

4 La fuerte desaceleración en América Latina en la primera mitad de 2014 se revertirá hacia delante

Decepcionantes datos de actividad en el primer y segundo trimestre, por debajo de lo anticipado hace tres meses

En la mayoría de países de la región la constante han sido los decepcionantes datos de actividad en la primera mitad del año, particularmente los relacionados con la demanda interna, como ventas al menudeo y confianza del consumidor aunque también otros relacionados con la oferta como producción industrial y confianza del productor. En efecto, con la excepción de Colombia, los indicadores de confianza continuaron moderándose, entrando en terreno de ligero pesimismo en la mayoría de países (Gráfico 4.1), al tiempo que se desaceleraban las ventas al por menor en la mayoría de países (Gráfico 4.2). Como se verá más adelante, ha destacado también la fuerte moderación de la inversión. Cabe mencionar que estos decepcionantes datos responden en su mayor parte a choques idiosincráticos que se anticipa que serían de naturaleza temporal.

En Chile y México las principales decepciones han venido por inversión y consumo. Indicadores de confianza de los empresarios en Chile así como producción industrial, afectada principalmente por el sector minero, ya han resentido el efecto de la incertidumbre interna asociada a la reforma tributaria (ver Sección 5). Más recientemente la confianza de los consumidores y las ventas al menudeo han resentido también una moderación importante (Gráficos 4.1 y 4.2). Cabe señalar que tanto en Chile como en el caso de México la moderación en el indicador de ventas al menudeo se relaciona en buena medida con el debilitamiento de los ingresos de las familias en términos reales, que han mostrado moderaciones continuas en los últimos trimestres. En ambos países la pérdida en ingresos reales es evidencia de la creciente debilidad del empleo, ya que la mejora en este indicador se ha producido sobre todo en el segmento de empleo de baja calidad (empleo “por cuenta propia” en el caso de Chile y empleo con salarios de entre cero y tres salarios mínimos en el caso de México). La masa salarial en Chile en términos reales ha pasado de crecer en el orden de 6,0% en 2013 a 5,0% anual en el primer trimestre de 2014, mientras que en el caso de México la misma comparación es más dramática y las variaciones entre 2013 y el 1T14 son desde 0,10% a -3,8%; en este caso afectada por el efecto de la reforma fiscal sobre el precio de algunos bienes y servicios en el primer trimestre del año.

La sorpresa negativa del primer trimestre fue particularmente relevante en el caso de México, donde el crecimiento del 1T que estimábamos (al igual que Banxico) en 0,6% se ubicó en 0,3% t/t. Esta sorpresa estuvo relacionada con varios factores: efectos negativos no anticipados de la reforma hacendaria¹ sobre la inversión y sobre el ingreso real de los asalariados además de su efecto en precios de algunos bienes y servicios que a su vez tuvo un efecto negativo en el consumo. En lo relativo a la reforma fiscal algunos de los sectores más afectados habrían sido el sector minero y el de maquiladoras además de las empresas pequeñas y medianas por mayor carga impositiva y menores deducciones autorizadas. Por su parte, las condiciones extraordinariamente adversas del invierno en EEUU entre otros factores se tradujeron en una contracción en el producto de ese país que afectó también a algunos sectores de la manufactura mexicana. A esto se sumó la dilación en la ejecución presupuestaria a lo largo de 2013 y el inicio de 2014; cabe decir por ejemplo que la inversión pública en los primeros tres meses del año fue 6,5% menor que el trimestre anterior a lo que se sumó un importante desabastecimiento de gas en la segunda mitad del 2013 que afectó la producción industrial.

1: El porcentaje de respuestas en el sentido de que la política fiscal que se está instrumentando es el principal factor que podría obstaculizar el crecimiento pasó de 2% en enero de 2013 a 17% en diciembre; 12% en la encuesta de junio.

