

Perú

Observatorio Económico

Lima, 1 de febrero de 2011

Análisis Económico

Perú

Hugo Perea
Economista Jefe, Perú
hperea@grupobbva.com.pe

Francisco Grippa
fgrippa@grupobbva.com.pe

Isaac Foinquinos
ifoinquinos@grupobbva.com.pe

Inflación al alza en 2011: ¿una repetición de lo ocurrido en 2008?

- **El escenario de inflación para este año presenta complicaciones debido al fuerte crecimiento que tendrá la actividad y a las elevadas cotizaciones internacionales de materias primas**
- **Estimamos que la brecha del producto será positiva en 2011**, lo que eventualmente podría reflejarse en presiones de demanda sobre los precios.
- **Los incrementos en las cotizaciones internacionales de commodities agrícolas y del petróleo en los últimos meses podrían tener impactos más sensibles** sobre los costos empresariales en adelante. Esta transmisión es más probable en la fase expansiva del producto y podría generar efectos de segunda vuelta.
- **Esperamos que el Banco Central reaccione preventivamente para evitar así que se contaminen las expectativas inflacionarias.** En este contexto, la tasa de interés de política se ubicaría entre 4,0% y 4,50% a fines de 2011 y los encajes permanecerán elevados.
- **Con el ajuste de la posición monetaria y expectativas inflacionarias dentro del rango meta, prevemos que la inflación se ubicará alrededor de 3,0% en 2011.** Una oportuna respuesta de la política monetaria y aumentos de cotizaciones internacionales de materias primas que en esta ocasión han sido menos acentuados que en 2008 acotarán los riesgos de una mayor inflación.

El fuerte crecimiento que continúa registrando la actividad y el elevado nivel que han alcanzado las cotizaciones internacionales de las materias primas vienen generando preocupaciones en torno a un eventual incremento de la inflación que pueda ser significativo. Esta coyuntura hace recordar la observada entre mediados de 2007 y 2008, que tuvo como resultado que las expectativas inflacionarias se corrigieran al alza de manera importante, la inflación rebasara el 6% interanual y, en línea con ello, el Banco Central se apurara en ajustar la posición monetaria. ¿Estamos ante una situación similar?

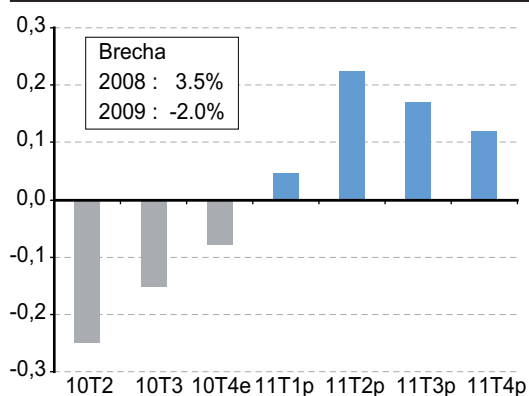
La actividad continuará creciendo por encima del potencial en 2011, generando presiones de demanda...

El año 2010 fue uno de fuerte crecimiento económico, cercano a 9%. El gasto privado doméstico se recuperó y su soporte a la actividad se fue incrementando, lo que favoreció el inicio de una paulatina moderación del gasto público. Sin embargo, a pesar de esta fuerte expansión del PIB, la inflación se mantuvo contenida alrededor del centro de la meta del Banco Central (2%, +/- 1pp), lo que recogió en parte que la brecha del producto fuese negativa durante ese año.

