

Situación Inmobiliaria

Perú

Año 2012
Análisis Económico

- **En 2012, el número de viviendas construidas en Lima creció 10,9%.** El mayor dinamismo estuvo concentrado en las viviendas de precios intermedios y altos.
- **El ritmo de expansión de la venta de viviendas registró una moderación,** lo que se ha reflejado en un aumento de la oferta disponible.
- **Los precios de las viviendas continuaron elevándose, sobre todo en las zonas más caras de Lima.** Hacia adelante, se espera una moderación en el ritmo de aumento de los precios, en línea con la mayor holgura del mercado y la menor rentabilidad por alquiler.
- **El crédito hipotecario mantuvo un fuerte ritmo de expansión.** En este contexto, las autoridades han dispuesto medidas para atenuar su dinamismo y asegurar su sostenibilidad.
- **Las oficinas registran una baja tasa de vacancia y se viene incrementando la tarifa de alquiler.** Esta mejora en la rentabilidad, incentivará la ampliación de la oferta.

Índice

1. Resumen.....	3
2. En 2012, la construcción residencial se expandió a un ritmo más moderado	3
Recuadro 1: Se ha venido incrementando la rentabilidad de poseer una oficina lo que alentará su dispersión geográfica	9
3. Crédito hipotecario mantuvo fuerte ritmo de expansión	10

Fecha de cierre: 28 de diciembre de 2012

1. Resumen

La construcción de viviendas para la venta de Lima se expandió 10,9% en 2012, un ritmo más moderado que el año previo (38%). Por rango de precios, la actividad edificadora con fin residencial estuvo concentrada en las unidades de valor mediano y alto, mientras que se sigue registrando escasez en los segmentos de menor valor.

Por otro lado, el ritmo de crecimiento de las nuevas unidades vendidas registró mayor lentitud, al expandirse 2,6% en 2012 (47,7% en 2011). Esto, junto con la mayor construcción de viviendas, generó una expansión de la oferta disponible de 20,6%. Asimismo, una mayor proporción de estas unidades vienen registrando un período de venta mayor a seis meses.

En cuanto a los precios, el valor del metro cuadrado en Lima se elevó 21,2% (interanual en USD). Por zonas geográficas, fueron los distritos más caros de Lima los que registraron mayores alzas, lo que es consistente con el desplazamiento de la demanda hacia viviendas de mayor valor. A pesar de este aumento, el índice de asequibilidad (precio de la vivienda / ingreso) se ubica en un nivel similar al que registraba entre 2009 y 2010. Sin embargo, se produjo una caída en la rentabilidad de alquilar una vivienda, de 7,5% en 2010 a 6,5% en 2012.

Hacia adelante, existen varios indicios que anticipan una moderación del ritmo de aumento del precio del metro cuadrado. En primer lugar, se viene registrando una mayor lentitud en la colocación de las nuevas unidades construidas. Asimismo, la caída de la rentabilidad de los alquileres contraería la demanda por viviendas con fines de inversión. Además, ha caído el interés por comprar viviendas terminadas, a favor de una mayor preferencia por la autoconstrucción. Finalmente, se espera una elevación de los costos financieros de los préstamos hipotecarios, en línea con las nuevas disposiciones regulatorias.

En cuanto al financiamiento, el crédito hipotecario mantuvo un fuerte ritmo de expansión y, en los últimos meses, venía creciendo a una tasa de alrededor de 23% interanual. Este crecimiento se ha visto favorecido por la disminución de las tasas de interés, principalmente en moneda extranjera, lo que ha generado respuestas de política de carácter macroprudencial. Por un lado, la Superintendencia de Banca y Seguros ha impuesto mayores requerimientos de capital, lo que afectará principalmente los préstamos en dólares y a plazos más largos. Además, en el caso de los préstamos hipotecarios, el requerimiento será mayor mientras el LTV sea más alto y cuando no esté destinado a primera vivienda. Por otro, el Banco Central ha venido incrementando los requerimientos de encaje de los depósitos en dólares y soles. Todo esto tenderá a encarecer el otorgamiento de créditos hipotecarios y a reducir su flexibilidad en términos de plazos y cuota inicial.