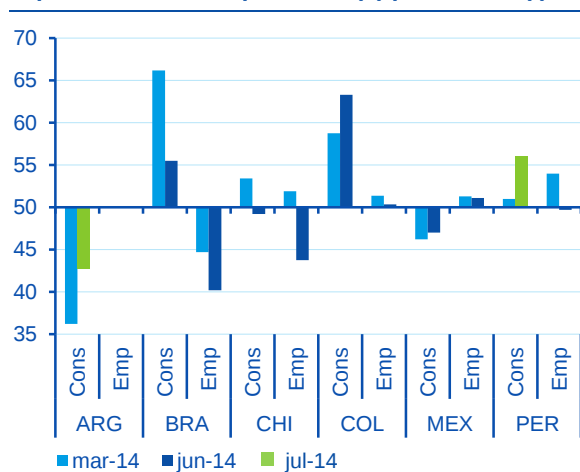
Por su parte, en Perú el crecimiento de la actividad ha sorprendido continuamente a la baja en lo que va del año. Particularmente intensas han sido las moderaciones en la minería, construcción así como las manufacturas no primarias, situación que se ha intensificado por factores de oferta como el retraso en la puesta en marcha de la mina de Toromocho. Los datos disponibles del segundo trimestre tales como confianza del productor, consumidor y producción industrial apuntan a un panorama de crecimiento significativamente menor a lo esperado hace un trimestre.

En el caso de Argentina, los indicadores conocidos del segundo trimestre, en particular ventas al menudeo y actividad industrial, apuntan a que luego de dos trimestres de contracción, la economía se volvería a contraer en el periodo abril-junio. Situación de deterioro se observa en Brasil, donde han sido importantes las revisiones en términos de confianza de productores y consumidores influidos por la incertidumbre asociada a las políticas económicas por venir, el impacto de la desaceleración en China y Argentina sobre las exportaciones y la inflación elevada y persistente, lo que ha desincentivado las inversiones.

Mención aparte merece el caso de la economía colombiana, cuyo ciclo continúa desacoplado del resto de la región. En el primer trimestre en particular, el crecimiento estuvo por arriba de lo esperado, relacionado principalmente con el repunte en el sector de la construcción tanto pública como privada. Destacaron también los indicadores de confianza y la expansión de las ventas al por menor en 7,2% interanual, frente al 4,2% en 2013. Si bien los datos del segundo trimestre apuntan a que fuerte dinámica habrá continuado, el crecimiento se habrá moderado ligeramente comparado con los primeros meses del año y será más acorde con su crecimiento potencial (ver Recuadro 1).

Gráfico 4.1

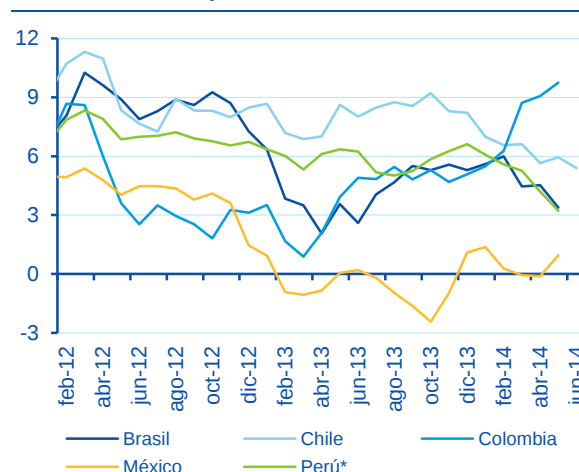
Confianza del consumidor y del productor, índice 50pts el umbral de optimismo (+) pesimismo (-)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 4.2

Latam: Ventas al por menor, %a/a



*Valor añadido por el sector comercio al PIB (incluye también ventas al por mayor).