Aunque los indicadores adelantados apuntan a que la velocidad a la que crece el PIB registró cierta moderación en el cuarto trimestre de 2010, esta es aún mayor que la del potencial (estimada en alrededor de 6%). Como resultado, la brecha negativa del producto se habría terminado de cerrar hacia fines del año pasado y, tomando en cuenta nuestra previsión de más de 7% de expansión en 2011, se tornaría positiva en los próximos meses (ver **gráfico 1**). La tasa de utilización de la capacidad instalada de la actividad manufacturera no primaria apoya esta visión. Esta se ubica en máximos históricos (ver **gráfico 2**), con tendencia a continuar elevándose, y si bien el sector en su conjunto muestra aún alguna holgura, subramas como la industria de lácteos, cerveza y malta, y aceites y grasas operan ya muy cerca de su plena capacidad. En este contexto, 85% de las empresas incrementarían remuneraciones en 2011, en particular a mandos medios, según una encuesta realizada por Apoyo Consultoría. Cerca de la mitad de estas empresas prevé que los aumentos podrían ser significativos. En síntesis, la fortaleza de la demanda ejercerá en 2011 mayores presiones al alza sobre los precios de bienes y servicios finales que el año pasado.

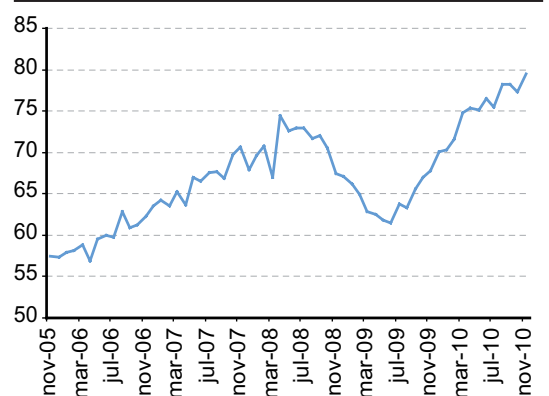
La medida de inflación que recoge mejor estas presiones de demanda es la tasa de inflación subyacente, la que finalizó en 2010 en 2,1%a/a. Según nuestra estimación de la curva de Phillips (ver **anexo metodológico**), el componente subyacente de la inflación se incrementará entre 0,5pp y 0,6pp a fines de 2011. Un resultado similar se obtiene al realizar un análisis de vectores autorregresivos estructurales aplicando la metodología de Quah y Vahey (1995)¹, según la cual el componente subyacente de la inflación es aquel que no tiene efectos en el producto real a medio y largo plazo. Así, sobre la base de lo que se anticipa que ocurrirá con la brecha del producto durante 2011, la inflación subyacente se ubicará cerca de 2,7% al cierre del año.

Gráfico 1
Brecha del producto
(% del producto potencial)



Fuente: BCR y BBVA Research Perú

Gráfico 2
Tasa de utilización de la capacidad instalada en la Manufactura no primaria
(desestacionalizada, %)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

1: Quah D. y Shaun P. Vahey (1995). "Measuring core inflation", The Economic Journal, Volume 105, pp: 1130-1144

Cabe mencionar que existen factores que atenuarán en cierta medida el aumento de precios en 2011. Por un lado, la apreciación de la moneda local (cercana a 4% durante el año) compensará en parte aumentos de alquileres de vivienda y, en general, de precios que se fijan en moneda extranjera. Este factor ha sido incluido en la curva de Phillips estimada. Por otro lado, la reciente reducción de aranceles y la entrada en vigencia de algunos tratados de libre comercio tendrán algún impacto adicional en el mismo sentido, sobre todo en los precios de electrodomésticos y textiles.

... y las elevadas cotizaciones internacionales de insumos alimentarios y del petróleo tendrán impactos más sensibles sobre los costos este año...

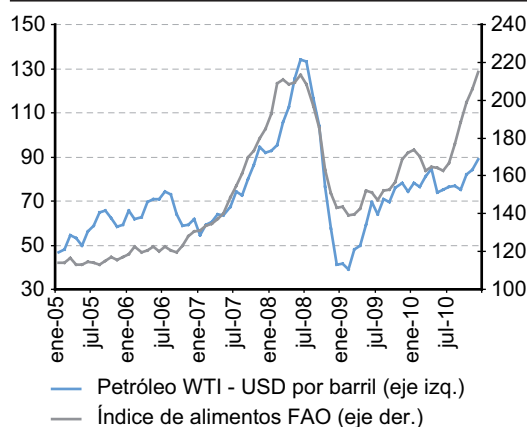
Un segundo componente de la inflación, adicional al subyacente, es aquel que recoge la evolución de los precios más volátiles en la canasta de consumo. En esta medida de inflación no subyacente se incluyen algunos alimentos, bienes y servicios cuyos precios son administrados (tarifas públicas y combustibles) y transportes. Así, este componente de la inflación, que pesa poco más de un tercio en el total, recoge el impacto directo de lo que ocurre con las cotizaciones internacionales de los insumos alimentarios y del petróleo.

