

Observatorio Económico

Pensiones

Madrid, 13 de mayo de 2011
Análisis Económico

Liliana Castilleja Vargas
liliana.castilleja@bbva.bancomer.com

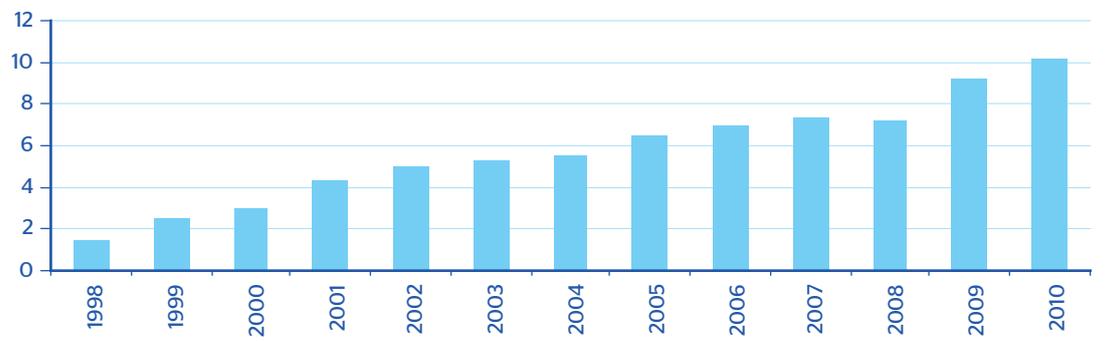
Los fondos de pensiones y la infraestructura en México

- **Gradualmente el régimen de inversión de las Siefores se ha flexibilizado** de manera que actualmente permite una mayor diversificación en las carteras y la posibilidad de canalizar recursos a proyectos de infraestructura por medio de instrumentos estructurados.
- **La creciente participación de los fondos de pensiones en proyectos de infraestructura domésticos** potenciará la intermediación de recursos financieros de largo plazo y en moneda local.
- **Entre los instrumentos estructurados**, los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD's) ofrecen a los fondos de pensiones diversificación y rendimientos potencialmente atractivos y a su vez representan una oportunidad interesante para aquellas empresas que requieren de financiamiento a largo plazo.
- **A su vez, existen otros elementos que podrían potenciar la inversión en infraestructura** como la propuesta de ley de las Asociaciones Público y Privadas (APP's).
- **A pesar de los avances, es evidente la necesidad de seguir trabajando para lograr un marco institucional favorable** el cual evolucione acorde a los objetivos de los afiliados a un fondo de pensiones, el desarrollo de infraestructuras y el crecimiento del país en su conjunto.
- **La meta establecida de ubicar a México entre los treinta países líderes en infraestructura** será alcanzable en la medida que se realicen los cambios que se requieren en el marco normativo.
- **Los recursos de los fondos de pensiones representan potencialmente una fuente relevante de financiamiento de largo plazo para la inversión en proyectos de infraestructura en México.**

Según datos reportados por la CONSAR¹, al cierre de febrero de 2011, los recursos gestionados por las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores) equivalen a 114.24 mmd², mientras que las cuentas administradas ya superan los 41.3 millones. Como porcentaje del PIB, los fondos de pensiones en México se han incrementado desde el 1.4% a finales de 1998 hasta representar el 10.2% al cierre de 2010 (ver gráfica). Estos fondos acumulados se gestionan en portafolios con un criterio de diversificación dependiendo el rango de edad de los afiliados. Potencialmente hablando, un porcentaje de estos podría ser invertido en proyectos de infraestructuras domésticos, con beneficios tanto para el afiliado como para la economía nacional.

Por un lado, las oportunidades de inversión de los fondos de pensiones en activos de infraestructura resultan beneficiosas para estos fondos porque permiten aumentar la diversificación de la cartera de inversión y reducir el riesgo al presentar una baja correlación con otros instrumentos como son acciones y bonos. Además, proveen un horizonte de inversión de largo plazo adecuado al objetivo de brindar un mecanismo de ahorro para la jubilación, con la posibilidad de ofrecer óptimos rendimientos a sus afiliados.