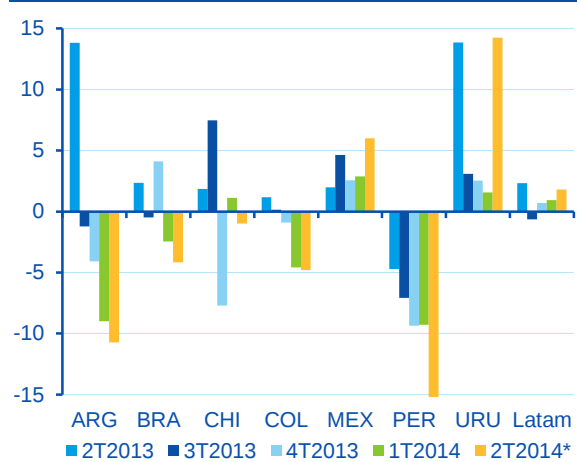
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

En el frente externo, la dinámica ha sido también de moderación aunque en menor medida que en los datos de demanda interna. Las exportaciones han sufrido contracciones especialmente notables en el caso de Argentina y Perú, mientras que la moderación ha sido menor en Brasil y Colombia, con pocos cambios en Chile y con crecimientos en México —que obedecen a la recuperación de EEUU— y Uruguay. El sector industrial argentino ha sido afectado por la moderación en Brasil. En Perú, la caída en explotación minera ha tenido fuertes efectos en el sector exportador. Con ello, la ya débil dinámica de crecimiento del valor de las exportaciones de bienes en el país andino (-9,0% en 2013) se intensificó en los primeros meses del año, con un -11,9% interanual en los primeros cinco meses del año. En Colombia las exportaciones resintieron el efecto la menor demanda por exportaciones industriales y los choques en precios de petróleo y carbón. Por

su parte en México luego del efecto negativo de las severas condiciones climáticas en EEUU en el primer trimestre, en los siguientes meses las exportaciones manufactureras han reportado un significativo repunte, particularmente las automotrices (Gráfico 4.3).

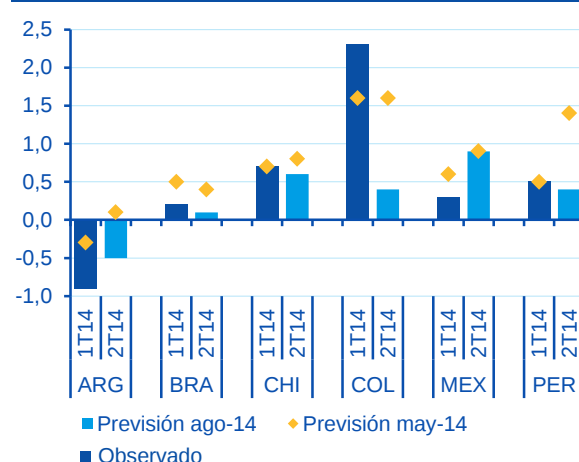
Con todo lo anterior, las sorpresas sobre la evolución de la actividad económica en la región han sido principalmente negativas, con un crecimiento en el primer trimestre por debajo de lo anticipado hace tres meses, salvo en el caso de Colombia (Gráfico 4.4), y unos indicadores parciales en el segundo trimestre de 2014 que llevan a un ajuste a la baja de nuestras previsiones de crecimiento en ese trimestre —y también en el conjunto de 2014, como se verá más adelante—.

Gráfico 4.3

Latam: Exportaciones (% a/a)

*En Colombia y Perú solo están incorporados los datos de abril y mayo.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.4

