

Situación Inmobiliaria

Argentina

Año 2011
Análisis Económico

- **La construcción ya no lidera el crecimiento** aunque crece como el promedio de la economía con mayor participación de centros urbanos del interior beneficiados por la bonanza del sector agrícola.
- **Aunque el aumento de costos, principalmente salariales, ha reducido la rentabilidad de la construcción**, la gradual subida del precio del m2 continúa dándole impulso a la actividad que crecería 7% en 2011.
- **La demanda muestra algunas señales de estancamiento por la incertidumbre del ciclo electoral**, pero estimamos que más allá de la coyuntura seguirá sostenida por inversores que buscan principalmente preservar el valor de sus ahorros en un entorno de escasas alternativas financieras.
- **Pese a la mejora observada en las condiciones de accesibilidad por el incremento del salario real**, las restricciones de financiamiento hipotecario limitan el acceso a la vivienda de amplios sectores de la población.

Índice

1. La oferta de vivienda ya no muestra el mismo dinamismo.....	3
2. Los permisos de construcción no auguran un nuevo boom.....	4
3. El aumento de los costos en dólares erosiona los incentivos a construir	5
4. La demanda en una meseta luego de la recuperación de 2010.....	6
5. Mejora la accesibilidad pero la mayor parte de la población sigue sin ingresar al mercado hipotecario	7

Fecha de cierre: 23 de junio de 2011

1. La oferta de vivienda ya no muestra el mismo dinamismo

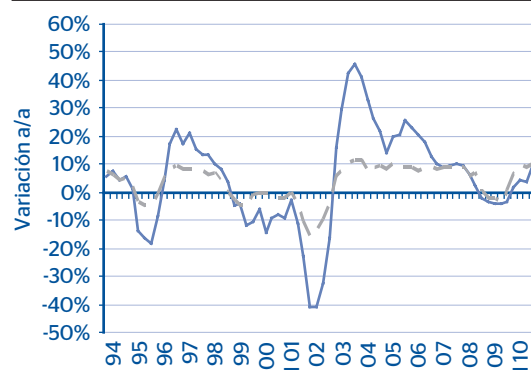
Factores fundamentales continuarán dando soporte a la demanda en el mediano plazo luego de la desaceleración de las ventas en 1S11

La recuperación ha sido lenta luego del retroceso de la actividad experimentado durante el año 2009, tomando fuerza recién hacia el último trimestre del año pasado.

La caída del PIB Construcción durante el 2009 fue de 3,8% a/a, mientras que en el 2010 se completó una mejora del 5,8% a/a, nivel de crecimiento levemente por debajo de nuestra proyección (6,0% a/a). En esta oportunidad y tal como se viene observando desde 2007, el sector ha mostrado menos dinamismo que el promedio de la economía (ver Gráfico 1), dado el paulatino encarecimiento del costo de la construcción y de la tierra y el escaso impacto marginal de la inversión pública que se mantiene estancada entorno al 0,6% del PIB.

Gráfico 1

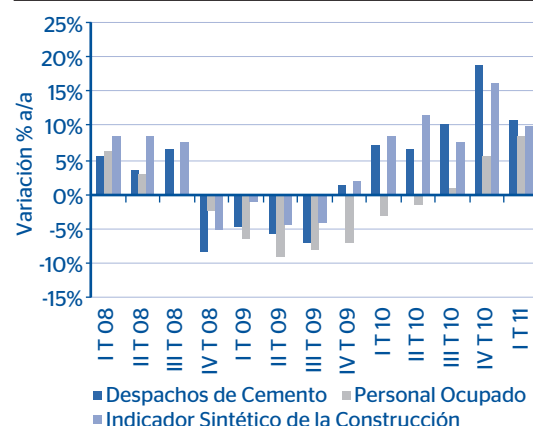
Variaciones PIB construcción y PIB total



Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de Indec. INDEC

Gráfico 2

Evolución indicadores actividad de la construcción



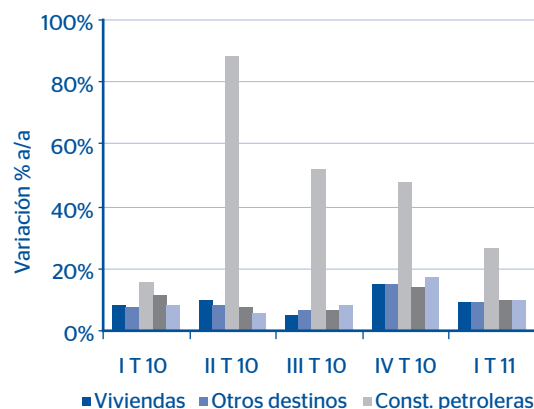
Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de Indec y fuentes privadas

El comportamiento de los distintos subsectores de construcción según el Indicador Sintético de la Construcción (ISAC) que mide la actividad de construcción en base a los insumos utilizados, no mostró grandes disparidades en 2010 (ver Gráfico 3 y Tabla 1) ya que tanto la construcción de viviendas (que representa casi 60% del total) como la de edificaciones comerciales y obras de infraestructura crecieron a tasas en torno al 9-10%. Sólo se destacó la fuerte expansión de Construcciones petroleras con tasas del 49%, pero este sector sólo representa un 5% del total.

Si bien los indicadores muestran que en el 1 T11 la actividad tuvo un crecimiento vigoroso de alrededor de 10% a/a (8,7% en el caso particular de Vivienda), consideramos que se ralentizará el ritmo de expansión en los próximos trimestres por la conjunción de a) el mayor encarecimiento del costo relativo de la construcción y b) la mayor incertidumbre que genera el año electoral.

El mayor impulso que se esperaba en la obra pública por tratarse de un año electoral, aún no se ha materializado ya que a abril de 2011 la expansión del gasto de capital del sector público en términos nominales fue de 17,5% a/a por debajo del aumento de los costos de construcción (21,6% a/a) y del crecimiento del gasto primario total para igual período (+32,1% a/a). Dados los rezagos de implementación, es poco probable que en el período que resta antes de las elecciones de octubre se observe un dinamismo tal que permita una expansión de la obra pública vial y de infraestructura por encima de la media del sector.

Gráfico 3
Construcción por bloques



Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de Indec

Tabla 1

Estructura de ponderaciones del indicador sintético de la construcción (Base año 2007)

Bloques	en %
Edificación para Viviendas	58,36
Edificación para otros destinos	19,00
Obras viales	7,18
Otras obras de Infraestructura	10,36
Construcciones petroleras	5,10
TOTAL	100,00

Fuente: Indec

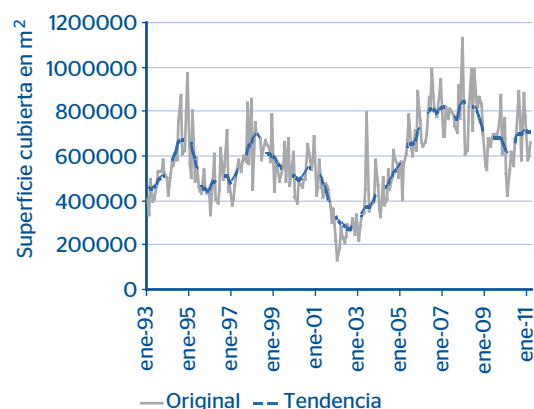
2. Los permisos de construcción no auguran un nuevo boom

El boom de la construcción que caracterizó el período 2003-7 parece haber llegado a su fin ya que más allá de la recuperación cíclica de 2010, el número de nuevos permisos de construcción para obras privadas (tanto estructuras familiares, comerciales como industriales) todavía se encuentra bastante por debajo de los valores récord alcanzados en el año 2008.

El número de autorizaciones otorgados en 2010 fue un 3% a/a inferior al de 2009 y es recién hacia finales del año cuando empiezan a observarse tasas de variación positivas (ver Gráfico 4). Si bien la superficie autorizada ha mostrado importantes signos de mejoramiento en 1T11 (+24,8 a/a) se debe principalmente a la baja base de comparación ya que se mantienen en una meseta entorno a los 600.000 m² mensuales.