Gráfico 1

Recursos Invertidos por las SIEFORES (% PIB)

Fuente: CONSAR y Banxico (cifras a Dic. de cada año)

Por el otro lado, precisamente por su naturaleza de largo plazo, los fondos de pensiones pueden jugar un papel importante en el financiamiento de proyectos de inversión en infraestructura en México. Generalmente, este tipo de proyectos se caracterizan por requerimientos de financiamiento de muy largo plazo; un elevado volumen de recursos relativo al tamaño de mercado y un elevado y creciente financiamiento en moneda local. En contraposición, los mercados de capitales domésticos en países como México suelen caracterizarse por una escasa profundidad y una baja liquidez de financiamiento de largo plazo, sin olvidar mencionar, una capacidad reducida para absorber colocaciones por los considerables importes requeridos usualmente en proyectos de esta naturaleza.

Así, la participación de los fondos de pensiones en proyectos de infraestructura domésticos, potenciaría la intermediación de recursos financieros de largo plazo y en moneda local. Además de contribuir al desarrollo y crecimiento potencial de la economía, lo anterior tiene otras ventajas más del lado financiero. Entre otras cosas, se mitigan los riesgos de desajustes, los denominados mismatches entre moneda local y extranjera - al reducir significativamente los efectos de valuación por depreciaciones del tipo de cambio - así como los diferenciales en vencimientos entre corto y largo plazo.

Asimismo, la participación de la inversión institucional en proyectos de infraestructura reduce la presión sobre las finanzas públicas al liberar recursos que pueden ser destinados a otros sectores como son salud, educación y las mismas pensiones. Es más, al ser la inversión pública en infraestructura uno de los rubros más afectados durante los programas de estabilización, como se evidencio en la crisis financiera reciente, una mayor participación de los fondos de pensiones

1: <http://www.consar.gob.mx/>

2: Montos calculados con los precios de las acciones de las SIEFORES registrados en la Bolsa mexicana de valores el 28 de febrero de 2011, al tipo de cambio peso-dólar para solventar obligaciones pagaderas en moneda extranjera (FIX).

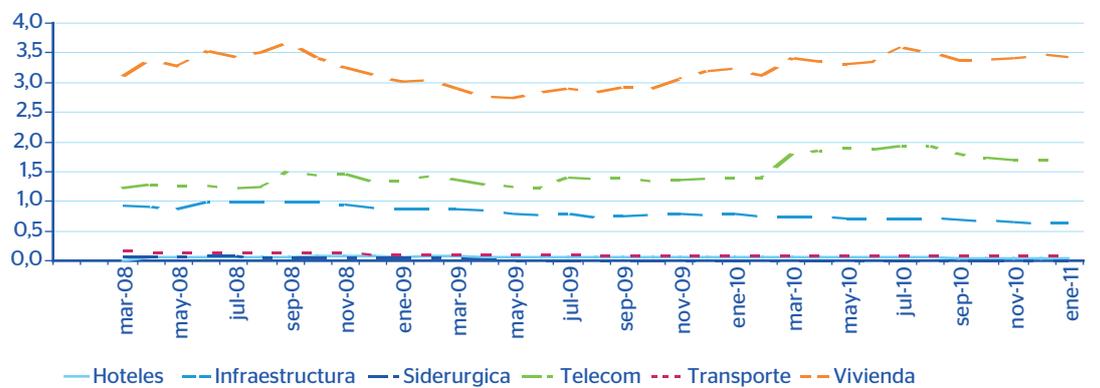
en ese sector permitirá una mayor estabilidad de la inversión destinada a ese rubro y de sus efectos positivos en la economía. Con todo, los fondos de pensiones representan una poderosa fuente de financiamiento de largo plazo para invertir en proyectos de infraestructura en México.

