

# Situación Perú

Segundo trimestre 2010

## Análisis Económico

- La proyección de crecimiento para 2010 se ha elevado de 4,3% a 5,7% debido a una recuperación cíclica global más acentuada y un mayor impulso de la inversión privada, en medio de una fuerte mejora de expectativas empresariales.
- La recuperación de los ingresos tributarios permitirá reducir el déficit fiscal a 1,4% y que el peso de la deuda pública disminuya a 20,2% del PIB en 2012. Por el lado externo, esperamos déficit en cuenta corriente moderados entre 0,5% y 2,0% del PIB para el periodo 2010-2012, los que serían financiados principalmente por inversión extranjera directa.
- La inflación en 2010 se ubicará en 2,4%, dentro del rango meta del Banco Central. Sin embargo, el Banco Central continuará removiendo el estímulo monetario y ubicará la tasa de referencia en 2,5% hacia fines de este año.
- El balance de riesgos señala que nuestra previsión de crecimiento del producto tiene un sesgo al alza debido a un proceso de reposición de inventarios que, eventualmente, podría ser más acentuado y a un retiro del estímulo fiscal más lento. Sin embargo hay factores que podrían desviar la proyección de crecimiento hacia abajo como un incremento en la aversión al riesgo global derivados de los problemas de Europa y caídas en los precios de los commodities debido a un retiro más agresivo de las políticas de estímulo en Asia.



# Índice

1. Desafíos a la vista para una recuperación global sostenida.....	3
2. Se acelera el crecimiento, impulsado por la demanda privada.....	4
3. Riesgos de mayor crecimiento y ajustes más fuertes .....	5
4. Principal desafío: retiro de estímulos y presiones para apreciación del sol .....	6
5. Tablas .....	6

**Fecha de cierre: mayo 17, 2010**

# 1. Desafíos a la vista para una recuperación global sostenida

En los últimos trimestres, la situación económica ha mejorado significativamente debido a la recuperación en las economías emergentes y en EE.UU. El comercio mundial está creciendo al 7% y nuestras previsiones apuntan hacia un crecimiento de la economía mundial del 4,2% en 2010. Ahora bien, al mismo tiempo existen dudas sobre la capacidad de la UEM para hacer frente al problema de los altos niveles de endeudamiento de algunos países. Estas dudas han dado lugar a un incremento de los diferenciales soberanos y una nueva fase de inestabilidad financiera. Esta situación puede afectar a la economía europea, pero también puede provocar impactos negativos sobre el resto del mundo. El momento y el alcance de estos impactos adversos dependerán crucialmente de la efectividad de los anuncios realizados por el Consejo Europeo el pasado 9 de mayo respecto a los paquetes de rescate acordados y las medidas excepcionales adoptadas por el BCE. Aun cuando estos paquetes hayan estabilizado las condiciones del mercado en el corto plazo, todavía persisten incertidumbres en tres frentes: (i) el proceso de implementación del paquete de rescate en los próximos meses, (ii) la credibilidad respecto a una consolidación fiscal adicional en algunos países de la UEM, y (iii) el compromiso a medio plazo de los países centrales de la UEM respecto al rescate.

Mientras que se generaliza la recuperación económica a comienzos de 2010, su intensidad varía significativamente entre países. Esto es consecuencia de los diferentes grados de utilización de las políticas fiscales y monetarias. Estas políticas han sido particularmente efectivas a la hora de impulsar el ciclo económico en China y EE.UU. Al mismo tiempo, las economías emergentes se están beneficiando de la mayor fortaleza de su demanda doméstica y de la recuperación de los términos de intercambio, en un contexto de menor aversión al riesgo, por lo que en este grupo de países la recuperación se presenta mucho más consolidada. Por el contrario, en las economías desarrolladas, a medida que las políticas expansivas se diluyen, surgen dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación más allá de 2010.

Se prevé una senda gradual de alzas de tipos de interés por parte de la FED. Las primeras subidas de tipos se esperan en torno a comienzos de 2011, con tipos ligeramente por encima del 1% a finales de ese año. Las diferencias existentes en los fundamentos económicos de EE.UU. y de la UEM llevarán a diferentes estrategias de salida monetaria en ambas áreas. Aunque el crecimiento económico pueda ser lento de 2010 en adelante, el riesgo de una reversión de la dinámica actual es bastante limitado en EE.UU. y las presiones inflacionistas son muy incipientes. Por el contrario, en la UEM, además de una situación financiera mucho más frágil, la mejora cíclica parece más incierta y no se vislumbran presiones inflacionistas. En cuanto a las políticas monetarias de las economías emergentes, no hay duda sobre la necesidad de un endurecimiento monetario. Dadas las divergencias cíclicas en esta región, las estrategias de salida variarán entre países. Si en algunas economías el endurecimiento de la política monetaria y otras medidas no se implementan a tiempo, se podrían generar crecientes desequilibrios.

