

Situación Panamá

Tercer trimestre 2010

Análisis Económico

- El crecimiento de la economía panameña se revisó al alza, de 4,1% a 6,0% en 2010 y de 5,2% a 6,3% en 2011, apoyado en un fortalecimiento mayor del esperado en la demanda privada, el impacto positivo de las obras de ampliación del Canal de Panamá y la expectativa de una aceleración en la ejecución del gasto público en infraestructura a partir del segundo semestre de este año.
- La inflación se ubicará en 4,0% a finales de 2010, en línea con el fortalecimiento de la demanda interna, los aumentos en impuestos sobre las ventas implementados a partir de este año y las presiones al alza sobre los precios de los alimentos y los combustibles derivadas de la recuperación en la actividad mundial.
- El incremento en el ritmo de ejecución de las obras públicas provocará un aumento del déficit del Sector Público no Financiero (SPNF) hasta 1% del PIB al finalizar 2010, sin sobrepasar los límites establecidos por la Ley de Responsabilidad Fiscal y Social.
- La fuerte recuperación de la demanda interna ocasionará una ampliación del déficit en cuenta corriente hasta 7,0% del PIB en 2010, que será financiado por suficientes flujos de inversión extranjera directa.
- Ante un eventual escenario de debilitamiento económico en los países desarrollados, el crecimiento de la economía perdería fuerza hacia finales de 2010 y en 2011, especialmente por la menor dinámica del comercio mundial. La fortaleza de la demanda interna, sustentada en la continuidad en el desarrollo del plan de inversión en infraestructura, ayudaría a evitar una fuerte desaceleración de la economía, en la medida que los flujos de capitales permitan financiar sin problemas un mayor déficit en cuenta corriente.

Índice

1. Reevaluación de las perspectivas de la economía global.....	3
2. Crecimiento de la economía panameña acelera por dinamismo de la demanda privada y aumento del gasto en infraestructura.....	4
3. Un deterioro mayor del entorno externo restaría impulso a la economía.....	7
4. Gobierno enfrenta el reto de mejorar la infraestructura de manera consistente con las restricciones fiscales	8
5. Tablas	8

Fecha de publicación: 13 de octubre de 2010

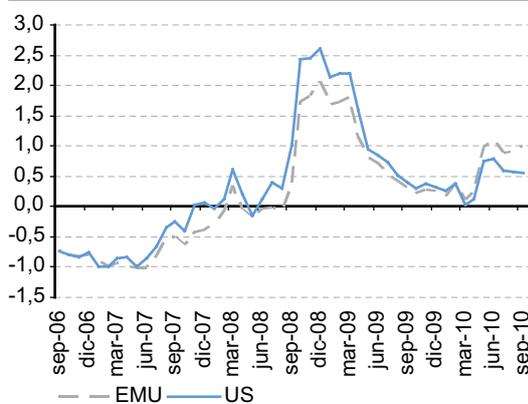
1. Reevaluación de las perspectivas de la economía global

El principal riesgo para la economía mundial todavía procede de los mercados financieros. Las pruebas de solvencia han tenido repercusiones positivas, aunque asimétricas, en Europa. Si bien se han reducido los riesgos, las posibilidades de un retroceso siguen siendo significativas. Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y absorbiendo la liquidez, en especial en Europa. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras en Europa durante el segundo trimestre empezó a mermar a partir de julio (véase el Gráfico 1). La publicación de los resultados de las pruebas de solvencia de Europa ha tenido el efecto positivo de bajar las tensiones, aunque se ha observado una clara diferenciación entre los países. Dicha diferenciación es clave para entender el deterioro relativo reciente de Irlanda y la resistencia de España. En este último caso, al disipar la incertidumbre sobre el sistema financiero español, gracias a que allí las pruebas han sido rigurosas y sus resultados parecen creíbles. Indudablemente, los riesgos para Europa y para la economía mundial procedentes de los mercados financieros siguen siendo el principal motivo de preocupación.

