

# Situación Uruguay

Segundo trimestre 2010

## Análisis Económico

- El dinamismo de la demanda interna será el principal motor de la economía en 2010, la que estimamos crecerá al 5,8%.
- Las presiones inflacionarias tienden a moderarse en el resto del año, pero las expectativas se ubican levemente por sobre la nueva meta del BCU para 2011.
- El balance fiscal mejorará durante el próximo trienio, reflejando el programa de contención del gasto propuesto por el gobierno, virando hacia una política fiscal más neutral.
- La política monetaria enfrenta el dilema de mantener el compromiso con la meta de inflación sin exacerbar las presiones a la apreciación sobre el tipo de cambio.



# Índice

1. Desafíos para la recuperación global .....	3
2. Con buenos fundamentos, Uruguay vuelve a crecer por encima del potencial .....	4
3. Un deterioro del escenario internacional y regional impactaría sobre la recuperación .....	5
4. El dilema del Banco Central: entre el tipo de cambio y la inflación.....	6
5. Tablas .....	7

**Fecha de cierre: 2 de junio de 2010**

## 1. Desafíos para la recuperación global

En los últimos trimestres la situación cíclica ha mejorado significativamente debido a la recuperación en las economías emergentes y en EE.UU. El comercio mundial está creciendo al 7% y nuestras previsiones apuntan hacia un crecimiento de la economía mundial del 4,2% en 2010. Sin embargo, en las últimas semanas han quedado de manifiesto las dudas sobre la capacidad de la UEM para hacer frente al problema de los altos niveles de endeudamiento de algunos países. Estas dudas han dado lugar a un incremento de los diferenciales soberanos y una nueva fase de inestabilidad financiera. Los severos ajustes fiscales en países europeos van a tener un impacto sobre el crecimiento de la región en 2010 y podrían repercutir en el resto del mundo, especialmente si hay contagios sobre los sistemas financieros. El momento y el alcance de estos impactos adversos dependerán crucialmente de la efectividad de los anuncios realizados por el Consejo Europeo el pasado 9 de mayo respecto a los paquetes de rescate acordados y las medidas excepcionales adoptadas por el BCE. A pesar de estas medidas, todavía persisten incertidumbres en tres frentes: i) la implementación del paquete de rescate en los próximos meses ii) la credibilidad respecto a una consolidación fiscal adicional en algunos países de la UEM y iii) el compromiso a medio plazo de los países centrales de la UEM con el rescate.

Mientras que se generaliza la recuperación económica a comienzos de 2010, su intensidad varía significativamente entre países. Esto es consecuencia de los diferentes grados de utilización de las políticas fiscales y monetarias. Estas políticas han sido particularmente efectivas a la hora de impulsar el ciclo económico en China y EE.UU. Al mismo tiempo las economías emergentes se están beneficiando de la mayor fortaleza de su demanda doméstica y en esta región la recuperación se presenta mucho más consolidada. Por el contrario, en las economías desarrolladas, a medida que las políticas expansivas se diluyen, surgen dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación más allá de 2010.

Se prevé una senda gradual de alzas de tipos de interés por parte de la FED. Las primeras subidas de tipos se esperan para comienzos de 2011, con tipos ligeramente por encima del 1% a finales de ese año. Las diferencias existentes en los fundamentos económicos de EE.UU. y de la UEM llevarán a diferentes estrategias de salida monetaria en ambas áreas. Aunque el crecimiento económico pueda ser lento de 2010 en adelante, el riesgo de una reversión de la dinámica actual es bastante limitado en EE.UU. y las presiones inflacionistas son muy incipientes. Por el contrario, en la UEM, además de una situación financiera mucho más frágil, la mejora cíclica parece más incierta y no se vislumbran presiones inflacionistas. En cuanto a las políticas monetarias de las economías emergentes no hay duda sobre la necesidad de un endurecimiento monetario. Dadas las divergencias cíclicas en esta región, las estrategias de salida variarán entre países. Si en algunas economías el endurecimiento de la política monetaria y otras medidas no se implementan a tiempo, se podrían incubar desequilibrios a medio plazo.

