

Situación Automotriz

Chile

Año 2012
Análisis Económico

- **Las ventas de vehículos nuevos aumentaron 1,4% en 2012**, por sobre las ventas de 2011, a pesar de los negativos pronósticos.
- **Chevrolet y Hyundai se mantienen** como las marcas líderes del mercado, pero se acortan las distancias.
- **Las condiciones financieras del mercado automotriz se mantuvieron favorables durante 2012**, y lo seguirán siendo en 2013, de acuerdo a nuestras proyecciones de tasas de interés y tipo de cambio real.
- **Para 2013, la favorable evolución de los determinantes de las ventas nos llevan a proyectar que estas alcanzarán a 357 mil unidades.** Con esto, el número de personas por auto alcanzaría a 5, dejando aún espacio para un crecimiento adicional del mercado automotriz.
- **Hacia 2020, el parque automotor alcanzaría a 4,8 millones de unidades** y las personas por auto a 3,8, similar al nivel actual de Argentina.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Ventas sorprenden al alza y alcanzan nuevo record en 2012.....	3
3. Condiciones financieras favorables para el mediano plazo.....	8
4. Proyección de ventas de vehículos nuevos.....	9
Recuadro 1: Parque automotor chileno superará las 4,8 millones de unidades en el 2020.....	10

Fecha de cierre: 7 de enero de 2013

1. Resumen

Las ventas de vehículos nuevos sorprendieron al alza al mercado que anticipaba un fuerte descenso respecto del 2011. Por el contrario, nuestro escenario contemplaba un leve aumento de las ventas para 2012, basado en un entorno externo débil, pero lejos del deterioro observado en la crisis financiera del 2009, y un escenario doméstico favorable dado un crecimiento económico en torno al potencial, un tipo de cambio apreciado respecto del cierre de 2011 y condiciones financieras estables. Finalmente, las ventas de vehículos nuevos crecieron 1,4% en 2012 y alcanzaron a 339 mil unidades, incluso por arriba de nuestra proyección de principios de año (337 mil unidades).

Las ventas por marcas y segmentos muestran una leve recuperación de los fabricantes japoneses y europeos, lo que está en línea con el comportamiento de sus monedas respecto del dólar, mientras que por rangos de precios, los automóviles de valor intermedio aumentaron su participación en las ventas. Por su parte, las ventas de vehículos usados crecerían levemente por sobre las ventas de automóviles nuevos.

El nuevo peak de ventas de vehículos llevaría el parque de autos a 3.466.817, lo que implica una tasa de motorización de 5 personas por automóvil, en línea con el nivel de ingreso de la economía. Con todo, el crecimiento económico esperado a futuro deja espacio para una mayor tasa de motorización en el mediano plazo.

Para 2013 proyectamos que las ventas de vehículos nuevos alcanzarán a aproximadamente 357 mil unidades, lo que implica un crecimiento de 5,6% anual. Esto considera que las condiciones financieras se mantendrán favorables en tasas de interés y estables en estándares crediticios. Asimismo, el tipo de cambio mostraría solo una acotada depreciación a lo largo del año, lo que se sumaría a la mantención del dinamismo de la actividad y los ingresos de la economía.

Hacia 2020, el parque automotor alcanzaría a 4,8 millones de unidades, lo equivale a 3,8 personas por automóvil. Esta cifra sigue estando muy por arriba de los registros de economías desarrolladas y se acercaría al valor actual de Argentina de 3,7.