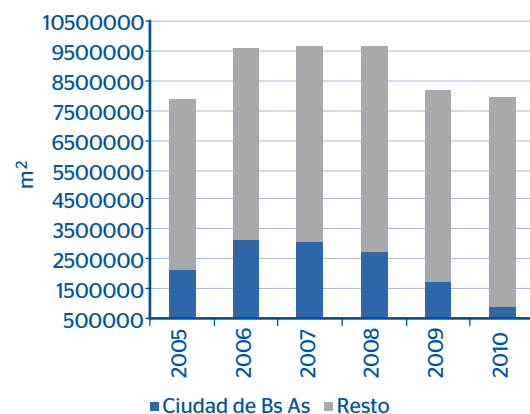
Al mismo tiempo, continúa la paulatina declinación de la participación de la Ciudad de Buenos Aires en el total de permisos de construcción otorgados (ver Gráfico 5) como consecuencia de la menor disponibilidad de superficie en los barrios más solicitados lo que redunda en un encarecimiento de la tierra. En cambio, ciudades como Santa Fe y Córdoba crecen en la participación de nuevas obras, captando los excedentes generados por el sector agrícola en un contexto de altos precios de commodities y falta de incentivo a las inversiones financieras.

Gráfico 4
Permisos de construcción (42 municipios)



Fuente: Research BBVA Banco Francés sobre datos de Indec

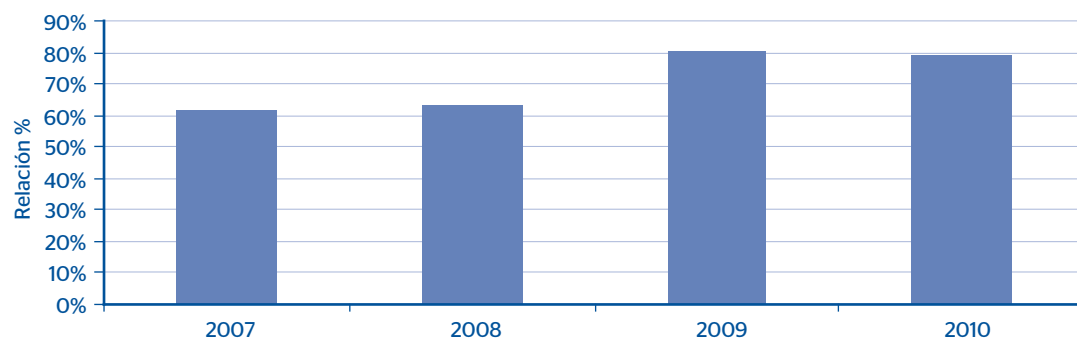
Gráfico 5
Permisos de construcción (42 municipios)



Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de Indec

El mayor dinamismo de la demanda en el interior del país se refleja también en que el precio de los inmuebles aumenta más en las ciudades beneficiadas por el favorable ciclo agrícola que en Buenos Aires, por lo cual tiende a reducirse la tradicional brecha entre los valores del m² (ver Gráfico 6).

Gráfico 6

Precio Departamento Córdoba/Precio Departamento Ciudad de Buenos Aires

Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de Reporte Inmobiliario

Estos indicadores señalan que el sector continuará creciendo, pero a un ritmo menor que en el pasado, probablemente sólo levemente por encima del promedio de la economía. Estimamos que en 2011, la construcción de edificaciones familiares y comerciales crecerá 7% a/a, algo por encima de lo observado en 2010.

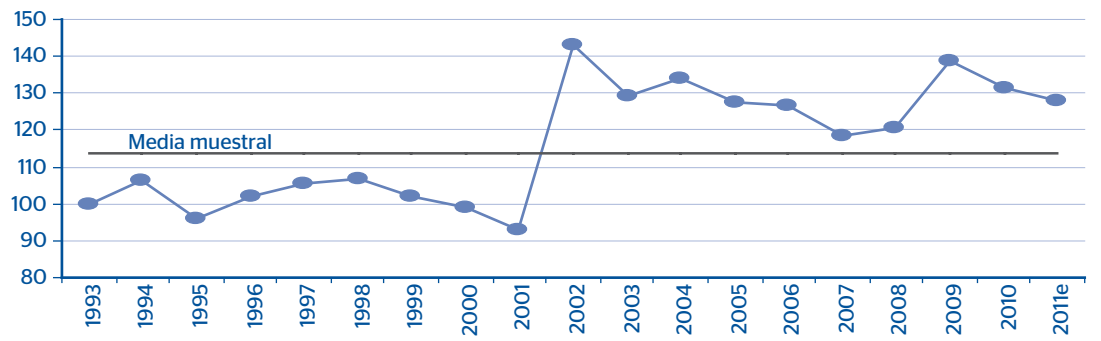
3. El aumento de los costos en dólares erosiona los incentivos a construir

