el costo de financiamiento, por ejemplo, continuó en niveles considerablemente bajos en agosto. Es posible, sin embargo, que las empresas hayan preferido las colocaciones bancarias – en detrimento del mercado de capitales – debido a los siguientes factores:

- En algunos casos, es posible que la demanda de recursos no haya sido lo suficientemente grande como para justificar el costo de una emisión en el mercado de capitales.
- Algunas empresas habrían preferido evitar el riesgo de planificar una emisión y – por la volatilidad de los mercados externos – obtener una tasa de fondeo mayor a la inicialmente prevista (esto, en cambio, no ocurre cuando la empresa negocia tasas con los bancos)
- Es posible que los bancos (ya sea locales o extranjeros) hayan ofrecido tasas incluso más atractivas que las que se obtendrían en el mercado de capitales.

Las empresas peruanas continuaron emitiendo deuda en el exterior. En agosto, el BBVA Banco Continental emitió *Senior Notes* por un monto total de US\$500 millones – de los cuales US\$23 millones se colocaron en el mercado local – a una tasa de 5.0%. La demanda para esta emisión superó en más de trece veces a la oferta. De esta manera, el volumen de emisiones corporativas de empresas peruanas en el exterior continuó aumentando. En julio, por ejemplo, Coazucar también emitió *Senior Notes* a 10 años por US\$325 millones a una tasa de 6.38%. Esta emisión se colocó en su totalidad en el exterior y la demanda superó a la oferta en 13.5 veces. El

EMISIONES CORPORATIVAS (US\$ millones)



mayor número de empresas peruanas financiándose en el exterior refleja no sólo el mayor apetito – de parte de extranjeros – por deuda corporativa peruana sino que también el mayor tamaño relativo de las empresas locales.

En el mercado local, las principales características de las emisiones corporativas en agosto fueron las siguientes:

- **El 72% del total emitido estuvo denominado en soles.** Al igual que en meses anteriores, la mayoría de empresas prefirió emitir en soles. Esto sería consecuencia de dos factores principalmente. Primero, las empresas buscarían endeudarse en la misma divisa en la que obtienen sus ingresos. Así, éstas mantendrían un calce de monedas entre sus activos y pasivos. Segundo, los inversionistas institucionales han mostrado bastante apetito por las emisiones corporativas en soles. Los emisores, por tanto, habrían tomado ventaja de esta coyuntura para financiarse a tasas bastante atractivas. De otro lado, en agosto, sólo una empresa emitió en dólares: BBVA Banco Continental. Esta institución financiera emitió en moneda extranjera debido a que su colocación se realizó sobre todo en el exterior y, tan sólo una parte (US\$ 23 millones de un total de US\$ 500 millones) en el mercado local.
- **El 92% de las emisiones corporativas fueron de largo plazo.** En agosto, Saga Falabella, Telefónica Móviles, Edelnor y BBVA Banco Continental emitieron deuda de largo plazo (entre 7 y 10 años). Es probable que estas empresas se hayan endeudado para financiar proyectos de inversión, mejorar la estructura de sus pasivos y/o financiar sus operaciones. De otro lado, sólo dos empresas (Caja Municipal de Sullana y Tiendas Efe) colocaron deuda de corto plazo (hasta 360 días). Es probable que estos emisores hayan recurrido al mercado de capitales para financiar capital de trabajo principalmente.

Por el lado de la demanda de emisiones corporativas, los eventos más relevantes en el mes fueron los siguientes:

- **Las Compañías de Seguros y los Fondos del Gobierno se adjudicaron la mayor parte del total colocado en el mes¹.** Estos inversionistas participaron activamente de las emisiones de deuda en soles de largo plazo. Del mismo modo, tanto las AFPs como los Fondos Mutuos continuaron activos en el mercado primario de renta fija. Por un lado, las AFPs – por su estrategia de inversión – concentraron su apetito en las emisiones de larga duración. Por otro lado, los Fondos Mutuos, a diferencia del pasado, participaron no sólo de las emisiones de corto plazo sino que también en las de larga duración.

- **Los *spreads* por riesgo crediticio se mantuvieron en niveles bastante bajos.** Esto, sin duda, representó una ventaja para los emisores que se financiaron en el mercado de capitales. Saga Falabella, por ejemplo, emitió deuda (AA) en soles a 10 años y obtuvo un *spread* (135pbs aproximadamente) similar al que registró en una emisión de similares características realizada en mayo. Telefónica Móviles, por su parte, colocó bonos corporativos (AAA) en soles a 7 años y obtuvo un *spread* por riesgo crediticio de 116pbs. Esta misma empresa había emitido deuda de corto plazo en marzo y mayo aunque en esas oportunidades los *spreads* fueron mayores (140pbs aproximadamente).

