BBVA | RESEARCH

Observatorio Económico

Pensiones

México, D.F. 16 de mayo de 2012
Análisis Económico

Pensiones
Carmen Hoyo Martínez
+52 55 5621 1283
consuelodelc.hoyo@bbva.com

Flexibilización del régimen de inversión y reglas operativas en el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR)

- **Cambios regulatorios en el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) enfocados a otorgar mayor flexibilidad en el régimen de inversión y reglas operativas para las Administradoras de Ahorro para el Retiro (Afores)**

  Durante el primer trimestre de 2012, la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) realizó modificaciones a la regulación que permitirán tener un mayor dinamismo en el mercado.

- **Se incrementa el límite de inversión en Instrumentos Estructurados (IE), particularmente en sectores de Vivienda e Infraestructura**

  Las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (Siefores) podrán diversificar aún más las inversiones, lo que permitirá la obtención de mejores rendimientos para los trabajadores.

- **Se flexibilizan reglas operativas en materia de publicidad y número de agentes promotores**

  Las Afores y Siefores tendrán mayor libertad para realizar publicidad y decidir el tamaño de su fuerza de ventas.

- **A través del "SAR en Línea", los trabajadores pueden realizar trámites de su cuenta individual a través de Internet, sin necesidad de acudir a su Afore**

  Algunos trámites como localización y registro de cuentas individuales, traspasos de Afore e incorporación al programa de ahorro solidario para los trabajadores cotizantes al Instituto de Seguridad y Servicios Sociales para los Trabajadores del Estado (ISSSTE) pueden realizarse a través de la página web de CONSAR.

- **A casi quince años de existencia del SAR, la regulación ha evolucionado hacia una mayor apertura, en línea con los estándares internacionales**

  Los cambios recientes permitirán una mayor competencia en el mercado, y representan al mismo tiempo, un reto para las Afores, a fin de no incrementar excesivamente sus gastos de promoción y ventas, y continuar con la tendencia de disminución en comisiones que se ha observado en los últimos años.

Cambios al régimen de inversión de las Siefores

A casi quince años de existencia del SAR, el régimen de inversión de las Siefores[1] se ha flexibilizado gradualmente, permitiendo una mayor diversificación en las carteras. Al cierre de abril de 2012, las Afores administran recursos por 1,680,920 millones de pesos (11.8% del PIB). Los fondos acumulados se gestionan en portafolios con un criterio de diversificación dependiendo del rango de edad de los afiliados: del total de recursos, 58.02% está invertido en valores gubernamentales, 17.13% en deuda privada nacional, 11.27% en renta variable internacional, 7.87% en el mercado accionario local; 2.72% en deuda internacional y 2.99% en instrumentos estructurados.

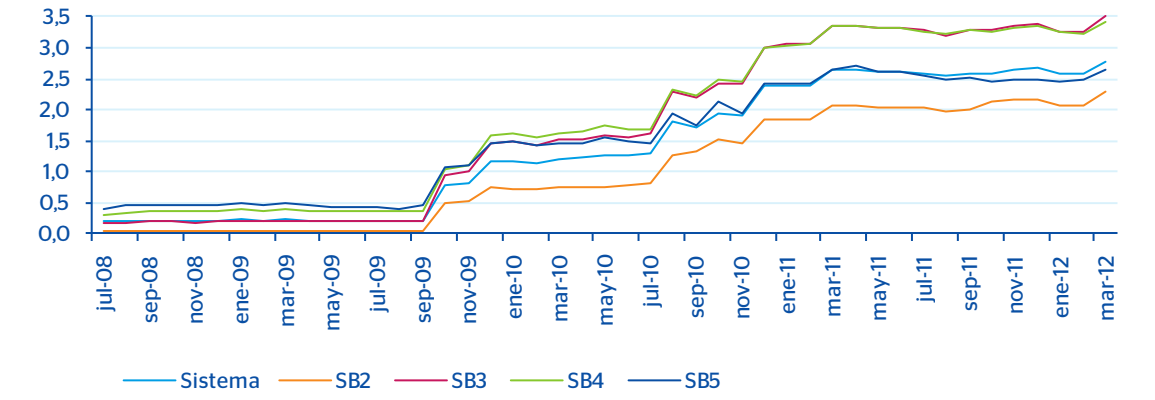
Inversión en Instrumentos Estructurados

A partir de 2007, se permitió a las Siefores la inversión directa en infraestructura a través de Instrumentos Estructurados (IE), mismos que actualmente comprenden tanto a los Certificados de Capital de Desarrollo (CKDs)[2] como a los Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces (FIBRAS)[3].

