

Economías Emergentes

Observatorio de Pensiones

Santiago de Chile,
15 de marzo de 2011

Análisis Económico

Soledad Hormazábal
shormazabal@grupobbva.cl

Rol de los fondos de pensiones durante crisis financieras

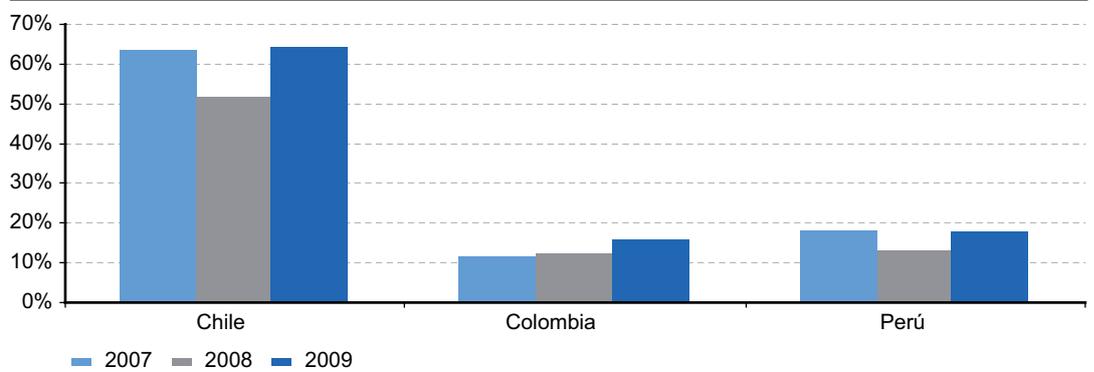
- **Los fondos de pensiones en los sistemas de pensiones basados en la capitalización individual acumulan un gran volumen de recursos en relación al tamaño de la economía.**
- **Sus decisiones de inversión de los fondos de pensiones tendrán efectos sobre los mercados domésticos**, que serán más o menos pronunciados dependiendo del tamaño relativo de los fondos.
- **En este documento se revisa el desempeño de los fondos de pensiones como financistas del sector privado**, ante la contracción experimentada por el crédito bancario para las empresas durante la crisis Subprime en tres países latinoamericanos con sistemas de pensiones de capitalización individual: Chile, Colombia y Perú.
- **La financiación de las empresas utilizando un mecanismo alternativo al crédito bancario**, como la emisión de bonos o acciones, sólo es posible en la medida que existan inversionistas dispuestos a adquirir estos instrumentos.
- **El flujo de recursos a los fondos de pensiones no experimenta variaciones considerables con el ciclo económico**, es decir existiría una disponibilidad relativamente más estable de estos.
- **Se encuentra que al contraerse el crédito bancario se incrementó la emisión de mecanismos de deuda alternativos** en los que los Fondos de Pensiones mantuvieron importantes volúmenes de recursos invertidos que constituyeron un sustituto al crédito bancario.
- **Adicionalmente, se observa que en Chile los fondos de pensiones habrían contribuido a reducir la iliquidez observada entre septiembre de 2008 y abril de 2009**, lo que se habría conseguido gracias a la importante suma de recursos que se mantuvieron en depósitos a plazo.

En los países con sistemas de pensiones de contribución definida basados en la capitalización individual, los fondos de pensiones son actores económicamente influyentes, el grado de impacto que éstos tienen sobre las economías locales guardará relación con el tamaño relativo que los fondos alcanzan.

Chile, Colombia y Perú introdujeron capitalización y administración privada de los recursos a sus sistemas provisionales. El monto de los fondos de pensiones en cada uno de estos países difiere fundamentalmente debido al tiempo transcurrido desde que se efectuaron las reformas y la extensión de las mismas. En Chile la reforma se realizó en 1981 bajo un modelo sustitutivo, en el que el nuevo sistema reemplazó al antiguo para todos los nuevos afiliados y se cerró la incorporación al antiguo sistema. En Perú y Colombia las reformas han sido más recientes: 1993 y 1994 respectivamente. En estos dos países la reforma instauró sistemas paralelos, en lugar de sustitutivos, es decir se introdujo el sistema de capitalización individual como una alternativa que coexiste con el sistema público de reparto. En Chile, donde ha transcurrido más tiempo desde la reforma y el sistema es extensivo a toda la fuerza laboral, los fondos de pensiones acumulan activos por un valor superior al 60% del PIB, como se observa en el gráfico 1, en Perú y Colombia, éstos alcanzan niveles inferiores, pero significativos.

Gráfico 1

Fondo de pensiones como % del PIB



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP de Perú, Superintendencia Financiera de Colombia.