El papel de los fondos de pensiones en la inversión en infraestructura

Además de todo lo anterior y en relación a los fondos de pensiones, dentro de las medidas anunciadas por el Gobierno Federal para promover la inversión en infraestructura, también se han tomado acciones destinadas a ampliar el régimen de inversión de las Siefores para que estas puedan invertir en un número de instrumentos cada vez más amplio y que a su vez se promueva la inversión en sectores prioritarios.

Gráfico 2

Inversión por instrumento de deuda privada nacional de la cartera total de las Siefores (%)



Fuente: CONSAR y Banxico (cifras a Dic. de cada año)

En un principio, el régimen de inversión de las Siefores permitió la inversión indirecta de los recursos del SAR en proyectos de infraestructura por medio de instrumentos de deuda -bonos privados para el sector productivo-. Como proporción de la cartera total, la inversión de estos fondos en deuda privada nacional pasó del 16% en marzo de 2008 al 17.8% en febrero de 2011. Por tipo de instrumento, la inversión en infraestructura cayó del 0.9% al 0.6% en el mismo periodo. Sin embargo, al considerar otros rubros como hoteles, siderurgia, transporte, telecomunicaciones y vivienda, la participación de estos instrumentos aumentó del 5.5% al 5.8% (ver gráfica).

No fue sino a partir de marzo de 2008, con la reforma del régimen de inversión³, que se permitió la inversión directa en infraestructura por medio de fideicomisos así como instrumentos financieros vinculados a proyectos de infraestructura. En particular, a las Siefores se les permitió invertir en los denominados instrumentos estructurados por medio de los cuales se provee financiamiento directo a nuevas empresas, proyectos específicos, sectores o industrias en México. Dentro de estos instrumentos se incluye a los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD's)⁴ diseñados para inversionistas institucionales; a los títulos representativos de capital objeto de Oferta Pública Inicial (OPI's); acciones individuales de empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) que no cotizan en índices autorizados⁵; y Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces (FIBRAS)⁶.

3: Ver Circular de la Consar 15-20 para mayor detalle.

4: Los CKD's son certificados bursátiles emitidos por un fideicomiso. A este una compañía le cede activos que generan un rendimiento variable. Están diseñados para financiar proyectos de tamaño mediano y grande, y de largo plazo.

5: Es decir, que no integren ningún índice bursátil debido a su menor capitalización, como en el caso de empresas pequeñas y medianas.

6: Las FIBRAS son un vehículo de inversión dedicado a la construcción y adquisición de inmuebles en México para ser destinados al arrendamiento y su posible venta futura.

A la fecha, los avances regulatorios para la inversión directa de los fondos de pensiones a través de los instrumentos estructurados ha evolucionado de tal forma que actualmente el régimen de inversión de las Siefores permite hasta un límite del 15% de la cartera en estos instrumentos para las tres Siefores Básicas (SB) más diversificadas (ver tabla). Para mayor detalle de los actuales límites de inversión referirse a la Circular CONSAR 15-27 del Diario Oficial de la Federación del 10 de marzo de 2011.