Creciente divergencia en las estrategias de políticas monetaria. El incremento de la incertidumbre llevará a la Fed y al BCE a retrasar el retiro de los estímulos monetarios. En Asia continúa el alza en los tipos de interés mientras que en América Latina los bancos centrales adoptan una postura de cautela ante las presiones sobre los tipos de cambio.

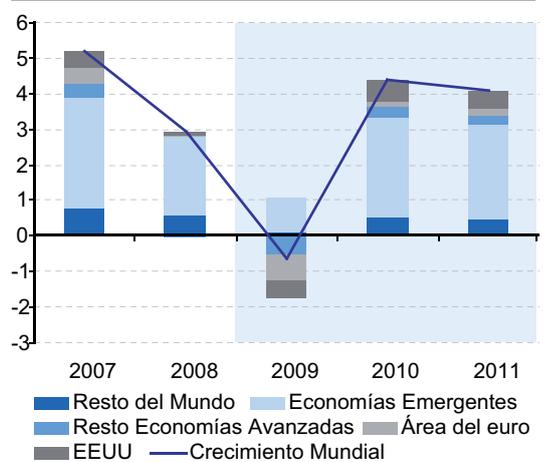
Las tensiones financieras de Europa y la incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación de EE.UU. han llevado a los bancos centrales de ambas regiones a retrasar sus primeros aumentos de tipos de interés, así como a mantener tipos de referencia muy bajos durante un período prolongado. Las presiones inflacionarias en ambas áreas seguirán controladas, lo que les permitirá mantener políticas monetarias expansivas. La debilidad de los datos recientes en EE.UU. aumenta la posibilidad de nuevas rondas de flexibilización cuantitativa, lo que ha presionado al dólar a la baja. Los estímulos adicionales por parte de la Fed contrastarán con una aproximación menos flexible por parte del BCE, ante lo cual el dólar podría seguir deteriorándose en los próximos meses. En todo caso, en el mediano plazo, la salida de los estímulos cuantitativos, un mejor panorama de la economía estadounidense y una posible reacción del BCE ante el fortalecimiento del euro, sustentan un escenario con espacio para una reversión de la tendencia reciente del dólar/euro. Por otra parte, en las economías emergentes, en especial en Asia, los bancos centrales reanudaron las alzas de tipos de referencia, tras la pausa que provocó la crisis de la deuda europea. Esto contribuye a reducir las presiones inflacionarias en países donde habían comenzado a aparecer. En Sudamérica, donde la mayoría de países ha conducido procesos de incrementos en los tipos de interés, las presiones inflacionarias se mantienen acotadas, en parte debido a la apreciación de las monedas, y los bancos centrales están moderando el retiro de los estímulos monetarios.

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras*



*Indicador compuesto de tensiones financieras en tres mercados de crédito (soberano, corporativo y financiero), restricciones de liquidez y volatilidad de los tipos de interés, tipos de cambio y mercados de renta variable.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Contribuciones al crecimiento del PIB mundial



Fuente: BBVA Research

La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada. Esta situación será conveniente para China y el resto de los países emergentes de Asia, ya que se producirá una convergencia del crecimiento hacia tasas más sostenibles. No obstante, la demanda privada estadounidense seguirá siendo frágil sin apoyo oficial, en tanto que en Europa la confianza se verá negativamente afectada por las consecuencias de la crisis financiera. El comercio mundial mantendrá tasas dinámicas de crecimiento.

En los próximos tiempos la economía global se desacelerará (véase el Gráfico 2). La gravedad de las tensiones financieras europeas afectará a la confianza y reducirá el crecimiento en el segundo semestre de 2010 y a principios de 2011. Además, la demanda externa no será tan sólida como lo fue el primer semestre, aunque aportará cierto apoyo a la actividad económica. En China, la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre y algunos indicadores de moderación de la actividad demuestran que las medidas de ajuste de las autoridades están siendo eficaces para dirigir la economía hacia tasas de crecimiento más sostenibles. La economía también se desacelerará en América Latina durante 2011, aunque manteniendo altos índices de crecimiento. Por consiguiente, las divergencias seguirán ampliándose entre las economías avanzadas y emergentes, y también dentro de cada uno de estos grupos. En un entorno de bajo crecimiento en las economías desarrolladas, el comercio mundial seguirá impulsado por el dinamismo de las economías emergentes y se mantendrá en una senda sostenida de recuperación con tasas de crecimiento de los volúmenes comerciados de 9,4% en 2010 y de 8,7% en 2011 y 2012, en línea con la medida prevista en el crecimiento del PIB mundial.

