

Chile

Situación Inmobiliaria

Junio 2010

Análisis Económico

- Luego de de una fuerte contracción el año 2009, el sector de la construcción volverá a crecer con fuerza durante 2010. Sin embargo, los efectos del terremoto determinarán un ritmo de recuperación más rápido en el caso de la infraestructura, que en la construcción de viviendas y oficinas.
- El terremoto del 27F afectó la dinámica del mercado de viviendas, tanto en términos de retardar la recuperación de las ventas como en la composición de las mismas entre casas y departamentos. Ello determinaría una leve contracción en las ventas durante 2010 con relación a 2009, aunque recuperándose en el segundo semestre y volviendo a crecer en 2011.
- El sismo también alteró las prioridades del sector público en materia de viviendas, enfatizándose las soluciones de emergencia durante el primer semestre del año. Hacia el segundo semestre se anticipa la normalización de los programas habituales de subsidios.
- Dos factores que apoyarán la recuperación de la construcción serían el mantenimiento de condiciones de financiamiento favorables, debido a que los bancos priorizarían mantener su participación de mercado, y la actualización y reforzamiento de la institucionalidad del sistema de concesiones.
- Los principales riesgos de mercado inmobiliario vendrían del posible retardo e indefinición de las políticas públicas en materia de subsidios y normas de construcción de edificaciones.

Índice

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|
| 1. Mercado inmobiliario residencial con lenta recuperación post terremoto | 3 |
| 2. Vivienda social e infraestructura | 5 |
| 3. Mercado de oficinas se reactiva en 2010 y mejoran perspectivas de proyectos comerciales en 2011 | 7 |
| 4. Riesgos para el sector..... | 9 |

Fecha de cierre: 25 de junio de 2010

1. Mercado inmobiliario residencial con lenta recuperación post terremoto

En momentos en que la crisis financiera internacional alcanzaba su apogeo, a comienzos del año pasado, las expectativas de ventas de viviendas eran bastante pesimistas. Sin embargo, un conjunto de factores determinaron que el año 2009 cerrara con un crecimiento de 14% respecto de 2008. Por el lado privado, las empresas se anticiparon a la caída iniciando una agresiva campaña de promoción. Desde el sector público, el gobierno intensificó su política de subsidios a la adquisición de viviendas, y el Banco Central aplicó una política monetaria expansiva que facilitó el acceso al crédito, especialmente hacia el cierre del año.

El terremoto del 27F interrumpió bruscamente esta recuperación, y alteró significativamente la dinámica del mercado en varias dimensiones.

Las ventas totales cayeron 50% en marzo, con lo que el crecimiento del primer trimestre, respecto de su equivalente de 2009, experimentó una caída de 11,5%. En segundo lugar, la composición de las ventas entre casas y departamentos se alteró fuertemente, ya que producto de los mayores daños de los departamentos, especialmente en pisos elevados, se vendieron 25% menos departamentos que hace un año, lo que en parte fue compensado por mayores ventas de casas que crecieron 12,5%. Es importante destacar, en todo caso, que el stock de viviendas en términos de número de viviendas nuevas para la venta se redujo 4,6% entre diciembre de 2009 y marzo de 2010. Por otro lado, estas cifras hay que verlas en la perspectiva de que un elevado número de viviendas usadas fue destruido por el terremoto y por ende habrá un mayor número de compradores potenciales para ese acervo.

Con relación al cambio en el patrón de adquisición de viviendas se prevé que el mismo deberá persistir por algún tiempo. En el anterior terremoto que afectó a Chile (1985), el retorno a los patrones de consumo previos tardó aproximadamente 3 trimestres. Sin embargo, por la magnitud de la catástrofe del 27F estimamos que en esta ocasión la normalidad del mercado no se recuperará antes de un año. Por un lado, la gran difusión mediática que han tenido algunos casos puntuales de fallas estructurales en edificios y los consecuentes conflictos entre las partes, debe conducir a una mayor solicitud de información y análisis por parte de los compradores. Por otro lado, la discusión en torno a revisar la normativa que regula la construcción ha determinado una actitud defensiva de las empresas, que pueden tener dificultades para colocar sus viviendas si inician los proyectos de manera anticipada a otras empresas que opten por esperar, o problemas de costos si intentan anticiparse a estándares de construcción más exigentes.