Latam: crecimiento del PIB t/t% esperado vs observado

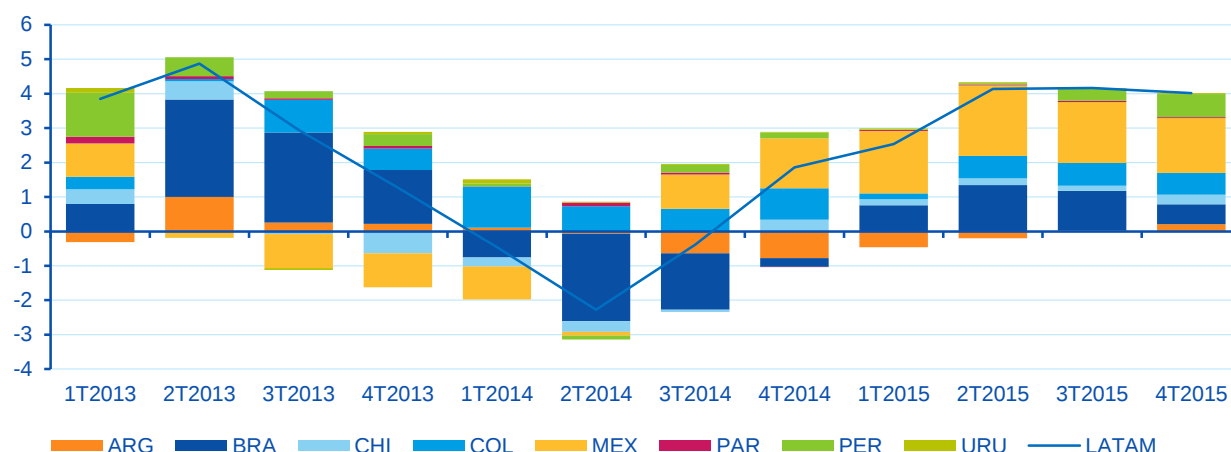
Fuente: BBVA Research

Entre los indicadores más débiles, destaca la moderación de la inversión, que incluso se contrajo en el primer trimestre de 2014

El componente de inversión es el que ha registrado el ajuste más severo dentro de la demanda agregada, y es que su dinámica ha pasado desde crecer en torno a 3,2% interanual en promedio en la región en 2013 a una caída en promedio de -0,5% interanual en el primer trimestre de 2014 que se habría profundizado hasta -2,3% estimado en el segundo (ver Gráfico 4.5). Detrás de esta caída generalizada (salvo en Colombia) se encuentran una variedad de factores. En el caso de Chile y México por ejemplo, la fuerte caída de la inversión privada se relacionó parcialmente con la incertidumbre asociada al proceso de reforma tributaria de la que ahora se conocen algo más de detalles; en México también influyó la lenta ejecución del gasto público antes mencionada que se tradujo en una menor inversión pública. A esta incertidumbre que afectó negativamente a las inversiones desde el final del año pasado se une la lenta ejecución del presupuesto público en ambos casos —en Chile la caída en la inversión pública en el último trimestre de 2013 contribuyó a explicar el 25% de la caída en la inversión total—. Cabe señalar en el caso de Chile que los indicadores más recientes de importaciones de bienes de capital (relacionados con inversión) muestran contracción, mientras que el flujo de crédito a empresas y familias se ha desacelerado fuertemente. Por su parte en la segunda semana de julio se aprobó la eliminación del incentivo a la inversión en base de depreciación instantánea por 12 meses, lo que podría inhibir algunas inversiones adicionales anticipadas para el cuarto trimestre.

En el caso de Perú la inversión también ha sorprendido a la baja, situación vinculada principalmente con la caída de la confianza empresarial, menores proyectos de inversión en minería e hidrocarburos (el principal componente sectorial de la inversión en Perú) y también con el retraso en la ejecución de proyectos de inversión pública, especialmente por las autoridades regionales. Por su parte en Brasil persisten los problemas asociados a la calidad de la infraestructura, y la disminución de la competitividad; la inversión se ubicó en -2,0% en los primeros meses del año, luego de crecer 5.1% en 2013.

Gráfico 4.5

Latam: Inversión total (% a/a) y contribuciones

Fuente: BBVA Research

Con todo, hacia delante se espera una recuperación de la inversión, liderada por aquella ejecutada desde el sector público en prácticamente todos los países de la región. En el caso de Perú la mayor confianza en el crecimiento viene de la mano de la mejora esperada en infraestructuras en línea con una serie de proyectos recientemente dados en concesión, además del mayor gasto esperado para el segundo semestre de 2014 vinculado a obras de prevención relacionadas con el fenómeno de El Niño. Además las minas de Toromocho y Antamina estarán en plena capacidad operativa hacia la segunda parte del año, lo que redundará en el aumento de las exportaciones. En México el mayor presupuesto aprobado por el Congreso para 2014 y no ejecutado hasta ahora implicará un importante crecimiento de la inversión pública en la segunda parte del año y en 2015, lo que va de la mano con la puesta en marcha de obras de infraestructura contempladas en el Plan Nacional de Infraestructura 2014-2018 aprobado recientemente. Asimismo, en Chile el escenario base proyecta una mejora importante en el gasto público y en capital.