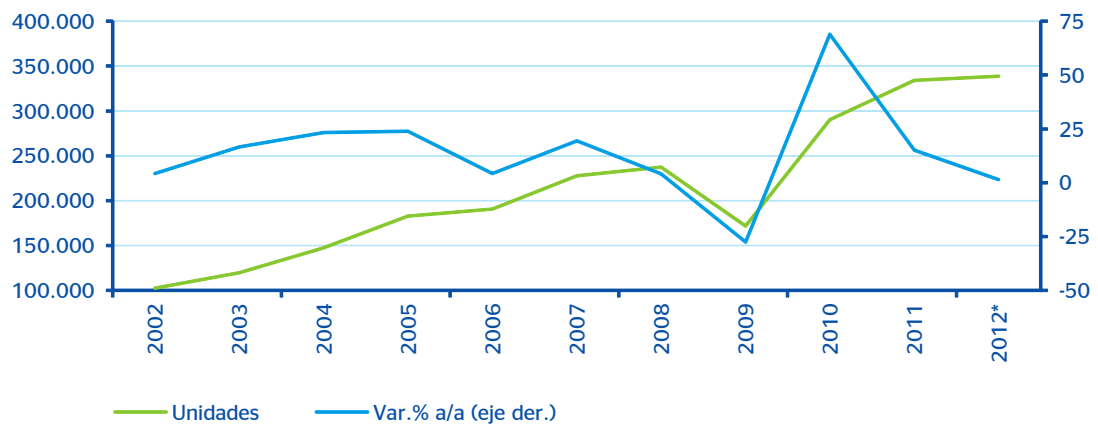
2. Ventas sorprenden al alza y alcanzan nuevo record en 2012

De acuerdo a la Asociación Nacional Automotriz de Chile (ANAC), las ventas de vehículos livianos nuevos alcanzaron a 338.826 unidades en 2012, 1,4% por arriba de las ventas de 2011. Si bien esta cifra de crecimiento está muy por debajo del registrado el año 2011, 15,1%, representa una gran sorpresa con relación a las expectativas del mercado entre fines del año pasado y comienzos de este. La propia ANAC, en su informe de enero 2012, proyectó ventas entre 280 y 300 mil unidades, lo que habría implicado caídas de 15,2 y 9,1%, respectivamente. Es importante destacar que en el mercado automotriz chileno la oferta de vehículos es totalmente importada y, dados los elevados costos de mantención del stock, expectativas de baja demanda determinan una caída en las importaciones y en los vehículos disponibles para la venta. De esta forma, las proyecciones de caída en las ventas para el año se transformaron en una profecía autocumplida, aunque afortunadamente sólo en el primer cuatrimestre de 2012, cuando efectivamente las ventas se mantuvieron por debajo del año previo. Sin embargo, la fortaleza de la demanda se tradujo eventualmente en mayores importaciones, por lo que dado el rezago que hay entre la orden de importación y la disponibilidad para la venta en este mercado la tendencia negativa comenzó a revertirse recién a partir de mayo.

En el Situación Automotriz 2011, publicado en enero pasado, proyectamos ventas de 337 mil unidades para 2012. Esta proyección, que en su momento pudo ser catalogada como optimista, terminó incluso por debajo de los casi 339 mil autos que se vendieron el año pasado (Gráfico 1). Cabe mencionar que nuestra proyección se basaba en un escenario macroeconómico relativamente benigno en el plano externo, con una situación internacional débil pero lejos del escenario de crisis como la que determinó la caída de las ventas en 2009. En este sentido, se anticipó que los factores que explicarían el comportamiento de la demanda por automóviles serían la apreciación del tipo de cambio nominal y real, la mantención de buenas condiciones financieras, la mejora en las expectativas de los consumidores y un crecimiento del PIB favorable. Este último cerrará el año incluso por sobre nuestra estimación de ese momento.

Gráfico 1

Venta de automóviles nuevos (Unidades, Var.% a/a)



(*) Proyección BBVA Research
Fuente: ANAC y BBVA Research

Ventas por marcas y segmentos muestran leve recuperación de fabricantes japoneses y europeos en el mercado local

Con datos desagregados de ventas hasta noviembre de 2012, las 7 marcas más vendidas mantienen el liderato que tenían en 2011. En la Tabla 1 se observa que Chevrolet, Hyundai y Nissan, en ese orden, se mantienen como marcas líderes con marginales retrocesos en su participación de mercado. A continuación Kia, Toyota, Suzuki y Ford mantienen su posición relativa, aunque se observa un importante retroceso en Suzuki, mientras las otras 3 son las que presentan los mayores aumentos de participación, destacándose el caso de Toyota. En este sentido, es interesante destacar que con la excepción de Suzuki las marcas japonesas detienen o revierten el retroceso observado en años previos. Esto sería consistente con el comportamiento del Yen, que en el año 2012 se depreció 4% respecto al dólar, en lugar de la fuerte apreciación que tuvo en los años 2010 y 2011. Algo similar, aunque en menor magnitud ocurre con el euro, que se depreció 2,7% en el año, luego de un comportamiento esencialmente estable en 2011. La relativa estabilización, y en algunos casos avance en la participación de las marcas norteamericanas y europeas estaría en cierta medida apoyada en la apreciación del Won coreano y el Yuan chino.

