

# Situación Inmobiliaria

2014

Unidad de Perú

- **La demanda por viviendas se elevó en 2014, a pesar de la desaceleración cíclica de la economía.** Por un lado, un mercado laboral más débil habría tenido una incidencia negativa sobre la demanda inmobiliaria; pero de otro, factores estructurales siguen apoyando la compra de viviendas.
- **El financiamiento hipotecario fue otro de los factores que continuó dando soporte a la demanda de viviendas.** Si bien el ritmo de crecimiento de estos préstamos es menor que el de años previos, continúa siendo significativo y sostenible.
- **Las ventas de viviendas cayeron el año pasado a su nivel más bajo de los últimos tres años.** En este contexto, la oferta se elevó significativamente en 2014 y alcanzó su nivel histórico más alto.
- **Los precios de las viviendas vienen mostrando una tendencia descendente desde el tercer trimestre de 2014.** El balance entre la demanda y la oferta se ajustó sensiblemente el año pasado, debido a un fuerte incremento de la segunda variable. En este contexto, no prevemos una recuperación de estos precios en el corto plazo.

## Índice

1. Resumen	3
2. A pesar de la desaceleración económica, factores estructurales continúan dando soporte a la demanda de vivienda	4
3. Las ventas cayeron en el 2014	8
Recuadro 1. Mayor oferta prime continuará presionando a la baja los precios de alquiler	
4. Los precios de las viviendas en Lima muestran una tendencia a estabilizarse	13

**Fecha de cierre: 17 de marzo de 2015**

# 1 Resumen

---

**La demanda de viviendas aumentó en 2014 en cerca de 12 mil unidades, algo por debajo del incremento que registró en cada uno de los dos años previos.** La expansión de la demanda la explica el sostenido apoyo de factores estructurales que amplían la capacidad de compra de la población. Dentro de la estructura poblacional, por ejemplo, es cada vez más importante aquella parte en edad de demandar una vivienda. A ello se suma el continuo engrosamiento de la clase media. En conjunto se tiene entonces un incremento constante del número de personas con la necesidad de adquirir un inmueble y con los recursos para hacerlo. La desaceleración cíclica de la actividad económica en 2014, que ralentizó el mercado laboral, y la depreciación de la moneda local, que recortó la accesibilidad a vivienda en un mercado en el que esta se cotiza en dólares, fueron elementos que por el contrario atenuaron la demanda inmobiliaria.

**El financiamiento hipotecario fue otro de los factores que también le dio soporte a la demanda de viviendas en 2014 con una expansión del saldo medio de 16%.** Si bien este ritmo de crecimiento es menor que el de años previos, continúa siendo significativo y, más importante aún, es más sostenible. La expansión más ordenada del crédito hipotecario es consistente, de un lado, con el ajuste que se ha hecho en la regulación durante los últimos años, y de otro, con el prudente comportamiento que mantiene la banca. Ambos han propiciado también que el aumento de las colocaciones para adquirir vivienda se incline hacia la moneda local y que con ello se acote el riesgo cambiario-crediticio. En suma, una expansión de los préstamos hipotecarios aún significativa y más sana y sostenible como apoyo de la demanda actual y futura de inmuebles.

**Por el lado de la oferta de viviendas, esta se incrementó en 2014 en cerca de 8 mil unidades, algo destacable luego del retroceso en el año anterior.** Como resultado, el inventario de viviendas disponibles para la venta aumentó en 40%. Ello se dio en un contexto en el que las ventas se debilitaron, alcanzando las 17 mil unidades, por debajo de las 22 mil que en promedio se colocaron en los tres años previos. Destacó aquí las menores ventas en el segmento de ingresos medios de la población (disminución de 29%), el que concentra anualmente alrededor de 60% del total de unidades colocadas.

**El retroceso de las ventas y un balance entre la demanda y la oferta más apretado que en años anteriores, contribuyeron a que los precios de las viviendas (en dólares corrientes) registraran un avance más contenido en 2014.** Así, mientras que hasta hace no mucho estos precios aumentaban a un ritmo interanual de entre 10% y 20%, en 2014 el alza fue más cercana al 3%. Prevemos que en los próximos dos o tres trimestres no habrá mayor recuperación en los precios de los inmuebles debido a que el mercado requerirá algún tiempo para absorber el importante aumento que ha registrado el inventario de viviendas disponibles para la venta. Además, el incremento del tipo de cambio y el enfriamiento cíclico del mercado laboral han llevado a que el esfuerzo que se tenga que realizar para adquirir una vivienda sea mayor, lo que acota la demanda inmobiliaria, por lo menos en el corto plazo. Desde luego, esta situación tenderá a mejorar en la medida de que el crecimiento de la economía gane tracción, lo que se prevé será más claro en el segundo semestre de 2015.

## 2 A pesar de la desaceleración económica, factores estructurales continúan dando soporte a la demanda de vivienda

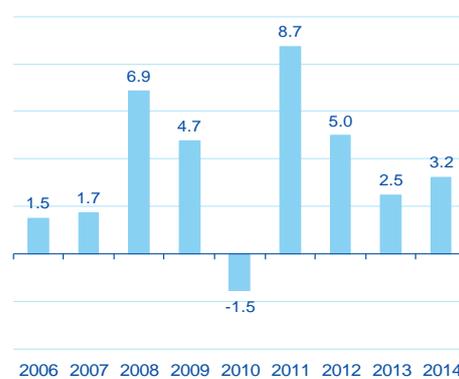
La desaceleración de la actividad económica ha tenido una incidencia negativa sobre los factores de demanda de vivienda. El débil crecimiento del PIB en 2014 (2.4%, la tasa más baja desde la crisis del 2009) se ha reflejado en una ralentización de la generación de empleo (ver gráfico 1) y en un ritmo más moderado de crecimiento de los ingresos familiares (ver gráfico 2).