En momentos de mayor aversión al riesgo, los mercados financieros tienden a mostrar una visión más forward-looking. Los mercados financieros son eficaces a la hora de detectar inconsistencias en las políticas macroeconómicas que, normalmente, pasan desapercibidas en tiempos de bonanza. Pese al importante paquete de rescate acordado en Europa, persistirán significativas primas de riesgo en el mercado de deuda soberana de algunos países europeos en medio de incertidumbres sobre las sendas de consolidación fiscal. El creciente contagio ha sido una clara evidencia de la fragilidad del escenario actual. La historia económica está plagada de ejemplos de "contagios infundados" de unos países a otros en momentos de crisis. En estos casos, la proximidad geográfica o las similitudes cíclicas importan más que las diferencias en los fundamentales. De hecho, el episodio actual de contagio no está completamente justificado ni por el canal financiero espoleado por el estallido de la crisis griega ni por cualquier similitud en los fundamentales. Aun cuando esto puede ser motivo de discusión, existe una necesidad imperiosa por parte de algunos países de aumentar su credibilidad para hacer frente a las presiones de los inversionistas internacionales.

Existe una preocupación creciente sobre las consecuencias a largo plazo de los aumentos de la deuda pública. En países desarrollados, esto inevitablemente dará lugar a presiones al alza sobre los tipos de interés reales y sobre las primas de riesgo durante un periodo prolongado. Aunque el contagio reciente se desvanezca gradualmente, persistirá una discriminación creciente entre países dependiendo de la credibilidad de su situación fiscal.

La incertidumbre procedente del sector financiero es fundamentalmente de dos tipos. Por una parte, la lenta reestructuración de la industria financiera, sobre todo en Europa, que puede llevar a una recuperación económica sin crédito (*creditless recovery*). Esto constituye una preocupación creciente, ya que tanto la experiencia histórica como la evidencia empírica muestran la importancia del canal de crédito en las primeras etapas de la recuperación económica. Por otra parte, también existe incertidumbre respecto a la reforma regulatoria que ya se encuentra en marcha. El resultado más probable es un incremento significativo de los requisitos de capital y liquidez, lo cual podría limitar la capacidad del sector bancario para conceder crédito en los próximos años.

## 2. Se acelera el crecimiento, impulsado por la demanda privada

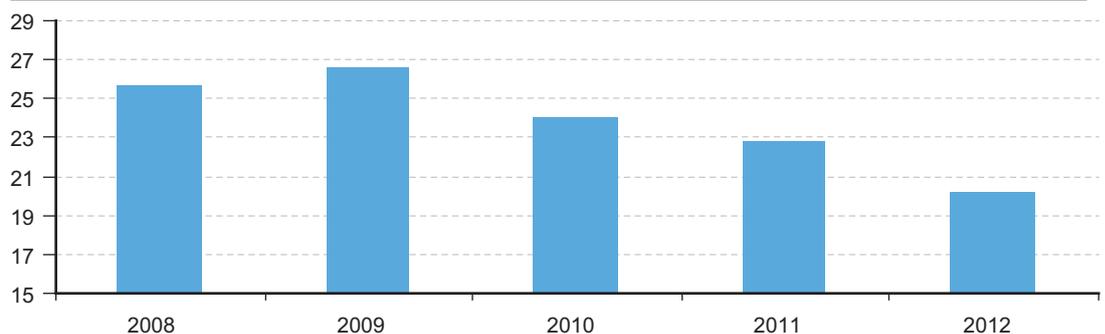
En los tres primeros meses del año, la economía peruana viene mostrando un ritmo de expansión creciente, con recuperación del gasto privado, tal como lo señalan los indicadores adelantados de actividad. Adicionalmente, las expectativas empresariales se ubican en máximos, lo que anticipa una recuperación importante de la inversión privada. En este contexto, estimamos que la demanda del sector privado habría explicado más de la mitad del crecimiento del PIB en el primer trimestre, resultado que contrasta con la contribución negativa que mostró en 2009. De esta forma, la expansión de la actividad económica se está haciendo menos dependiente de las políticas de estímulo y, por lo tanto, es más sostenible.

Para lo que resta del año, estimamos que el gasto privado doméstico continuará impulsando el crecimiento. En particular, la inversión privada se verá incentivada por condiciones de financiamiento favorables y precios de exportaciones que se mantendrán en niveles atractivos, lo que estimulará el reinicio de proyectos postergados durante la crisis y el desarrollo de otros, principalmente vinculados a la minería y al sector construcción. El consumo privado también mostrará una recuperación, pero será acotada por un aumento todavía lento del empleo.