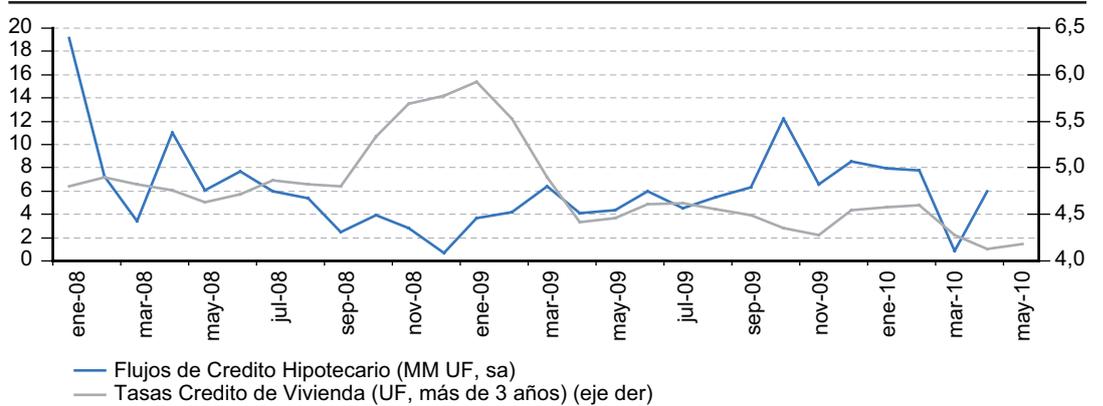
Con relación a las condiciones financieras, estas comenzaron a normalizarse en la segunda mitad de 2009. Esta mejora en las condiciones generales se reflejó en la Encuesta de Condiciones del Crédito del Banco Central y en bajas de las tasas ofrecidas para los créditos hipotecarios en sus distintos plazos. Como podemos apreciar en el gráfico 1, las tasas hipotecarias en UF han mantenido una tendencia estable a la baja mientras los flujos de crédito se han recuperando desde el mínimo alcanzado al comenzar 2009.

El terremoto del 27 de febrero, tuvo como primera consecuencia que las decisiones sobre comprar una vivienda se vieran postergadas. Esto hizo caer los flujos de crédito y el inicio de los programas destinados a ofrecer condiciones más atractivas para los demandantes que podrían acceder a créditos. Sin embargo, como se aprecia en el gráfico 1, este impacto habría sido transitorio, ya que luego de la fuerte caída de marzo los flujos se recuperaron rápidamente entre abril y mayo.

En el mismo Gráfico 1 se observa que, a pesar que la incertidumbre que produjo la catástrofe podría haber aumentado las primas de riesgo, las tasas de interés para créditos hipotecarios no sólo se mantuvieron sino que disminuyeron en el margen.