Tabla 1

Participación de Mercado de las principales marcas (% del total)

Ranking 2012	Marca	Ventas 2009	Ventas 2010	Ventas 2011	Ventas a nov. 2012
1	CHEVROLET	18,3	17,1	17,0	16,7
2	HYUNDAI	16,0	12,3	10,5	10,4
3	NISSAN	10,6	11,8	10,4	10,2
4	KIA	10,1	8,7	8,3	8,6
5	TOYOTA	7,5	8,6	6,9	7,8
6	SUZUKI	6,8	6,5	6,5	5,2
7	FORD	2,9	2,5	3,0	3,2
8	PEUGEOT	2,4	2,5	2,6	2,6
9	MITSUBISHI	3,2	2,7	2,7	2,6
10	CHRYSLER	2,6	2,4	2,7	2,5
11	Otros	19,6	24,9	29,4	30,2

Fuente: ANAC

En la Tabla 2 se presenta el origen de la importación de vehículos livianos de acuerdo a información de ProChile. De acuerdo a esta información, el año 2011 se observó un importante retroceso de las importaciones provenientes de Corea y Japón, y una recuperación de las de Europa y Norte América. Para 2012, hay información por origen sólo disponible al primer trimestre. Estos datos parciales muestran un fuerte repunte de las importaciones desde Corea, y retrocesos principalmente desde Europa y Japón.

Tabla 2

Origen de la importación de autos livianos (% de participación)

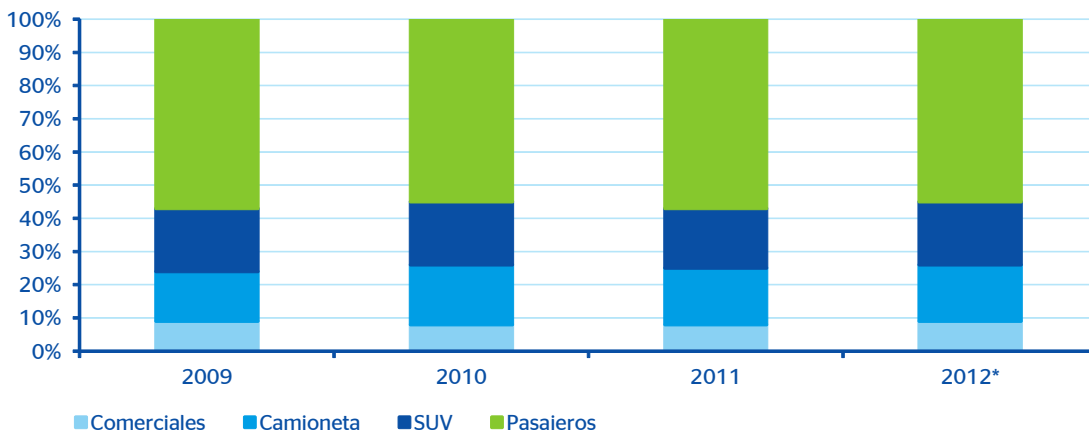
País	2010	2011	1T2012
COREA DEL SUR	31,9	29,9	35,1
CHINA	4,0	7,5	7,3
EE.UU./CANADA	8,9	9,5	8,8
EUROPA	15,2	19,0	17,3
JAPON	29,8	21,7	19,6
LATAM	8,6	9,8	9,3
RESTO	1,7	2,5	2,5
Total	100,0	100,0	100,0

Fuente: ProChile

En el Gráfico 2 se muestra el comportamiento de las ventas por segmento. Con datos hasta julio 2012, puede verse que en esencia se mantiene la estabilidad en la participación de los diferentes segmentos, con los vehículos de pasajeros manteniéndose en torno a 55% del total, los SUV aproximándose al 20%, y las camionetas y comerciales en aproximadamente 17% y 9%, respectivamente.