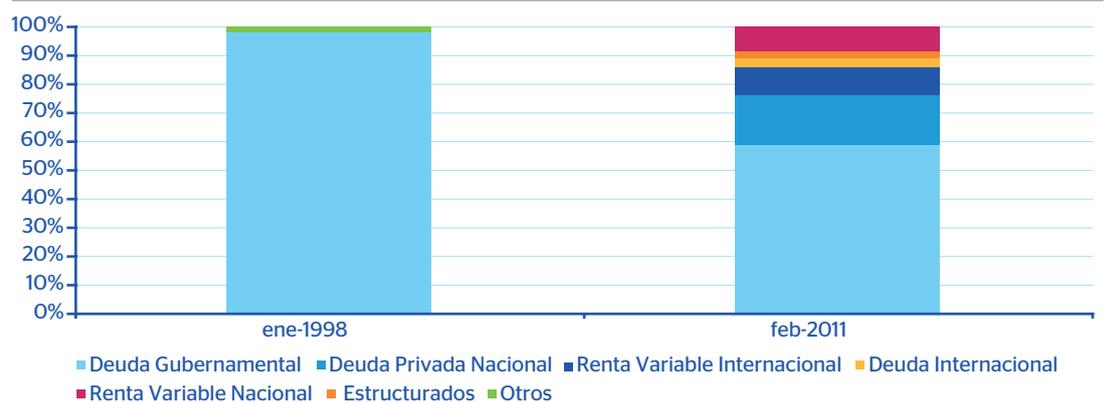
Tabla 1
Régimen de inversión de las Siefores

Tipo de instrumento	Límites por tipo de Siefore básica				
	1	2	3	4	5
Instrumentos de deuda con protección a la inflación	Mín 51%				
Instrumentos de deuda del Gobierno	100%	100%	100%	100%	100%
Renta Variable	0%	20%	25%	35%	35%
Instrumentos extranjeros	20%	20%	20%	20%	20%
Instrumentos bursatilizados	10%	15%	20%	30%	40%
Instrumentos estructurados	0%	10%	15%	15%	15%

Nota: Los límites del régimen de inversión se expresan en porcentajes de los activos netos de las Siefores.
Fuente: Circular 15-27 del Diario Oficial de la Federación

Adicionalmente, en el régimen de inversión están fijados límites prudenciales de diversificación por instrumento. En el caso de los instrumentos estructurados los criterios de diversificación establecen que se podrá invertir hasta el 35% del valor de capitalización de las acciones de una empresa por Afore. En caso de ser la inversión superior al 50% pero inferior al 85% del límite autorizado, se deberá diversificar en dos o más instrumentos estructurados. Por último, en caso de ser superior al 85% del límite autorizado se deberá diversificar en tres o más instrumentos estructurados.

Gráfico 3
Evolución de la composición de las carteras de las Siefores (%)



Fuente: CONSAR

En contraste con 1998, cuando prácticamente la totalidad de los recursos eran invertidos en deuda gubernamental, al cierre de febrero de 2011, la cartera de las AFORES presenta un significativo grado de diversificación: el 58.8% invertido en deuda soberana; seguido por el 17.8% en deuda privada local; el 9.5% y 8.6% en renta variable internacional y nacional, respectivamente, el 3.3% en deuda internacional, y el restante 2.4% en los denominados instrumentos estructurados. Con todo, dado el monto de activos netos de las Siefores a esa fecha por 114.24 mmdd y los límites de inversión establecidos para los instrumentos estructurados, el potencial

7: www.consar.gob.mx/_/pdf/_/circulares/Circular_CONSAR_15-27.pdf

de recursos que las Afores podrían destinar a estos recursos supera los 13.8 mmdd. Así, con una participación de 2.4%, equivalente a 2.7 mmdd del activo neto de las Siefiores, la capacidad restante de inversión en estos instrumentos se estima en 11.2 mmdd.

Debido a que los CKDs están diseñados para financiar proyectos de tamaño mediano y grande, y de largo plazo, representan una oportunidad interesante para aquellas empresas que requieren de este tipo de financiamiento. A su vez, representan una oportunidad para los inversionistas institucionales que necesitan colocar su dinero en proyectos con rendimientos competitivos y un riesgo aceptable. Por otra parte, si bien los CKDs podrían ser una posible solución al dilema de los proyectos de largo plazo no hay que olvidar que también presentan algunas desventajas. Por un lado, permiten apoyar proyectos de mediano y largo plazo con riesgos aceptables mientras que brindan la oportunidad de obtener atractivos rendimientos a miles de ahorradores como los afiliados al régimen de las Afores. Por otro lado, algunos problemas relacionados con estos instrumentos son la dificultad de valuarlos, el riesgo de incumplimiento de las garantías asociado y que los rendimientos esperados no están garantizados.