Perspectivas

Es posible que el volumen de emisiones corporativas aumente en los próximos meses. Por un lado, las empresas continuarían demandando financiamiento dado el dinamismo de la economía peruana. En este sentido, es posible que los emisores que normalmente acuden al mercado de capitales – esto es, las empresas medianas y grandes que requieren levantar fondos por hasta US\$ 100 millones – tomen ventaja del costo relativamente bajo de financiamiento en el mercado de capitales local. Esto, sin embargo, dependerá en última instancia del costo de fondeo en el mercado de capitales local en comparación con fuentes alternativas de financiamiento. Por otro lado, los inversionistas locales concentrarían su demanda sobre todo en papeles en soles y a plazos medianos o largos. Los emisores, por tanto, podrían tomar ventaja de esta coyuntura y emitir deuda con estas características.

EMISIONES CORPORATIVAS EN AGOSTO

Emisor	US\$ MM	S/. MM	Años	Tasa	Fecha
Saga Falabella		40	10	5.41%	09-08-12
Telefónica Móviles		50	7	5.53%	09-08-12
Caja Mun. Sullana		16	360d.	5.78%	14-08-12
Tiendas Efe		3	180d.	5.34%	21-08-12
Edelnor		50	10	5.56%	22-08-12
Banco Continental	23.0		10	5.00%	23-08-12

Fuente: Emisores

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

¹ No considera la emisión del BBVA Banco Continental en el exterior.

El IGBVL subió en línea con los mercados externos

Estefany Castillo
 Estefany.castillo@scotiabank.com.pe

El IGBVL cerró la semana con una ganancia de 0.9%. Este desempeño positivo de la bolsa limeña fue consecuencia, principalmente, del alza generalizada de los mercados financieros internacionales. En este sentido, las bolsas estadounidenses, por ejemplo, registraron nuevos máximos en el año. Asimismo, a diferencia de anteriores oportunidades, los metales industriales y preciosos también acompañaron la tendencia alcista de los mercados bursátiles: las cotizaciones del cobre y oro, por ejemplo, registraron ganancias semanales de 4.63% y 2.58%, respectivamente.

Las expectativas en torno a políticas de estímulo económico generaron un repunte en los mercados financieros. En particular, tres eventos marcaron la pauta en la semana:

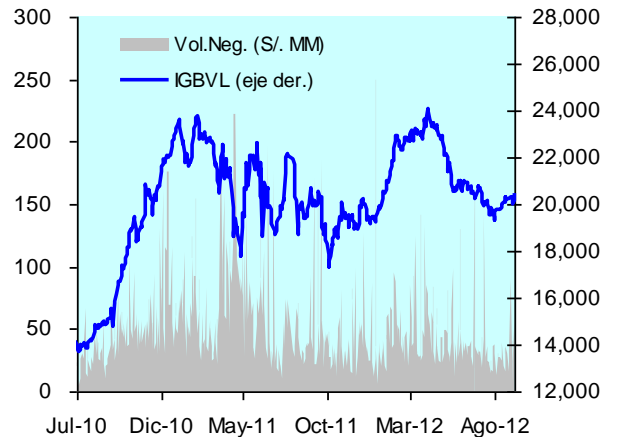
- **La reunión de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE).** Desde inicios de la semana, hubo gran expectativa en torno a lo que Mario Dragui – presidente del BCE – diría en su reunión de política monetaria. Así, el pasado jueves, Dragui anunció el programa – tan esperado por los mercados – de compra de bonos soberanos de los países de la Eurozona. Estas compras – según lo manifestado por Dragui – serían esterilizadas y, por tanto, no implicarían una inyección monetaria en la economía. Sin embargo, permitirían que países como España e Italia continúen financiándose en el mercado de capitales sin pagar tasas excesivamente altas. El anuncio de Dragui generó un fuerte repunte en los mercados financieros.

- **La publicación de data laboral en EEUU.** El pasado viernes, el mercado no reaccionó frente a la publicación de creación de empleos no agrícolas en agosto (91 mil) por debajo de lo esperado (130 mil). Este dato negativo de empleo reforzó, más bien, la expectativa de que la FED implemente un nuevo QE en el corto plazo. Producto de ello, las bolsas internacionales cerraron el día con leves ganancias.