Gráfico 2

Vehículos livianos nuevos por segmento (% de participación)



(*) Datos hasta Julio 2012
Fuente: ANAC

Ventas de vehículos nuevos muestran mayor participación de automóviles de valor intermedio

De acuerdo al Instituto Nacional de Estadísticas, los precios de los vehículos de pasajeros nuevos bajaron 2,8% en 2010, volvieron a caer 0,8% en 2011, y se recuperaron 0,8% durante el primer semestre de 2012. Dadas estas variaciones acotadas en el índice de precios promedio, es posible revisar la evolución de las ventas de vehículos por rango precios sin realizar ajustes adicionales respecto de años anteriores (Tabla 3).

Tabla 3

Participación por rango de precios de vehículos de pasajeros (millones de pesos y %)

Rango de precios	2010	2011	2012*
Hasta 5 millones	13,9	16,9	13,2
de 5 a 7 millones	39,2	35,9	40,7
de 7 a 9 millones	19,3	21,6	26,3
de 9 a 11 millones	11,2	8,5	8,5
de 11 a 13 millones	4,4	4,8	3,7
de 13 a 15 millones	4,4	5,7	2,4
Más de 15 millones	7,6	6,6	5,2

(*) Datos hasta Julio 2012
Fuente: ANAC

Así, lo más relevante es el aumento en la participación de las ventas de autos de precios intermedios. En particular los segmentos de 5 a 9 millones de pesos. Este aumento se da principalmente a cambio de una reducción en la participación en las ventas de los vehículos de mayor valor. No obstante, es bueno recordar que estos datos pueden ser incluso consistentes con la mantención o el aumento en el nivel de las ventas de autos de menor y mayor valor. También es interesante destacar que estos resultados son igualmente coherentes con el incremento del ingreso salarial real de los últimos años.

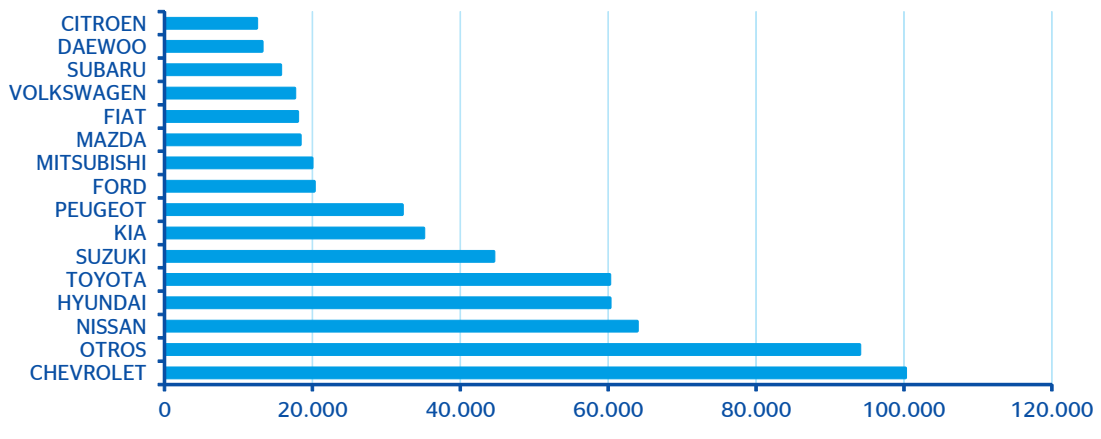
Ventas de vehículos usados crecen levemente por sobre las ventas de automóviles nuevos

En el mercado de vehículos usados, de acuerdo a la Cámara Nacional de Comercio Automotriz de Chile (CAVEM) y con base a las transacciones registradas en el Servicio Nacional de Registro

Civil e Identificación, hasta octubre del presente año se han vendido 625.158 unidades, 1,8% por arriba de las ventas en igual periodo de 2011. Con esto, las ventas de vehículos usados representan el 69% de las ventas totales de vehículos livianos. De éstas, Chevrolet tiene una participación de 16%, Nissan 10,2% y Hyundai 9,6%, magnitudes bastante similares a las que tienen estas marcas líderes en la venta de autos nuevos (Gráfico 3).