Cabe recordar que estas cotizaciones internacionales alcanzaron sus máximos hacia mediados de 2008. En el caso de insumos alimentarios, los precios han retornado a los niveles de aquella época, de acuerdo con el índice de precios de alimentos de la FAO, mientras que la cotización del petróleo recientemente sobrepasó los USD 90 el barril, nivel comparable al de octubre de 2008 (ver **gráfico 3**). Entre los elementos comunes que vienen apoyando estas tendencias se encuentran perspectivas más positivas sobre la recuperación económica global y la elevada liquidez internacional, sumados a inventarios que en algunos casos se encuentran en niveles relativamente ajustados.

En este contexto, surgen preocupaciones sobre los impactos que se registrarán en el componente no subyacente de la inflación. Por el lado de bienes alimentarios producidos localmente y que utilizan insumos importados (soja, maíz y trigo), nuestras estimaciones arrojan que sus precios aumentarán de tal manera que en conjunto tendrán una incidencia cercana a 0,7pp sobre la inflación total de 2011. Esta cifra toma en cuenta, en primer lugar, cotizaciones internacionales de insumos que se mantendrán elevadas este año (ver **gráfico 4**). Cabe mencionar, sin embargo, que el recorrido adicional al alza en los próximos meses se prevé que será acotado, con tendencia a iniciar una reversión paulatina en la segunda mitad de 2011. Esto último se sustenta en que parte de los aumentos de precios que hasta ahora se han dado recogen problemas transitorios de oferta (sequías, inundaciones), los cuales empezarán a corregir en los próximos meses. En segundo lugar, se ha considerado que, como lo sugiere una estimación mediante vectores autorregresivos (ver **anexo metodológico**), la transmisión hacia los precios de bienes finales es más sensible luego de alrededor de un año, de manera que las alzas de las cotizaciones internacionales que hasta ahora se han venido observando tendrán un impacto más acentuado en lo que resta del año. Finalmente, esta mayor transmisión se facilitará en un entorno en que la brecha del producto se tornará positiva.

Gráfico 3

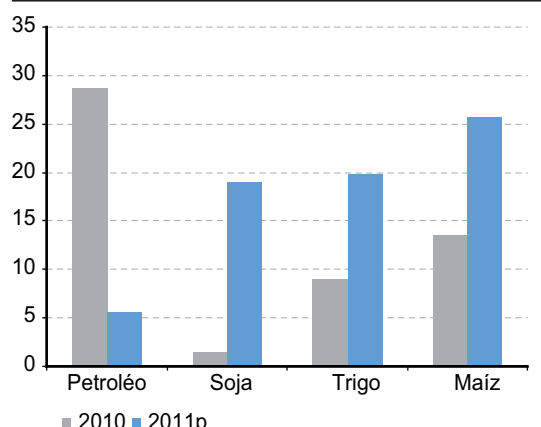
Cotización internacional de alimentos y del petróleo



Fuente: Bloomberg y FAO

Gráfico 4

Cotización de insumos importados (var. % de niveles promedio)



Fuente: BBVA Research

Por el lado de combustibles, estimamos que el impacto directo sobre la inflación total en 2011 será de alrededor de 0,3pp. En este caso prevemos cotizaciones internacionales del petróleo que tendrán una tendencia creciente a lo largo del año, de manera que el precio promedio aumentará en 6%. Esta proyección con senda al alza se apoya en factores de naturaleza más permanente, a diferencia del caso de insumos alimentarios, con una demanda que se incrementará conforme la recuperación de las economías avanzadas continúa, mientras que la oferta de los países agrupados en la OPEP no logrará sostener un ritmo similar. El impacto estimado incorpora también una corrección en 2011 del rezago que presentan los precios locales de combustibles con respecto a la cotización internacional del petróleo, aunque ajustando por los incrementos máximos que permite el regulador en las bandas de precios. Por el contrario, no se han considerado modificaciones en el impuesto selectivo al consumo.