Gráfico 1  
**Tasa de crecimiento del empleo del Perú Urbano (%)**



Fuente: MINTRA.

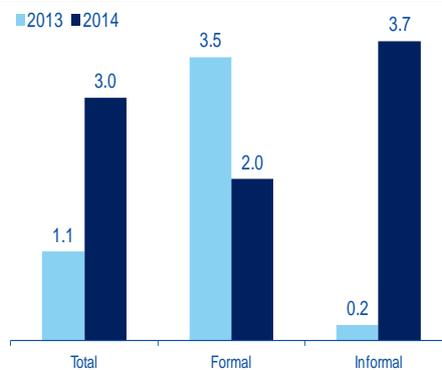
Gráfico 2  
**Ingreso en Lima Metropolitana (Var.% real promedio)**



Fuente: MINTRA.

Otra tendencia desfavorable que viene mostrando el mercado laboral es el incremento del empleo informal, sector en donde los ingresos son más volátiles y precarios (ver gráfico 3), lo que también afecta la demanda por vivienda.

Gráfico 3  
**Lima Metropolitana: Empleo Dependiente (Var. %)**

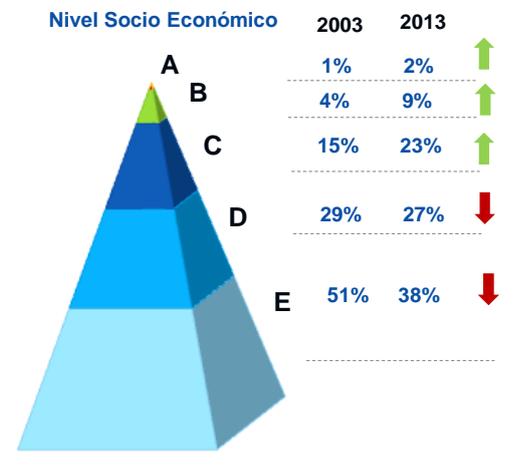


Fuente: EPE-INEI.  
Elaboración: APOYO.

Más allá de la desaceleración cíclica de la economía, la demanda por vivienda ha seguido contando con el soporte de factores estructurales que reflejan una mayor capacidad de compra de vivienda de la población. Uno de ellos es el engrosamiento de la clase media que se ha registrado en los últimos años en Perú. Así, con respecto a inicios de la década de anterior, los segmentos de ingresos medios (sector C) y medios-altos (sector B) han incrementado (en conjunto) 13 puntos porcentuales su participación en la distribución según ingresos de la población (ver gráfico 4).

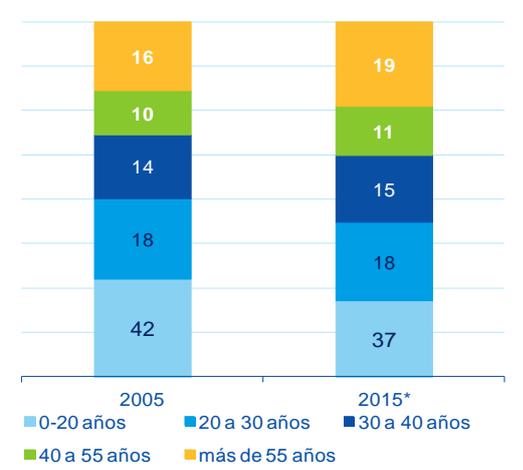
Otro factor estructural ha sido el cambio en la composición demográfica, en donde se observa que en los últimos 15 años la población entre 30 y 50 años, grupo que comprende a las personas que usualmente son las que forman familias y están a la búsqueda de vivienda, ha incrementado su participación porcentual en 3 puntos (ver gráfico 5). Esto implica que desde inicios de la década pasada la población que potencialmente podría demandar una vivienda ha aumentado en más de 1 millón de personas.

Gráfico 4  
**Distribución de la población según ingresos (% de la población total)**



Fuente: Ipsos- APOYO

Gráfico 5  
**Población según rango de edades (Participación, %)**



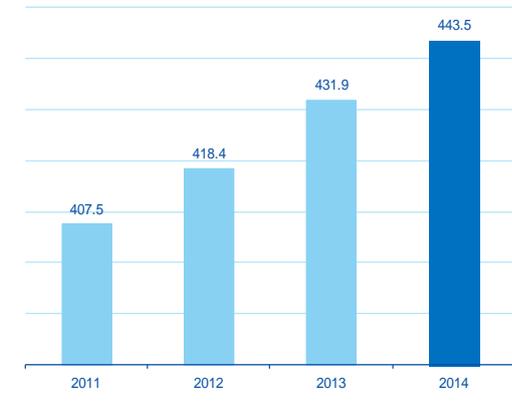
\* Proyección.  
Fuente: INEI

En este contexto, la demanda por vivienda continuó creciendo en 2014, aunque a un ritmo más lento que en años anteriores. En particular, el año pasado la demanda efectiva de viviendas<sup>1</sup> fue de 444 mil viviendas, un incremento de 2,7% con respecto a 2013, un ritmo de expansión ligeramente más moderado que el promedio de 3,0% de los dos últimos años (ver gráfico 6). En términos de número de viviendas, la demanda aumentó en cerca de 12 mil unidades en 2014, algo por debajo del incremento observado en cada uno de los dos años previos.