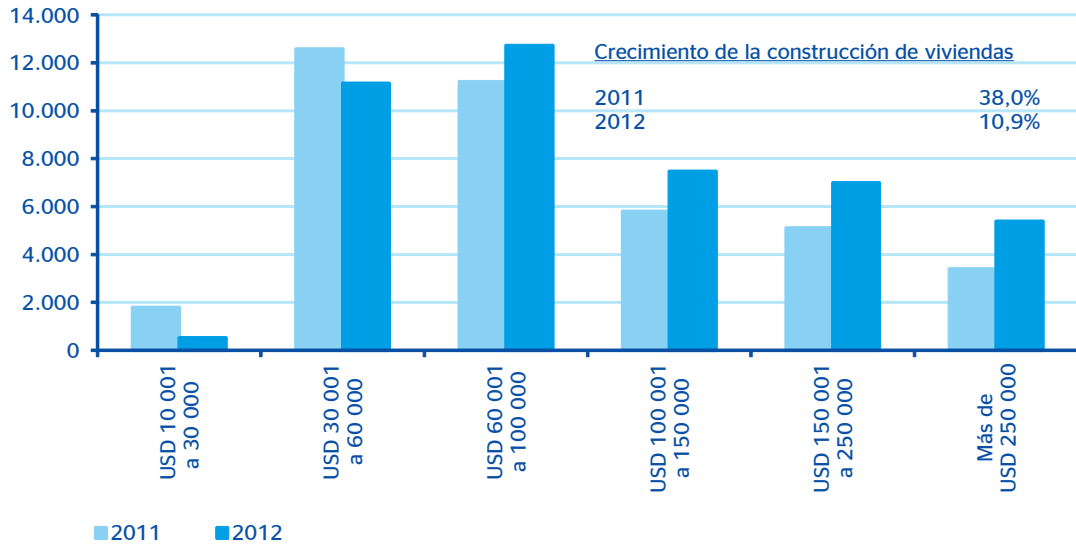
2. En 2012, la construcción residencial se expandió a un ritmo más moderado

Destacó el crecimiento de la construcción de viviendas de precios intermedios y altos

El número de viviendas construidas para la venta de Lima se expandió 10,9% en 2012, un ritmo menor al 38% registrado el año previo. Por valor, la actividad edificadora mostró un mayor dinamismo en la construcción de viviendas de precios intermedios y altos, en tanto que las de precios medios y bajos registraron descensos (ver Gráfico 1).

Gráfico 1

Lima: actividad edificadora con fin residencial por rango de precios (unidades construidas para la venta)

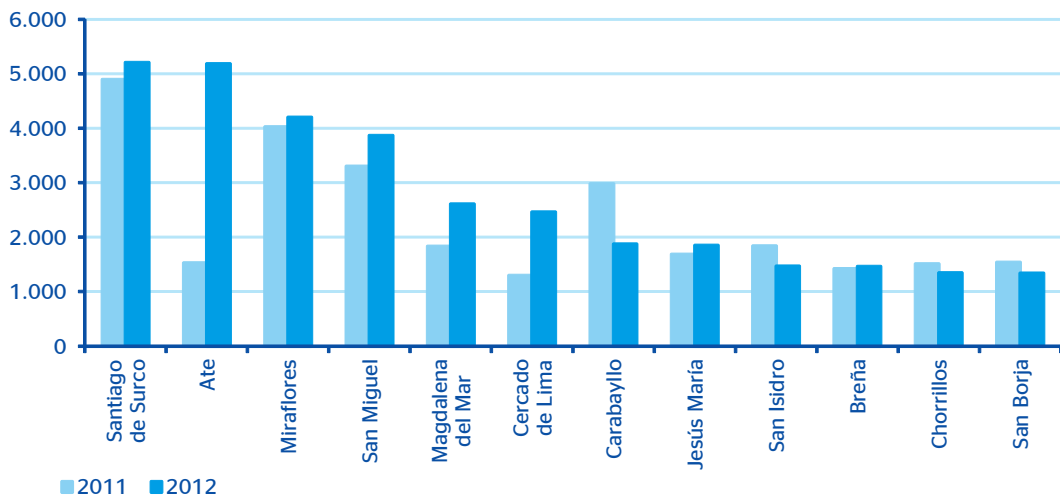


Fuente: CAPECO y BBVA Research

A nivel geográfico, destacó el fuerte incremento de las unidades construidas en el distrito de Ate, en tanto que Surco y Miraflores mantuvieron su importancia relativa (ver Gráfico 2). Los distritos de Magdalena y el Cercado de Lima también registraron un fuerte avance.

Gráfico 2

Actividad edificadora en distritos más dinámicos (unidades construidas para la venta)



Fuente: CAPECO

El ritmo de ventas fue algo más lento, por lo que se ha observado un aumento de la oferta disponible

El número de unidades vendidas aumentó 2,6%, mientras que la oferta disponible tuvo un alza de 20,6% (ver Tabla 1). Asimismo, se registró una mayor demora en la venta de las unidades construidas. Así, el indicador de ventas en retraso (unidades que se encuentran a la venta por un periodo no menor a seis meses) elaborado por la Cámara Peruana de Construcción (CAPECO) se elevó en 2012 y representó el 58,3% de la oferta disponible (40,7% en 2011).