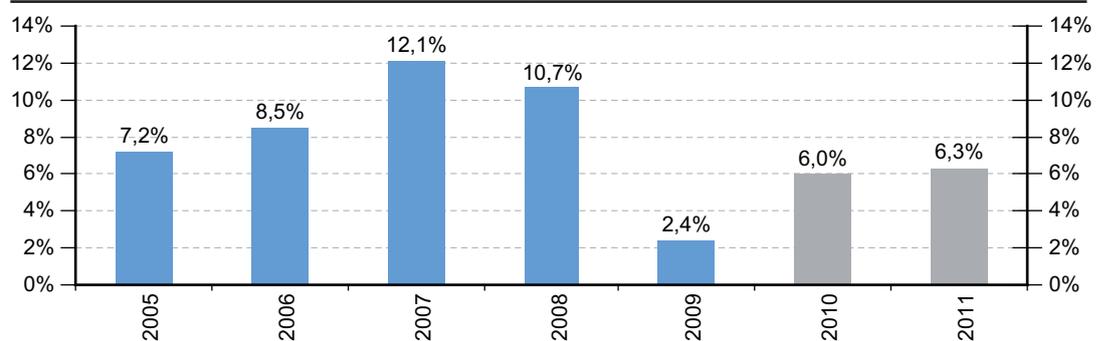
2. Crecimiento de la economía panameña acelera por dinamismo de la demanda privada y aumento del gasto en infraestructura

El desempeño de la economía panameña evidencia una recuperación más rápida de la prevista, sustentada en el fortalecimiento de la demanda privada y la expansión de la inversión pública, especialmente en las obras de ampliación del Canal de Panamá. Esta dinámica sugiere que la economía estaría en capacidad de mantener un crecimiento robusto, aún en un contexto de debilitamiento del ciclo económico global dadas las continuas tensiones financieras en Europa y una moderación importante en el crecimiento de Estados Unidos.

Los datos recientes de crecimiento del PIB (5,8% en el primer trimestre y 6,3% en el primero) confirman el dinamismo del consumo y el impulso proveniente de la inversión pública. Estos factores se reflejan en un crecimiento liderado por la fuerte dinámica de la economía de servicios, especialmente en transporte, telecomunicaciones y comercio, donde el comportamiento de este último se ha beneficiado del incremento en la confianza de los consumidores y del auge en la actividad del turismo. Por su parte, el sector financiero se ha desacoplado temporalmente de esta tendencia reflejando el débil desempeño de los mercados financieros internacionales.

Gráfico 3

Crecimiento anual del PIB (Var.interanual)



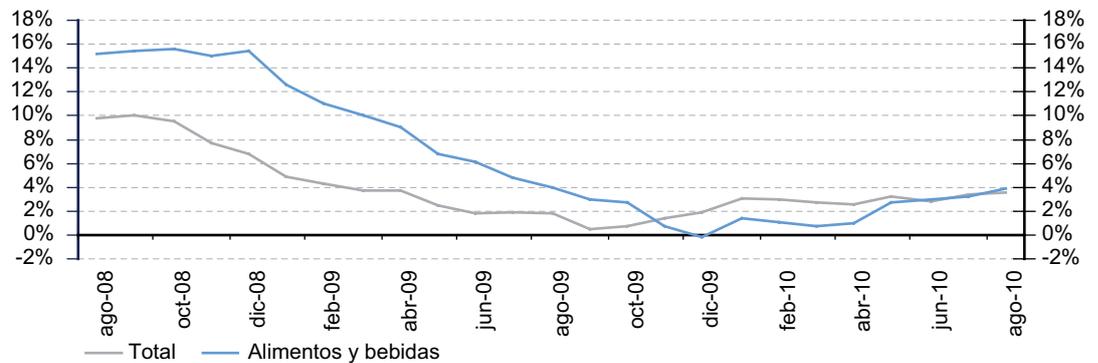
Fuente: Contraloría General de la República y BBVA Research