Un elemento interesante a mencionar es que entre el 2014 y 2013 la demanda por vivienda entre USD 80 mil y 120 mil se redujo, en tanto que la demanda por vivienda de precios menores a USD 80 mil se elevó (ver gráfico 7). Una explicación sobre este comportamiento es que se haya dado una migración de la demanda por viviendas de precios medios hacia viviendas de precios más cómodos, lo que está en línea con el crecimiento más lento de la economía y con perspectivas de empleo menos optimistas. Por el contrario, la información también muestra que la demanda por viviendas de mayor valor no se ha visto afectada. Finalmente, cabe señalar que la demanda efectiva se encuentra concentrada en viviendas de bajo valor.

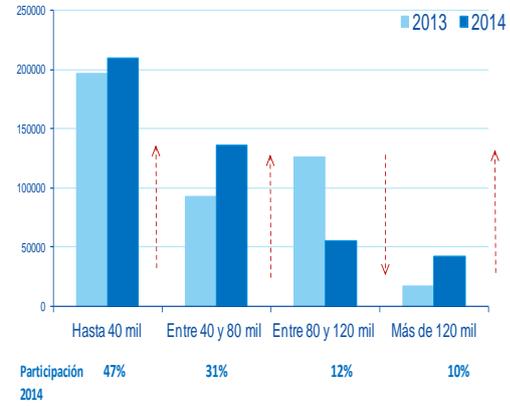
<sup>1</sup>Fuente Cámara Peruana de la Construcción (CAPECO). “El mercado de edificaciones urbanas en Lima Metropolitana y el Callao- Año 2014”, para el periodo agosto 2013-julio 2014 (información proporcionada en diciembre 2014). La demanda efectiva de viviendas comprende a los hogares que se encuentran interesados en comprar una vivienda y que cuentan con los recursos suficientes para pagar su cuota inicial y con ingresos que le permitan asumir la cuota mensual del crédito.

Gráfico 6  
**Demanda Efectiva**  
(En miles de unidades)



Fuente: CAPECO

Gráfico 7  
**Demanda efectiva según precio de la vivienda**

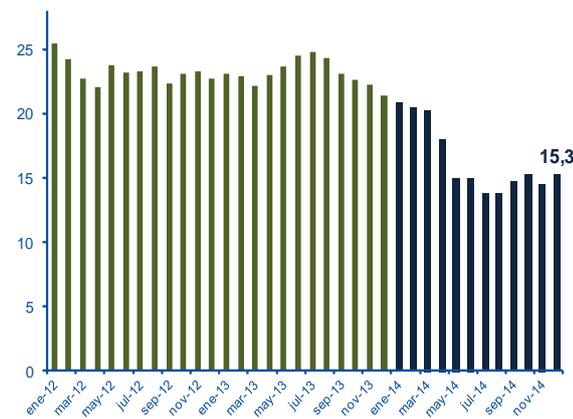


Fuente: CAPECO

## Financiamiento hipotecario continúa dándole soporte a la demanda de vivienda

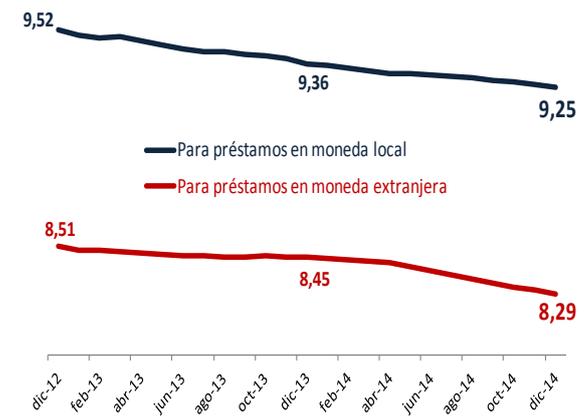
El crédito hipotecario ha seguido avanzando a tasas importantes (ver gráfico 8) y en 2014 el saldo promedio se incrementó en 16%. De esta manera, continúa dándole soporte a la demanda de vivienda, aunque a un ritmo más sostenible luego de que en los tres años anteriores se expandiera a una tasa anual de entre 23% y 26%.

Gráfico 8  
**Saldo de crédito hipotecario**  
(var. % interanual, sistema financiero)



Fuente: SBS

Gráfico 9  
**Tasas de interés hipotecarias**  
(%)



Fuente: BCRP

El importante avance que siguen mostrando los préstamos hipotecarios se da en un contexto en el que las tasas de interés han descendido (ver gráfico 9). Ello en parte responde a la disminución de los rendimientos exigidos en el mercado a los bonos soberanos y globales, los cuales se emplean como referencia en la formación de tasas de interés de largo plazo. En el caso particular de las colocaciones denominadas en soles, la flexibilización de las condiciones monetarias a través del recorte de la tasa de interés de referencia y los menores encajes apoyó el descenso de las tasas de interés en esta moneda.