Cabe agregar que la contribución del gasto fiscal al crecimiento del producto aún será significativa este año y estimamos que explicará la cuarta parte de la tasa de expansión, debido, principalmente, a la inversión pública en infraestructura. Debido a la recuperación cíclica de los ingresos tributarios, esperamos que en 2010 el déficit fiscal se reduzca de 2,1% a 1,4% del PIB y que el ratio de deuda pública sobre PIB retome su tendencia decreciente y se ubique a fines de este año en 24,0% y hacia 2012 en 20,2%.

Gráfico 1

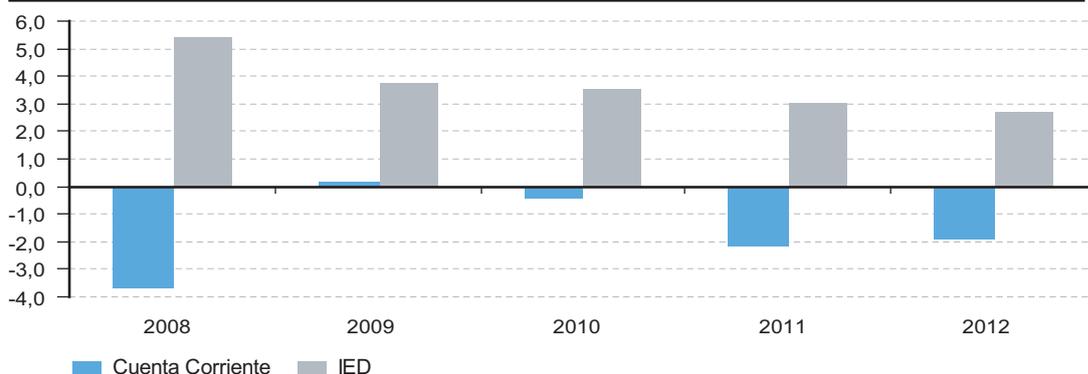
### Deuda pública (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Por el lado externo, esperamos déficit en cuenta corriente moderados entre 0,5% y 2,0% del PIB para el periodo 2010-2012, los que serían largamente financiados por capitales de largo plazo, principalmente inversión extranjera directa.

Gráfico 2

**Cuenta corriente e inversión extranjera directa (% del PIB)**

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

La inflación en 2010 se ubicará alrededor de 2,4%, debido al mayor dinamismo de la demanda, unido a factores de oferta como ajustes en los precios domésticos de los combustibles. Sin embargo, para evitar que la aceleración transitoria de la inflación contamine las expectativas y moderar el ritmo de expansión de la actividad el Banco Central continuará removiendo el estímulo monetario y ubicará la tasa de referencia en 2,5% hacia fines de este año.

Teniendo en cuenta la mejora en las condiciones externas y la dinámica que está adquiriendo la demanda doméstica, se ha revisado al alza nuestra previsión de crecimiento para 2010 de 4,3% a 5,7% para el presente año. Para el mediano plazo, mantenemos nuestra previsión de que la economía peruana puede sostener tasas de crecimiento entre 5,0% y 6,0%, apoyada principalmente en un mayor ritmo de acumulación de capital. Adicionalmente, la aceleración en el desarrollo de la infraestructura del país que se viene registrando en los últimos años, se reflejará en una participación creciente de la productividad en el mediano plazo.

### 3. Riesgos de mayor crecimiento y ajustes más fuertes

El balance de riesgos señala que nuestra previsión de crecimiento del producto tiene un sesgo al alza debido a:

1. Un proceso de reposición de inventarios que, eventualmente, podría ser más acentuado. Dada la volatilidad de esta variable y la dificultad para predecirla, conservadoramente en nuestro escenario central de proyección se consideró una leve acumulación de existencias por parte de las empresas. Sin embargo, debido al optimismo empresarial que se viene registrando y al significativo incremento de las importaciones de insumos, no se descarta que el proceso de reposición de inventarios sea más intenso, con lo que la proyección de crecimiento del PIB para 2010 podría ubicarse por encima del 6,0%.
2. Un retiro del estímulo fiscal más lento. Nuestro escenario base asume que en 2010 el estímulo fiscal será menor que en 2009 y que la remoción del mismo será gradual. Las recientes medidas que el Ministerio de Economía y Finanzas ha anunciado para desacelerar el gasto público le dan soporte a esta previsión. Sin embargo, una parte significativa de la inversión pública está en manos de los gobiernos regionales y locales, los que no se han visto afectados por las recientes disposiciones dadas por el gobierno. En este sentido, la probabilidad de una mayor expansión fiscal se mantiene latente.