Con cifras de la CONSAR al 9 de diciembre de 2010, a esa fecha se habían colocado 2.34 mmdd en CKD's (ver tabla), la participación de las SIEFORES en CKD's apoyaba proyectos productivos por un valor de \$2.11 mmdd y se encontraban en proceso de colocación y análisis cerca de 20 nuevos proyectos. Entre los CKD's relacionados con infraestructura adquiridos por las SIEFORES destaca Macquarie con la participación de las AFORES, FONADIN y Macquarie mismo; y Red de Carreteras de Occidente (RCO), subsidiaria de Ingenieros Civiles Asociados (ICA) que es la constructora más grande de México y América Latina.

Tabla 2

CKD's adquiridos por las SIEFORES

Emisor	Participación (%)	Total colocado (mill US\$)
Agropecuaria Santa Genoveva	100	168,9
Red de Carreteras de Occidente	97	620,1
WAMEX Capital	80	62,5
Macquarie	100	280,4
Atlas Discovery México	89	97,5
Nexus Capital	96%	211,5
Promecap	94%	202,8
AMB	81%	254,7
PLA Inmuebles Industrias	80%	250,7
Artha Operadora	60%	196,8

Fuente: CONSAR (Cifras al 9 de diciembre de 2010)

Macquarie es el primer fondo de inversión en infraestructura del banco australiano del mismo nombre lanzado en América Latina. La captación de recursos se hace precisamente a través de la emisión de CKD's colocados entre las Siefiores. Su objetivo es invertir en activos de infraestructura tales como carreteras y redes ferroviarias, aeropuertos y puertos, agua y tratamiento o desecho de agua, energía y servicios públicos, así como infraestructura social y de telecomunicaciones. El patrimonio del fideicomiso lo conforman inversiones en infraestructura en forma de deuda, capital u otras inversiones similares a capital como activos de infraestructura. Las asignaciones dependen del efectivo recibido por el fideicomiso derivado de una desinversión o los pagos de principal, intereses, dividendos y demás ingresos derivados de las inversiones en infraestructura.

Por su parte, RCO fue el primer proyecto que emitió CKD's (Octubre 2009) a través de un fideicomiso para el incremento de capital con participación conjunta de ICA y Goldman Sachs Global Infrastructure Partners. Su patrimonio está integrado principalmente por un contrato de prenda sin transmisión de posesión sobre acciones serie B representativas del capital social

en su parte variable de RCO⁸. Específicamente, RCO está a cargo de un paquete formado por cuatro autopistas de cuota (autopistas en operación), que fueron rescatadas en 1997, cuya concesión es por 30 años: 1) Autopista Maravatío-Zapotlanejo (309,7 km); 2) Autopista Guadalajara - Zapotlanejo (26 km); 3) Autopista Zapotlanejo - Lagos de Moreno (118,5 km); y 4) Autopista León - Aguascalientes (103,9 Km)⁹. Recientemente se anunció que este año se invertirán 1,100 mdp (aprox. 92 mdd) para obras de ampliación y mantenimiento¹⁰.

Un punto a resaltar es que dependiendo su participación, las AFORES tienen un asiento de representación en las asambleas de titulares de las empresas bajo el fideicomiso que contempla los CKD's. Lo anterior fortalece significativamente la protección de los derechos de los inversionistas. Sin embargo, este esquema presenta posibles riesgos. Entre ellos se puede mencionar que no existe un rendimiento garantizado así como el riesgo de liquidez al no cotizar las empresas en el mercado de valores. Por último, sin otros fondos de infraestructura donde invertir, hoy por hoy, este mercado se vislumbra aún muy incipiente y con nula competencia.