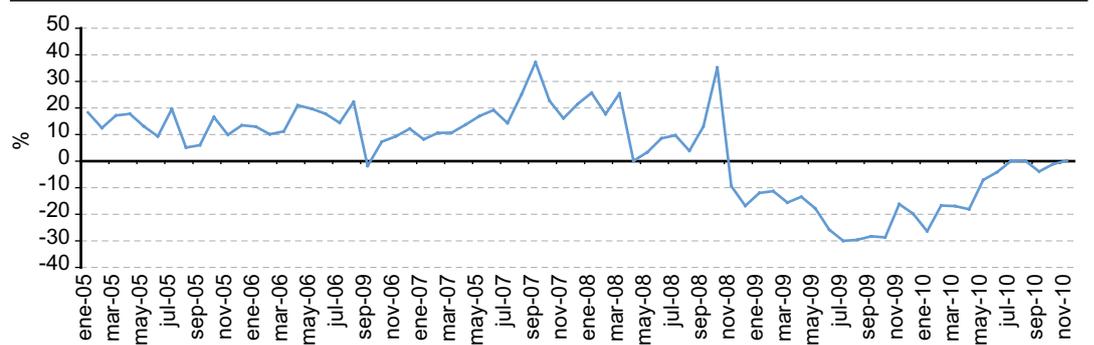
La Contracción del Crédito Bancario Corporativo Durante la Crisis

Las crisis financieras están caracterizadas, entre otras cosas, por una importante contracción del crédito. La caída en el financiamiento a las empresas es uno de los principales mecanismos de traspaso de las crisis financieras a la economía real, lo que acentúa los efectos de la crisis en los países afectados.

Durante la crisis *Subprime* los mercados sufrieron una reducción de la liquidez que alteró el costo y el acceso de las empresas al financiamiento. El gráfico 2 muestra la contracción interanual del crédito comercial e industrial bancario experimentada en 2009 y 2010 por la economía de Estados Unidos.

Gráfico 2

Préstamos bancarios comerciales e industriales en EE.UU., variación interanual serie desestacionalizada

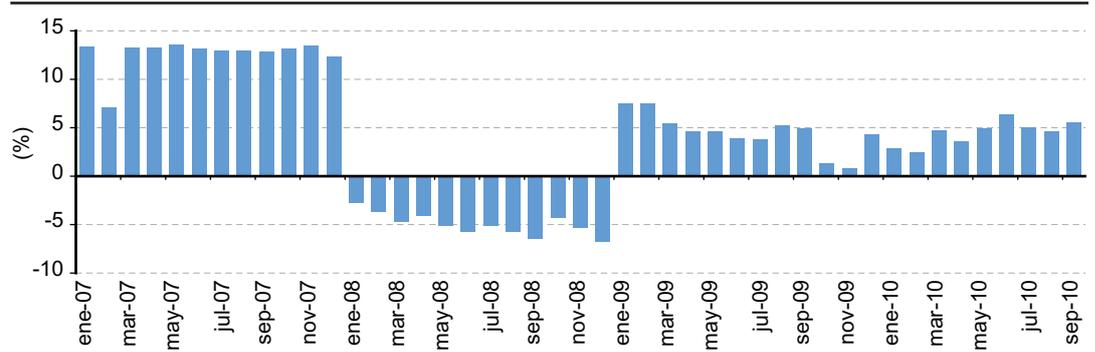


Fuente: FED

En Chile, Colombia y Perú también se observa una contracción del crédito bancario a las empresas, si bien se distingue una heterogeneidad en la magnitud de dicha caída y en los tiempos en que se materializa. De estos tres países, Chile fue el que vio más afectado el flujo de crédito comercial, observándose un decrecimiento real durante todo 2008, cerrando el año con un crecimiento interanual de -6,7%. Como se observa en el gráfico 3 el retroceso del crédito comercial continúa a comienzos de 2009, para luego experimentar un leve repunte, con lo que a diciembre de 2009 la expansión se sitúa en 4,3% interanual, lejos del 12,3% experimentado en 2007.

Gráfico 3

Chile: tasa de crecimiento real anualizada del crédito comercial bancario

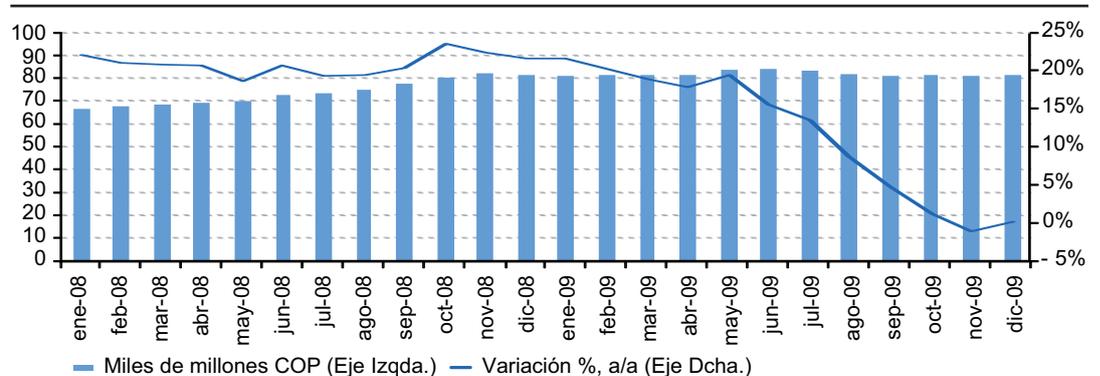


Fuente: Superintendencia de Bancos e instituciones Financieras de Chile

En Colombia, por su parte, durante los años 2008 y particularmente en 2009 se observó una reducción en la tasa de crecimiento del crédito comercial bancario, aunque logro mantenerse en niveles positivos, salvo en noviembre de 2009. Así, el crédito bancario comercial luego de experimentar en 2008 un crecimiento interanual de 21,5% sólo lo hizo en 0,2% el 2009.