La inversión en Brasil experimentará un repunte hacia la última parte del año influido por la menor incertidumbre en relación con el crecimiento mundial y de cara a las próximas elecciones presidenciales de octubre. Por último, en Colombia, la inversión ha mantenido un fuerte crecimiento, del orden de 6,2% en 2013 y 14,6% en el primer trimestre de 2014. En el resto del año y en 2015 la demanda estará alentada por la continuación del ambicioso proyecto 4G de infraestructuras y que implicará un crecimiento promedio de la inversión cercana a 10% anual.

Los malos datos observados en el segundo trimestre, así como un repunte de la demanda doméstica y externa a menor ritmo que lo esperado, llevan a una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento de 2014

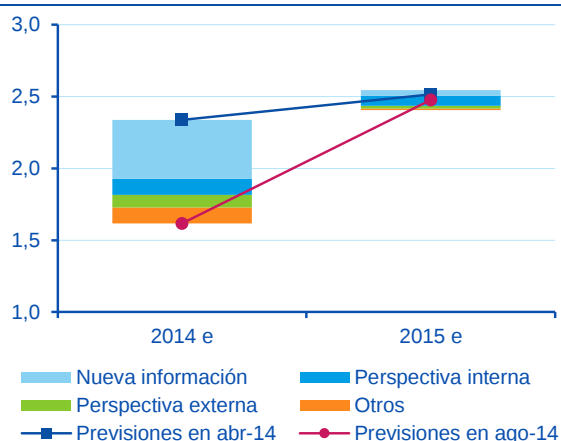
En un contexto de moderación tanto en expectativas como en indicadores de actividad durante los últimos tres meses (con la notoria excepción de Colombia cuyo ciclo parece haberse desacoplado del resto de la región), hemos revisado a la baja el pronóstico de crecimiento para 2014 de forma significativa, en magnitudes desde 4 décimas en el caso de Paraguay hasta 1,1 puntos porcentuales en el caso de Perú.

En el conjunto de la región los factores detrás del ajuste de la previsión de crecimiento en 0,7 puntos porcentuales (p.p.) son, por una parte, las sorpresas negativas en los datos observados durante los últimos tres meses (0,4pp, ver Gráfico 4.6) y, por otra, que el repunte esperado en la demanda doméstica y externa, para los siguientes meses será algo menor que el anticipado hace tres meses.

A pesar de que la revisión es importante cabe hacer algunas puntualizaciones: por un lado, hacia 2015 todas las estimaciones apuntan a que las economías recobrarán impulso —no hemos cambiado la estimación de crecimiento para la región en 2015— y para los siguientes años el crecimiento se volverá a acercar al potencial de 3,1% estimado para el periodo 2016-2020 (ver Recuadro 1). Por otro lado, conviene destacar que la diferenciación continuará en la región y confirmamos que aquellos países con políticas económicas históricamente ortodoxas están mejor posicionados para enfrentar periodos de moderación interna y choques externos. Es así que la mayor parte de la revisión proviene de menores perspectivas en el bloque de Mercosur, (ver Gráfico 4.7) mientras que en los países agrupados en la Alianza del Pacífico la corrección en el pronóstico se concentra en México, y como mencionamos antes, Colombia corrige a la alza su perspectiva de crecimiento. Por otra parte, hacia 2015 mientras que algunos países de Mercosur arrastrarán alguna inercia negativa que hará que la revisión a la baja involucre también al próximo año, en Perú y México esperamos un importante repunte desde el final de este año y que se extenderá al siguiente e implica revisión a la alza en dicho bloque. Ambos efectos se compensan con lo que en el agregado la perspectiva para 2015 se mantiene sin cambio.