Gráfico 3

Ventas de vehículos usados enero-octubre 2012 (unidades)



Fuente: CAVEM

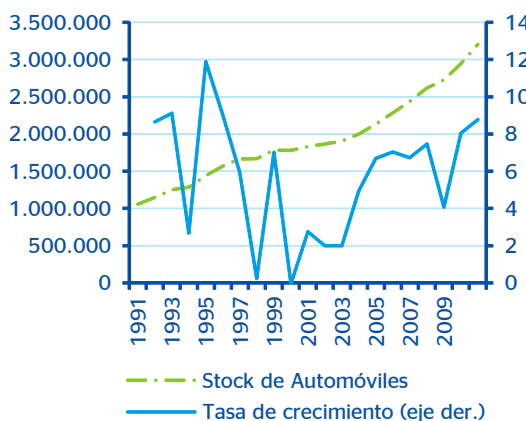
Parque Vehicular crece en línea con mayor ingreso per cápita

El parque de vehículos motorizados del país alcanzó a 3.571.219 unidades al cierre de 2011, según el informe del Instituto Nacional de Estadísticas Parque de Vehículos en Circulación 2011. De estos, 3.203.760 unidades corresponden a autos livianos (Gráfico 4).

En términos de la tasa de motorización definida de manera inversa, esto es, número de personas por auto, continúa la gradual reducción del indicador observado durante las últimas 2 décadas. Al año 2011, habría 5,4 personas por auto (Gráfico 5), y de acuerdo a las ventas y nuestra estimación de parque automotriz para 2012, 3.466.817, este indicador se ubicaría en 5 personas por auto. Sin embargo, como señalamos en nuestro Situación Automotriz 2011, el dato de Chile todavía está lejos del de las economías desarrolladas e incluso de países líderes de la región, como Argentina, donde para este año se estima alcanzará a 3,7 personas por auto (Situación Automotriz Argentina 2012).

Gráfico 4

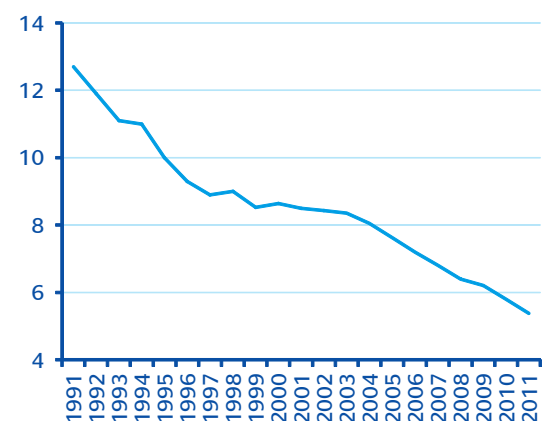
Parque automotor de autos livianos (unidades, Var.% a/a)



Fuente: ANAC, INE y BBVA Research

Gráfico 5

Tasa de motorización (personas por auto)