Tabla 1

Lima: actividad edificadora con fin residencial: casas y departamentos (unidades construidas para la venta)

	2010	2011	2012	Var % 2011/2010	Var % 2012/2011
Viviendas edificadas	28.881	39.870	44.215	38,0	10,9
Vendidas	14.516	21.441	21.990	47,7	2,6
En venta (Oferta disponible)	14.365	18.429	22.225	28,3	20,6
Del cual: en retraso*	6.462	7.501	12.957	16,1	72,7

* Estuvieron a la venta por un período no menor a seis meses y se mantenían a la venta al momento de la encuesta
Fuente: CAPECO y BBVA Research

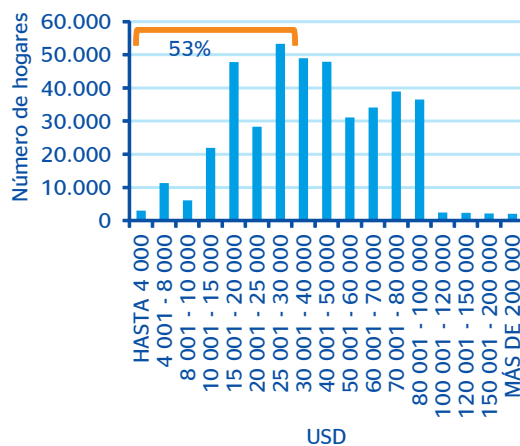
En términos de superficie, el 51% de los metros cuadrados vendidos se ubicaron en Lima Top, mientras que la zona Moderna concentró el 22% y la zona Centro otro 7%¹.

Se mantiene la escasez de viviendas de valor medio y bajo

Existe una diferencia notoria en el sesgo de las distribuciones de la demanda y la oferta de viviendas. Mientras que más de la mitad de la demanda efectiva prefiere unidades de un precio menor a USD 40 mil, solo el 4,0% de la oferta se dirige a este segmento. Asimismo, aún cuando la oferta tiene una alta concentración en viviendas de entre USD 40 mil y USD 100 mil, esta es superada por la demanda en casi 13 veces.

Gráfico 3

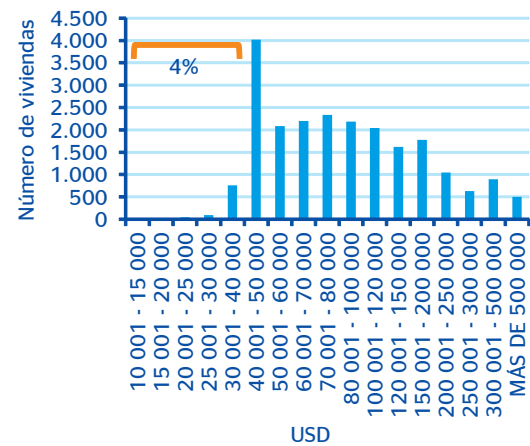
Lima: demanda efectiva de vivienda (número de familias, precios en USD)



Fuente: CAPECO

Gráfico 4

Lima: oferta total de viviendas (número de unidades, precios en USD)



Fuente: CAPECO

En este sentido, la escasez de suelos sería el principal limitante para expandir más rápidamente la oferta en los segmentos de valor bajo y medio. Esto estaría vinculado con la falta de servicios de agua y desagüe, por un lado, y con la falta de planeamiento urbano, por el otro.

En cuanto al primer factor, SEDAPAL (empresa estatal encargada de la distribución del agua y el saneamiento en Lima) no cuenta con los recursos financieros para llevar a delante un plan de obras de gran envergadura. En este sentido, es positivo el reciente anuncio del Ministro de Vivienda de destinar S/. 900 millones (USD 350 millones) a obras de agua y saneamiento en Lima en 2013, lo que representa más del doble del gasto efectuado por SEDAPAL para estos fines en 2012. Sin embargo, una solución de largo plazo pasa por dotar a SEDAPAL de mayor autonomía para efectuar su planeamiento operativo y que posea la facultad de fijar las tarifas en concordancia con las necesidades de financiamiento resultantes.

¹: Siguiendo la clasificación efectuado por CAPECO, hemos agrupado los distritos de Lima en las siguientes zonas: Lima Top (Miraflores, San Isidro, La Molina, Surco y San Borja), Lima Moderna (Jesús María, Lince, Magdalena, Pueblo Libre, San Miguel, Barranco y Surquillo), Lima Centro (Cercado, Breña, La Victoria, Rimac y San Luis), Lima Este (Ate, Cieneguilla, Chaclacayo, Lurigancho y Santa Anita), Lima Norte (Carabaylo, Comas, Independencia, Los Olivos, Puente Piedra y San Martín de Porres), Lima Sur (Lurín, Pachacamac, San Juan de Miraflores, Villa el Salvador y Villa María del Triunfo), y Callao (Bellavista, Callao, Carmen de la Legua y La Punta).