Los mayores precios domésticos de combustibles tendrán, a su vez, un efecto al alza sobre las tarifas de transporte, otro de los componentes de la inflación no subyacente. Sobre la base de nuestro anterior resultado, los precios en este rubro de consumo aumentarían de tal manera que su incidencia sobre la inflación total será algo mayor a 0,4pp.

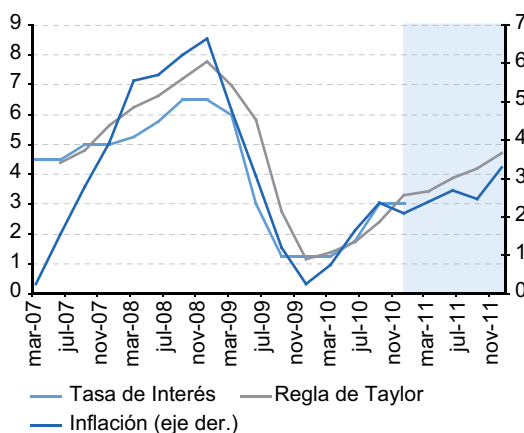
En conclusión, las cifras estimadas para los componentes de la inflación no subyacente más vinculados con la evolución de las cotizaciones internacionales de materias primas suman en conjunto poco más de 1,4pp de incidencia sobre la inflación total del año 2011. Aunque importante, este impacto conjunto no es tan pronunciado como el que se registró durante 2007/8, cuando se produjo el anterior rally de materias primas. En aquel episodio, el incremento de los precios en el mismo conjunto de bienes analizados tuvo una incidencia acumulada cercana al doble sobre la inflación total. En parte ello se debe a que, aunque las cotizaciones internacionales han regresado a sus picos, sus tasas de variación han sido menos acentuadas. Así, por ejemplo, el índice de precios de insumos alimentarios de la FAO alcanzó un incremento máximo de 60% interanual en 2008, mientras que ahora ha sido de 25%, en tanto que el precio del petróleo se aceleró 100% interanual en 2008 frente al 15% actual.

La posición monetaria se orientará hacia un nivel cercano al neutral, buscando evitar que se exacerben las expectativas inflacionarias

Como resultado de las estimaciones realizadas, la inflación total en 2011 se ubicará entre 3,0% y 3,4%. Así, se acelerará con respecto al 2,1% de 2010, aunque no se prevé que alcance niveles como los de 2008 (6,7%).

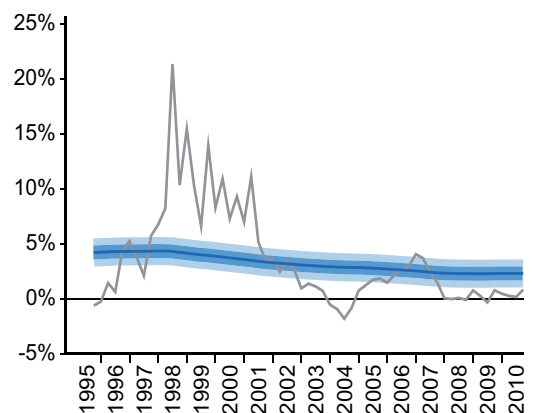
A pesar de que el aumento de la inflación estará sustentado en buena medida en incrementos transitorios de precios de materias primas (insumos alimentarios, en particular), prevemos que el Banco Central continuará en los próximos meses orientando la posición de la política monetaria hacia un nivel cercano al neutral, actuando así de manera preventiva. Ello aparece como adecuado en un contexto en que la brecha del producto pronto pasará a ser positiva y en el que las mayores presiones sobre los precios podrían generar efectos de segunda vuelta y exacerbar las expectativas inflacionarias.