Fuente: BBVA Research

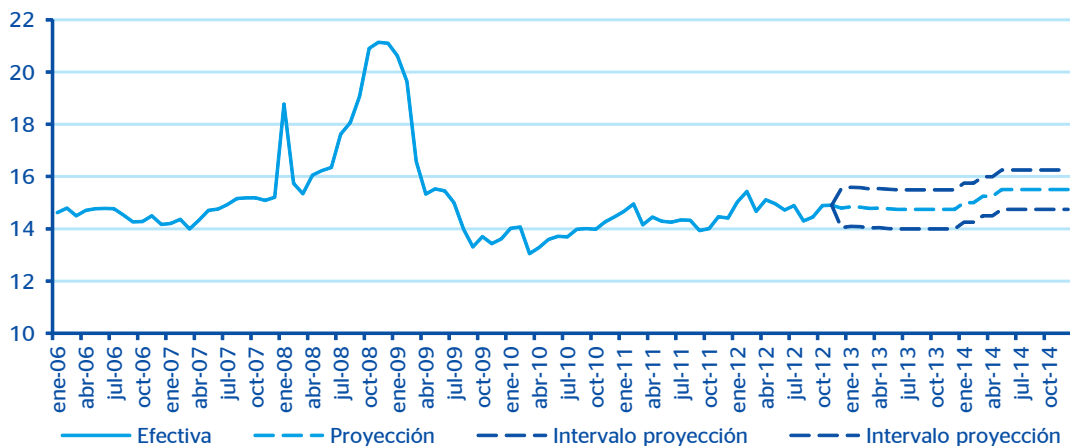
3. Condiciones financieras favorables para el mediano plazo

Tasas de interés y condiciones crediticias estables configuran un escenario favorable para el mercado automotriz

La percepción de demanda por créditos de consumo se mantuvo dinámicas en el último año, en línea con el favorable desempeño del mercado laboral, el incremento de los salarios, la estabilidad de la política monetaria definida por el Banco Central y el descenso de los spreads implícitos para este tipo de préstamos en el sistema. Sin embargo, según la encuesta de condiciones crediticias trimestral del Banco Central, éstas mostraron parámetros más estrictos para el otorgamiento de este tipo de créditos a lo largo del año, lo que es reflejo de una postura algo más precavida de las instituciones financieras, motivada principalmente por la incertidumbre externa.

Para el mediano plazo, tomando como referencia las tasas de interés para créditos de consumo por montos superiores a UF200, estimamos que el costo de financiamiento para los consumidores se mantendrá relativamente estable, luego de alcanzar niveles en torno a 15% anual y mostrar alguna disminución del spread respecto de la tasas de interés base. Esta mantención considera un escenario de estabilidad en la conducción de política monetaria y de las primas por riesgos. A esto se suman condiciones crediticias en niveles similares a los actuales, lo que configura un panorama favorable para el financiamiento automotriz en el mediano plazo (Gráfico 6).

Gráfico 6
Tasa de interés de créditos de consumo (% nominal anual)



Fuente: SBIF

Tipo de cambio apoyaría el incremento en ventas de automóviles en el mediano plazo

Durante 2012, el tipo de cambio nominal peso/dólar mostró una tendencia a la apreciación, en un contexto de elevado precio del cobre y significativos flujos de capitales hacia nuestra economía. Así, luego de cerrar 2011 en \$520 por dólar, el tipo de cambio promedió \$486 por dólar en 2012, cerrando el año en \$477 por dólar. Por su parte, las medidas multilaterales también mostraron una tendencia a la apreciación del peso, llevando el índice de tipo de cambio real a niveles en torno a 88, luego de cerrar 2011 en 95,2.

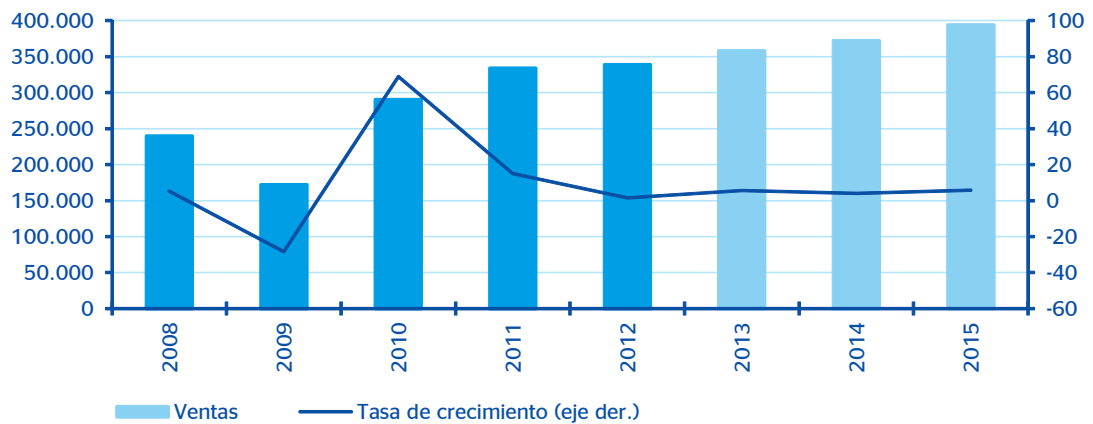
Para 2013, estimamos que el tipo de cambio real multilateral se mantendrá relativamente estable en los niveles actuales, lo que supone una leve depreciación del tipo de cambio para cerrar en \$498 por dólar en diciembre 2013, y una inflación local algo por sobre la inflación externa relevante para esta variable. Así, las condiciones cambiarias continuarán siendo favorables para el mercado de vehículos nuevos.