En este contexto, las presiones sobre la inflación han aumentado ligeramente imponiendo un sesgo al alza sobre nuestra previsión inicial de 3,0% para el cierre de este año. Este sesgo pondera incrementos sostenidos en los precios internacionales de los combustibles y de los alimentos, el impacto del ajuste

en los impuestos sobre las ventas¹ y las mayores presiones derivadas de una menor brecha negativa del producto dada la aceleración en el crecimiento de la demanda agregada. De esta manera, se espera que la inflación cierre el año en 4,0% y que en 2011 se mantenga alrededor de 3,3%. Lo anterior determinará una apreciación del tipo de cambio real de Panamá dada la expectativa de una inflación moderada en Estados Unidos, de 1,4% en 2010 y 1,6% en 2011.

Gráfico 4

Inflación mensual (variación interanual %)



Fuente: Contraloría General de la República y BBVA Research

Con base en el comportamiento observado del PIB en el primer semestre y teniendo en cuenta el dinamismo de los indicadores recientes y la ligera desaceleración en el crecimiento global, se espera que Panamá crezca a tasas del 6,0% en 2010 y 6,3% 2011, crecimiento que estará fundamentado en un fortalecimiento de la demanda interna y una contribución negativa de la demanda externa. Pese al buen desempeño de la actividad, la economía tardará años en recuperar los altos niveles de empleo alcanzados en 2008, en la medida que una parte importante de las actividades que lideran el crecimiento son intensivas en capital y ante las fuertes rigideces del mercado laboral. En consecuencia, se espera que este año la tasa de desempleo disminuya marginalmente, desde 6,6% a finales de 2009 hasta 6,4% en 2010 y 6,2% en 2011.

Un importante motor de crecimiento es la ampliación del Canal de Panamá, cuya ejecución avanza más de lo previsto. Adicionalmente, el Plan Estratégico del Gobierno contempla un ambicioso programa de infraestructura, con inversiones cercanas a los 13,6 mil millones de balboas durante los próximos cinco años, que estarán dirigidas, entre otros, a la construcción de importantes vías² y aeropuertos, así como al desarrollo de un sistema de transporte masivo en Ciudad de Panamá, obras que contribuirán a impulsar la competitividad de la economía y a cerrar la brecha en infraestructura que actualmente presenta el país. En los primeros seis meses del año el programa de infraestructura presentó un lento avance debido a problemas de coordinación y ejecución de las obras. Sin embargo, la reciente agilización en la adjudicación de contratos sugiere una aceleración del gasto que se concretaría en la segunda parte del año, determinando un mayor impulso al crecimiento por parte de la inversión pública.

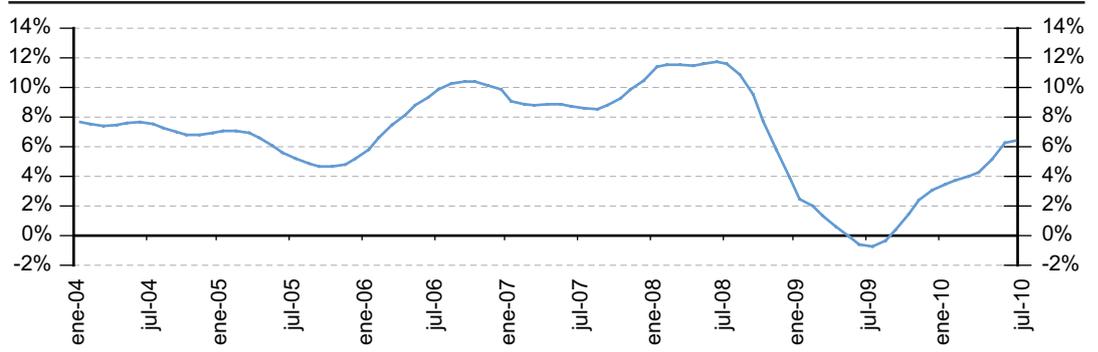
Los indicadores líderes muestran cómo la economía en el tercer trimestre del año mantiene una dinámica importante de crecimiento. En particular, el indicador mensual de actividad, IMAE, registra un crecimiento de 6,2% en julio, manteniendo el ritmo de expansión de meses previos (véase el Gráfico 5). A esto se suma la reactivación del crédito, que en agosto registró una tasa de crecimiento del 11,2% a/a, liderada por una dinámica importante del crédito hipotecario al crecer 13,1% a/a y una reactivación de la cartera de consumo y comercial, reflejando un mayor optimismo respecto al desempeño de la economía y una mejor dinámica en la actividad de la Zona Libre de Colón.