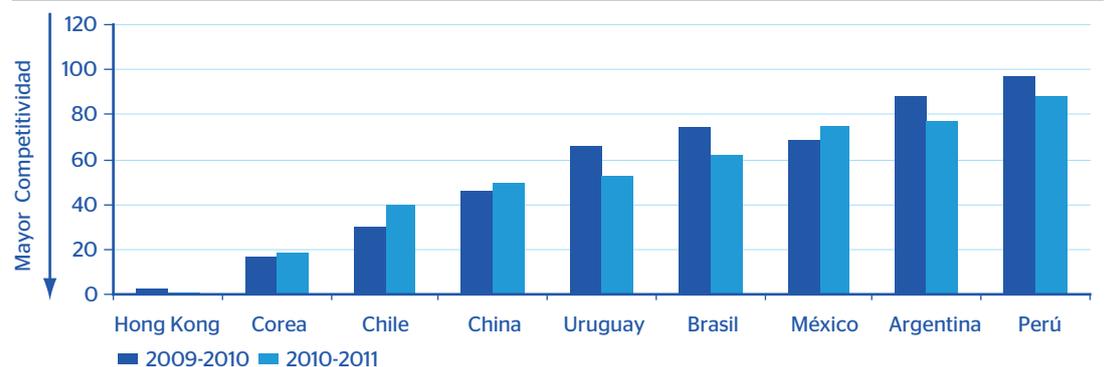
Reformas necesarias para una mayor inversión en infraestructura en México y la participación de las Afores

En efecto, la infraestructura es un factor clave en el crecimiento económico, la competitividad y el desarrollo social de los países. Por sus efectos multiplicativos en la economía doméstica, en términos de demanda interna y generación de empleos, impulsar la infraestructura de un país ha demostrado ser una de las estrategias más acertadas para promover el crecimiento económico en el largo plazo y la competitividad, y con ello el crecimiento potencial.

Sin embargo, en la actualidad, México ocupa el lugar 75 en competitividad de su infraestructura y 79 en calidad de la infraestructura -en una muestra de 139 países de todas las regiones del mundo- según cifras del reporte de Competitividad Global 2010-2011 del Foro Económico Mundial (FEM). Con respecto al reporte del año previo de este organismo que incluyó 133 países, México perdió competitividad en ese sector, ya que ocupaba un ranking de 67. Lo anterior denota un significativo rezago en comparación con otras economías homólogas como Chile, Uruguay y Brasil, en lugar 40, 53 y 62, respectivamente; y con otros países emergentes como en el caso de los Tigres Asiáticos Hong Kong y Corea, lugar 1 y 18 en cada caso; y China (lugar 50), además de severas consecuencias en términos de crecimiento y reducción de la pobreza (ver gráfica).

Gráfico 4

Ranking de competitividad en infraestructura del FEM



Fuente: World Economic Forum 2009& 2011

8: No cuenta con una calificación crediticia de la emisión expedido por una calificadora autorizada.

9: Ver Víctor Cardoso, "Entregará la SCT dos carreteras rescatadas a ICA y Goldman Sachs", La Jornada, 4 de octubre de 2007.

10: Ver "Red de Carreteras de Occidente invertirá mil 100 mdp en obras", informador.com.mx, 29 de marzo de 2011.

Si bien, un adverso entorno económico afecta negativamente la competitividad de este sector, no hay que olvidar que un marco institucional poco favorable y restrictivo para la inversión en proyectos de largo plazo tiene consecuencias negativas directas. Históricamente, un factor que ha jugado en contra de una mayor y más activa participación del sector privado en obras de infraestructura ha sido un marco institucional rígido e ineficiente, cargado de trámites administrativos excesivos así como un marco jurídico ambivalente e incierto. Además, la falta de estudios sobre la viabilidad de los proyectos o su baja calidad, así como los atrasos en las autorizaciones ambientales y la liberación del derecho de vía siguen siendo factores aún presentes.