Más allá de la incertidumbre política, el menor dinamismo de la construcción que comentamos en las secciones anteriores es también un reflejo de la gradual reducción de la rentabilidad del sector. El precio del m² en dólares (así se cotiza en Argentina) ha continuado aumentando a una tasa promedio anual de 8% entre 2008 y 2010, pero los márgenes de rentabilidad se han visto erosionados por un incremento mayor de los costos. Como puede verse en el indicador del Gráfico 8, la evolución relativa entre precios de venta y costos todavía es favorable para el sector constructor y permanece por encima del promedio muestral, pero las ganancias han tendido a moderarse, reduciendo los incentivos a emprender nuevas obras.

El aumento del Costo de la Construcción, que redondeó el 16,8% a/a en el 2010, estuvo liderado por los aumentos salariales de los trabajadores que alcanzaron una subida promedio del 23,8% a/a. Este aumento, en un contexto de depreciación del tipo de cambio de apenas 5% a/a motivó un incremento de los costos en dólares por encima del 11% que compara negativamente con el aumento del precio del m² de 5,2% a/a.

En un contexto de moderada recuperación de la demanda, morigerada por la incertidumbre generada por el proceso electoral, los precios de la vivienda han crecido un 7% a/a en dólares, en los primeros meses de 2011. Este incremento en el precio del m² en un contexto de estabilidad del tipo de cambio nominal, junto con el reciente acuerdo salarial entre trabajadores y empleadores del sector que fijó un aumento del 24% a/a, impactará en una disminución adicional de la rentabilidad este año, que de todas formas se mantiene en niveles atractivos (ver Gráfico 7).

Gráfico 7

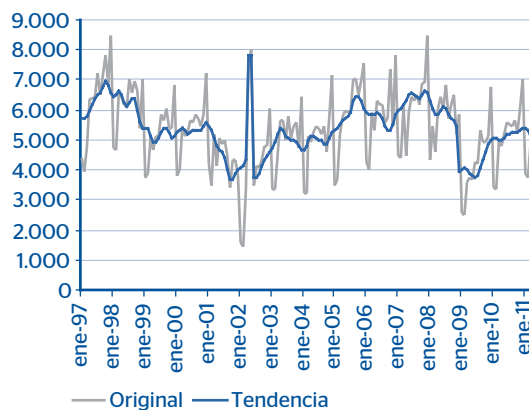
Precio de Departamentos/Costo de la Construcción Base 1993 = 100

Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de Reporte Inmobiliario e Indeco

4. La demanda en una meseta luego de la recuperación de 2010

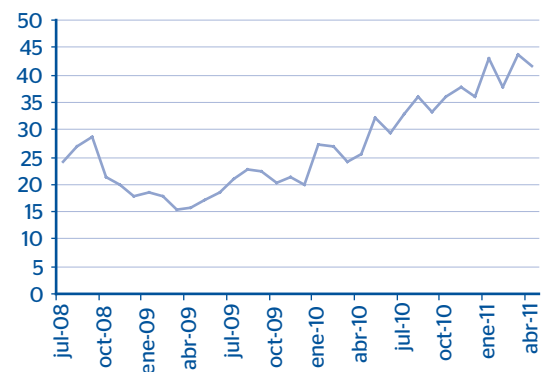
El mercado inmobiliario mostró desde el inicio del año 2010 un repunte a partir de los muy deprimidos niveles registrados durante el 2009 en consonancia con la recuperación de la confianza del consumidor. El incremento en el número de escrituras registradas en la Capital Federal fue de 34% a/a en el primer semestre de 2010 para luego desacelerar a 11,8% a/a en el II semestre del año pasado

Gráfico 8

Cantidad de escrituras capital federal

Fuente: Research BBVA Francés sobre datos del Colegio Público de Escribanos de la Ciudad de Buenos Aires