1: En la reforma tributaria de 2010 se previó un aumento en el impuesto a las ventas de bienes y servicios del 5% al 7% que empezó a regir a partir de julio de este año.

2: Entre las vías se destacan la extensión de la autopista Panamá-Colón, la reconstrucción de la infraestructura vial en la zona de libre comercio de Colón y la extensión del Corredor Norte hasta el aeropuerto Tocumen.

Gráfico 5

IMAE Variación Interanual (Tendencia Ciclo)



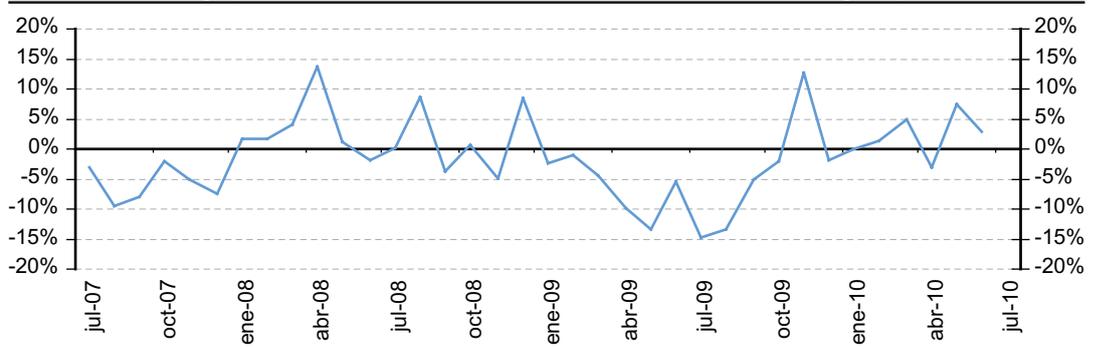
Fuente: Contraloría General de la República y BBVA Research

El débil entorno global seguirá limitando el crecimiento a través de una contribución negativa de la demanda externa. La desaceleración en el tránsito de mercancías por el Canal de Panamá (véase el Gráfico 6) parece haberse superado en abril y se espera que mantenga una senda de recuperación moderada, en línea con las previsiones de crecimiento del comercio mundial. Por su parte, el crecimiento de las exportaciones de servicios (turismo, reexportaciones, puertos y logística) compensará de manera parcial la balanza comercial negativa, producto de los mayores volúmenes de importaciones de bienes de consumo y de capital, estas últimas impulsadas por el mayor gasto en infraestructura, y el incremento en los precios de alimentos y combustibles de los cuales Panamá es importador neto.

En general, el fortalecimiento de la demanda interna se traducirá en un deterioro importante de las cuentas externas, pasando del relativo equilibrio de la cuenta corriente exhibido en 2009, a un déficit cercano al 7,0% en 2010. Hacia adelante éste sería un factor de consideración para la sostenibilidad macroeconómica en la medida que un déficit en Balanza de Pagos determina una contracción de la oferta monetaria generando presiones sobre el sistema financiero local.