Si estos factores de riesgo se concretan, el retiro de estímulo monetario tendrá que ser más agresivo, lo que induciría una mayor apreciación de la moneda peruana ante un mayor flujo de capitales de corto plazo.

Cabe precisar que el balance de riesgos considera tres factores que podrían desviar la proyección de crecimiento hacia abajo: (i) un incremento en la aversión al riesgo global asociado a los problemas de solvencia fiscal en algunas economías europeas, (ii) disminuciones en los precios de los commodities debido a un retiro más agresivo de las políticas de estímulo en Asia, y (iii) un ruido político mayor al esperado en el contexto de elecciones que se llevarán a cabo en los próximos doce meses (para elegir a las autoridades regionales y locales en octubre y las presidenciales y parlamentarias en abril de 2011).

## 4. Principal desafío: retiro de estímulos y presiones para apreciación del sol

Para evitar presiones a la baja sobre el tipo de cambio que obliguen a fuertes compras de reservas por parte del Banco Central, es necesario un retiro temprano y gradual del estímulo fiscal, que es el supuesto subyacente en nuestras previsiones. Este desafío será especialmente importante en un entorno electoral como el actual, en el que las presiones de gasto fuera del presupuesto son fuertes y los incrementos de ingresos están vinculados con la recuperación de los ingresos tributarios. Si ello no se concreta, se dificultará más la tarea del Banco Central, ya que tendría que apurar el retiro del estímulo monetario en los próximos meses, después de haber incrementado su tasa de política (en 25pb) en la última reunión, lo que contribuiría a acentuar las presiones para una apreciación de la moneda doméstica. Si bien el Banco Central ha tenido éxito hasta ahora en moderar el fortalecimiento de la moneda local, gracias a compras masivas de dólares que superan los US\$ 2 500 millones, mayores adquisiciones de moneda extranjera podrían plantear complicaciones para el manejo monetario. En este sentido, las recientes medidas que ha adoptado el Gobierno para desacelerar el gasto público reducirán la magnitud de las operaciones de esterilización monetaria. Además, en este contexto se reduce la probabilidad de que el Banco Central tenga que recurrir a medidas cuantitativas, como incrementar los coeficientes de reservas obligatorias de los bancos.

Esta situación puede cambiar si la incertidumbre sobre los problemas fiscales en Europa persiste, elevando los niveles de aversión al riesgo e impactando sobre los precios de las materias primas y el acceso a financiamiento externo. Tal como ocurrió a fines de 2008, ello podría incluso provocar una depreciación de la moneda doméstica, obligando a replantear los fundamentos de las políticas monetarias y fiscales. No obstante, consideramos que los impactos de la situación en Europa serán acotados y transitorios por la percepción favorable que tienen los mercados sobre la economía peruana, el espacio que aún tiene la política fiscal para actuar contracíclicamente y el elevado saldo de reservas internacionales con las que cuenta el Banco Central para hacer frente a eventuales restricciones de liquidez en moneda extranjera.

## 5. Tablas

Tabla 1

### Perú: previsiones macroeconómicas trimestrales

	1T 09	2T 09	3T 09	4T 09	1T 10	2T 10	3T 10	4T 10	1T 11	2T 11	3T 11	4T 11
PIB (var. % a/a)	1,9	-1,2	-0,6	3,4	4,6	6,1	6,3	5,7	5,6	5,1	4,7	4,5
Inflación (% a/a, promedio)	5,6	4,0	1,9	0,4	0,7	1,2	1,9	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	3,19	3,02	2,96	2,88	2,85	2,82	2,76	2,76	2,84	2,87	2,79	2,72
Tipo de interés (% , promedio)	6,25	4,00	1,50	1,25	1,25	1,25	1,75	2,33	2,92	3,42	3,92	4,25

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tabla 2

### Perú: previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011
PIB (var. % a/a)	0,9	5,7	5,0
Inflación (% a/a, promedio)	2,9	1,5	2,4
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	3,01	2,79	2,80
Tipo de interés (% , promedio)	3,25	1,65	3,63
Consumo Privado (var. % a/a)	2,4	3,2	3,9
Consumo Público (var. % a/a)	16,5	6,2	3,7
Inversión (var. % a/a)	-8,6	9,8	6,2
Resultado Fiscal (% PIB)	-2,1	-1,4	-1,0
Cuenta Corriente (% PIB)	0,2	-0,5	-2,1

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

**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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 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 Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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".**

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Perú:

*Economista Jefe*

**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*

**José Luis Esquivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos  
Regulación

*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  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com

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

Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbva.cl

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

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

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

*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 Mexico:*

**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@compassbank.com

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

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

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Latam**

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