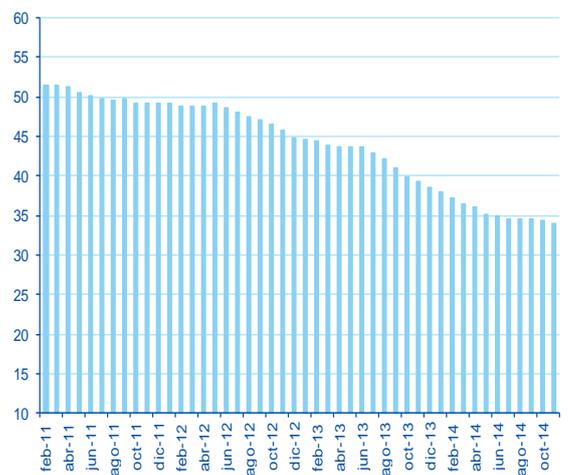
Cabe mencionar que en los últimos años la regulación se ha ido ajustando (en términos de mayores requerimientos de capital o de mayores encajes) para ordenar la expansión del crédito hipotecario, buscando no solo llevarlo hacia tasas de crecimiento más sostenibles sino también hacia una mayor participación de la moneda local, lo que acota el riesgo cambiario-crediticio. Ello ha reforzado aún más la actitud prudencial de la banca, que por ejemplo en 2014 se inclinó a asegurar la calidad del demandante de financiamiento hipotecario y de esta manera mantener contenida en niveles bajos la cartera atrasada de este segmento crediticio (ver gráfico 10). El impacto de la regulación y el prudente comportamiento de la banca no solo han llevado a que el crédito orientado a la adquisición de vivienda avance a un ritmo más sostenible del 15% o 16%, sino que también esa expansión se dé de un modo más sano, es decir, con una participación cada vez mayor de la moneda local, lo que se refleja en una caída continua de la dolarización (ver gráfico 11).

Gráfico 10  
**Cartera atrasada de colocaciones hipotecarias**  
(como % de las colocaciones hipotecarias)



Fuente: SBS

Gráfico 11  
**Dolarización de las colocaciones hipotecarias**  
(% del crédito hipotecario denominado en moneda extranjera)



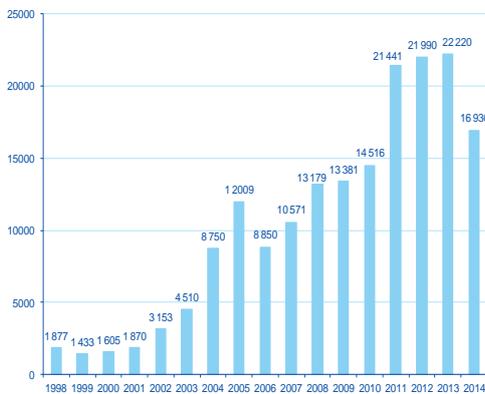
Fuente: BCRP

En síntesis, el financiamiento otorgado por el sistema financiero continúa dándole un importante soporte a la demanda de vivienda, en un contexto en el que avanza a un ritmo más sostenible y con una composición por monedas que acota el riesgo.

### 3. Las ventas de viviendas cayeron en 2014

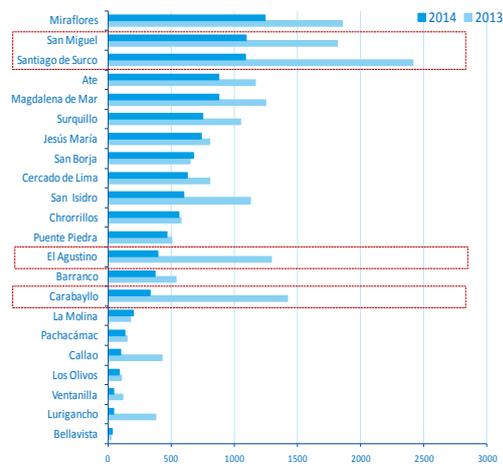
De acuerdo a la información proporcionada por CAPECO, las ventas de viviendas cayeron 23.8% en 2014 (ver gráfico 12). Con el retroceso registrado en 2014, las unidades de viviendas vendidas se ubicaron alrededor de las 17 mil, el nivel más bajo de los tres últimos años (promedio anual de 22 mil unidades). Por zonas geográficas, los distritos de Lima en donde se registraron las mayores caídas de ventas fueron Santiago de Surco, San Miguel, el Agustino y Carabayllo<sup>2</sup> (ver gráfico 13).

Gráfico 12  
Lima: Venta de viviendas (en unidades)



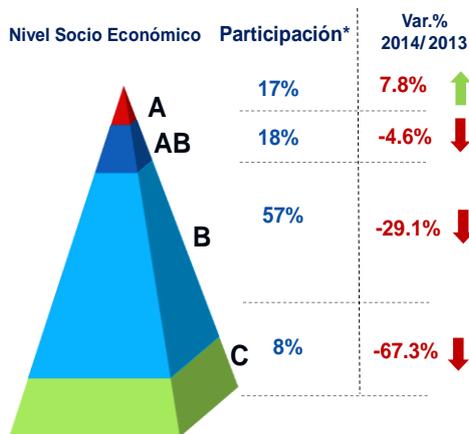
Fuente: CAPECO

Gráfico 13  
Lima: Venta de viviendas según distrito (en unidades)



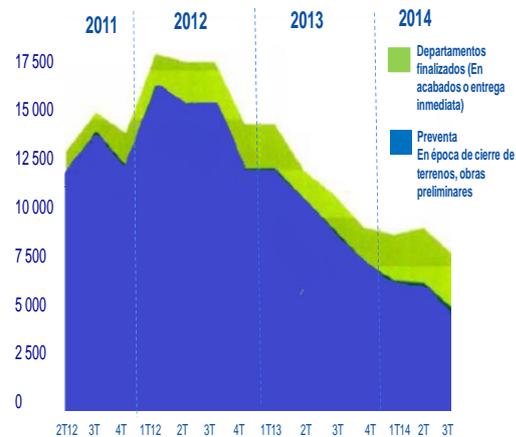
Fuente: CAPECO

Gráfico 14  
Lima: Venta de viviendas según NSE (en unidades)



\*Participación del año 2014.  
Fuente: Layseca Asociados. Consultores Inmobiliarios.