Gráfico 4

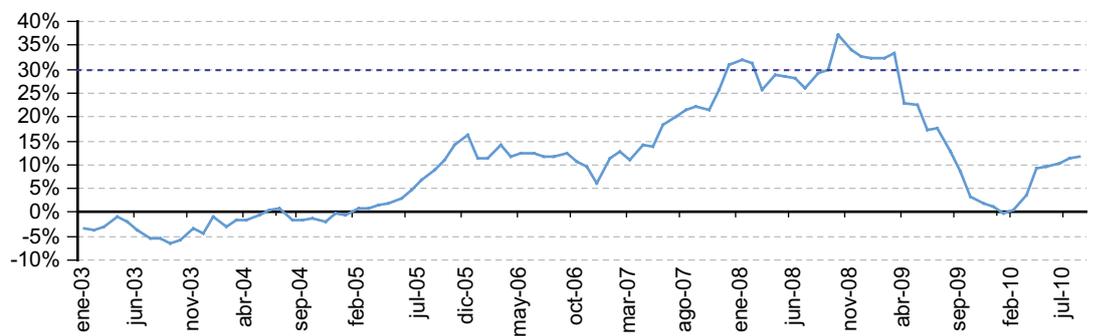
Cartera comercial



Fuente: Superfinanciera y BBVA Research

En Perú la desaceleración del crédito bancario a las empresas se observa recién a partir de marzo de 2009 aunque, al igual que en Colombia, no llegó a ser negativo. Durante el período comprendido entre septiembre de 2008 y febrero de 2009 se registran tasas de expansión interanuales del crédito comercial bancario superior a 30%, para luego experimentar una clara desaceleración llegando a tasas cercanas al 0% a fines de 2009. Como se observa en el gráfico 5, es destacable que ya a inicios de 2010 las colocaciones comerciales comienzan a recuperar mayor dinamismo registrando tasas de expansión en torno al 10%.

Gráfico 5

Créditos del sistema bancario

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

En general, la caída del crédito bancario a las empresas puede reflejar una restricción en la oferta, en la demanda o en ambos. Por el lado de la oferta, en un contexto de crisis financiera hay una caída en la liquidez y un aumento en el riesgo que lleva a contraer la disponibilidad de créditos. Por el lado de la demanda, las empresas pueden decidir postergar proyectos de inversión al enfrentar una situación recesiva.

Sin embargo, si la caída en el crédito comercial hubiera sido exclusivamente un tema de demanda, la contracción se observaría también en otras alternativas de financiación, cosa que no ocurrió pues **mientras el crédito bancario a las empresas se contraía, la financiación mediante otros mecanismos se elevaba**. Esto fue posible debido a la existencia de otros inversionistas con su oferta de financiamiento menos restringida.

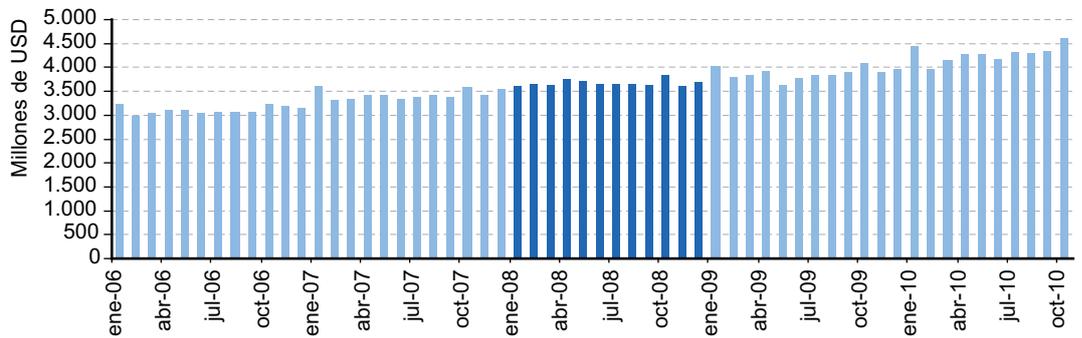
Fondos de Pensiones y Financiamiento Productivo en un Contexto de Crisis Financiera

En los países que han introducido la capitalización como el principal mecanismo de financiamiento de los sistemas de pensiones, **los fondos de pensiones canalizan una fracción importante del ahorro de largo plazo de los individuos, constituyendo una fuente de financiamiento alternativa al crédito bancario**. Se debe precisar que los fondos de pensiones no otorgan crédito directamente, sino que lo hacen mediante la adquisición de instrumentos financieros que constituyen mecanismos de financiación para las empresas como los bonos o las acciones.