Gráfico 5
Inflación y tasa de interés de política (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 6
Tasa de interés de política: nivel ejecutado y neutral (en términos reales)



Fuente: BBVA Research Perú

En este sentido, prevemos que la tasa de interés de referencia será gradualmente incrementada hasta un nivel de entre 4,0% y 4,5% al cierre del año, acorde con lo que sugiere la estimación de una regla de Taylor (ver **gráfico 5**), ubicándose así en un nivel próximo al neutral (ver **gráfico 6**), y que los encajes se mantendrán elevados.

Cabe mencionar que este escenario es consistente con un impulso fiscal que será negativo en 2011 y con una brecha del producto positiva pero leve (significativamente menor que en 2008), mientras que las expectativas inflacionarias se mantendrán dentro del rango meta. Un entorno menos favorable a este, en particular con expectativas inflacionarias desalineadas, llevarían a la inflación observada en 2011 en el mismo sentido.

Anexo metodológico

Inflación subyacente

Para proyectar el componente subyacente de la inflación, se estimó la siguiente curva de Phillips mediante mínimos cuadrados ordinarios:

$$\pi_t^{suby} = (1-\alpha) \pi_{t-1}^m + \alpha [0.8 \pi_{t-1}^{suby} + 0.2 E_t(\pi_{t+1})] + \beta \gamma_{t-1}^{gap} + \varepsilon_t^{suby}$$

donde π_t^{suby} es la tasa interanual de inflación subyacente (fin de período), $E_t(\pi_{t+1})$ es la expectativa de inflación a un año, γ_t^{gap} es la brecha del producto y π_t^m es la inflación importada (fin de período). Se considera que esta última se comporta de la siguiente manera:

$$\pi_t^m = \delta \pi_{t-1}^m + \Phi \pi_{t-1}^{comb} + (1-\delta-\Phi)(4\Delta e_{t-1} + \pi_{t-1}^{usa}) + \varepsilon_t^m$$

donde π_t^{comb} es la inflación de combustibles, e_t es el tipo de cambio nominal π_t^{usa} y es la inflación externa (de Estados Unidos). Los coeficiente estimados (ver **tabla 1**) resultan significativos y con valores cercanos a los encontrados por literatura previa².

Tabla 1

Curva de Phillips

Coefficientes	Estimado	Nivel de significancia
Inflación subyacente		
α	0,98	1%
β	0,12	5%
Inflación importada		
δ	0,59	1%
Φ	0,28	1%

Fuente: BBVA Research Perú

2: Ver: Departamento de Modelos Macroeconómicos (2009) "Modelo de Proyección Trimestral del BCRP", Banco Central de Reserva del Perú, Documento de Trabajo N° 2009-006; y Salas, Jorge (2010), "Bayesian Estimation of a Simple Macroeconomic Model for a Small Open and Partially Dollarized Economy", Banco Central de Reserva del Perú, Documento de Trabajo N° 2010-007.

Pass-through de commodities agrícolas hacia precios de bienes finales

Para el análisis de la transmisión de cambios en las cotizaciones internacionales de insumos alimentarios a precios locales de bienes finales se utilizó un modelo de vectores autorregresivos que recoge la metodología de McCarthy (1999)³:

$$\pi_t^{fao} = E_{t-1}(\pi_t^{fao}) + \varepsilon_t^{fao}$$

$$\gamma_t^{gap} = E_{t-1}(\gamma_t^{gap}) + \alpha_1 \varepsilon_t^{fao} + \varepsilon_t^y$$

$$\Delta e_t = E_{t-1}(\Delta e_t) + \beta_1 \varepsilon_t^{fao} + \beta_2 \varepsilon_t^y + \varepsilon_t^{\Delta e}$$

$$\pi_t^m = E_{t-1}(\pi_t^m) + \delta_1 \varepsilon_t^{fao} + \delta_2 \varepsilon_t^y + \delta_3 \varepsilon_t^{\Delta e} + \varepsilon_t^m$$

$$\pi_t^p = E_{t-1}(\pi_t^p) + \gamma_1 \varepsilon_t^{fao} + \gamma_2 \varepsilon_t^y + \gamma_3 \varepsilon_t^{\Delta e} + \gamma_4 \varepsilon_t^m + \varepsilon_t^p$$