Gráfico 15  
Lima: Venta de viviendas por estado de construcción (en millones de nuevos soles)



Fuente: TINSA, tomado del artículo "La Ley del Más Fuerte" (02/02/2015).

<sup>2</sup> Fuente Cámara Peruana de la Construcción (CAPECO), para el periodo agosto 2013-julio 2014. "El mercado de edificaciones urbanas en Lima Metropolitana y el Callao- Año 2014". Información proporcionada en diciembre 2014.

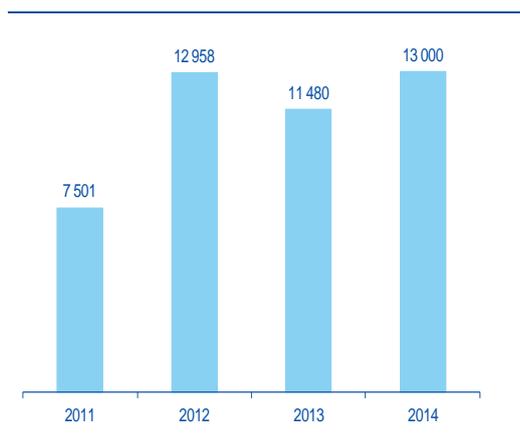
Por niveles socioeconómicos (de acuerdo a la clasificación de Layseca Asociados), las menores ventas se dieron en todos los segmentos, excepto en el de altos ingresos (NSE A; ver gráfico 14). En particular, destacó la caída de 29% de las unidades adquiridas por las familias de ingresos medios-altos (NSE B), grupo que concentra anualmente alrededor de 60% del total de unidades colocadas.

Otros elementos que revelan el enfriamiento del mercado inmobiliario son la desaceleración de las preventas (adquisición de la vivienda antes de que esté terminada o “en planos”, un componente importante del financiamiento de los desarrolladores inmobiliarios) y el mayor tiempo requerido para vender una vivienda. Sobre las preventas, cabe señalar que han pasado de representar el 80% del total de unidades vendidas en 2012 a un 60% el año pasado (ver gráfico 15). Asimismo, las unidades de viviendas que permanecen sin vender por más de seis meses se elevaron de 11 480 en 2013 a 13000 en 2014 (ver gráfico 16).

En este contexto, la oferta de viviendas se incrementó en 2014 en cerca de 8 mil unidades. Como resultado, el inventario de viviendas disponibles para la venta aumentó en 40%, un alza significativa, más aún luego del retroceso en 2013<sup>3</sup>. De esta forma, este inventario alcanzó un nivel máximo histórico de 29 mil unidades (ver gráfico 17).

Gráfico 16

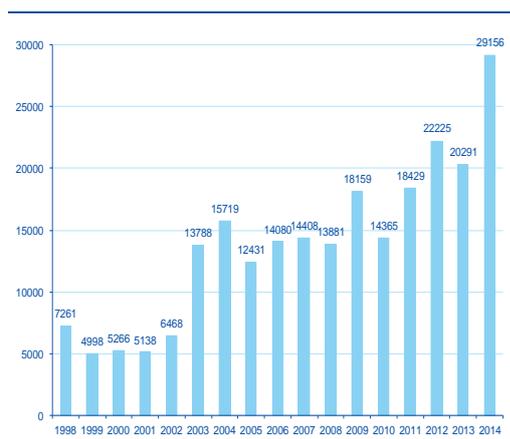
**Lima: viviendas sin venderse por más de seis meses (en unidades)**



Fuente: CAPECO

Gráfico 17

**Lima: Oferta de viviendas (en unidades)**



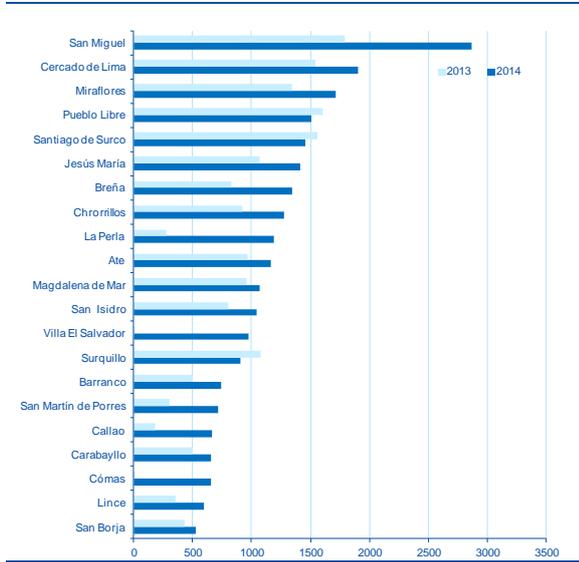
Fuente: CAPECO

Cabe mencionar que cerca de un tercio de la oferta se concentran principalmente en los distritos de Lima Moderna y Lima Top<sup>4</sup> (Ver gráfico 18). Además, el 70% de las unidades en oferta se ubican con un precio de venta por encima de los US\$ 80 000 (Ver gráfico 19).

<sup>3</sup> Fuente Cámara Peruana de la Construcción (CAPECO). “El mercado de edificaciones urbanas en Lima Metropolitana y el Callao- Año 2014”. Información proporcionada en diciembre 2014. El stock de viviendas son unidades de vivienda que al momento del censo de CAPECO (julio 2014) se encontraban en oferta, disponibles para la venta y cuyo ingreso al mercado se habría producido en julio del 2014 o con anterioridad de este mes.