En países con sistema de pensiones de capitalización individual los fondos de pensiones son recursos que enfrentan menos restricciones de liquidez que el sistema bancario puesto que su disponibilidad no depende tan fuertemente del ciclo económico. Si bien la crisis golpeó duramente los resultados de las inversiones en términos de la rentabilidad de los fondos –en Chile el valor del fondo más riesgoso llegó a caer más de 45% en doce meses en octubre de 2008– el flujo hacia los fondos se mantuvo relativamente estable, puesto que depende fundamentalmente del empleo asalariado. Si bien, en un contexto de crisis, se experimentan caídas en el empleo, particularmente en el asalariado, el efecto en la recaudación es marginal, ya que el grueso de la población continúa empleada y cotizando. En el gráfico 6, que contiene la recaudación mensual en el sistema de AFP chileno (calculada como el número mensual de cotizantes por su ingreso imponible promedio), es posible observar la relativa estabilidad de las aportaciones al sistema.

Gráfico 6

Recaudación mensual sistema AFP, millones de dólares a diciembre de 2010



Fuente: BBVA Research en base a información de la Superintendencia de Pensiones

Por lo tanto, a pesar de la caída en el valor de las inversiones durante la crisis, mes a mes el sistema recibió más de USD 3.500 millones nuevos para invertir, durante 2008 y 2009. La mayor estabilidad en el flujo de ahorro para la pensión al sistema de AFP representa una ventaja, ya que la disponibilidad de recursos permite sostener en cierta medida la inversión privada proveyendo de fuentes de financiación alternativas y de recursos al mercado en un contexto de iliquidez.

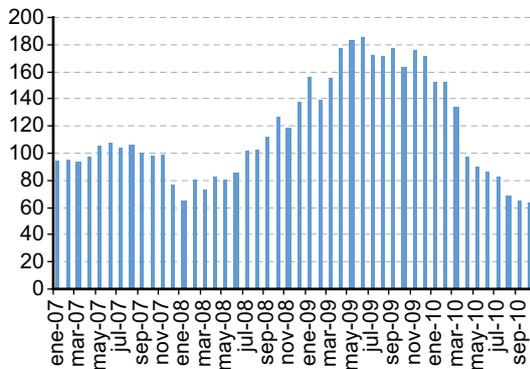
Los tres países latinoamericanos que se estudian, Chile, Colombia y Perú, experimentaron una expansión de las colocaciones de bonos corporativos durante el período de crisis, estos instrumentos constituyen una alternativa de financiamiento a grandes empresas. Por lo tanto estas emisiones habrían permitido sostener, en cierta medida, las necesidades de financiamiento de las empresas durante la contracción del crédito bancario experimentado durante la crisis.

En Chile durante 2009 el monto de dinero colocado en emisiones corporativas privadas se expandió 90% en términos reales con respecto a 2008, llegando a más de USD 6.400 millones. En 2010 la emisión no se mantuvo alta, sino que experimentó una caída interanual de 74,4% en términos reales. El gráfico 7 muestra la colocación de bonos corporativos en Chile acumulados en términos reales para el período 2007 a 2010, donde es posible observar el incremento del flujo durante 2009. En el gráfico 8 se representa la colocación anual de instrumentos financieros en Chile entre 2002 y 2009 en términos reales, donde también se observa que la emisión de distintos instrumentos que permiten el financiamiento de empresas, experimenta una expansión durante 2009. Al respecto, es particularmente destacable el caso de las acciones¹ y de los bonos corporativos donde durante 2009, cuando se registra una contracción importante del crédito bancario corporativo, se manifiesta un aumento en la colocación de instrumentos de financiación como bonos y acciones.

1: En 2004 también se registra una particularmente alta emisión de acciones, sin embargo en esa oportunidad lo que ocurrió fue la coincidencia de grandes emisiones, de hecho las tres mayores emisiones de 2004 representan el 78,87% de las emisiones de ese año, mientras que las tres mayores emisiones de 2009 equivalen a 38,83% del total de emisiones, lo que mostraría un uso más extendido de éste mecanismo de financiamiento.