Gráfico 1

Flujos y tasas de créditos para la vivienda, en UF

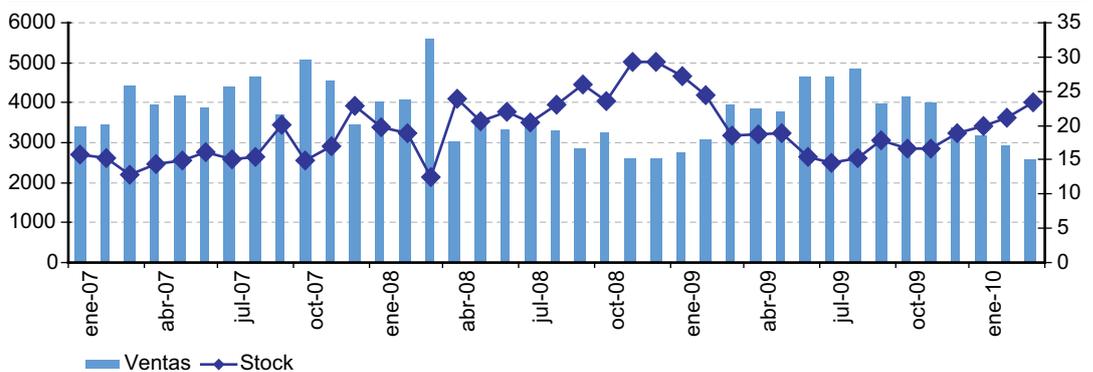


Fuente: BCCh, SBIF y BBVA Research

Si bien algunos de los factores que han determinado este favorable desempeño del crédito hipotecario han comenzado a cambiar, creemos que éste seguirá evolucionando favorablemente. Uno de ellos es la tasa de política monetaria que aumentó a 1% en junio y que debería llegar a 3% al cierre del año, para ubicarse en un nivel neutral (entre 5,5% y 6%) hacia el tercer trimestre de 2011. Debido a esta normalización y a un aumento en las emisiones de títulos públicos y privados, esperamos alzas en las tasas de los principales títulos que sirven de subyacentes para los créditos hipotecarios, los bonos indexados del Banco Central a 10 años plazo (BCU-10). No obstante esta tendencia, creemos que las tasas para créditos hipotecarios continuarán bajas en lo que resta del año debido a reducciones en los márgenes financieros en el mercado hipotecario. Ello se debería al alto grado de competencia que enfrenta este segmento, dada una baja disponibilidad de proyectos inmobiliarios y las holguras financieras del sector bancario que llevarían a las instituciones financieras a privilegiar el mantener su participación de mercado. La reciente decisión del Ejecutivo de mantener el impuesto de timbres y estampillas en 0,6% también contribuirá a mantener bajos los costos del crédito.

Gráfico 2

Total nacional de ventas y stock de viviendas (número de viviendas y stock en meses)



Fuente: Minvu, CChC y BBVA Research

Por otro lado, el costo de los seguros contra incendios con opción para sismos se habría incrementado en aproximadamente un 40% con posterioridad al terremoto, debido a las alzas de primas de los reaseguros internacionales. Su efecto sería equivalente a un alza de la tasa en aproximadamente 0,1%.

Otra de las variables que se ha visto fuertemente impactada por el terremoto es el costo de la construcción de viviendas. De acuerdo a la Cámara Chilena de la Construcción, el Índice de Costos de Edificación (ICE) se incrementó debido a la fuerte demanda de insumos y remuneraciones, con aumentos de 4,8% a/a y 7,7% a/a en marzo¹, lo que debería aumentar con la intensificación de las labores de reconstrucción para el segundo semestre. En cuanto a las remuneraciones, el aumento del empleo también producto de la reconstrucción post terremoto (5,7% anual) determinará presiones adicionales al alza, aunque moderadas debido a que la tasa de desempleo del sector se mantiene en niveles relativamente elevados (12,1% en el trimestre móvil febrero-abril).

1: Los insumos materiales ponderan un 53,7%, las remuneraciones un 39,3%, y gastos misceláneos 3,4% en el ICE

Con relación a la evolución de los determinantes de la demanda, probablemente el factor más relevante en la decisión de adquirir una vivienda es la expectativa respecto al futuro. En este sentido, aunque algunos indicadores del ánimo de los consumidores, como las ventas minoristas o el empleo, han venido evolucionando favorablemente, la confianza del consumidor se ha deteriorado en los últimos tres meses y a mayo permanece en terreno pesimista (47,2 puntos). Sin embargo, el impulso de la actividad económica que se proyecta para el segundo semestre, y la reducción de la tasa de desempleo deberían determinar un retorno a terreno optimista de la confianza de los consumidores. Por otro lado, uno de los principales determinantes en la decisión de adquirir una vivienda es la cuota del préstamo, incluso por arriba del precio de la vivienda. En ese sentido, la expectativa de que las tasas de los créditos hipotecarios se mantengan en niveles bajos en los próximos meses, favorecerá un fortalecimiento de la demanda durante el segundo semestre del año y hacia 2011. Con todo, estimamos una leve caída en las ventas de viviendas para el año 2010.