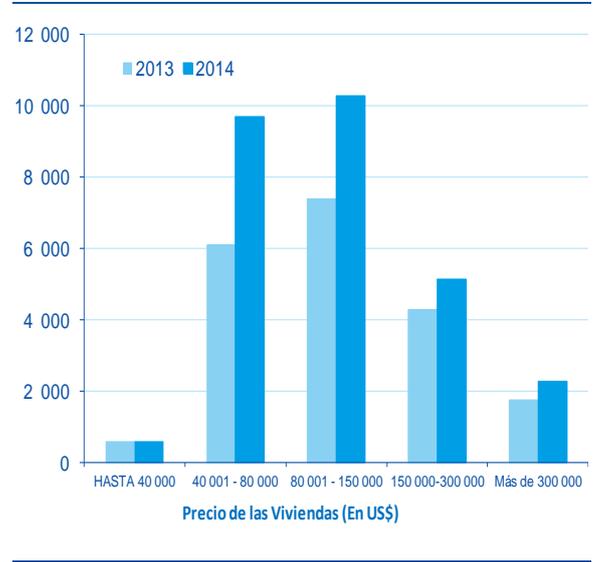
<sup>4</sup> Siguiendo la clasificación de CAPECO. Lima Top (Miraflores, San Isidro, La Molina, Surco y San Borja). Lima Moderna (Jesús María, Lince, Magdalena, Pueblo Libre, San Miguel, Barranco y Surquillo), Lima Centro (Cercado, Breña, La Victoria, Rimac y San Luis). Lima Este (Ate, Cienaguilla, Chaclacayo, Lurigancho y Santa Anita), Lima Norte (Carabayllo, 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).

Gráfico 18  
**Lima: Oferta de viviendas por distrito (en unidades)**



FUENTE: CAPECO

Gráfico 19  
**Lima: Oferta de viviendas según precio de venta (en unidades y en US\$)**

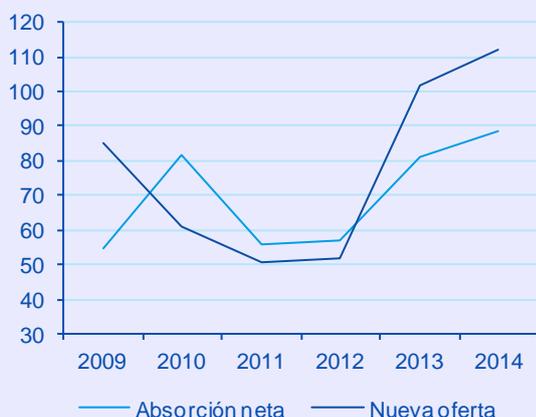


Fuente: CAPECO

### Recuadro 1. Mayor oferta de oficinas prime continuará presionando a la baja los precios de alquiler

Luego de un año en el que el mercado no pudo digerir la fuerte alza de la nueva oferta de oficinas *prime*, nueve edificios nuevos ingresaron en el mercado en 2014, la mayoría de ellos ubicados en San Isidro. Con ello, el inventario de este tipo de oficinas se incrementó en más de 112 mil metros cuadrados hasta los 618 mil m<sup>2</sup>, es decir, en 22% (ver Gráfico R.1.1).

**Gráfico R.1.1. Nueva oferta y absorción neta de oficinas prime (miles de m<sup>2</sup>)**



Fuente: Colliers International

Por el lado de la demanda también se observó un comportamiento interesante el año pasado. La absorción neta de oficinas *prime* alcanzó los 88 mil metros cuadrados, su nivel más alto desde que se tienen cifras. Este es un aumento de casi 55% en comparación con lo que se demandaba anualmente hace solo dos años.

En síntesis, a pesar del dinamismo de la absorción neta, el avance de la nueva oferta de oficinas *prime* fue mayor, como también ocurrió en 2013. Con ello, el área disponible (o vacante) continuó elevándose y en 2014 casi se duplicó (ver Gráfico R.1.2). El incremento del área disponible pudo incluso ser mayor si no se hubiese retrasado el ingreso de algunos proyectos.

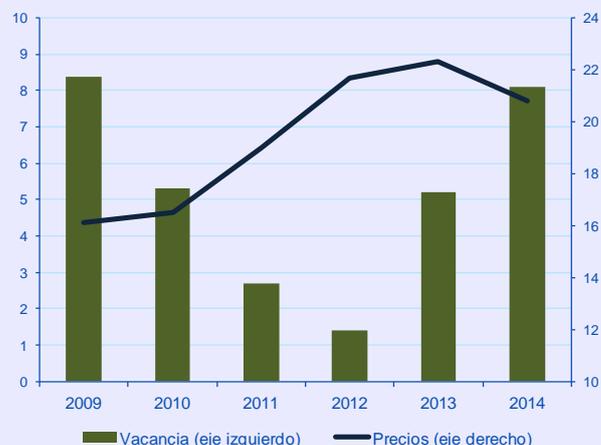
**Gráfico R.1.2 Área disponible (m<sup>2</sup>) y tasa de vacancia (área disponible como % del inventario\*)**



\*: inventario es la cantidad de m<sup>2</sup> de oficinas terminados, entregados, y operativos en el mercado. Fuente: Colliers International

En este contexto, no solo los precios de lista han tendido a disminuir (ver Gráfico R.1.3), sino que el ajuste que usualmente se realiza entre este y el precio de cierre del contrato se ha incrementado. Es decir, los demandantes de oficinas *prime* tienen ahora un mayor poder de negociación en un entorno en el que el área vacante ha aumentado.