Gráfico 9

**Índice confianza al consumidor
Rubro "Automóviles y Casas"**

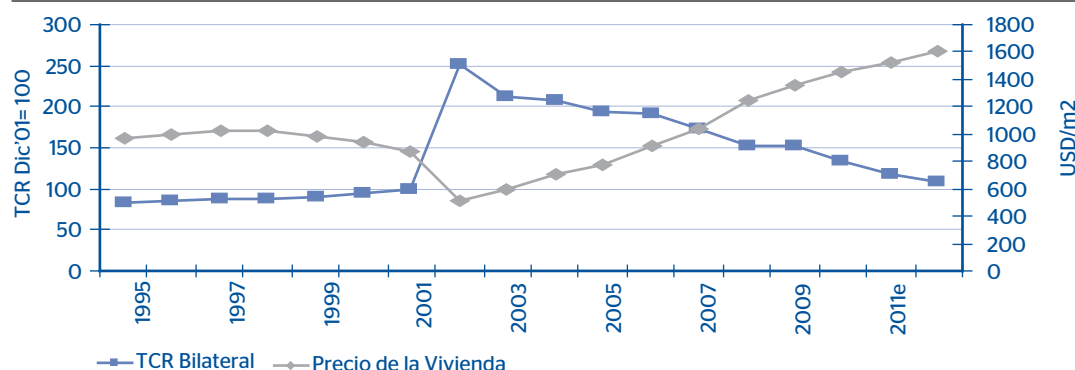
Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de UTDT

En lo que va de 2011, sin embargo, la demanda muestra cierto estancamiento en torno a las 4300 escrituras mensuales con un crecimiento de sólo 4,5% a/a en los primeros 4 meses del año en el número de escrituras de compra-venta. Los datos de los últimos 2 meses incluso registran moderadas caídas interanuales reflejando la mayor selectividad del mercado en un contexto caracterizado por la incertidumbre política y la evolución del tipo de cambio luego de las elecciones.

Sin embargo, esto probablemente es coyuntural y no implica una caída abrupta en el nivel de actividad del mercado inmobiliario que continuará sostenido por la demanda de inmuebles como refugio de valor. La elevada inflación y la escasez de alternativas financieras convierten a los bienes raíces en el activo de referencia a largo plazo para ahorro. Las bajas tasas de interés, marcadamente negativas en términos reales, aunque con marginales correcciones al alza desde finales del 2010, y los buenos márgenes que dejarán nuevamente las explotaciones agrícolas seguirán siendo componentes importantes de la demanda de unidades como reserva de valor especialmente en el interior, sin lograrse un despegue de la demanda masiva por vivienda de las nuevas familias debido a la ausencia de financiamiento de largo plazo.

En este marco, estimamos que continuará una moderada presión sobre los precios en dólares que seguirán creciendo gradualmente en los próximos años en línea con la apreciación del tipo de cambio real (4,5% promedio anual). Un abaratamiento importante del precio relativo de la vivienda sólo podría producirse en un contexto de importante devaluación real del peso (ver Gráfico 10), lo cual es poco probable en los próximos años ya que en el actual contexto de la economía, el pass-through a inflación sería más elevado que en la experiencia de 2002.

Gráfico 10

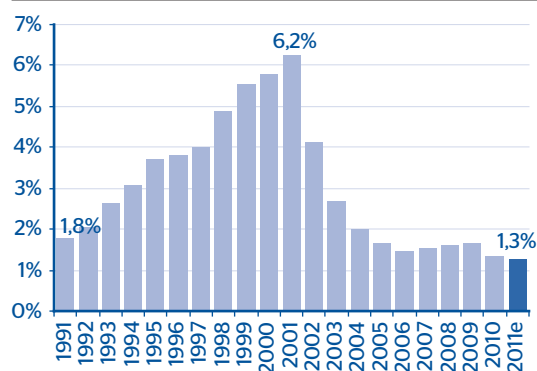
Evolución TCR bilateral y precio de la vivienda

Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de Reporte Inmobiliario

5. Mejora la accesibilidad pero la mayor parte de la población sigue sin ingresar al mercado hipotecario

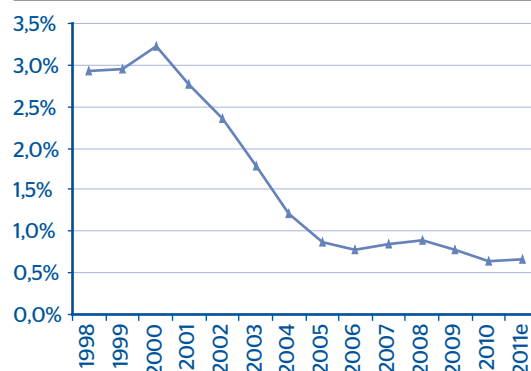
El mercado de préstamos hipotecarios se mantiene prácticamente estancado con una participación de apenas un 1,3% del PIB (ver Gráfico 11), muy alejado de estándares de países más desarrollados. Aunque la carga financiera hipotecaria de las familias (ver Gráfico 12) es reducida y no constituye un limitante al mayor endeudamiento, siguen presentes los factores reseñados en informes anteriores que hacen dificultoso el desarrollo del mercado hipotecario.

Gráfico 11

Préstamos hipotecarios % PIB

Fuente: BBVA Research sobre datos de BCRA y Ministerio de Economía

Gráfico 12

Cargas financieras hipotecarias (capital+intereses) sobre masa salarial

Fuente: BBVA Research sobre datos B.C.R.A. y Ministerio de Economía

De hecho, estimamos que sólo un 5% de las escrituras de compra-venta de la ciudad de Buenos Aires se financiaron con un crédito hipotecario en 2010, mientras que la proporción ascendió levemente a 7,7% en el primer trimestre de 2011 (ver Tabla 2).

Tabla 2

Créditos hipotecarios

Año	Monto de Escrituras Capital Federal	Créditos Hipotecarios Capital Federal	Relación Monto/ Crédito Hip.
2004	6716,7	178,2	2,7%
2005	9659,0	682,9	7,1%
2006	12214,1	909,8	7,4%
2007	15464,1	2107,9	13,6%
2008	16548,9	2009,5	12,1%
2009	15656,4	723,7	4,6%
2010	23119,2	1212,4	5,2%
2011*	5287,0	407,3	7,7%
2010*	4238,8	211,5	5,0%

Cifras expresadas en millones de Pesos

* Datos a Marzo

Fuente: BBVA con base a datos BCRA y Colegio de Escribanos

Por el lado de la oferta de préstamos, la inflación sigue perjudicando la posibilidad de las entidades financieras de captar fondeo de largo plazo, mientras que el mercado de capitales tiene un muy bajo nivel de securitización. Sin embargo, los bancos continúan ofreciendo créditos hipotecarios ya que interesa establecer relaciones duraderas (fidelización) con los clientes y de esta manera explotar las potencialidades de ventas de otros productos. En el mercado, se financia en promedio hasta 80% del valor de la propiedad, a un plazo entorno a 15 años con tasas de interés nominal que varían entre 13,5 y 22% (ver tabla 3). Si bien estas tasas de interés son inferiores a las expectativas de inflación, son altas y encarecen la cuota del crédito. En muchos de los casos, no son tasas fijas para toda la duración del préstamo, pasando luego de los primeros 5 años a tasa variable.

Tabla 3

Mercado hipotecario

Variable	Bancos Públicos		Bancos Privados	
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
Tasa Fija	17,50%	19,25%	17,00%	22,00%
Tasa Variable	13,47%	17,79%	13,73%	19,74%
Plazos	60 meses	360 meses	60 meses	360 meses
LTV	70%	85%	60%	90%
Relación Cuota/Ingreso	30%	40%	25%	45%