Gráfico 3

Precio promedio de la vivienda en la RM de Santiago (var. % a/a)



Fuente: Minvu, CChC y BBVA Research

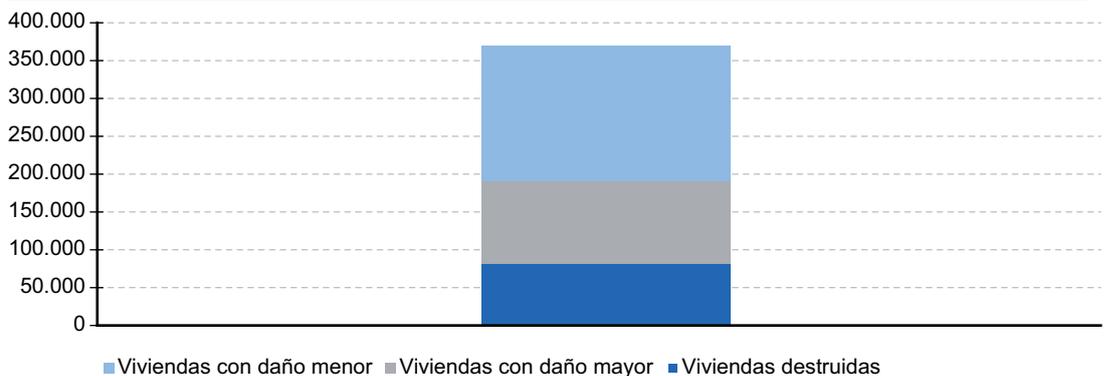
Hacia el mediano-largo plazo, la evolución de los ingresos y los factores demográficos seguirán una trayectoria favorable a la mantención de la expansión del mercado hipotecario residencial. Por un lado, se proyecta crecimientos en torno al potencial de producción a partir de 2012, por otra parte las tendencias demográficas que apuntan a familias de menor tamaño deberían más compensar la baja tasa de crecimiento poblacional.

2. Vivienda social e infraestructura

El presupuesto del sector público 2010 incrementó en 24,5% real los recursos asignados al Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU), en comparación con 2009, alcanzando USD 2.023 millones. Se estipula que el 65% del total se destine a programas habitacionales y 29% a programas de desarrollo urbano y reparación de viviendas. Cabe destacar que el Estado paga los subsidios una vez terminadas las obras, no al contratarlas, por lo que una mínima parte de los subsidios otorgados en un año se paga ese mismo año.

Gráfico 4

Viviendas Afectadas por Terremoto



Fuente: MINVU

De acuerdo a estimaciones del gobierno, el terremoto y maremoto habría dejado 81.444 viviendas destruidas, 108.914 con daño mayor y 179.693 con daño menor, equivalentes al 10,6% del total de viviendas existentes en las regiones afectadas. Ello implica un aumento de 45,9% en el déficit habitacional, que ahora alcanza a 544 mil viviendas nuevas y 630 mil que necesitan reparación. El Estado otorgará subsidios para la construcción de una nueva vivienda, a las familias cuya casa quedó severamente dañada y no son propietarias de una segunda vivienda. También se otorgarán subsidios para reparar, correspondiente al programa de protección del patrimonio familiar, en la medida que se pueda recuperar la habitabilidad del inmueble.

Se espera beneficiar a 195.950 familias con el programa de reconstrucción, en el período 2010 a 2011, planteándose que se requerirían cerca de USD 2.465 millones. A la fecha, se han destinado USD 1.130 millones para ser asignados en 2010. El 19% de dicho monto se destinará a la adquisición de viviendas construidas, el 13% al programa de reparación y el 68% restante a la construcción de nuevos proyectos. El gobierno ha manifestado su voluntad de continuar con los programas de vivienda habituales, sin embargo en el marco del ajuste fiscal post terremoto el número de subsidios del programa anterior se redujo en 28,8%. Con todo, el total de subsidios a asignar en 2010 se ha incrementado en 218% con respecto a 2009.

El plan de reconstrucción habitacional contempla una etapa de superación de la emergencia y una de entrega de viviendas definitivas a las familias damnificadas. Como es de esperar, durante los primeros meses del año, el MINVU se ha centrado en la emergencia, otorgando techos provisorios a los damnificados. Ello podría explicar el importante retraso en los programas contemplados para este año. Al 30 de abril, sólo se habían seleccionado el 16,3% de los subsidios del programa regular, mientras que a igual fecha del año anterior llegaba a 69%; además, del programa de reconstrucción sólo se ha asignado el 0,3%. Por lo que cabría esperar un fuerte impulso en el segundo semestre de 2010.