Gráfico 7

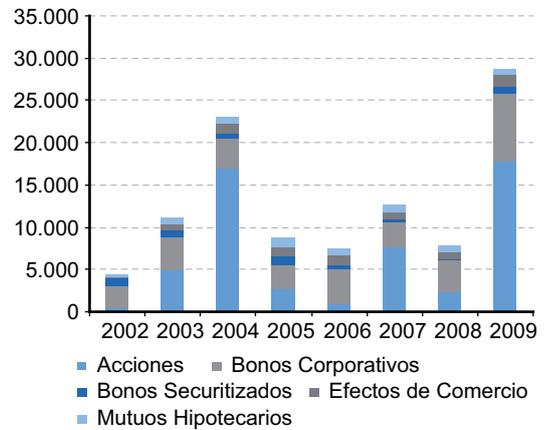
Colocación bonos corporativos en Chile (MM UF acumulados 12 meses)



Fuente: SVS y BBVA Research

Gráfico 8

Chile: Colocación de Instrumentos Financieros, Millones de Dólares de 2010

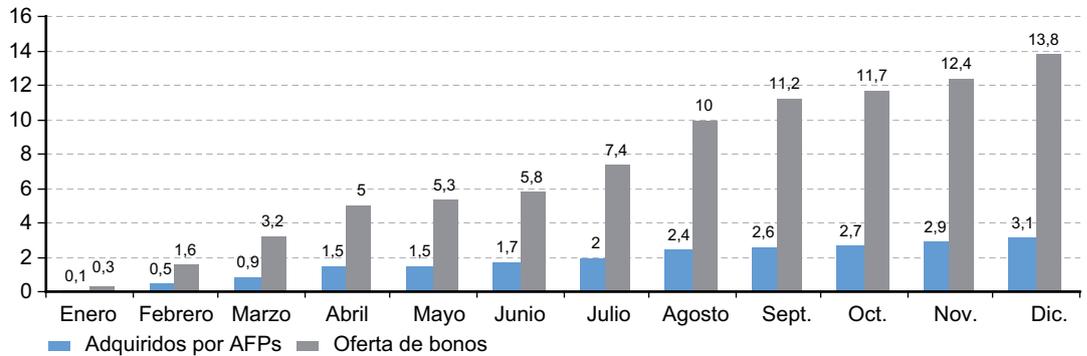


Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros

De manera similar, en Colombia durante el año 2009 la emisión de bonos corporativos fue históricamente importante, alcanzando el total de \$13,4 billones, equivalentes a USD 6.224 millones, mientras que en el año 2008 esta se situó en \$5,7 billones (USD 2.900 millones), equivalente a una expansión anual de 135%. De los bonos colocados en 2009 en Colombia, aquellos no bancarios correspondieron al 47,4% del total, es decir a aproximadamente \$6,5 billones (USD 2.950 millones).

Gráfico 9

Oferta de bonos y bonos adquiridos por las AFPs

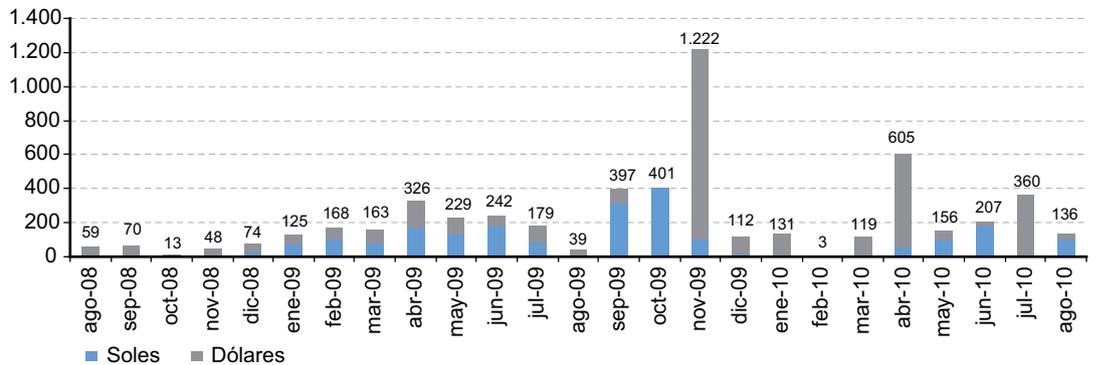


Fuente: Asofondos y BBVA Research

Por su parte en Perú, a partir del segundo trimestre de 2009 las emisiones corporativas comienzan a mostrar un fuerte dinamismo que las lleva a alcanzar niveles sin precedentes hacia el último trimestre del año. Como resultado, las emisiones promedio durante 2009 superaron largamente las registradas en 2008, e incluso las de 2007, año de elevado crecimiento económico. Al igual que en Chile, en Perú también se observa una coincidencia en el periodo en el que se experimenta la caída en el crédito comercial bancario con la expansión de la colocación de bonos corporativos.