La inversión de los fondos de pensiones en este tipo de activos, fomenta la diversificación de las carteras y la obtención de rendimientos potencialmente atractivos, dado que los activos de infraestructura presentan una baja correlación con los rendimientos obtenidos en otros instrumentos como acciones y bonos. Además, proveen un horizonte de inversión de largo plazo -congruente con la naturaleza del ahorro pensionario-, protección contra inflación y flujos constantes[4].

Las Siefores han incrementado gradualmente sus inversiones en este tipo de activos a lo largo del tiempo, como se observa en la siguiente gráfica.

Gráfico 1
Inversión de las Siefores en Instrumentos Estructurados



Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

Durante el primer trimestre de 2012, se incrementó el límite de inversión total en IE, y se crearon sub-límites específicos para aquellos instrumentos que inviertan en sectores de Infraestructura o Vivienda en territorio nacional.[5]

1: Las Afores son entidades financieras dedicadas exclusivamente a la administración de cuentas individuales para el retiro, Los recursos son invertidos en fondos separados e independientes (Siefores), operados y administrados por las Afores.
2: Proveen financiamiento directo a nuevas empresas, proyectos específicos, sectores o industrias en México
3: Las FIBRAS son un vehículo de inversión dedicado a la construcción y adquisición de inmuebles en México para ser destinados al arrendamiento y su posible venta futura.
4: Ver BBVA Research (2010) "Balance y Proyecciones de la Experiencia en Infraestructura de los Fondos de Pensiones en los Fondos de Pensiones en Latinoamérica"
5: Anteriormente sólo existía un límite para IE en general, sin distinguir en qué sector invertían.

Tabla 1
Incremento en límites de inversión en Instrumentos Estructurados (incluye CKDs y FIBRAS)

Límite anterior	SB1	SB2	SB3	SB4	SB5
Instrumentos Estructurados	0%	10%	15%	15%	15%
Límite Nuevo	**SB1**	**SB2**	**SB3**	**SB4**	**SB5**
Instrumentos Estructurados	0%	15%	20%	20%	20%
Infraestructura o Vivienda	0%	10%	13%	13%	13%
Otros IE	0%	5%	7%	7%	7%

Límites como porcentaje del activo total administrado por las Siefores.
Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

Inversión en Instrumentos de Deuda

El régimen de inversión de las Siefores establece ciertos límites en la inversión en instrumentos de deuda, a fin de controlar el riesgo de concentración por emisor. Anteriormente se tenían diferentes límites dependiendo de la calificación crediticia de los emisores, sin embargo a partir de marzo de 2012, la regulación homologó dichos límites para los instrumentos de deuda común emitidos por un mismo emisor[6] sin importar su calificación crediticia (siempre y cuando esté permitida por el régimen de inversión).

Tabla 2
Cambios en límites de inversión en instrumentos
de Deuda emitidos o avalados por un mismo emisor (emisores o contrapartes nacionales)

Instrumento	Límite Anterior /1 /2
Moneda Nacional mxAAA o en Divisas BBB+	5%
Moneda Nacional mxAA o en Divisas BBB-	3%
Moneda Nacional mxA	2%
Moneda Nacional mxBBB o en Divisas BB	1%

Instrumento	Límite Nuevo /2
Deuda común de mxBBB a mxAAA o en Divisas de BB a AAA	5%
Deuda subordinada de mxBB+ a mxBB- o en Divisas de B+ a BB-	1%

/1Incluye deuda preferente, común y subordinada
/2Como porcentaje del activo total administrado por las Siefores. El límite es el mismo para todas las Siefores.
Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

Flexibilización de reglas operativas de las Afores

A partir de abril de 2012 se flexibilizan las disposiciones operativas en materia de **publicidad** que las Afores y Siefores pueden realizar. Es importante mencionar que anteriormente, la regulación establecía criterios muy estrictos en este rubro, pues sólo permitía a las Afores (no a las Siefores) realizar cierto tipo de publicidad con fines comparativos, y en materia de rendimientos sólo podían utilizar el Indicador de Rendimiento Neto (IRN) publicado por CONSAR. Las modificaciones recientes permitirán a las Afores y Siefores:

1. Realizar patrocinio[7] de actividades o eventos con fines publicitarios
2. Repartir artículos promocionales que no condicionen el registro o traspaso de cuentas individuales
3. Enviar información sobre el SAR a través de sus accionistas o del grupo financiero al que pertenezcan
4. Ampliar la información[8], productos y servicios utilizados en la publicidad comparativa

6: Emisores o contrapartes nacionales
7: Sujetándose a principios de claridad, veracidad y basándose en elementos técnicos verificables
8: La información sobre comisiones, rendimientos e Indicador de Rendimiento Neto, con fines de publicidad comparativa debe ser la última información publicada por CONSAR, por lo que las Afores podrán utilizar también información sobre rendimientos a diferentes plazos. Anteriormente sólo podía utilizarse para dichos fines el Indicador de Rendimiento Neto.