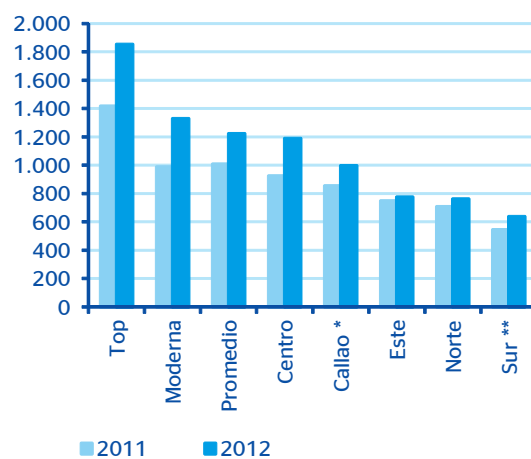
En cuanto a la zonificación, en los últimos años se han presentado controversias entre las municipalidades distritales y la provincial de Lima acerca del uso (residencial, industrial o agrícola) que deberían tener algunas tierras. En este sentido, la recientemente emitida Ordenanza N° 1617 de la Municipalidad de Lima, que establece que la opinión de las autoridades distritales no es vinculante, va en la dirección correcta.

Para el caso de los proyectos inmobiliarios de gran envergadura, un obstáculo burocrático adicional es el de la demora y discrecionalidad en la aprobación de los Estudios de Impacto Ambiental (EIAs). De acuerdo con Medina y Vera Tudela (2012), aún cuando el plazo legal para su aprobación es de 120 días hábiles, este procedimiento puede tomar hasta 10 meses. Además, el procedimiento para establecer el alcance de la información requerida no es transparente. En este sentido, a pesar de existir tres normas legales que reglamentan el EIA, ninguna establece con claridad los criterios que determinen el tipo de estudio que se debe llevar a cabo.^{2,3}

El precio del metro cuadrado siguió en ascenso, sobre todo en los distritos tradicionales de Lima

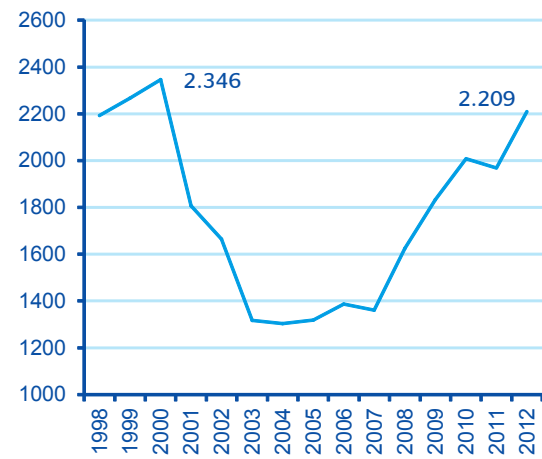
En 2012, el precio promedio del metro cuadrado en Lima se elevó 21,2% (interanual en USD), mayor al incremento registrado el año previo (4,4%, ver Gráfico 5). Cabe señalar que esta tendencia cobró un mayor dinamismo desde el tercer trimestre de 2011, luego de culminado el periodo electoral y en un contexto de mayores ingresos familiares. En términos reales (nuevos soles ajustados por inflación), los precios de las viviendas se incrementaron 12,2%, y aún se mantienen por debajo del pico que alcanzaron en el año 2000 (ver Gráfico 6).

Gráfico 5
Precios de la vivienda por zonas de Lima (USD por metro cuadrado)



* No incluye el distrito de Ventanilla.
** No Incluye playas.
Fuente: CAPECO y BBVA Research

Gráfico 6
Precio real de las vivienda en Lima (Soles constantes de 1998 por m2)



Fuente: CAPECO, BCRP y BBVA Research

Cabe señalar que el aumento de los precios ha sido heterogéneo entre las distintas zonas de Lima. Así, el alza promedio en las zonas Top y Moderna de Lima es mayor a 30% en USD, en tanto que en la zona Centro se registró un incremento de 28,4%. En contraste, los precios promedio en los distritos del Este y Norte se mantuvieron relativamente estables (ver Gráfico 5).