Gráfico 10

Colocación de bonos de emisores privados no financieros, agosto 2008 - agosto 2010



	ago-09	sep-09	oct-09	nov-09	dic-09	ene-10	feb-10	mar-10	abr-10	may-10	jun-10	jul-10	ago-10
MN (S/ .Millones)	0	350	401	100	12	0	0	0	55	100	180	5	100
ME (S/ .Millones)	39	47	0	1.122	100	131	3	119	550	56	27	355	36
Total (S/ .Millones)	39	397	401	1.222	112	131	3	119	605	156	207	360	136

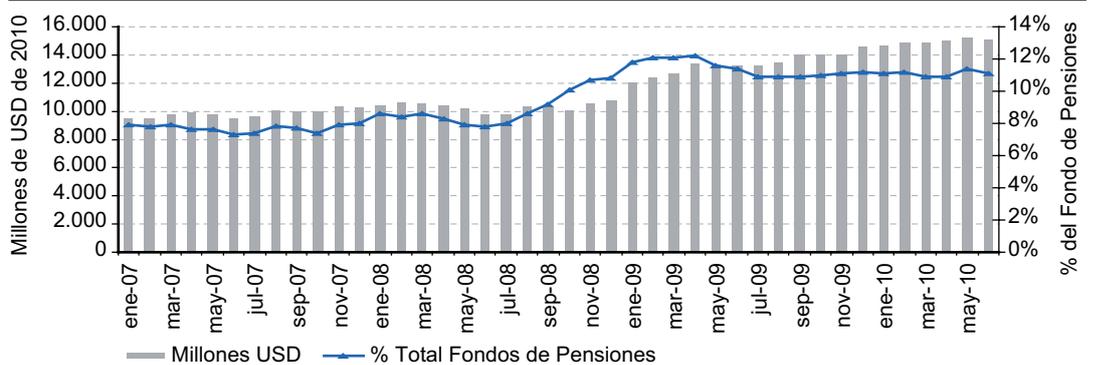
Fuente: RPMV, Dirección de Emisores y Dirección de Patrimonios Autónomos – CONASEV

Las empresas en estas economías pudieron recurrir a este mecanismo de financiación sustituto debido a que había recursos disponibles para adquirir estos instrumentos. Pese a la crisis financiera, los fondos de pensiones mantienen un flujo importantes de recursos que habrían garantizado la demanda.

En Chile, los fondos de pensiones mantuvieron importantes volúmenes de recursos invertidos en bonos y efectos de comercio de empresas en el mercado nacional. El gráfico 11 muestra la inversión en estos instrumentos durante el período 2007 a 2010, se observa incremento en el monto invertido en términos reales en el año 2009, con lo que es factible afirmar que hubo capital disponible de los fondos de pensiones para sostener la oferta de las emisiones registradas en 2009.

Gráfico 11

Chile: inversión de los Fondos de Pensiones en Bonos y Efectos de Comercio Mercado Nacional, dólares de 2010

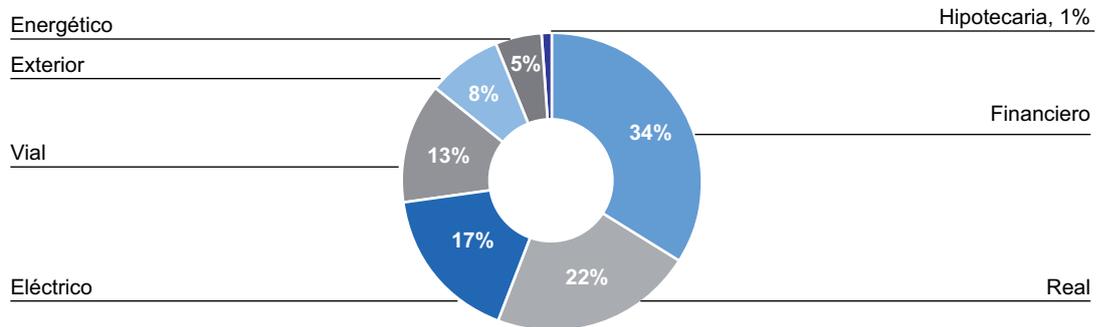


Fuente: Superintendencia de Pensiones

En Colombia, como se puede ver en el gráfico 12, los fondos de pensiones adquirieron alrededor del 23% del total de bonos emitidos por el sector real durante 2009, la inversión se efectuó en distintos sectores de la actividad económica, con una destacada participación en los sectores de infraestructura.

Gráfico 12

Participación AFP emisores 2009



Fuente: Asofondos y BBVA Research

En Perú durante la crisis los fondos de pensiones registraron un incremento en la proporción invertida en bonos corporativos, como se puede observar en el gráfico 13, con una especial fuerza a partir del segundo semestre de 2008, sin embargo desde marzo de 2009 la cuantía de la inversión en estos instrumentos comenzó a descender. Se debe precisar que los datos no permiten separar el efecto precio del efecto cantidad, con lo que no se puede afirmar que durante la crisis financiera los fondos de pensiones hayan efectivamente alterado la cuantía de la inversión en algún tipo de instrumento, ya que el cambio en los precios relativos podría explicar una parte o toda la aparente recomposición de las carteras. Sin embargo, si se puede afirmar que las AFP mantuvieron una fracción considerable de los fondos invertidos en este tipo de instrumentos, lo que equivale a un volumen importante de recursos, contribuyendo a sostener la demanda por estos instrumentos en momentos de extrema volatilidad e iliquidez.