Gráfico 6

Volumen de carga por el Canal de Panamá en miles de toneladas largas (Var. Interanual)



Fuente: Contraloría General de la República y BBVA Research

El panorama respecto a los flujos de capital extranjero es favorable. La permanencia de bajas tasas interés en los países desarrollados y las condiciones de amplia liquidez a nivel internacional facilitarán a Panamá el acceso a recursos de financiamiento externo. Este último seguirá siendo una fuente importante de vulnerabilidad de la economía ante la posibilidad de fluctuaciones en los niveles de aversión al riesgo mundial, que podrían determinar un aumento en el costo de financiación y/o una moderación en los flujos de capitales. Sin embargo, las perspectivas favorables de crecimiento de la economía, el grado de inversión de la deuda alcanzado en 2010 y los nuevos acuerdos comerciales³ firmados en los últimos meses seguirían incentivando la inversión extranjera en el país.

3: Panamá ha firmado y aprobado acuerdos de libre comercio con Taiwán, El Salvador y Singapur, así como acuerdos parciales con Colombia y Centro América. Existe un tratado de preferencias arancelarias con Estados Unidos. Sin embargo, el tratado de libre comercio (TLC) firmado en 2007 aún no ha recibido la ratificación del Congreso de Estados Unidos. Este año Panamá firmó un TLC con Canadá y acuerdos comerciales con la Unión Europea, a la vez que extendió el tratado con Colombia.

En materia fiscal, el buen desempeño de las finanzas públicas en el primer semestre del año, con un déficit del SPNF de 0,3% del PIB, menor al 0,9% registrado durante el mismo período del año anterior, se explica por los mayores ingresos por recaudo tributario pero también por la débil ejecución del gasto en infraestructura⁴. De una parte, los ingresos tributarios han aumentado gracias a los ajustes en las tarifas y a una gestión más eficiente en el recaudo por parte del Estado. En cuanto al gasto en infraestructura, el bajo desempeño en el primer semestre debería dar pie a ajustes importantes que permitan su aceleración en la segunda parte del año. Esto último presionaría un incremento del déficit del SPNF a cerca del 1% del PIB al cierre de 2010, siendo inferior al techo de 2% para este año, determinado por la Ley de Responsabilidad Fiscal y Social. Por su parte, una ejecución dinámica de la inversión pública generaría una desviación moderada de la senda de deuda pública considerada en el Plan Estratégico del Gobierno, el cual tiene como meta disminuir el saldo de la deuda como porcentaje del PIB desde el 44,4% registrado a finales de 2009 a un 35% en 2014.

Cabe destacar que según la legislación de Panamá, la Autoridad del Canal de Panamá (ACP) es una entidad autónoma con un proceso presupuestal independiente de aquél del Gobierno. Por lo tanto, la financiación de las obras de ampliación del Canal no tiene efecto sobre el déficit general del SPNF. Las obras tendrán un costo aproximado de US\$5.250 millones de los cuales US\$2.300 provienen del financiamiento de organismos multilaterales de crédito y los restantes \$2.950 serán financiados con los excedentes de la actividad canalera. A partir del próximo año, los ingresos de la ACP se fortalecerán como consecuencia de los incrementos aprobados en las tarifas, lo cual compensaría la moderación en el tráfico de comercio.

3. Un deterioro mayor del entorno externo restaría impulso a la economía

En condiciones de fuerte estrés financiero a nivel internacional y un crecimiento sustancialmente menor en los principales países desarrollados en los próximos trimestres, el crecimiento de Panamá perdería fuerza hacia finales de 2010 y en el primer semestre de 2011. En especial, la moderación del intercambio comercial por la menor demanda externa generaría una disminución en los volúmenes transportados a través del Canal, causando una reducción en los aportes a los ingresos del Gobierno. Un aspecto importante a tener en cuenta tiene que ver con el financiamiento de las obras de expansión del Canal, ya que la mayor parte de los recursos que se requieren para cubrir los costos totales se financiarán con los ingresos operativos de la actividad canalera. Pese a lo anterior, y como se evidenció en la reciente desaceleración de la economía global, la dinámica de la demanda interna y la continuidad de la inversión pública permitirían hacer frente al deterioro del ambiente externo sin ocasionar una fuerte desaceleración de la economía local.