5. Publicitar el Ahorro Voluntario libremente[9].

Otra modificación importante en las reglas operativas, es que las Afores podrán tener el **número de agentes promotores** que deseen. Anteriormente, el tamaño de la fuerza de ventas que cada Afore podía tener, dependía de la capacitación y control que las administradoras tuvieran sobre sus agentes promotores[10].

Trámites por Internet (SAR en línea)

Sin duda, uno de los principales retos del SAR, es concientizar al trabajador de la importancia del ahorro pensionario, involucrándolo cada vez más a participar activamente en la toma de decisiones que afectará su ingreso al retiro. A abril de 2012, las Afores administran 46.8 millones de cuentas individuales, de las cuales el 66% son trabajadores que voluntariamente han elegido una Afore (trabajadores registrados), mientras que el 34% restante (16 millones de cuentas) son trabajadores que no eligieron Afore, y por tanto, sus cuentas individuales han sido asignadas a una administradora, de acuerdo a las reglas establecidas por CONSAR[11].

Un trabajador que ha sido asignado a una Afore, puede en cualquier momento, decidir voluntariamente permanecer en dicha administradora (registrarse) o bien, cambiarse a la Afore de su preferencia. Cabe señalar que las administradoras no cuentan con la información completa de los trabajadores registrados y por tanto, no pueden realizar el envío de estados de cuenta a su domicilio, impidiendo que este tipo de trabajadores tenga el control de sus ahorros para el retiro. Por lo tanto, es de particular importancia fomentar que los trabajadores conozcan la Afore que administra su cuenta individual y realicen el registro de la misma.

Con la finalidad de simplificar éste y otros trámites que deben realizar los trabajadores en relación a su cuenta individual, se implementó el "SAR en línea", mecanismo que permitirá realizar algunos trámites por Internet desde la página web de CONSAR, sin tener que acudir personalmente a una sucursal de la Afore. Los trámites que pueden efectuarse en línea son:

- Localización de cuentas (conocer en qué Afore está asignado el trabajador)
- Registro del trabajador en la Afore (en caso de que éste haya sido asignado a una administradora y desee permanecer en ella.)
- Traspasos entre Afores[12] (verificando la identidad del trabajador a través de correo electrónico y tarjeta de crédito o débito).
- Incorporación y modificación de aportaciones al programa de ahorro solidario[13] del ISSSTE (sólo para trabajadores de dependencias gubernamentales).

9: Podrán comparar el ahorro voluntario con productos financieros similares, que puedan considerarse como alternativas de inversión.
10: De acuerdo a dichos criterios, CONSAR otorgaba una calificación a cada Afore que determinaba si ésta podía o no incrementar su fuerza de ventas, así como el porcentaje en que podía incrementarla.
11: Los recursos de dichos trabajadores son administrados por Banco de México, mientras que el registro y control de su cuenta individual lo lleva una Afore Prestadora de Servicios. Una vez al año, las cuentas individuales que registren aportaciones consecutivas durante los últimos seis bimestres, son asignadas a Afores con los IRNs más altos.
12: Para cuentas individuales con saldo mayor a 7,000 salarios mínimos ($436,000) es obligatorio que el cambio de Afore se realice a través de Internet, mientras que para cuentas con saldo menor a dicho límite, el traspaso también podrá realizarse a través de agentes promotores o directamente en la sucursal de la Afore.
13: El Ahorro Solidario es un esquema voluntario para los cotizantes al ISSSTE, con apoyo del Gobierno Federal, mediante el cual la dependencia contribuye $3.25 por cada peso aportado por el trabajador (aportación máxima del trabajador hasta 2% del salario de cotización,). Anteriormente, los trabajadores sólo podían incorporarse a este esquema o modificar su aportación al mismo, en los meses de noviembre y diciembre de cada año; mientras que ahora podrán realizar en cualquier momento dichos trámites por Internet.

Valoración

En general, los cambios regulatorios recientes en el SAR pueden valorarse en forma positiva, pues permiten una mayor flexibilización tanto en el régimen de inversión de las Siefores como en las reglas operativas en materia de traspasos, agentes promotores y trámites que pueden realizarse a través de Internet.