4. Proyección de ventas de vehículos nuevos

Luego de crecer 1,4% durante 2012, producto del efecto de la incertidumbre externa en las expectativas de los principales operadores del mercado y particularmente de los importadores, en 2013 las ventas retomarían un ritmo coherente con el comportamiento de los principales determinantes económicos y financieros. Así, proyectamos un crecimiento de 5,6% para las ventas de vehículos livianos nuevos alcanzando aproximadamente 357 mil unidades (Gráfico 7). Para 2014 y 2015, proyectamos crecimientos de 4,0 y 5,8%, respectivamente. Con esto, en 2015 las ventas se ubicarán en torno a 394 mil vehículos, aunque todavía con espacio para el crecimiento dado el número de personas por vehículo que se estima en 4,1 para ese año.

Gráfico 7

Venta de automóviles nuevos (unidades, var. % a/a)



Fuente: BBVA Research

Recuadro 1: Parque automotor chileno superará las 4,8 millones de unidades en el 2020

El rápido crecimiento del parque automotor no es un fenómeno exclusivamente chileno, sino que también se viene observando en otras economías emergentes con alta densidad poblacional y persistente crecimiento económico. Así, en la última década, el parque automotor de los países EAGLEs se multiplicó en 1,5 veces, mientras que el chileno aumentó 75%¹. En los países asiáticos, se incrementó en 2,3 veces debido al fuerte empuje de China, India e Indonesia. Paralelamente, la demanda de automóviles en los países desarrollados perdió impulso y la demanda se contrajo de forma significativa, como consecuencia de la crisis financiera internacional de finales de la década pasada.

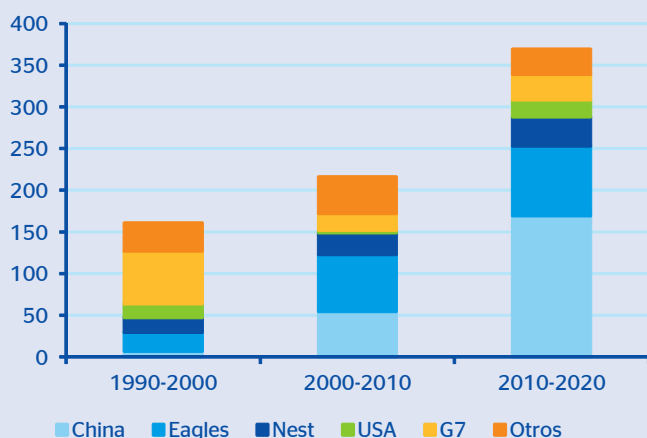
En este contexto, BBVA Research ha proyectado el crecimiento del parque automotor para diversas economías emergentes en los próximos años, las que serán protagonistas en el desarrollo del sector automotriz. Para ello, se estimó un modelo de panel de largo plazo para evaluar los cambios en el número de automóviles por mil habitantes, como función del ingreso per cápita, el grado de urbanización, la densidad poblacional, la profundidad financiera y la calidad de las infraestructuras vial². El modelo subyacente hace uso de una relación no lineal denominada curva de Gompertz, que vincula los niveles de tenencia de autos con la renta por habitante. La idea detrás de esta relación es que el ratio de autos por habitante es muy baja para niveles muy bajos de renta

per cápita; sin embargo, despegua en niveles de ingreso medio-bajo y crece muy rápido hasta alcanzar ciertos niveles de saturación cuando el ingreso es alto.