Gráfico 13

Inversiones en Bonos Corporativos no financieros



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

En definitiva, los fondos de pensiones desempeñaron un papel importante en la financiación de las empresas durante el período de la contracción del crédito bancario. Se observa que los tres países observados, Chile, Colombia y Perú, vieron afectada su industria bancaria, y registran contracciones en el crédito comercial bancario. Luego, en los tres casos, la desaceleración del crédito fue compensada parcialmente por una mayor emisión de bonos corporativos que permitió a las empresas conseguir financiamiento a precios competitivos. Este mecanismo de financiamiento alternativo habría sido sostenido en parte por las AFP cuya disponibilidad de recursos es más estable.

Liquidez Financiera: Aporte de los fondos de pensiones

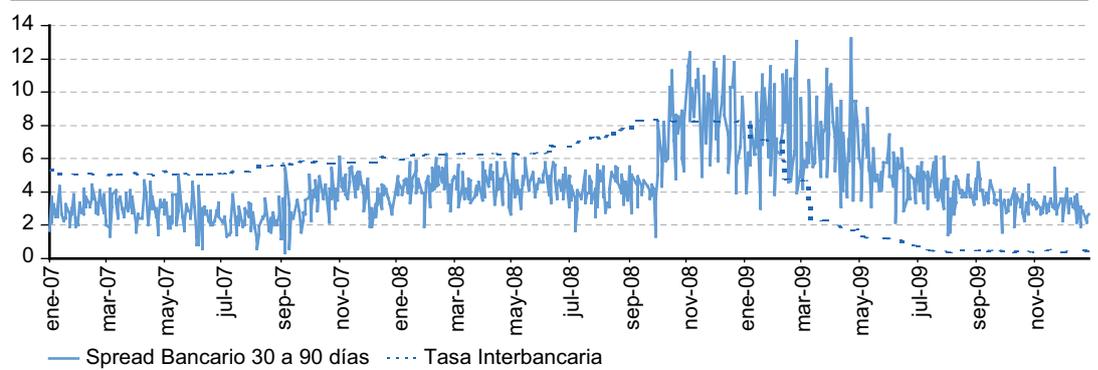
Los fondos de pensiones facilitan indirectamente el crédito bancario al proveer de recursos al sector financiero por medio de la inversión en instrumentos de renta fija del sector, reduciendo las restricciones de liquidez. Este flujo de capital luego podrá ser canalizado por las instituciones bancarias a las empresas y a las familias.

En Chile las AFP han invertido siempre en depósitos a plazo en la industria bancaria nacional, ya que constituyen un instrumento de renta fija muy seguro por lo que la regulación permitió que las AFP inviertan en éstos desde el inicio del sistema en 1981.

El gráfico 14 muestra el estrés financiero al que se vio sometida la banca chilena durante la crisis, se observa una subida importante de la tasa interbancaria y del spread de tasas de interés promedio del sistema para operaciones entre 30 y 89 días entre septiembre de 2008 y abril de 2009.

Gráfico 14

Estrés financiero en Chile

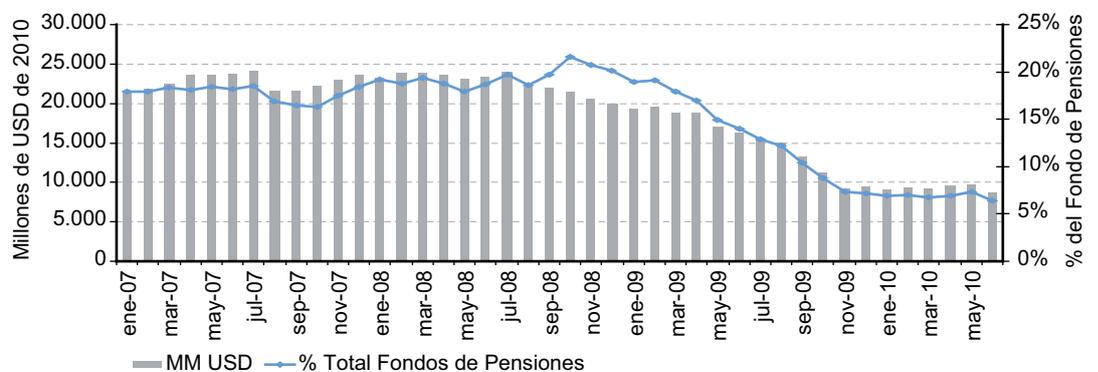


Fuente: Banco Central de Chile

En el gráfico 15 se ve la inversión de los fondos de pensiones en depósitos a plazo durante los últimos años tanto en monto (dólares de 2010) como porcentaje del total de los fondos de pensiones. Se observa que durante el período de estrés financiero detectado –septiembre de 2008 a abril de 2009- las AFP mantienen una fracción cercana al 20% del total de los fondos de pensiones invertida en depósitos a plazo en el sistema bancario nacional, equivalente a aproximadamente USD 20.000 millones. Con posterioridad, los depósitos a plazo han perdido importancia en la cartera de inversión de las AFP, reduciéndose a aproximadamente sólo un 7% de los fondos.