En momentos de mayor aversión al riesgo, los mercados financieros tienden a mostrar una visión más forward-looking. Los mercados financieros son eficaces a la hora de detectar inconsistencias en las políticas macroeconómicas que, normalmente, pasan desapercibidas en tiempos de bonanza. Pese al importante paquete de rescate acordado en Europa, persistirán significativas primas de riesgo en el mercado en medio de incertidumbres sobre las sendas de consolidación fiscal. El creciente contagio ha sido una clara evidencia de la fragilidad del escenario actual. La historia económica está plagada de ejemplos de "contagios infundados" de unos países a otros en momentos de crisis. En estos casos la proximidad geográfica o las similitudes cíclicas importan más que las diferencias en los fundamentales. De hecho, el episodio actual de contagio no está completamente justificado ni por el canal financiero espoleado por el estallido de la crisis griega ni por cualquier similitud en los fundamentales. Aún cuando esto puede ser motivo de discusión, existe una necesidad imperiosa por parte de algunos países de aumentar su credibilidad para hacer frente a las presiones de los inversores internacionales.

Existe una preocupación creciente sobre las consecuencias a largo plazo de los aumentos de la deuda pública. Esto inevitablemente dará lugar a presiones al alza sobre los tipos de interés reales y altas primas de riesgo durante un periodo prolongado. Aún cuando el contagio reciente se desvanezca gradualmente, persistirá una discriminación creciente entre países dependiendo de la credibilidad de su situación fiscal.

La incertidumbre procedente del sector financiero es fundamentalmente de dos tipos. Por una parte, la lenta reestructuración de la industria financiera, sobre todo en Europa, puesto que puede llevar a una recuperación económica sin crédito (creditless recovery). Esto constituye una preocupación creciente, ya que tanto la experiencia histórica como la evidencia empírica muestran la importancia del canal de crédito en las primeras etapas de la recuperación económica. Por otra parte, también existe incertidumbre respecto a la reforma regulatoria que ya se encuentra en marcha. El resultado más probable es un incremento significativo de los requisitos de capital y liquidez, lo cual podría limitar la capacidad del sector bancario para conceder crédito en los próximos años.

## 2. Con buenos fundamentos, Uruguay vuelve a crecer por encima del potencial

Tras eludir la recesión que se perfilaba hacia mediados del año pasado y lograr una tasa de incremento en el PIB del orden del 2,9% en 2009, Uruguay crecerá este año un 5,8%. Desde el lado de la oferta, la sequía, que azotó al país durante 2008 y 2009, ha quedado atrás y con ello se advierte una mejora en el sector agropecuario (especialmente en carne bovina, maíz y soja) y una normalización de la generación hidroeléctrica.

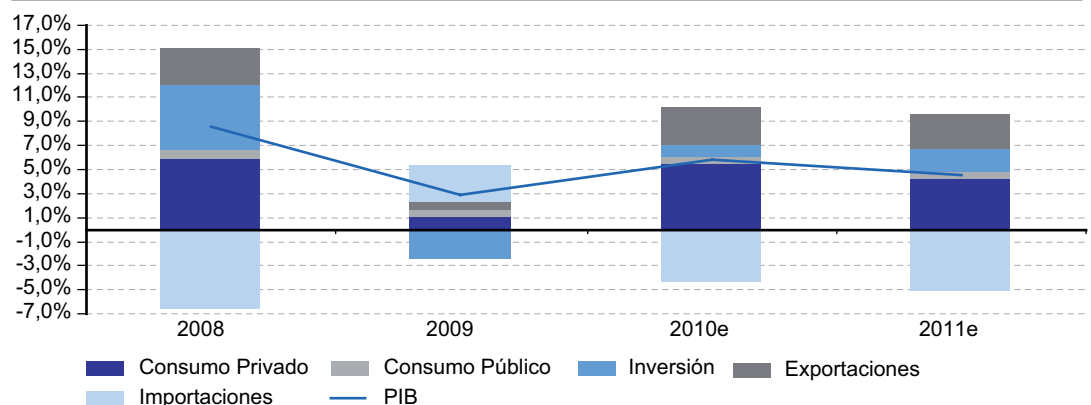
Por el lado de la demanda, esperamos un significativo crecimiento de las exportaciones dado el dinamismo de la actividad en los principales socios comerciales de Uruguay. Sin embargo, el consumo privado será el principal motor de la economía gracias a la mejora de la confianza y del empleo (+2% a/a en 2010) y un crecimiento de salarios reales privados entorno al 4%.