Cuadro 1

Llamado Extraordinario para la Reconstrucción

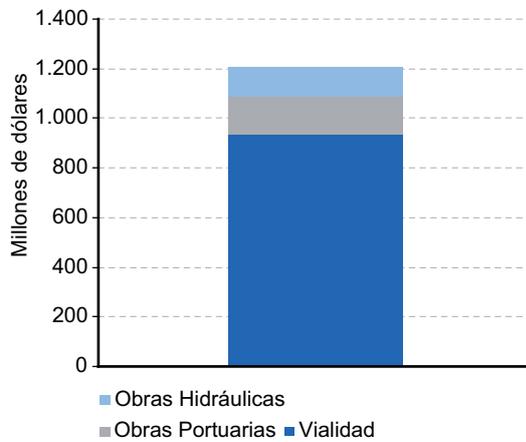
| Programa | Monto Asignado | Monto Promedio del Subsidio* |
|---------------------------------------------------------|----------------|------------------------------|
| Proyectos de Construcción | USD Millones | USD |
| DS N°40 | 104 | 6.559 |
| Fondo Solidario de Vivienda capítulo I | 352 | 15.622 |
| Fondo Solidario de Vivienda capítulo II | 44 | 13.038 |
| Programa de Protección del Patrimonio Familiar | 148 | 2.385 |
| Fondo Solidario I y II. Construcción en terreno propio. | 264 | 2.783 |
| Adquisición de Viviendas Construidas | | |
| Fondo Solidario de Vivienda capítulo I | 132 | 13.634 |
| Fondo Solidario de Vivienda capítulo II | 88 | 11.051 |

* Estimado en base a legislación, promedio 2007-2009, subsidio adicional de reemplazo de ahorro, según corresponda
Fuente: BBVA Research

Con relación a la construcción de infraestructura, el nuevo gobierno ha planteado que dará un nuevo impulso a las inversiones del sector. Durante los próximos cuatro años se impulsarían proyectos por USD 14 mil millones, de los cuales USD 8 mil millones se entregarían en concesión a operadores privados. El anuncio estaría indicando una redirección de la política pública luego de la reducción del presupuesto de la cartera en USD 29,4 millones y la eventual postergación de proyectos emblemáticos como la extensión del metro de Santiago. Sin embargo, la capacidad de ejecución pública podría impedir que el total de estos proyectos se concretara. Más aún al considerar que el plan de reconstrucción post terremoto de la infraestructura pública implica invertir USD 1.227 millones durante los próximos cuatro años, de los cuales estimamos que se ejecutará el 23% durante 2010, equivalente a USD 279 millones.

Gráfico 5

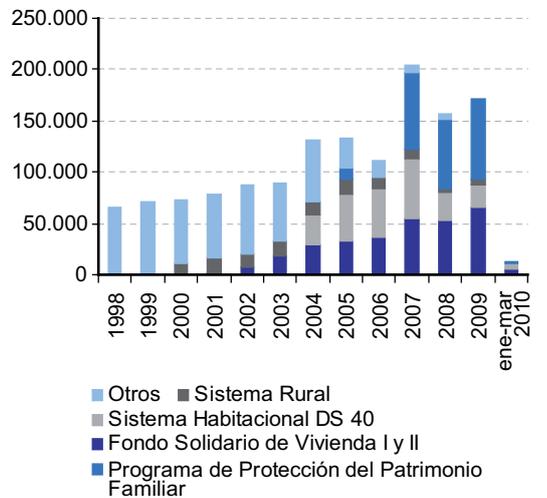
Plan de Reconstrucción de Obras Públicas por Área



Fuente: MOP

Gráfico 6

Subsidios Otorgados (número)



Fuente: MINVU

Por su parte, se requerirá inversiones por USD 3.300 millones para reemplazar la infraestructura social destruida con el terremoto, de los cuales aproximadamente USD 2.200 millones corresponderán a construcción. El gobierno ha planteado su intención de concesionar algunas de estas inversiones, y recientemente con la nueva ley y reglamento de concesiones inició su funcionamiento el Consejo de Concesiones, el cual estará conformado por el Ministro de Obras Públicas y cinco consejeros nombrados por éste, tendrá carácter consultivo y deberá informar acerca del tipo de infraestructura que se desarrollará, de los proyectos y modalidades de régimen concesional y de la evaluación social aprobada por el organismo de planificación competente.