De acuerdo con este modelo, un crecimiento elevado y sostenido impulsará la demanda de autos en las economías emergentes (Gráfico 8). En América Latina, Turquía y el resto de Asia, la demografía será también un factor relevante. De esta manera, se espera que el parque chino de automóviles se cuadruple durante esta década y se convierta en el mayor del mundo. Brasil alcanzará el tamaño de Japón, mientras Rusia y la India se acercarán a dicho nivel, dejando atrás al resto de países del G7. Por el contrario, los mercados desarrollados se encuentran cercanos a los niveles de saturación tanto por razones de ingreso por habitante como demográficas, con la excepción de los Estados Unidos. Las ventas en estos países dependen de la depreciación y de los avances tecnológicos.

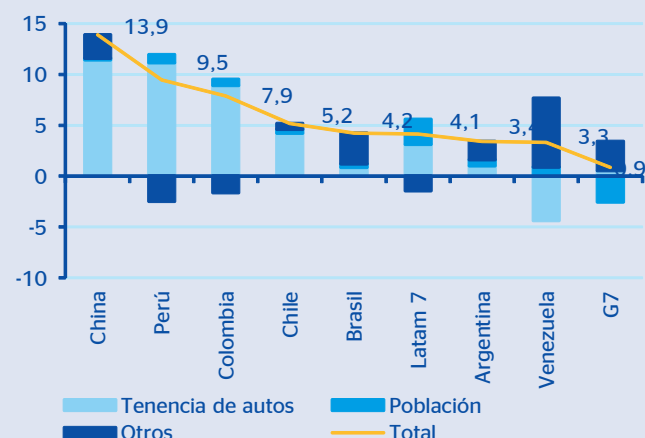
En el caso de Chile, el incremento esperado de parque de autos para la presente década (2010-2020) es del 5,2% (Gráfico 9), crecimiento menor al esperado para los países EAGLEs (8%) y superior al de las siete economías más grandes de América Latina (4%). Esto crecimiento del parque automotor determinará que hacia el 2020 alcancemos una tasa de motorización de 3,8 personas por auto, similar a la que actualmente tiene Argentina.

Gráfico 8
Aumentos en el parque mundial de autos por décadas (millones)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 9
Crecimiento anual del parque automotor en 2010-2020 (pp, por componentes)



* Arriba de las barras se presenta el crecimiento anual de la década 2010-2020
Fuente: BBVA Research

1: El término EAGLEs (acrónimo de Emerging and growth-leading economies) ha sido acuñado por BBVA Research para designar a las economías que tendrán una alta contribución en el crecimiento mundial en los próximos diez años. Los países que actualmente conforman este grupo son: Brasil, China, India, Indonesia, Corea, México, Rusia y Turquía. Adicionalmente, existe un conjunto de países que podrían merecer esta calificativo en el futuro y que, actualmente, están agrupados bajo el término Nest, conformado por Argentina, Bangladesh, Chile, Colombia, Egipto, Malasia, Nigeria, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Sudáfrica, Tailandia, Ucrania y Vietnam. Para más información sobre los EAGLEs ver: <http://www.bbvarresearch.com/KETD/ketd/esp/nav/geograficas/eagles/index.jsp>

2: Para más detalle del modelo y los resultados ver el Observatorio Económico de BBVA Research "Las economías emergentes clave para el sector automovilístico", http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/121010_EAGLEs_Auto_Projections_ES_tcm346-359405.pdf?ts=26112012

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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 Chile:

Economista Jefe Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Felipe Jaque
fjaques@bbva.com

Fernando Soto
fernandoantonio.soto@bbva.com

Maximiliano Alvarez
maximiliano.alvarez@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

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

Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

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

Coordinación Latam
Juan Ruíz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Análisis Macro México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Economías Desarrolladas:
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

Áreas Globales:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

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

Equity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global
Javier Serna
javier.serna@bbvauk.com

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

Interesados dirigirse a:

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