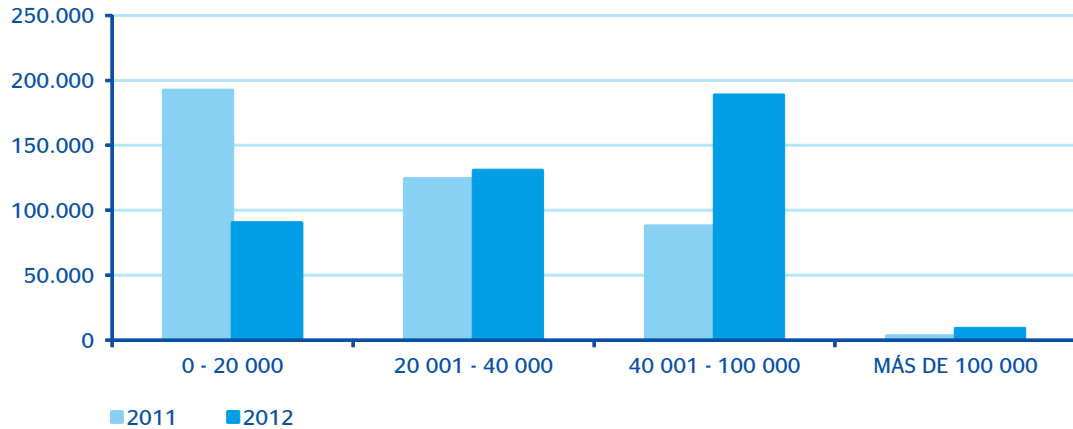
Esta evolución es consistente con el desplazamiento de la demanda hacia viviendas de mayor valor, lo que está en línea engrosamiento de la clase media que se ha dado en los últimos años. Así, mientras que la demanda de viviendas de precios menores a USD 20 mil

2: Medina, Andrés y Rafael Vera Tudela (2012), Certificación ambiental para la construcción: tareas pendientes. En Moneda N° 151, octubre de 2012
3: Existen tres tipos de EIA que pueden ser requeridos: la Declaración de Impacto Ambiental, el Estudio de Impacto Ambiental Semidetallado y el Estudio de Impacto Ambiental Detallado.

cayó a menos de la mitad entre 2011 y 2012, la demanda de viviendas entre USD 40 mil y USD 100 mil se duplicó. En el caso de las viviendas de precios más altos, la demanda prácticamente se triplicó, aunque su nivel es todavía relativamente bajo (ver gráfico 7).

Gráfico 7

Demanda efectiva de viviendas (número de hogares)



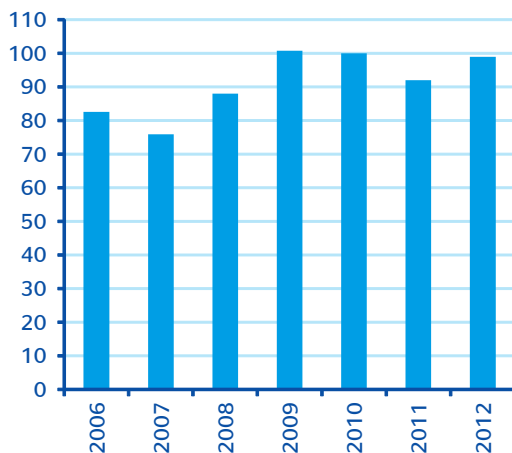
Fuente: CAPECO y BBVA Research

El aumento de precios no ha erosionado la capacidad de acceder a una vivienda, pero sí la rentabilidad de alquilarla

A pesar del aumento del precio del metro cuadrado, el índice de accesibilidad (precio de la vivienda / ingreso) se ubica en un nivel similar al que registraba entre 2009 y 2010 (ver Gráfico 8). Sin embargo, este aumento sí ha incidido en una caída de la rentabilidad de alquilarlas. La inversa de esta rentabilidad es medida por el ratio PER (precio de venta / alquiler anual), el que se incrementó de 13,3 en el 3T10 a 15,3 en 3T12. Esto equivale a una caída de la rentabilidad de alquilar una vivienda de 7,5% a 6,5% anual. Con ello, ahora nos ubicamos entre los tres países de Sudamérica con el ratio PER más alto, por debajo de Brasil y Argentina (ver Gráfico 9).

Gráfico 8

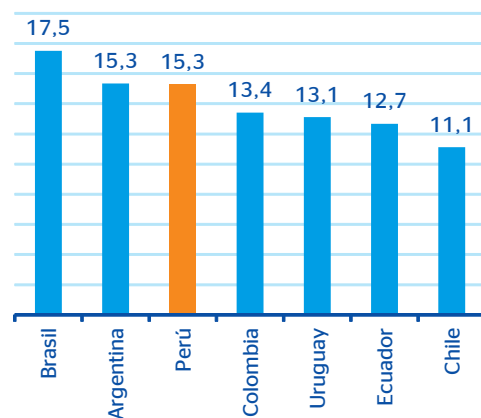
Ratio de accesibilidad: precio de una vivienda de 100 metros² / PIB per cápita (Índice 2010=100)



Fuente: CAPECO, BCRP, FMI y BBVA Research

Gráfico 9

PER: precio de la vivienda / ingreso por alquiler (años para recuperar inversión)