Gráfico 15

Chile: Inversión de los Fondos de Pensiones en Depósitos a Plazo Mercado Nacional, dólares de 2010

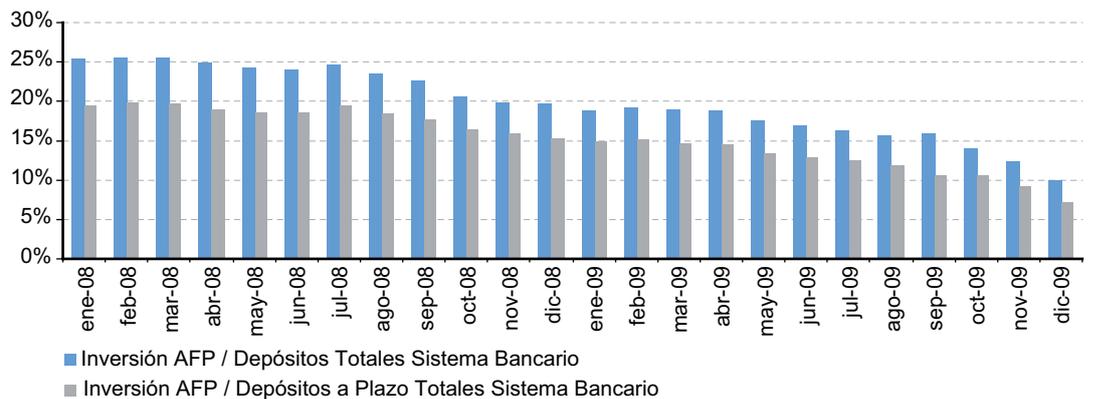


Fuente: Superintendencia de Pensiones

Durante el período estudiado, se observa que los fondos de pensiones mantuvieron en el sistema bancario una importante suma de recursos. El gráfico 16 muestra la importancia de la inversión de las AFP en depósitos a plazo para la banca chilena, se observa que representaron cerca del 20% de los depósitos a plazo del sistema y en torno a 15% de los depósitos totales durante el período de crisis. Con posterioridad la importancia relativa de los fondos de pensiones en los depósitos bancarios ha descendido.

Gráfico 16

Importancia Relativa de la Inversión en Depósitos a Plazo de los Fondos de Pensiones en el Sistema bancario Chileno



Fuente: BBVA Research en base a información de la Superintendencia de Pensiones y de la de Valores y Seguros

Conclusión

Las crisis financieras se caracterizan, entre otras cosas, por una reducción en la liquidez y una contracción en el crédito bancario comercial. Este es uno de los principales mecanismos de contagio de las crisis financieras a la economía real.

El sistema de pensiones de capitalización individual canaliza una parte importante del ahorro nacional en economías que lo han implementado, como la chilena, la colombiana y la peruana. Estos recursos se invierten en los mercados financieros locales en instrumentos que son alternativas de financiamiento a las empresas. El perfil de inversión de los fondos de pensiones tiene perspectiva de largo plazo, lo que sumado a la obligatoriedad de cotización y la imposibilidad de efectuar retiros a discreción por parte de los ahorrantes, garantizan una baja variabilidad en el flujo de recursos que reciben los fondos. Por lo tanto, los fondos de pensiones constituyen una fuente de financiamiento alternativa al crédito bancario que tiene mayor estabilidad en un contexto de crisis.

Se observa que la contracción del crédito se vio compensada, en parte, por un aumento de la emisión de instrumentos de financiación de empresas alternativos, como los bonos y las acciones. El financiamiento de empresas utilizando instrumentos sustitutos al crédito bancario, como la emisión de títulos de deuda o de acciones, sólo es posible en la medida que existan inversionistas dispuestos a adquirir estos instrumentos, es decir inversionistas con un menor impacto negativo en su liquidez en un contexto de crisis financiera. Se observa, además, que los fondos de pensiones mantuvieron una importante suma de recursos invertida en este tipo de instrumentos.

Adicionalmente, en Chile se observó una contribución adicional al sistema bancario, ya que la inversión en depósitos a plazo efectuadas por las AFP permitió mitigar en parte la contracción de la liquidez observada en los momentos más álgidos de la crisis. Este sería un mecanismo indirecto mediante el cual los fondos de pensiones facilitan la provisión de crédito bancario en contexto de crisis, ya que inyectan recursos al adquirir instrumentos de renta fija del sector bancario, reduciendo las restricciones de liquidez.

En definitiva, las economías en las que el ahorro y el crédito no sólo se canalizan mediante el sistema bancario, sino que también a través de los fondos de pensiones, enfrentarían un menor traspaso desde una crisis financiera a la economía real por la vía de la contracción de la oferta de financiamiento.

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](http://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 Pensiones

Economista Jefe de Economías Emergentes
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

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:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

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

España y Europa:
Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Economías Emergentes:

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

Análisis Transversal Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

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

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

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

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

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

Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

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

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

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

Interesados dirigirse a:

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