- **El anuncio de medidas de estímulo fiscal en China.** Este país aprobó la construcción de 60 proyectos de infraestructura. Este anuncio fue visto, por los inversionistas, como medidas de estímulo fiscal para la economía y, por tanto, generó un repunte sobre todo en los precios de los metales industriales. Esto, naturalmente, favoreció al IGBVL.

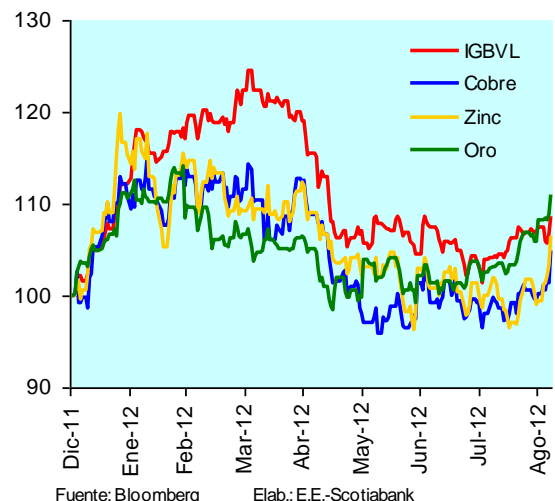
En los próximos días, el desempeño del IGBVL continuará correlacionado con la evolución de los mercados externos. En este sentido, los inversionistas mantendrán su atención, principalmente, en la próxima reunión de la FED (12 y 13 de setiembre). El mensaje de Ben Bernanke en torno a un nuevo QE será clave para los mercados. De otro lado, desde el punto de vista técnico, el IGBVL continúa sin definir una dirección clara. Si el índice superara los 20,500 puntos, éste podría subir hasta los 21,500 puntos inclusive. De lo contrario, el IGBVL continuaría fluctuando entre los 19,500-20,500 puntos.

IGBVL y MONTOS NEGOCIADOS EN RENTA VARIABLE

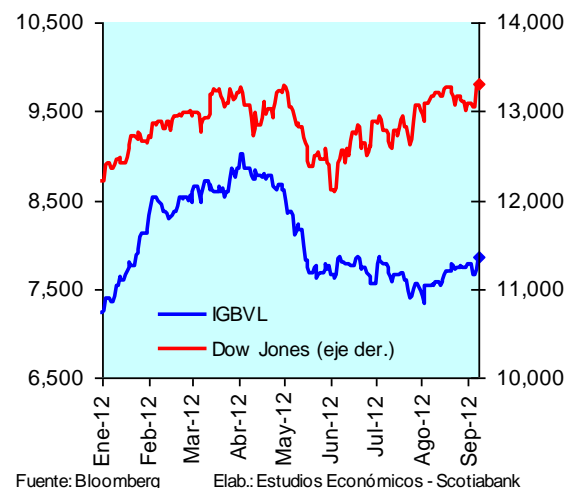


*No incluye montos diarios de negociación mayores a los S/. 250 MM
 Fuente: Economía, BVL. Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

IGBVL y METALES INDUSTRIALES (base 100 = 31-12-2011)



IGBVL y DOW JONES (en dólares nominales)



ANEXOS ESTADÍSTICOS

CALENDARIO ECONÓMICO MUNDIAL

SETIEMBRE 2012

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
	Confianza del Consumidor Ago (EEUU)	PBI 2T12 (EEUU) Consumo Personal 2T12 (EEUU) Libro Beige (EEUU) PBI 2T12 (PERU) Tasa SELIC (BRASIL)	Crecimiento Crédito Jul-12 (BRASIL) Tasa morosidad Jul-12 (BRASIL)	IPC Ago-12 (EEUU) IPC Ago-12 (EUROZONA) PBI 2T12 (BRASIL)
10	11	12	13	14
Bza. Cuenta Corriente 2T12 (EEUU) Balanza Comercial Jul-12 (EUROZONA) PBI Jul-12 (PERU)	Encuesta ZEW Sep-12 (EUROZONA)	Ventas de Viviendas Ago-12 (EEUU)	Tasa de Desempleo Ago-12 (BRASIL)	
17	18	19	20	21
PMI Manufacturero Sep (Eurozona)	Confianza del Consumidor Sep-12 (EEUU) Balanza Comercial Ago-12 (BRASIL)		PBI 2T12 (EEUU) Confianza Económica Sep-12 (EUROZONA)	Ingresos Personales Ago-12 (EEUU) Resultado Fiscal Ago-12 (BRASIL)
24	25	26	27	28