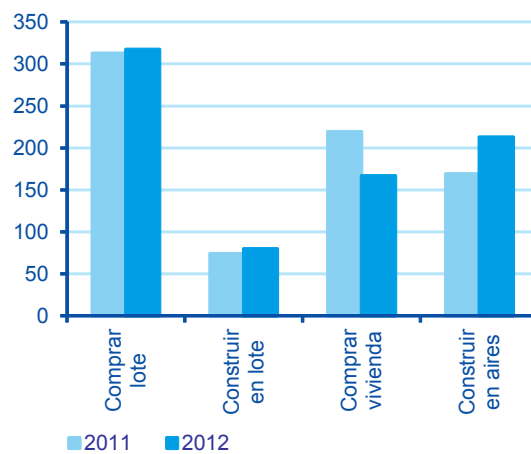
Fuente: BCRP, Global Property Guide y BBVA Research

Anticipamos una moderación en el ritmo de aumento del precio del metro cuadrado

Existen varios indicios que apuntan hacia una menor velocidad en el incremento de los precios del mercado inmobiliario en los siguientes meses. En primer lugar, se viene registrando una mayor lentitud en la colocación de las nuevas unidades construidas, lo que ha elevado el stock disponible para la venta. Asimismo, la caída de la rentabilidad de los alquileres contraería la demanda por viviendas con fines de inversión, la que podría desplazarse hacia la demanda de oficinas (ver Recuadro 1). Además, ha caído el interés por comprar viviendas, de 219 mil hogares en 2011 a 167 mil hogares en 2012, debido a que ahora un mayor número de hogares (50 mil) planea construir por sus propios medios (ver gráfico 10). Finalmente, se espera una elevación de los costos financieros de los préstamos hipotecarios, en línea con las nuevas disposiciones regulatorias (ver sección siguiente).

Gráfico 10

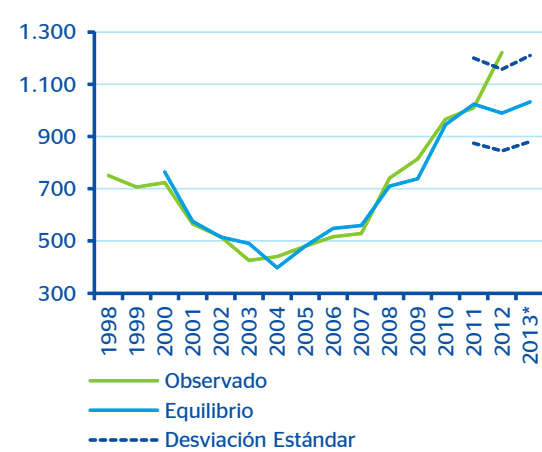
Interés en adquirir vivienda en Lima (número de familias)



Fuente: CAPECO

Gráfico 11

Precio de la vivienda en Lima (USD por metro cuadrado)



*: Proyectado

Fuente: CAPECO y BBVA Research

De acuerdo a nuestras estimaciones, el precio del metro cuadrado en Lima estaría ligeramente por encima de su nivel de equilibrio (ver Gráfico 11)⁴, por lo que podríamos ver una desaceleración en los próximos meses. Al respecto, cabe señalar que en los distritos más caros de Lima los precios de las viviendas en el tercer trimestre de 2012 registraron un descenso de 4% en términos reales⁵.

4: En este modelo, los factores que explican el precio de las viviendas son los ingresos reales, la oferta de viviendas y los costos de construcción. Para más detalles, ver: http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/120910_Peru_EW_Burbuja_tcm346-357358.pdf?ts=19122012

5: Para mayor detalle, ver la Nota de Estudios N° 76-2012 del Banco Central de Reserva del Perú. Esta Nota solo incluye estadísticas para las zonas Top y Moderna de Lima.

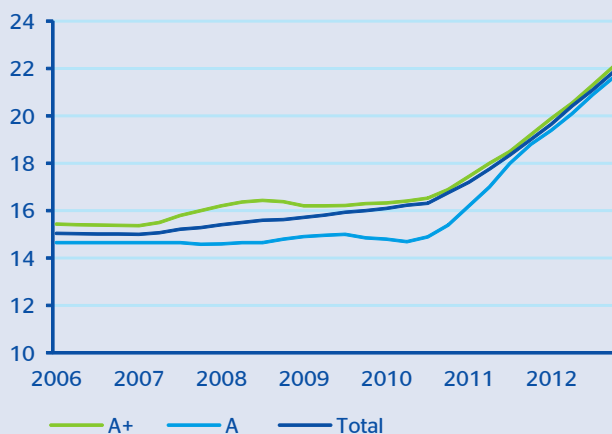
Recuadro 1: Se ha venido incrementando la rentabilidad de poseer una oficina lo que alentará su dispersión geográfica