Fuente: Research BBVA Francés-

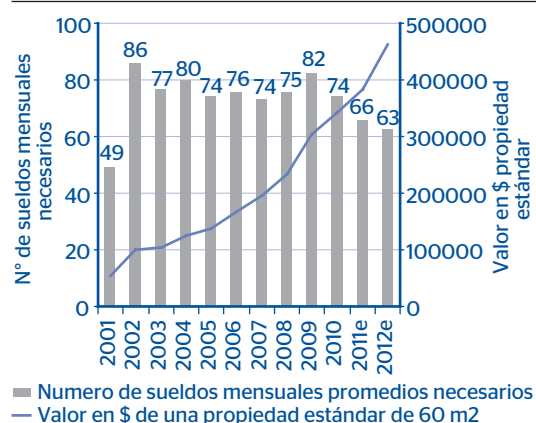
Por el lado de la demanda de crédito hipotecario existen factores estructurales que limitan el acceso de amplios sectores de la población al financiamiento de largo plazo. La elevada informalidad (35% de la población ocupada) implica que, dada la asimetría de información, un porcentaje importante de la población no califique para la obtención de un crédito bancario. Estos sectores de la población tampoco cuentan con garantías o ayudas estatales que les permitan formalizar la demanda de vivienda a través del mercado hipotecario ya que los programas de vivienda del sector público se han orientado principalmente a financiar la construcción de vivienda popular que luego se adjudica discrecionalmente, sin otorgar subsidios a la demanda.

La inflación en niveles de dos dígitos también desalienta la demanda ya que las elevadas tasas de interés nominales encarecen el crédito y se genera incertidumbre sobre la evolución futura de la cuota en los préstamos a tasa variable. Así, considerando las condiciones promedio del mercado, la cuota requerida para financiar el 70% de un departamento pequeño de 60 m² en Buenos Aires en los barrios de menor valor asciende a alrededor de \$3.600 por mes lo cual representa casi un 40% el ingreso mancomunado de una familia constituida por dos trabajadores formales

con un ingreso promedio individual entorno a la media del sector privado registrado de \$4.600 mensuales. En cambio, si las tasas de interés se ubicaran en la mitad de las vigentes, más acorde con niveles de inflación similares a los de la región, la cuota mensual alcanzaría a sólo 26% del ingreso del hogar, aumentando sensiblemente el atractivo del crédito hipotecario

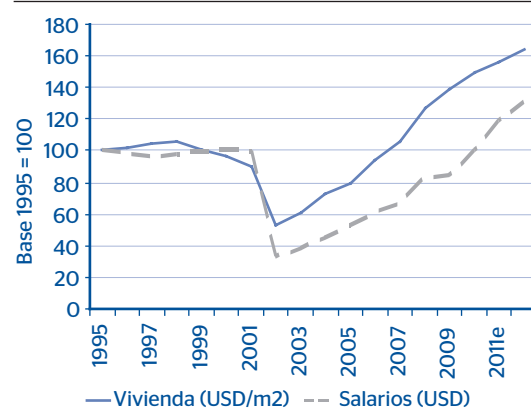
Si bien como muestra el Gráfico 13 las condiciones de accesibilidad mejoraron en 2010 y continuarán haciéndolo en los próximos años ya que los salarios tendrán un comportamiento más dinámico que el precio de la vivienda, todavía se mantiene una brecha importante entre la evolución de los salarios en dólares y la evolución del precio del m2 (ver Gráfico 14)

Gráfico 13

Accesibilidad a la vivienda

Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de Reporte Inmobiliario e INDEC

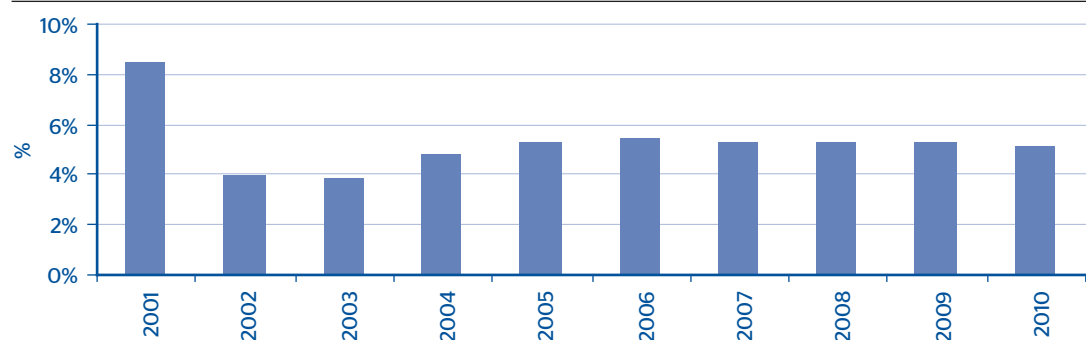
Gráfico 14

Precio de la vivienda y salarios registrados

Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de Reporte Inmobiliario e Indec