Gráfico 4.6

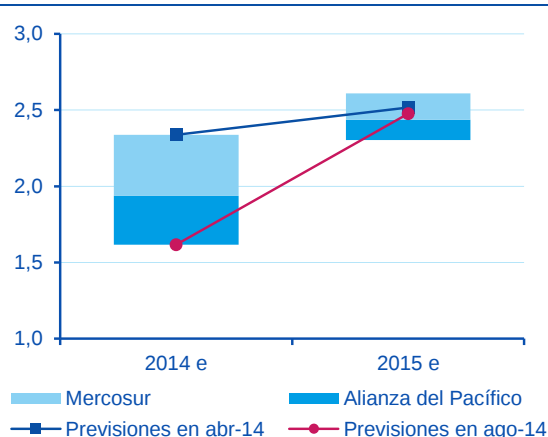
Latam: determinantes del cambio en las previsiones de crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.7

Latam: contribución a la revisión de previsiones de crecimiento del PIB por bloques de países



Fuente: BBVA Research

La región crecerá 1,6% en 2014 y repuntará a 2,5% en 2015, convergiendo gradualmente a su potencial en los siguientes años

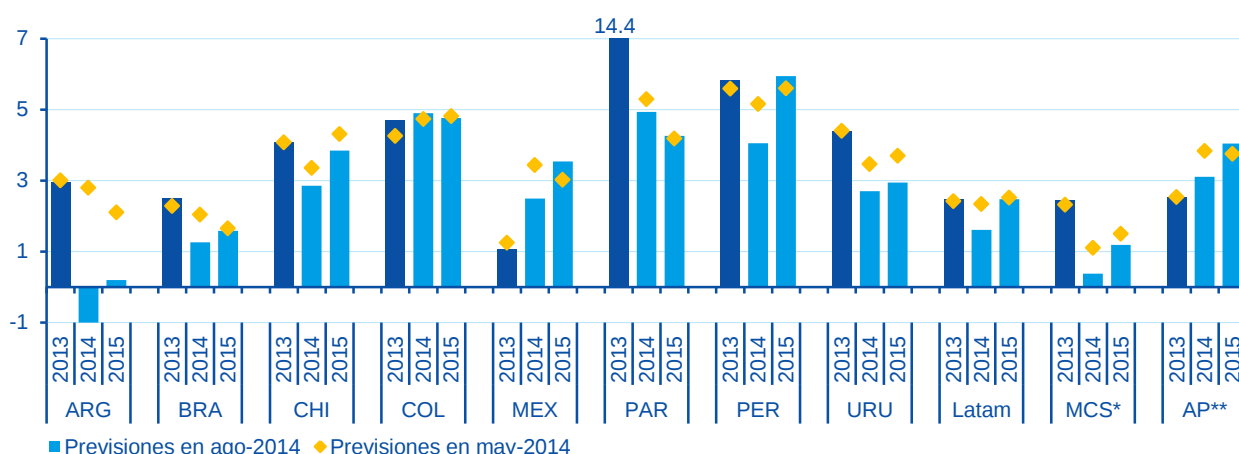
Concretamente, en 2014 destacarán por su crecimiento Colombia y Paraguay con expansiones cercanas a 5%, aunque con trayectorias muy diferentes. Por un lado, en Colombia se mantiene el sólido crecimiento en los últimos años, reflejo de las exitosas políticas económicas recientes, que han implicado un crecimiento estable del orden de 4,8% (muy cercano al potencial) en los últimos cuatro años. En este sentido, las buenas perspectivas de crecimiento apoyadas en el adecuado manejo fiscal, que ha permitido déficits moderados, llevaron a la agencia Moody's a aumentar la calificación de la deuda soberana a Baa2 desde Baa3 con perspectiva estable. Por otra parte, en Paraguay el panorama ha sido de mucha volatilidad, relacionada con su elevada exposición al precio de la soja (y a la variación del clima y su efecto sobre las cosechas) y la relevancia de la ganadería. Destacará en 2014 y particularmente en 2015 la expansión en Perú (4,1% y 5,9% en 2014 y 2015, respectivamente), donde continuará siendo clave el consumo privado; el

país fue también distinguido con mejora en su calificación crediticia por Moody's en marzo pasado, premiando la política fiscal y haciendo un voto de confianza sobre las reformas estructurales en marcha, prevemos que Perú seguirá liderando el crecimiento de la región en los siguientes años (Ver Gráfico 4.8).