Los precios de alquiler en el mercado de oficinas prime continuaron subiendo este año. Con ello, acumulan un crecimiento de casi 40% desde 2009, pasando de USD 16 por m2 a cerca de USD 22 por m2, de acuerdo con las cifras provistas por la empresa inmobiliaria Colliers (ver Gráfico 12).⁶ Esta evolución refleja el dinamismo de la inversión privada y la creciente preferencia de las

empresas por espacios de mayor calidad para llevar a cabo sus operaciones. Como resultado, se ha ocupado rápidamente la mayor parte de la oferta que ha venido ingresando al mercado, por lo que la tasa de vacancia de las oficinas prime se mantuvo debajo de 5% por segundo año consecutivo (ver gráfico 13).

Gráfico 12

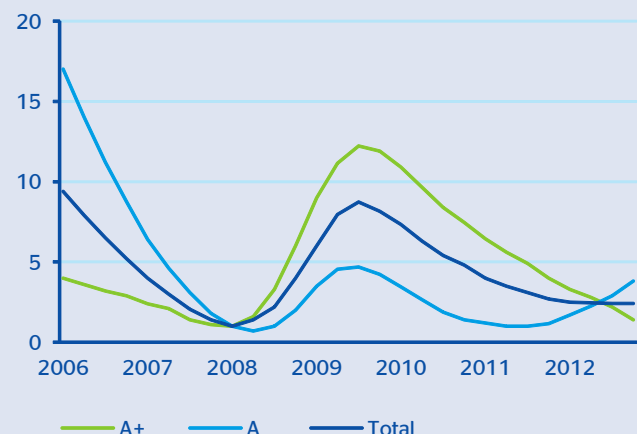
Precios de alquiler en el mercado de oficinas prime (USD)



Fuente: Araper y BCRP

Gráfico 13

Tasa de vacancia en el mercado de oficinas prime (%)



Fuente: Araper y BCRP

Un dato interesante es que en este mercado el período de recuperación es significativamente más bajo que en el de viviendas. Según datos de CAPECO el precio de venta por m2 para oficinas es actualmente USD 2,194, con lo que el PER es 8 años, casi la mitad que el de las viviendas. Esto constituye un incentivo para que el crecimiento de la oferta de oficinas se mantenga dinámica en el futuro.

En este contexto, anticipamos que la escasez y el alto precio de los terrenos en la zona financiera tradicional (San Isidro y Miraflores), impulsará la oferta en otros distritos de Lima Top y Moderna (Surco, San Borja y Lince, principalmente). Por otro lado, esperamos que se siga incrementando la calidad promedio de la nueva oferta, con lo que los edificios optarán cada vez más por certificaciones del tipo LEED (acrónimo de Leadership in Energy & Environmental Design) o edificios “verdes”, por ejemplo, buscando incrementar el valor de las oficinas.

6: Equivale a un aumento de 9% en soles constantes.

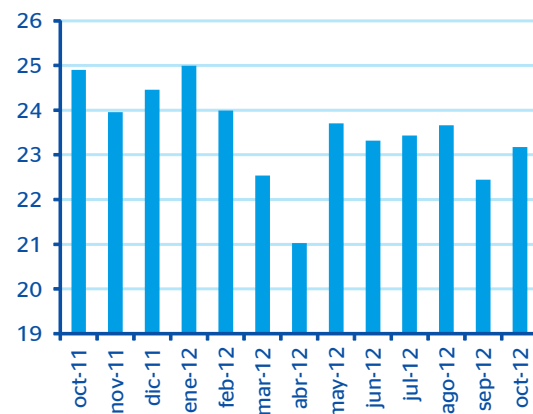
3. Crédito hipotecario mantuvo fuerte ritmo de expansión

Crédito para vivienda mantuvo crecimiento de dos dígitos

En los últimos meses, el crecimiento de los préstamos hipotecarios se mantuvo en torno al 23% (ver gráfico 14), en tanto que los montos promedios desembolsados por nuevos créditos se incrementaron de S/. 136 mil (USD 46 mil) en setiembre de 2008 a S/. 230 mil (USD 85 mil) en setiembre de 2012, en línea con la evolución de los precios de las viviendas⁷. Como resultado del dinamismo de las colocaciones hipotecarias, su penetración continuó elevándose al pasar de 4,1% del PIB al cierre de 2011 a 4,4% a octubre de 2012 (3,2% en 2008).