OCTUBRE 2012

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
ISM manufacturero Sep-12 (EEUU) IPC (YoY) Sep-12 (Perú)	Producción Industrial sa (YoY) Ago-12 (Brasil)	Solicitudes de hipoteca MBA Sep-12 (EEUU)	Peticiones iniciales de desempleo Sep-12 (EEUU) Ventas al por menor (YoY) Ago-12 (Eurozona) BoE anuncia tasas (RU)	Tasa de desempleo Sep-12 (EEUU) IBGE IPCA (YoY) Sep-12 (Brasil)
1	2	3	4	5

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS				
	2009	2010	2011	2012 ^{1/}
Sector Real (Var. % real)				
Producto Bruto Interno	0.9	8.8	6.9	6.3
VAB Sectores Primarios	1.0	0.9	4.4	2.3
VAB Sectores No Primarios	0.8	10.4	7.4	7.0
Demanda Interna	-2.9	12.8	7.2	7.0
Consumo privado	2.4	6.0	6.4	6.0
Inversión Privada ^{2/}	-15.2	22.1	11.7	8.8
PBI (US\$ miles de millones)	127.2	153.9	176.7	200.1
PBI per cápita (US\$)	4,310	5,224	5,931	6,642
Como % del PBI				
Inversión Bruta Fija	23.0	25.1	24.1	25.1
Privada ^{2/}	17.7	19.2	19.6	19.9
Pública	5.3	6.0	4.5	5.2
Exportaciones	24.0	25.7	28.7	25.6
Importaciones	20.4	22.8	24.8	25.2
Precios y tipo de cambio				
Inflación anual (%)	0.3	2.1	4.7	3.3
TC promedio (S/. por US\$)	3.01	2.83	2.75	2.65
TC Fin de periodo (S/. por US\$)	2.89	2.81	2.70	2.61
Sector Externo (US\$ millones)				
Balanza en cuenta corriente	386	-2,315	-2,267	-3,135
(% del PBI)	0.2	- 1.5	- 1.3	- 1.6
Balanza Comercial	5,874	6,750	9,302	8,824
Exportaciones de bienes	26,885	35,565	46,268	49,479
Importaciones de bienes	21,011	28,815	36,967	40,655
Reservas Internacionales Netas	33,136	44,105	48,816	57,087
Flujo de RIN del BCRP	1,940	10,970	4,711	8,270
Sector Fiscal (% del PBI)				
Resultado Económico del SPNF	-1.9	-0.5	1.8	1.1

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

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



Banca Corporativa y Comercial

Stephen Bagnarol *Vicepresidente Senior Wholesale Banking* 211-6810

Estudios Económicos

Guillermo Arbe Carbonel	Gerente	211-6052
Pablo Nano Cortez	<i>Jefe Economía Real /Análisis Sectorial /Regiones</i>	211-6000 ax. 16556
Mario Guerrero Corzo	<i>Jefe Economía Monetaria /Precios /S. Financiero</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 / Sectores Primarios</i>	211-6000 ax. 16558
Carlos Asmat De La Cruz	<i>Sectores No Primarios</i>	211-6000 ax. 16853

Tesorería

Luis Felipe Flores	Gerente	211-6250
Enrique Pizarro	<i>Head Trader Mesa de Dinero e Inversiones</i>	202-2720
Oscar Dasso	<i>Trader de Inversiones</i>	202-2720
Gladys Huamán	<i>Trader Mesa de Dinero e Inversiones</i>	202-2720
Juan Manuel Meneses	<i>Head Trader Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16400
Erika Seminario	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16400
Katherina Centeno	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16400
Zoila Pardo	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16400
Catalina Sarda	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16400
Giannina Mostacero	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16400

Trading

Fernando Suito	Gerente	202-2710
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

Derivados

Manuel Pino	Head Derivados	202-2701
--------------------	-----------------------	----------



Martin Palmer Bardales	Gerente General	
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



Paul Rebolledo	Gerente de Inversiones	211-6000 ax. 16300
Bruno Cornejo	<i>Trader Inversiones RF</i>	211-6000 ax. 16211
Jessica Fernández	<i>Trader Inversiones RF</i>	211-6000 ax. 16212
Rosana Martinez	<i>Trader Inversiones RV</i>	211-6000 ax. 16213