Por otra lado, la Cámara Chilena de la Construcción estima un incremento de 10% en la inversión en infraestructura productiva durante 2010, y de 52% en 2011. La expansión estaría liderada por el sector minería que efectuaría proyectos de construcción por USD 14.136 millones durante los próximos cuatro años, le seguiría el sector energético con USD 8.367 millones en construcción durante ese mismo periodo. Ambos sectores explicarían el 78% del gasto en construcción de infraestructura productiva para el período 2010 a 2013.

3. Mercado de oficinas se reactiva en 2010 y mejoran perspectivas de proyectos comerciales en 2011

En Chile, la inversión en construcción de infraestructura productiva está destinada principalmente a cuatro sectores: minería, energía, forestal industrial, y edificación no habitacional. Del número total de proyectos de infraestructura productiva que se ejecutan actualmente, el sector minería alcanza un 26% de los proyectos, energía un 40%, el forestal industrial un 13% y el inmobiliario no habitacional un 12%.

La inversión en oficinas representa un subsector que se circunscribe dentro del sector inmobiliario no habitacional, donde también se encuentran los subsectores arquitectura, comercio, educación, oficinas, salud y turismo². Cabe mencionar que las inversiones en edificación no habitacional se concentran principalmente en la región metropolitana, con un 71% de lo estimado para el quinquenio. Por este motivo, es importante señalar que los efectos del terremoto no han supuesto un impacto relevante en las proyecciones de edificación no habitacional –en particular sobre el mercado de oficinas y comercio– principalmente porque en la región metropolitana los impactos del terremoto en el mercado inmobiliario no residencial fueron moderados y principalmente localizados en la Ciudad Empresarial del Municipio de Huechuraba.

2: Las perspectivas de los subsectores educación y salud dependen en gran medida de la inversión que realiza el sector público en infraestructura, lo cual fue analizado en otro apartado de este informe. Aquí nos centraremos en mayor medida en las perspectivas del mercado inmobiliario de oficinas y comercio, subsectores que dependen en mayor medida del ciclo de la actividad económica.

Tal como informara la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) en su informe de mayo 2010, el gasto estimado en construcción de inmuebles no habitacionales para 2010 es de US \$680 millones (10% inferior al del año anterior) dentro de lo cual la actividad derivada de la infraestructura para oficinas tendrá un gasto en construcción de aproximadamente US \$255 millones, 17% más que en 2009. A su vez, el subsector comercio se espera que alcance un flujo de US \$230 millones, 12% inferior al del año pasado, en tanto que para el subsector turismo se estima un gasto de US \$147 millones, correspondiente a un 35% menos que en 2009.

El mercado inmobiliario en general, y el de oficinas en particular, está altamente correlacionado con la evolución conjunta de la economía. Parte importante de los edificios de oficinas que se recibieron durante 2009 y otros que se recibirán durante el presente año iniciaron sus obras previo a la última crisis financiera, de manera tal que el escenario futuro del subsector es incierto y depende en gran medida del calendario de construcción de proyectos ya iniciados. Aunque para 2010 se espera una importante recuperación de la actividad económica, se sabe que ésta impacta de manera rezagada a la actividad del sector construcción, y dada la inercia que actualmente evidencia el mercado de oficinas, es la suma de estos efectos lo que provoca una relativa incertidumbre sobre las perspectivas del mercado. Según la interpretación de la CChC, la caída en el dinamismo del sector inmobiliario no habitacional se revertirá en 2011 a través del desarrollo de proyectos para el comercio, liderado por Cencosud y su mega proyecto Costanera Center (ver cuadro 3).