Las modificaciones al régimen de inversión de las Siefores podrían impulsar las inversiones en instrumentos estructurados, principalmente en los sectores de vivienda e infraestructura en territorio nacional. Al mismo tiempo, imponen retos a las Siefores para fortalecer sus áreas de análisis de riesgo de crédito, pues derivado de la homologación de límites de inversión de emisores con distintas calificaciones crediticias, se podrá invertir más recursos en deuda de pequeñas y medianas empresas. Por otra parte, al tener más recursos invertidos en IE - instrumentos con escasa liquidez- las Siefores deberán contar con políticas para una adecuada administración de liquidez.

La flexibilidad de las reglas operativas para la publicidad y promoción del SAR es de gran importancia para los trabajadores, pues de ella depende lograr un mayor interés y sentido de pertenencia de la cuenta individual, así como concientizar a la población de la importancia del ahorro voluntario para incrementar su pensión, mientras que la implementación del "SAR en línea" facilitará a los trabajadores realizar algunos trámites por internet sin tener que acudir a la sucursal de la Afore o contactar a un agente promotor.

Es importante mencionar que más de una tercera parte de las cuentas del SAR no está registrada en alguna Afore. Lo anterior cobra relevancia, pues los trabajadores que no han realizado el trámite de registro no pueden recibir su estado de cuenta, ni realizar ciertos trámites como solicitar créditos de vivienda, retirar recursos por desempleo o matrimonio, o iniciar su trámite de jubilación. Por lo tanto, la implementación del "SAR en línea" permitirá que el trámite de localización y registro de cuentas sea más fácil de realizar.

Si bien el efecto conjunto de una mayor flexibilidad en las reglas operativas para publicidad y agentes promotores, puede propiciar una mayor competencia en el mercado, las Afores deben cuidar no incrementar en exceso sus gastos en publicidad y ventas, a fin de continuar con la tendencia de disminución en comisiones que cobran las Afores.

Por otra parte, las Afores y Siefores podrán incluir mayor información en su publicidad comparativa, (utilizando los datos oficiales más recientes publicados por CONSAR), mientras que anteriormente sólo las administradoras (y no los fondos) podían realizar este tipo de publicidad basados en el IRN. Esto puede significar una ventaja para trabajadores con elevada educación financiera, pero podría resultar confuso para el trabajado poco informado. Lo anterior, aunado a la flexibilidad de realizar traspasos de Afore por internet, podría ocasionar traspasos hacia administradoras que no necesariamente otorguen una mayor rentabilidad en el largo plazo[14].

Por lo tanto, dado que con base en la información disponible, los trabajadores deben tomar decisiones que afectarán el monto de su pensión, será de particular importancia intensificar las campañas de educación financiera para la población, a fin de que los trabajadores puedan comprender la importancia del ahorro voluntario, las comisiones y rendimientos en el largo plazo, en la obtención de mayores ingresos al retiro.

14: La regulación permite realizar traspasos libremente entre Afores una vez al año. Únicamente los traspasos que se realizan antes de un año deben seguir las reglas definidas por CONSAR que sólo permiten a los trabajadores cambiarse hacia administradoras que hayan otorgado consistentemente buenos rendimientos.

Referencias

BBVA Research (2010), "Balance y Proyecciones de la Experiencia en Infraestructura de los Fondos de Pensiones en los Fondos de Pensiones en Latinoamérica".

BBVA Research (2011), Observatorio Económico Pensiones. "Los fondos de pensiones y la infraestructura en México".

CONSAR, "Disposiciones de carácter general a las que deberán sujetarse las administradoras de fondos para el retiro en relación con sus agentes promotores", publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 5 de abril de 2012. http://www.consar.gob.mx/normatividad/normatividad-normatividad_consar-circulares.shtml

CONSAR, "Disposiciones de carácter general en materia de publicidad de los sistemas de ahorro para el retiro", publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 5 de abril de 2012 http://www.consar.gob.mx/normatividad/normatividad-normatividad_consar-circulares.shtml

CONSAR, "Disposiciones de carácter general que establecen el régimen de inversión al que deberán sujetarse las sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro", publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 7 de marzo de 2012 http://www.consar.gob.mx/normatividad/normatividad-normatividad_consar-circulares.shtml

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 producido por la unidad de Pensiones

Economista Jefe para Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Javier Alonso
javier.alonso.meseguer@bbva.com

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com

Diego José Torres
diego.torres.torres@bbva.com

Rosario Sánchez
rdpsanchez@grupobbva.com.pe

Carmen Hoyo
consuelodelc.hoyo @bbva.com

Soledad Hormazabal
shormazabal@bbvaprovida.cl

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

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

Análisis transversal de Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

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

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

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 Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

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