**Gráfico R.1.3. Precios de renta en lista (USD/m<sup>2</sup>/mes) y tasa de vacancia (área disponible como % del inventario)**



Fuente: Colliers International

Colliers International prevé que en 2015 ingresarán al mercado de oficinas *prime* trece edificios nuevos, 40% de ellos ubicados en San Isidro. Ello incrementará el inventario en 240 mil metros cuadrados, equivalente a cerca del 40% del inventario actual, una cifra significativa y no vista antes. Tomando en cuenta que hacia fines de 2014 la absorción neta perdió cierto dinamismo, algo entendible en un contexto de debilidad de la actividad económica y de aumento

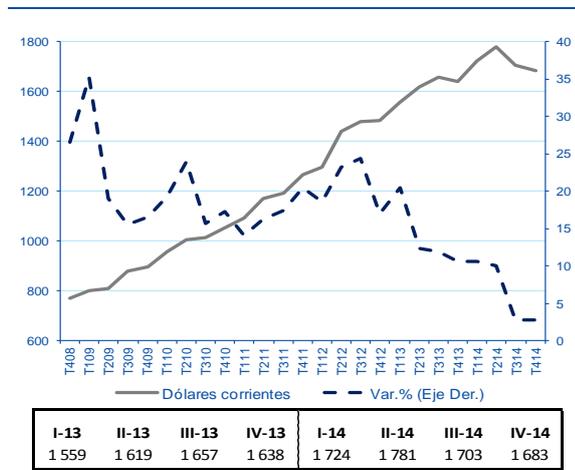
del tipo de cambio (los precios en este mercado están denominados en moneda extranjera), este panorama sugiere que la vacancia continuará aumentando, que seguirá incrementándose el poder de negociación de los demandantes en el mercado, y que los precios mantendrán una trayectoria a la baja en 2015.

## 4. Los precios de las viviendas en Lima muestran una tendencia a estabilizarse

En línea con el menor dinamismo del mercado inmobiliario, los incrementos interanuales de los precios de las viviendas en Lima Metropolitana han mostrado una marcada desaceleración desde el segundo semestre del año pasado. Así, en dólares corrientes<sup>5</sup>, en el cuarto trimestre de 2014 el precio promedio del metro cuadrado en Lima subió 2,8% con relación a similar trimestre del año anterior (ubicándose en USD - 1 683; ver gráfico 20). Este incremento moderado contrasta con las tasas de crecimiento de entre 10% y 20% que se observaron durante 2013 y la primera parte de 2014. Los distritos en donde se registraron las desaceleraciones más acentuadas de los precios inmobiliarios fueron San Borja, Miraflores, La Molina y Jesús María (ver gráfico 21).

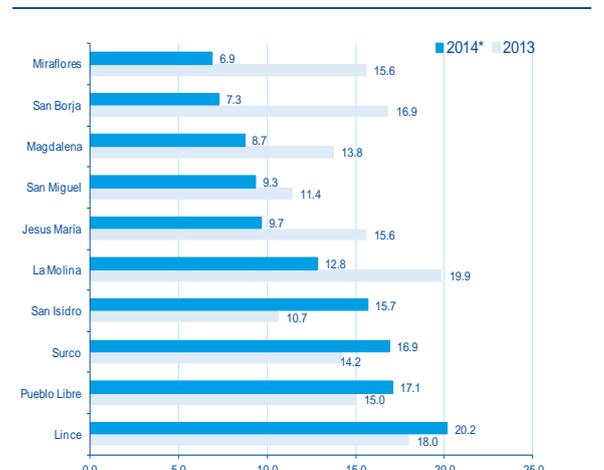
Cabe agregar que, en términos inter trimestrales, el precio promedio en dólares del metro cuadrado en Lima registró un descenso en sus dos últimas lecturas (según información del Banco Central) y acumuló una caída de 5,5% en la segunda mitad del año anterior. Esta caída contrasta con la tendencia positiva que mostraron los precios de la vivienda durante la breve contracción económica de 2009.

Gráfico 20  
**Precio por metro cuadrado de las viviendas\***  
(En US\$ y var.% interanual)



\*Considera el promedio geométrico de las medianas de precio por m2 de 10 distritos.  
Fuente: BCRP.

Gráfico 21  
**Precio por metro cuadrado de las viviendas en Lima**  
(Var.% anual)



\*Comprende a la variación del 1S2014 y 1S2013.  
Fuente: BCRP.

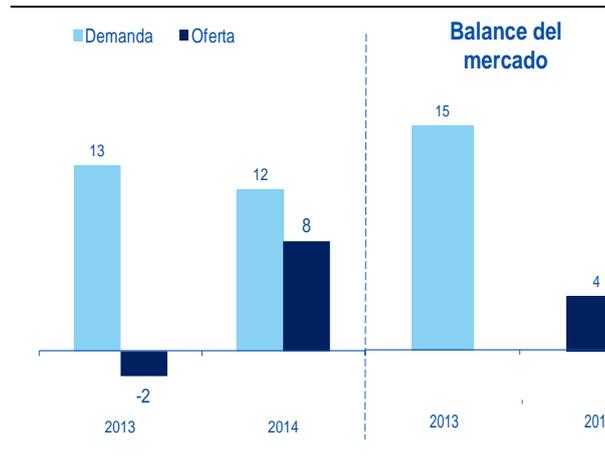
Con respecto a lo anterior, encontramos que en 2014 los precios de las viviendas tuvieron un menor soporte por el lado del balance entre la demanda y la oferta (ver gráfico 22), el cual se ajustó de manera significativa debido, principalmente, a un fuerte incremento de la segunda variable<sup>6</sup>. Dada esta evolución, prevemos que en los próximos dos o tres trimestres los precios inmobiliarios no mostrarán mayor recuperación debido a que el mercado requerirá algún tiempo para absorber el incremento de la oferta registrado el año pasado. Más aún, el aumento del ratio de accesibilidad (ver gráfico 23) señala que el esfuerzo para adquirir una vivienda es ahora mayor, lo que ralentizará la demanda, factor que también acota un eventual rebote de los

<sup>5</sup> En Perú los precios de los bienes raíces usualmente se cotizan en dólares.