Cuadro 2

Infraestructura de Edificación No Habitacional: Principales Proyectos para 2010 (Millones de Dólares)

Construcción

| Empresa | Proyecto | Región | Inversión | | | | 2010 | 2011 |
|----------------------------------|----------------------------------------------------|--------|-----------|--------|--------|----|------|------|
| | | | Estimada | Inicio | Fin | | | |
| Inmobiliaria Manso de Velasco | Ciudad Empresarial y Aeroportuaria Pudahuel (Enea) | RM | 1885 | May-98 | Dic-20 | 90 | 96 | |
| Cencosud S.A. | Megaproyecto Costanera Center | RM | 700 | Ene-04 | Jun-12 | 65 | 214 | |
| Inmobiliaria La Cruz del Molino | Puerta del Mar | IV | 700 | Ene-02 | Dic-15 | 60 | 66 | |
| Gestora de Patrimonio S.A. | Ciudad Empresarial | RM | 800 | Oct-95 | Mar-15 | 57 | 47 | |
| Rantrur S.A. (Grupo Enjoy Chile) | El Reino de Los Andes (Casino Rinconada) | V | 130 | Mar-08 | Dic-10 | 44 | 0 | |
| Inmobiliaria Titanium | Parque Titanium Santa Rosa de Las Condes | RM | 300 | Dic-09 | Dic-12 | 40 | 86 | |
| Cencosud S.A. | Portal Ñuñoa | RM | 40 | Oct-09 | Oct-10 | 28 | 0 | |

Fuente: MACH 29, CChC

Considerando los diferentes subsectores que conforman el sector de la construcción, el terremoto tendrá efectos diferenciados en cada uno de ellos. La incertidumbre que la catástrofe ha supuesto determinó un retardo en el ritmo de recuperación en los segmentos de oficinas y viviendas. En cambio, se prevé un fuerte impulso en la construcción de infraestructura productiva y social. En términos netos, incluso en el primer trimestre del año el sector de la construcción creció 0,7%, y con el dinamismo que se anticipa para los trimestres siguientes se proyecta un crecimiento en torno a 9% para 2010.

4. Riesgos para el sector

Los riesgos más relevantes que se anticipan en el sector de la construcción tienen que ver con políticas y decisiones del sector público. Por un lado, es bastante general la noción de que el retardo en el avance del programa de subsidios se ha debido a que la prioridad ha estado en las soluciones de emergencia y en las regiones más afectadas en desmedro de los programas habituales y del resto de las regiones del país. En este sentido, a partir del segundo semestre se espera un fuerte impulso tanto en la reconstrucción de infraestructura destruida como en la política de estímulo al sector habitacional, en particular en la normalización del otorgamiento de subsidios. De igual forma, es muy importante avanzar en la definición de las normas técnicas que están actualmente en revisión producto de las fallas que presentaron algunas edificaciones. Retardos en estas áreas pueden tener efectos negativos en la confianza, como ha ocurrido con la de los empresarios del sector en los últimos meses, único segmento de la Encuesta de Expectativas Empresariales (que elabora la Universidad del Desarrollo) que se ha mantenido en terreno pesimista.

Hay también algunos riesgos asociados a un deterioro de la situación financiera internacional y un retorno de las restricciones al crédito. Sin embargo, el desempeño del sector en 2009 es una buena muestra de la resiliencia ante condiciones externas adversas. Un ejemplo de esto, es el Informe de Estabilidad Financiera de junio del Banco Central, donde se da cuenta de un test de stress realizado al sistema bancario chileno, suponiendo condiciones similares a las observadas el año pasado, con resultados claramente positivos en términos de solvencia, liquidez y en definitiva en cuanto a su capacidad de continuar realizando su función de intermediación financiera adecuadamente, en un entorno internacional adverso.

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 / Gobierno Corporativo".

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Chile:

Economista Jefe de Sudamérica

Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Economista Jefe Chile

Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Nathan Pincheira
npincheira@bbva.cl

Soledad Hormazábal
shormazabal@grupobbva.cl

Andrés Muñoz
amunozo@bbva.cl

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

José Luis Escrivá

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@bbvaprovida.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@grupobbva.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