Ello hace que el mercado de alquileres canalice las necesidades de vivienda de amplios sectores de ingresos medio o medio/bajo donde el pago mensual medio de un alquiler es alrededor de un 50% del valor de una cuota de un crédito hipotecario de una vivienda similar. De hecho, la mayor oferta de unidades en alquiler en los últimos años provocó una situación de sobreoferta en el mercado que redujo el precio relativo del alquiler de inmuebles (ver Gráfico 15) del histórico 0,66% mensual del precio del inmueble a niveles cercanos al 0,4%.

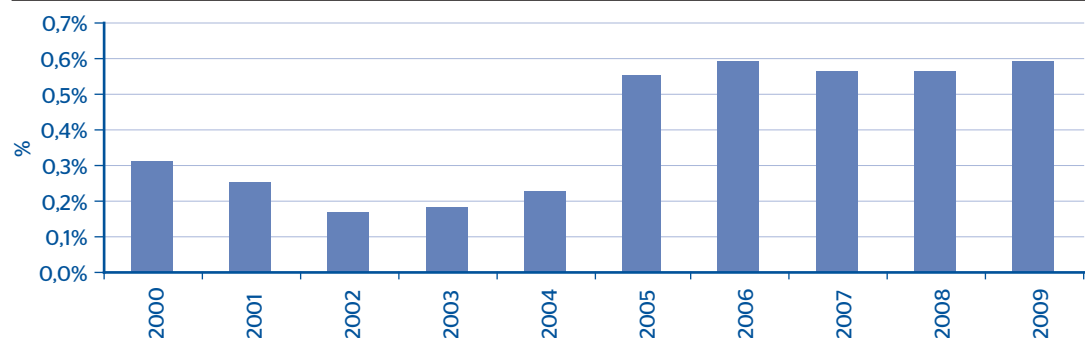
Gráfico 15

Renta bruta anual Depto 3 Amb. (85 m2 usado - Barrio Norte Bs As)

Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de Reporte Inmobiliario

El gasto público en vivienda luego del aumento de 2005 se ha mantenido alrededor del 0,6% del PIB (ver Gráfico 16). Teniendo en cuenta el fuerte crecimiento del PIB nominal entre 2003 y 2010 y estimando los costos promedio de construcción, esto habría posibilitado la entrega de entre 50 y 75.000 unidades de vivienda social por año, frente a una demanda que se estima crece entorno a las 120.000 unidades anuales. Este ritmo resulta insuficiente para reducir significativamente el faltante de viviendas que se calcula en alrededor de 2 millones de unidades para el total país.

Gráfico 16

Gasto público viviendas/PIB

Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de Miplan

En este contexto, una solución más duradera al problema habitacional requiere no sólo una acción más eficiente del sector público canalizando recursos que permitan a los sectores de menores ingresos el acceso al financiamiento de largo plazo, sino también una reducción de la tasa de inflación y las tasas de interés que garantice el acceso de una mayor proporción de la población al mercado de préstamos bancarios. En los próximos años, a pesar de la esperada mejora en los salarios reales, la volatilidad de la inflación y la incertidumbre sobre la política económica continuará pesando en contra de un desarrollo masivo del mercado de crédito hipotecario.

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Argentina:

Economista Jefe

Gloria Sorensen

gsorensen@bbvafrances.com.ar

Marcos Dal Bianco

marcos.dalbiano@bbvafrances.com.ar

María Celeste González

celeste.gonzalez@bbvafrances.com.ar

Adriana Haring

aharing@bbvafrances.com.ar

Jorge Lamela

jorge.lamela@bbvafrances.com.ar

Juan Manuel Manias

juan.manias@bbvafrances.com.ar

Andrea Savignone

asavignone@bbvafrances.com.ar

Con la colaboración de:

Rafael Blanco

rblanco@bbvafrances.com.ar

Daniel Fernández

daniel.fernandez@bbvafrances.com.ar

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang

daxue.wang@bbva.com.hk

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

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

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a

BBVA Research Latam

Pedro de Valdivia 100

Providencia

97120 Santiago de Chile

Teléfono: + 56 26791000

E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com