<sup>6</sup> Es interesante notar que, contrariamente, en 2013 un balance muy positivo entre demanda y oferta fue uno de los factores que explicó el incremento de más de 20% de los precios de las viviendas.

precios de las viviendas<sup>7</sup>. Desde luego, esta situación tenderá a mejorar en la medida que la desaceleración cíclica de la economía culmine, lo que se prevé ocurrirá en la segunda mitad de este año.

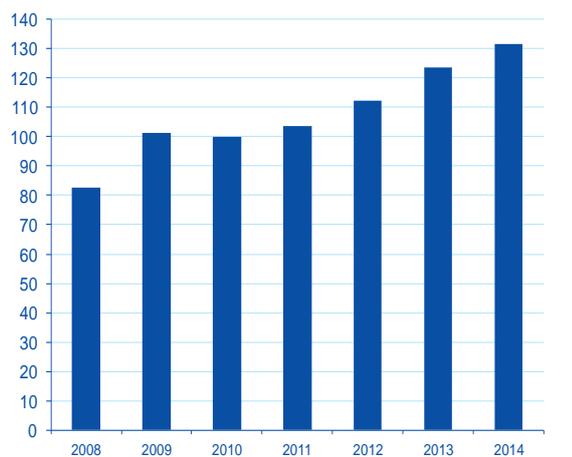
Gráfico 22  
**Incrementos de la Demanda y Oferta y Balance del Mercado Inmobiliario (Miles de unidades)**



Fuente: CAPECO.

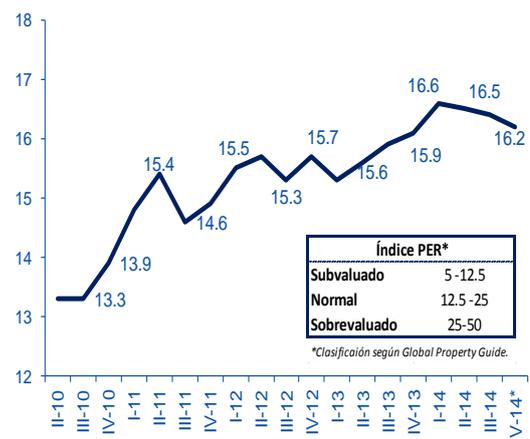
Finalmente, cabe enfatizar que en nuestra percepción la probabilidad de correcciones abruptas de los precios de las viviendas está contenida, teniendo en cuenta evidencia que sugiere que no están desalineados de su valor fundamental (de equilibrio). Por ejemplo, el ratio PER para el mercado inmobiliario (ver gráfico 24) ha estado fluctuando alrededor de 16,5 en las últimas tres lecturas, nivel que se considera consistente con precios en situación normal (ni subvaluados ni sobrevalorados).

Gráfico 23  
**Ratio de accesibilidad: precio de una vivienda de 100 m<sup>2</sup>/PBI per cápita (Índice 2010=100)**



Fuente: BCRP, FMI y BBVA Research

Gráfico 24  
**PER: precio de vivienda / ingreso por alquiler (años para recuperar la inversión)**



Índice PER*	
Subvaluado	5-12.5
Normal	12.5-25
Sobrevaluado	25-50

\*Clasificación según Global Property Guide.

\*Estimado.  
Fuente: BCRP y BBVA Research.

<sup>7</sup> El mayor esfuerzo para adquirir una vivienda podría estar reflejando una moderación de los ingresos familiares debido a: (i) el enfriamiento cíclico del mercado laboral, y (ii) el incremento del tipo de cambio que reduce los ingresos obtenidos en moneda local expresados en dólares (por lo general, en Perú los precios de las viviendas se cotizan en dólares).

**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](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo”.**

**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**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

Francisco Grippa  
fgrippa@bbva.com

Rosario Sánchez  
rpsanchez@bbva.com

Yalina Crispin  
yalina.crispin@bbva.com

## BBVA Research

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech Vilariño  
r.domenech@bbva.com

**España**

Miguel Cardoso Lecourtois  
miguel.cardoso@bbva.com

**Europa**

Miguel Jimenez González-Anleo  
mjimenezg@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

Alicia García-Herrero  
alicia.garcia-herrero@bbva.com

**Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**México**

Carlos Serrano Herrera  
carlos.serranoh@bbva.com

**Coordinación LATAM**

Juan M. Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive Carrasco  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez Corredor  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea Flores  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Oswaldo López Meza  
oswaldo.lopez@bbva.com

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**Regulación y Políticas Públicas**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Política de Recuperación y Resolución**

José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

**Coordinación Regulatoria Global**

Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

**Áreas Globales**

**Escenarios Económicos**

Julián Cubero Calvo  
juan.cubero@bbva.com

**Escenarios Financieros**

Sonsoles Castillo Delgado  
s.castillo@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro  
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 – 7ª planta  
28046 Madrid  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)