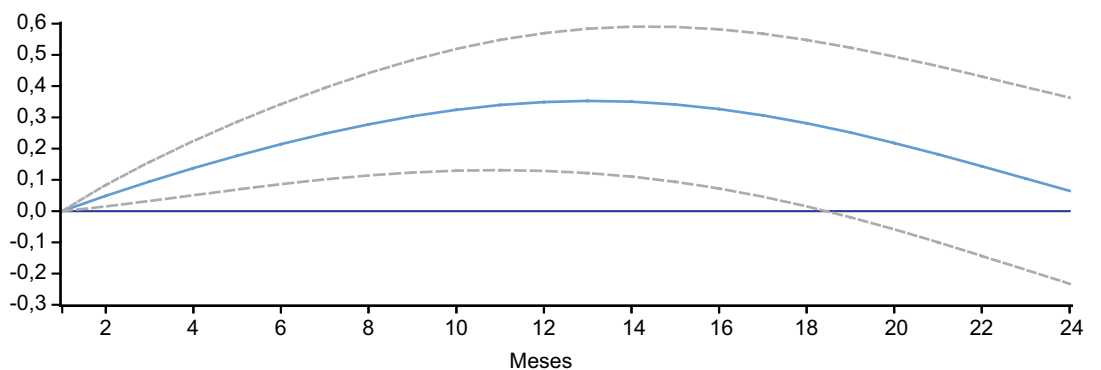
$$\pi_t^c = E_{t-1}(\pi_t^c) + \phi_1 \varepsilon_t^{fao} + \phi_2 \varepsilon_t^y + \phi_3 \varepsilon_t^{\Delta e} + \phi_4 \varepsilon_t^m + \phi_5 \varepsilon_t^p + \varepsilon_t^c$$

donde π_t^c es la inflación de precios al consumidor, π_t^p es la inflación de precios al productor (aproximados por los precios al mayorista), π_t^m es la inflación de precios importados, Δe_t es la variación del tipo de cambio nominal, γ_t^{gap} es la brecha del producto (utilizando el filtro HP) y π_t^{fao} es la inflación de alimentos a partir del índice de la FAO.

Los principales supuestos de identificación son: i) los choques de oferta son identificados mediante la dinámica de la inflación mundial de alimentos; ii) los choques de demanda son identificados de la dinámica de la brecha del producto después de tomar en cuenta el efecto contemporáneo del choque de oferta; y iii) los choques externos son identificados de la dinámica de la apreciación de la moneda local luego de tomar en cuenta los efectos contemporáneos de los choques de demanda y oferta. Además, se asume que la inflación importada y mayorista pueden tener impacto contemporáneo en la inflación al consumidor, pero no al revés, y que el tipo de cambio afecta a todos los precios. Por último, se asume que las expectativas condicionadas en el sistema pueden ser reemplazadas por proyecciones lineales de los rezagos de las variables del sistema. De esta manera, la estimación del VAR utiliza la descomposición de Cholesky. El período de la estimación va desde enero de 2000 hasta diciembre de 2010 y se consideró un rezago de acuerdo con el criterio de información de Schwarz. Las bandas de confianza de los impulso-respuesta fueron obtenidas mediante 1,000 simulaciones de Montecarlo.