En 2014 las economías más grandes son las que crecerán menos: En Brasil, la moderación en consumo privado, inversión y exportaciones en el primer trimestre así como el panorama para el resto del año implican cambio en la previsión desde el 2% estimado previamente hasta el 1,3% actual. Esta fuerte revisión lleva implícito la escasa confianza en una recuperación sostenida en los próximos meses, de la mano de problemas estructurales tales como el desgaste en el modelo de crecimiento basado en el consumo a lo que se suman problemas de competitividad relacionados con la dilación en la agenda de reformas estructurales. Argentina ha estado afectada por la incertidumbre asociada a la resolución de la deuda en poder de los *holdouts*, lo que implicará medio punto menos de crecimiento en 2014. En México el PIB del primer trimestre implicó una importante sorpresa negativa y con ella la corrección en el pronóstico para 2014 desde 3,4% estimado un trimestre atrás hasta 2,5% actual. En el caso de Perú y Chile, afectados por peores datos de demanda interna, particularmente en el componente de inversión, el pronóstico se ha ajustado a la baja desde el 5,2% previo hasta el 4,9% actual en el primer caso y desde 3,4% hasta 2,9% en el caso de Chile. Finalmente en Uruguay la revisión ha venido de la mano de la menor demanda por parte de sus vecinos y por el retraso en la puesta en marcha de la papelera de Montes del Plata. Por último, en Paraguay la moderación será algo menor ya que por un parte recibe el impacto negativo de la menor demanda por sus productos de parte de Brasil pero será contrarrestado por la promoción de obras de infraestructuras desde el año pasado.

Cabe destacar que en el caso de Colombia la revisión del crecimiento en 2014 ha sido a la alza; desde 4,7% anterior hasta 4,9% actual, lo que es resultado enteramente de los sobresalientes datos de demanda pública, mientras que los componentes privados han mantenido la dinámica esperada. Cabe mencionar que en los últimos trimestres el componente público de la demanda ha sido particularmente importante en el país, vinculado principalmente con obras de infraestructura.

Gráfico 4.8

Latam: Crecimiento del PIB por países (%)

*MCS: Mercosur. **AP: Alianza del Pacífico.

Fuente: BBVA Research.

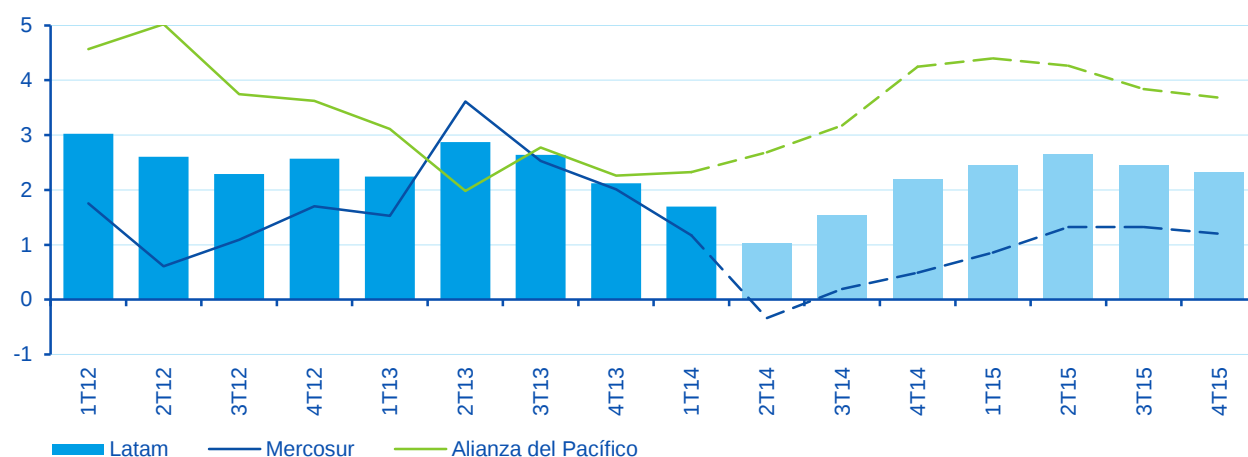
El repunte del crecimiento vendrá de la mano del crecimiento mundial y del impulso de la inversión pública