Por ello, el Gobierno mexicano ha establecido una serie de acciones con la finalidad de impulsar la infraestructura en el país promoviendo una mayor participación de la inversión privada y que comprende lo siguiente: 1) Programa Nacional de Infraestructura 2007-2012; 2) Fondo Nacional de Infraestructura (FONADIN); 3) Propuesta al Congreso de la ley de Asociaciones Público Privadas (APP's); y 4) Adecuaciones la Régimen de Inversión de las Siefores¹¹.

En específico, el Programa Nacional de Infraestructura (PNI) 2007-2012 del Gobierno Federal establece una serie de objetivos, metas y acciones para aumentar la cobertura, calidad y competitividad de la infraestructura del país, así como lograr elevar la generación de empleos permanentes entre otras cosas. En efecto, la meta de este programa es ubicar a México entre los treinta países líderes en infraestructura del mundo, con base a la evaluación del FEM de 2012. De hecho, en este programa se establecen objetivos concretos en materia de inversión requerida y metas por sector incluyendo el sector carreteras, aeropuertos, telecomunicaciones, entre otros más.

Sin embargo, a la fecha, esta responsabilidad ha recaído preponderantemente en el sector público, desaprovechando las ventajas potenciales de permitir una participación conjunta del sector privado en la inversión en infraestructura. De acuerdo a cifras de la SHCP, el 82% de la inversión en infraestructura registrada en el periodo 2007-2009, proviene de recursos públicos, lo que equivale a 77.2 mmdd. Específicamente, el 76% (71.2 mmdd) proviene del Presupuesto de Egresos de la Federación; seguido del 4% (3.5 mmdd) del Fondo Nacional de Infraestructura (FONADIN)¹² y el restante 3% (2.5 mmdd) de créditos otorgados por Banobras. Por su parte, la participación del sector privado se limita tan solo al restante 18% (17 mmdd).

Como parte complementaria del PNI, el FONADIN contempla entre sus objetivos apoyar los proyectos de participación público-privada del programa. Asimismo, al asumir riesgos que el mercado no está dispuesto a tomar y facilitar la movilización de capital privado se intenta alcanzar un balance con aquellos proyectos de rentabilidad social pero baja rentabilidad financiera.

Asimismo, dada la necesidad de crear el contexto legal para promover la inversión privada en ese sector, entre las acciones consideradas para acelerar la agenda de infraestructura, el Gobierno Federal tiene contemplado la modernización del marco legal correspondiente. Con esta finalidad, se ha mandado a la Cámara de Diputados el proyecto de decreto por el que se expide la Ley de Asociaciones Público Privadas (APP's). Este proyecto pretende regular las relaciones contractuales de largo plazo entre instancias del sector público y el sector privado, para la prestación de servicios al sector público o al usuario final y en los que se utilice infraestructura provista total o parcialmente por el sector privado. A su vez, esta ley impone candados para evitar que la iniciativa privada participe en la construcción de infraestructura en sectores considerados estratégicos como en el caso de la industria petroquímica. Desafortunadamente y a pesar de que el Estado ha buscado promover nuevos esquemas de participación público privada, en especial después de la crisis de 1995, estos cambios han sido demasiado lentos en relación a las necesidades.

Si bien las modificaciones realizadas a la fecha en el régimen de inversión de las Siefores promueven la inversión en proyectos de infraestructura local, aún persisten limitaciones importantes para que el financiamiento de proyectos privados en ese sector sea óptimo. Factores estructurales como la baja liquidez de los instrumentos asociados, la dificultad de valorar estos activos y la poca o nula historia que las empresas suelen tener y por lo tanto la dificultad de asignarles una calificación crediticia dificulta la participación de los inversionistas privados.

11: Las Sociedades de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro (Siefores) son el instrumento mediante el cual la Afore invierte los recursos de la cuenta individual del trabajador.

12: Este fondo fue creado para ser el principal vehículo del Gobierno Federal para impulsar la inversión privada en infraestructura.