Gráfico 7

Impulso-respuesta de un choque (de una desviación estándar) en las cotizaciones internacionales de insumos alimentarios sobre la inflación total (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research Perú

3: McCarthy, Jonathan (1999) "Pass-Through of Exchange Rate and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies", BIS Working Paper N° 79, Bank for International Settlements

Regla de Taylor

Se simuló una regla de Taylor tomando valores para los parámetros que son similares a los obtenidos por DMM (2009) y Salas (2010):

$$i_t = 0.8i_{t-1} + 0.2 * [i^{neutral} + 1.5 (\pi_t - \pi^{meta}) + 0.5 (0.5 y_t^{gap} + 0.5 y_{t-1}^{gap})]$$

Como se observa en los datos, se ha considerado que el Banco Central busca suavizar los movimientos de la tasa de interés de política, expresado en el componente i_{t-1} . La regla cumple con el principio de Taylor (i.e. el peso que le otorga el Banco Central a la inflación es mayor a uno), lo que significa que aumentos de la tasa de inflación en 1pp serán acompañados por aumentos de la tasa de interés de política mayores a 1pp para que la tasa de interés real se incremente.

Tasa neutral de interés real

La estimación de la tasa neutral de interés real se realiza con un modelo Estado-Espacio basado en el siguiente modelo VAR (2)

$$r_t = \alpha_{1t} + \sum_{j=1}^2 \beta_{1,jt} r_{t-j} + \sum_{j=1}^2 \delta_{1,jt} y_{t-j}^{gap} + \sum_{j=1}^2 \gamma_{1,jt} \pi_{t-j}^{gap} + \varepsilon_{1t}$$

$$y_t^{gap} = \alpha_{2t} + \sum_{j=1}^2 \beta_{2,jt} r_{t-j} + \sum_{j=1}^2 \delta_{2,jt} y_{t-j}^{gap} + \sum_{j=1}^2 \gamma_{2,jt} \pi_{t-j}^{gap} + \varepsilon_{2t}$$

$$\pi_t^{gap} = \alpha_{3t} + \sum_{j=1}^2 \beta_{3,jt} r_{t-j} + \sum_{j=1}^2 \delta_{3,jt} y_{t-j}^{gap} + \sum_{j=1}^2 \gamma_{3,jt} \pi_{t-j}^{gap} + \varepsilon_{3t}$$

donde r_t es la tasa de interés real ex-post (definida como la diferencia entre la tasa de interés interbancaria promedio y la inflación realizada), y_t^{gap} es la brecha del producto y π_t^{desv} es la brecha de la inflación. Las brechas se obtienen mediante la aplicación del filtro Hodrick-Prescott a las series de PIB desestacionalizado e inflación con un parámetro de suavizamiento de 1600. La frecuencia de los datos es trimestral. La tasa neutral se obtiene de los estados de la primera ecuación del VAR (2) en equilibrio con $\gamma_t^{gap} = \pi_t^{gap} = 0$:

$$r_t^* = \frac{\alpha_{1t}}{1 - \sum_{j=1}^2 \beta_{1,jt} r_{t-j}}$$

Los estados α_{1t} , $\beta_{1,1t}$, $\beta_{1,2t}$ se estiman con un factor de suavizamiento de los estados que es endógeno en la estimación.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, 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 publicación 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 tomados en consideración para la elaboración del presente informe. Por lo tanto, debe tomar 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. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.

BBVA o cualquier otra entidad filial, 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 o de sus filiales 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 filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización 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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Orden 2001 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros (Promoción Financiera) de 2000 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular, el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Orden 2001, (iii) aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Orden 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la Bolsa de Nueva York ni de la Asociación Nacional de Corredores de Valores (NASD) no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: www.bbva.com / Corporate Governance".

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Perú

Economista Jefe de Sudamérica

Joaquín Vial
+562 351 1200
jvial@bbvaprovida.cl

Economista Jefe Perú

Hugo Perea
+51 1 2112042
hperea@grupobbva.com.pe

Francisco Grippa
+51 1 2111035
fgrippa@grupobbva.com.pe

María Cecilia Deza
+51 1 2111548
mdeza@grupobbva.com.pe

Rosario Sánchez
+51 1 2112015
rdpsanchez@grupobbva.com.pe

Jasmina Bjeletic
+51 1 4142518
jbjeletic@grupobbva.com.pe

Isaac Foinquinos
+51 1 2111649
ifoinquinos@grupobbva.com.pe

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

España y Europa:
Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Economías Emergentes:
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Market & Client Strategy:
Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puento
apuento@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

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