Hacia la segunda parte del año y 2015 esperamos un aumento del crecimiento en la mayoría de los países de la región. La mejor perspectiva de inversión apoyada en gasto público impulsará el crecimiento de la demanda interna, al tiempo que la moderación inflacionaria implicará repuntes en ingresos reales con lo que

la perspectiva de consumo mejora. Por otra parte, las mejores perspectivas de crecimiento mundial se unirán al efecto positivo de la depreciación cambiaria sobre las exportaciones, lo que empezaría a ser un factor positivo en el crecimiento en la última parte del año.

Destacan los repuntes esperados en el crecimiento en el caso de países de la Alianza del Pacífico. Habremos atravesado así ya en el segundo trimestre de este 2014 por la parte más dura de la moderación del crecimiento en la región (Gráfico 4.9). A partir de ahora habrá de recuperarse el crecimiento en la mayoría de los países acercándose hacia su potencial.

Gráfico 4.9

Latam: Crecimiento del PIB (%a/a)

Fuente: BBVA Research

Así, al tiempo que anticipamos el mantenimiento del fuerte dinamismo en Colombia en 2015, esperamos un significativo aumento del crecimiento en 2015 respecto a 2014 en algunos países, de alrededor de un punto porcentual en México y Chile (de la mano de la recuperación en EEUU y de la inversión pública, respectivamente), y de alrededor de dos puntos porcentuales en Perú (por el empuje de las exportaciones y de la inversión pública). Además, esto implica revisión a la alza del crecimiento en 2015 respecto a lo estimado hace tres meses desde 5,6% hasta 5,9% en Perú y desde 3,0% hasta 3,5% en México. Por su parte, en el caso de Chile, estimamos que si bien se irá disipando la incertidumbre asociada con la reforma tributaria, lo que incentivará a la inversión; el deterioro en el mercado laboral implicará una importante moderación en el consumo que se extenderá a 2015, lo que nos lleva a modificar la previsión de dicho año desde el 4,3% anterior hasta el 3,8% previsto actualmente, ya que la aceleración en el ejercicio del gasto público y el efecto de los estímulos monetarios difícilmente compensarán los efectos negativos vinculados con el deterioro del consumo privado.

Brasil y Uruguay también se caracterizarán por un leve aumento en el crecimiento en 2015 aunque en menor medida que el resto de países de la región. En el caso de Argentina se anticipa un escaso crecimiento en 2015 si bien en caso de que se resuelva el conflicto con los *holdouts* de deuda, la mejora cualitativa que han implicado las iniciativas del gobierno (regularización de estadísticas, arreglo con Repsol, inicio de negociación con Club de París) aportarían un sesgo optimista para el medio plazo. Finalmente no hemos modificado el crecimiento estimado en 2015 en Colombia ya que a pesar de las sorpresas positivas en demanda interna y del impulso antes mencionado sobre la inversión por el plan 4G de infraestructuras, estimamos que se reducirá la producción petrolera y habrá un efecto base de comparación negativo, con lo que los efectos tenderán a compensarse resultando en un crecimiento en 2015 de 4,8%, en línea con el crecimiento potencial estimado.

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 Coordinación Latam

Economista Jefe

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

Pablo Urbiola
pablo.urbiola@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

BBVA Research**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

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

Análisis Transversal de Economías Emergentes

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

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan M. Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales**Escenarios Económicos**

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

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

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

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