Por otra parte, no participar en el financiamiento de este sector implicaría un elevado costo de oportunidad para los inversionistas institucionales como los fondos de pensiones. Dada la relación directa entre la mayor flexibilidad del régimen de inversión y un mayor grado de diversificación en las carteras de inversión de las Siefores, sería deseable que las autoridades continuaran promoviendo la mayor participación de la inversión privada en el sector de las infraestructuras. Para esto es esencial brindar las condiciones adecuadas para que los fondos de pensiones participen en la financiación de infraestructuras de una manera más decidida. Con todo, se requiere de una evolución ad hoc al contexto del régimen de inversión para que este evolucione adecuadamente y en congruencia con los objetivos.

Asimismo, es importante reducir de manera más acelerada y continua las diversas restricciones legales para que el sector privado en general aumente su participación en varios sectores económicos. Así, sería deseable ampliar las oportunidades que el marco legal e institucional ofrece a los fondos de pensiones y otros inversionistas privados para invertir en este sector logrando una situación de mutuos beneficios.

Por último, se requiere desarrollar la capacidad para evaluar y seleccionar proyectos de inversión en infraestructura, dada la alta especialización requerida. La experiencia del rescate carretero de 1997 donde el Gobierno Federal rescató 23 de las 52 autopistas en concesión evidenció los serios problemas y consecuencias que tienen una valuación y estimación deficiente en este tipo de proyectos. A su vez, los inversionistas institucionales como las Afores, deberán respaldarse en despachos de asesoría especializados o desarrollar su propia capacidad para seleccionar en que proyectos invertir. Por ello sería muy recomendable elevar la calidad de las evaluaciones técnicas y lograr una colaboración entre el sector privado y público donde instituciones como el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (BANOBRAS) tienen años de experiencia en esa materia.

Referencias

Albo A. et al. (2007), Hacia el fortalecimiento de los Sistemas de Pensiones en México: Visión y Propuestas de Reforma; Realizado por Pensiones y Seguros América y Servicios de Estudios Económicos, México.

Cardoso V. "Entregará la SCT dos carreteras rescatadas a ICA y Goldman Sachs", La Jornada, 4 de octubre de 2007.

CONSAR, estadísticas, <http://www.consar.gob.mx/>

CONSAR, Circular 15-27, www.consar.gob.mx/.../pdf/.../circulares/Circular_CONSAR_15-27.pdf

CONSAR, Circular 15-20, www.consar.gob.mx/.../pdf/.../circulares/Circular_CONSAR_15-27.pdf

informador.com.mx, "Red de Carreteras de Occidente invertirá mil 100 mdp en obras", 29 de marzo de 2011.

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 Pensiones:*Economista Jefe de Sistemas Financieros y Regulación***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@grupobbva.com*Economista Jefe de Pensiones***David Tuesta**
david.tuesta@grupobbva.com**Javier Alonso**
javier.alonso.meseguer@grupobbva.com**Liliana Castilleja**
liliana.castilleja@bbva.bancomer.com**Soledad Hormazábal**
shormazabal@grupobbva.cl**María Claudia Llanes**
maria.llanes@bbva.com.co**Rosario Sánchez**
rdpsanchez@grupobbva.com.pe**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:**Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@grupobbva.comSistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.comRegulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.comPensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com*España y Europa:***Rafael Doménech**
r.domenech@grupobbva.comEspaña
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.comEuropa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com*Estados Unidos y México:*Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.comMéxico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.comAnálisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com*Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hkChina
Daxue Wang
daxue.wang@bbva.com.hk
India
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.comSudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.clArgentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbvafrances.com.arChile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.clColombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.coPerú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.peVenezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com*Escenarios Económicos y Financieros:*Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.comEscenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**
ant.pulido@grupobbva.comEquity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.comCrédito Global
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.comTipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com**Interesados dirigirse a:****BBVA Research**
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@grupobbva.com
www.bbvaresearch.com