De otro lado, por tratarse de una economía dolarizada y dadas las perspectivas de un aplazamiento considerable en el ciclo de incrementos de tasa de interés en Estados Unidos, en los próximos años la economía panameña enfrentaría los riesgos relacionados con una política monetaria externa laxa, que no se corresponde con la fase expansiva del ciclo económico que atraviesa el país. A esto se suma una alta liquidez en el mercado y una fuerte competencia entre bancos, que han hecho que las tasas de interés permanezcan en niveles muy bajos, factor que podría incentivar un incremento excesivo en el gasto y una posible aceleración del crecimiento por encima de su potencial. Esto podría generar elevados déficits en cuenta corriente y mayores presiones inflacionarias, aumentando la vulnerabilidad externa de la economía y revirtiendo, en cierta medida, los efectos de las políticas del Gobierno para impulsar la competitividad en ciertos sectores estratégicos de la economía.

4: Las cifras de la Contraloría General señalan una inversión en capital durante los primeros seis meses del año sustancialmente menor a lo contemplado en el presupuesto, al caer 10,2% con respecto al mismo período del año anterior.

4. Gobierno enfrenta el reto de mejorar la infraestructura de manera consistente con las restricciones fiscales

El gasto público seguirá siendo una fuente importante de crecimiento de la demanda interna en los próximos años. Sin embargo, la reciente crisis internacional ha subrayado la importancia de la disciplina fiscal y de la credibilidad de las políticas económicas para atenuar el ciclo económico. En este sentido, las intenciones del Gobierno de acelerar la adecuación de la infraestructura y del transporte tendrán que ser consistentes con las restricciones fiscales que enfrenta el país ante el elevado nivel de la deuda pública. En línea con este propósito, es posible que el Gobierno se vea obligado a recortar algunos de sus planes de gastos y así evitar un deterioro de las finanzas públicas. De otro lado, no se descartan problemas adicionales debido a las debilidades en la capacidad institucional para ejecutar el gasto. Iniciativas del Gobierno para promover la competitividad, como las gestiones recientes para nacionalizar las concesiones del Corredor Sur y el Corredor Norte debido a su mala administración, podrían ser consideradas una indebida intervención del Estado y un potencial riesgo para la sostenibilidad de las finanzas públicas.

De otra parte, el Gobierno tiene como meta seguir avanzando en la negociación de acuerdos comerciales con socios estratégicos como Corea del Sur y Colombia, luego de concluir exitosamente la adopción del TLC con Canadá. Aunque se destacan los esfuerzos por concretar la firma del TLC con Estados Unidos, el mayor sentimiento proteccionista en dicho país sería un factor en contra de una pronta confirmación del tratado. En esta línea, el Gobierno deberá hacer esfuerzos por fortalecer los vínculos comerciales con la región asiática, en especial con China, su segundo socio comercial después de EE.UU. Paralelamente, el Gobierno deberá completar la firma de convenios para evitar la doble tributación internacional y establecer el intercambio de información tributaria con países con los cuales está pendiente su aprobación, requisito para que el país sea excluido de la lista gris de la OCDE.

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas: anuales

	2009	2010	2011
PIB (% a/a)	2,4	6,0	6,3
Inflación (% a/a, promedio)	1,9	4,0	3,3
Tasa de interés sobre depósitos, 3 meses (% fdp)	2,5	2,2	2,6
Consumo Privado (% a/a)	3,7	4,4	4,7
Consumo Público (% a/a)	3,0	3,5	4,2
Inversión (% a/a)	-8,8	21,6	12,9
Saldo Fiscal SPNF (% PIB)	-1,0	-1,0	-1,2
Cuenta Corriente (% PIB)	0,0	-7,0	-7,5

Fuente: BBVA Research

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 Subunidad de Economías Emergentes ubicada en Colombia:

Economista Jefe

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

María Paola Figueroa
mariapaola.figueroa@bbva.com.co

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com.co

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com.co

Poldy Paola Osorio
poldy.osorio@bbva.com.co

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

José Luis Escrivá

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros
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:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

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