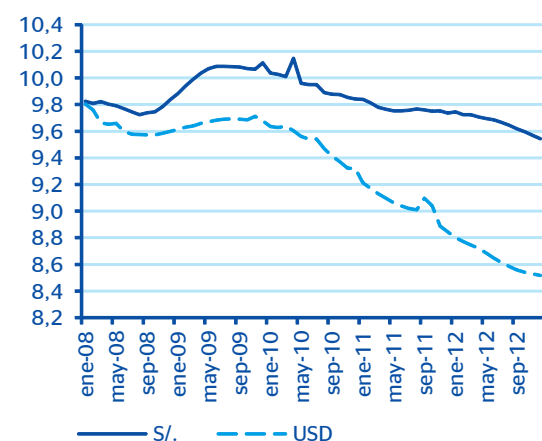
El crecimiento de los créditos hipotecarios se ha visto favorecido por la amplia demanda efectiva por vivienda y la disminución de las tasas de interés, en particular en moneda extranjera las que han pasado de 9,3% al cierre de 2010 a 8,5% a noviembre de 2012.

Gráfico 14
Crecimiento del saldo de créditos hipotecarios (%)



Fuente: SBS

Gráfico 15
Tasas de interés de créditos hipotecarios
(%, para préstamos en soles y dólares)



Fuente:BCRP

En cuanto a la composición por monedas de los créditos hipotecarios, al cierre de noviembre, el 48% estuvo denominado en moneda extranjera (51% en diciembre de 2011 y alrededor de 70% a finales de 2008). De esta manera, continuó la tendencia a la baja del nivel de dolarización de dichos préstamos, lo que reduce el riesgo cambiario crediticio. Cabe agregar que durante el año 2012 el nivel de morosidad de los créditos hipotecarios se mantuvo entre 0,8% y 0,9%.

Con respecto al financiamiento de vivienda social, la colocación de créditos MiVivienda se ha mantenido relativamente estable. A octubre de 2012, se ha otorgado un promedio mensual de alrededor de 900 créditos, nivel similar al alcanzado en el mismo periodo del año anterior. Sin embargo, el saldo desembolsado creció 10% interanual, con lo que el monto promedio por beneficiario ha llegado a los S/. 100 mil. Esto último refleja que cada vez más personas están accediendo a viviendas de mayor precio.

Cabe señalar que recientemente se incrementó en 40% el límite al valor de las viviendas que puede financiar este Fondo, de S/. 182,500 a S/. 255,500. Para 2013, dicho fondo espera colocar 17 mil créditos. Asimismo, se continuará con la colocación de créditos bajo el programa Techo Propio y se impulsará los nuevos programas Mi Construcción y Mis Materiales dirigidos al sector de la autoconstrucción. En total, se espera dar unos 40 mil créditos bajo todos los programas.

7: Ver Reporte de Estabilidad Financiera, noviembre de 2012, pp. 31, Banco Central de Reserva del Perú.

Medidas regulatorias atenuarán velocidad de crecimiento del crédito para vivienda

El dinamismo que viene exhibiendo el mercado inmobiliario continúa llamando la atención de las autoridades económicas. La preocupación viene por el rápido crecimiento de los créditos hipotecarios, lo que podría elevar la carga financiera de las familias, y por la posibilidad de que eventualmente los precios se desalineen significativamente de su nivel asociado a factores fundamentales.

Esto ha propiciado respuestas de política de carácter macroprudencial y preventivas por parte de las autoridades. Así, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (regulador financiero) elevó recientemente el requerimiento de capital por riesgo de crédito. Los créditos para financiar consumo y la compra de vivienda, en dólares, o a plazos más largos serán los afectados. En el caso particular de los créditos hipotecarios para vivienda, el requerimiento será mayor cuando el ratio de préstamo sobre valor de la vivienda (LTV, por sus siglas en inglés) sea más alto, el plazo residual del préstamo sea mayor, el crédito esté denominado en moneda extranjera, o no esté destinado a la adquisición de primera vivienda. Las medidas entrarán en vigencia a principios de 2013.

A lo anterior, se añaden las elevaciones de los encajes (en MN y ME) por parte del Banco Central, a lo largo del año, con el fin de desacelerar el ritmo de incremento de los créditos. Estas respuestas de política atenuarían la velocidad de crecimiento del crédito hipotecario y están en línea con un aumento más moderado de los precios de las viviendas que esperamos para 2013.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Perú:*Economista Jefe de Perú*

Hugo Perea
+51 1 2112042
hperea@bbva.com

Francisco Grippa
+51 1 2111035
fgrippa@bbva.com

Daniel Barco
+51 2111548
daniel.barco@bbva.com

Isaac Foinquinos
+51 1 2111649
ifoinquinos@bbva.com

BBVA Research*Economista Jefe del Grupo*

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
javier.serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Latam
Pedro de Valdivia 100
Providencia
97120 Santiago de Chile
Teléfono: + 56 26791000
E-mail: bbvaresearch@bbva.com