Uruguay continúa mostrando un buen clima de negocios y el nuevo gobierno ha reforzado el mensaje a favor de atraer inversiones extranjeras por lo que estimamos que la inversión crecerá a tasas superiores al PIB en el próximo bienio. Los anuncios de inversiones comprometidas para los próximos años se focalizan en los sectores de pasta celulósica, electricidad y autopartes.

El consumo público crecerá a tasas más moderadas, en línea con el presupuesto presentado por el nuevo gobierno para el período 2010-2014, cuya principal intención es normalizar las cuentas fiscales y disminuir la carga de la deuda pública. Sin necesidad de llevar a cabo una política contracíclica este año, ni subsidiar las tarifas eléctricas como en 2009, el gobierno busca moderar los aumentos de salarios reales del sector público y de las pensiones, limitando el incremento de la participación del gasto público en el PIB.

Gráfico 1

### Uruguay: Contribuciones al PIB (variaciones % a/a)



Fuente: BBVA Research

En un contexto de mayor crecimiento, nuestras proyecciones fiscales apuntan a un aumento del superávit primario a 1,7% del PIB para 2010, con un déficit operativo del 1,3% del PIB por la mayor carga de intereses (3% del PIB). Hacia delante, estimamos que las cuentas públicas consolidarán la mejora conforme se ejecute una política de gasto menos expansiva como propone el gobierno, manteniendo el déficit fiscal por debajo del 0,5% del PIB.

Desde el año pasado, el gobierno viene llevando a cabo una política de financiamiento que tiene como objetivo asegurarse la provisión de fondos. Para ello ha emitido títulos de deuda por un monto de USD 500 millones además de contar con desembolsos de multilaterales por unos USD 320 millones, más que suficientes para cubrir la brecha del Sector Público para este año. El gobierno planea continuar con esta misma política de endeudamiento preventivo durante 2010, enfocándose en el logro de una combinación óptima entre deuda multilateral y privada orientada a reducir la carga financiera.

Tabla 1

**Flujo de Fondos del Gobierno Central (Millones de dólares)**

	2009	2010	2011
<b>Usos</b>		<b>1.817</b>	<b>2.081</b>
Pago de Intereses		979	984
Amortizaciones		669	1.048
Préstamos		229	274
Bonos		440	774
Otros		168	49
<b>Fuentes</b>		<b>1.817</b>	<b>2.081</b>
Superávit Primario		350	450
Desembolsos de Multilaterales		320	261
Emisiones		500	1.300
Otros		149	0
Uso de Activos *	-928	498	70
<b>Cuenta del Gobierno Central</b>	<b>1.509</b>	<b>1.011</b>	<b>941</b>

\*Positivo indica una reducción en Reservas

Fuente: Unidad de Gestión de Deuda, Uruguay

La necesidad de mayor cantidad de bienes de capital e insumos importados dada por el robusto crecimiento esperado en 2010 e incentivado por el relativo abaratamiento de los bienes de consumo importados –apreciación cambiaria mediante-, determinarán un saldo negativo de la balanza comercial, lo que conlleva a déficits en cuenta corriente del orden del 1,6% para el 2010 y en aumento para los años venideros. Gracias a la estabilidad financiera que presenta Uruguay, cuenta con un importante y creciente flujo de IED en los últimos años, suficiente como para financiar la totalidad del déficit en cuenta corriente.

### 3. Un deterioro del escenario internacional y regional impactaría sobre la recuperación

Por tratarse de una economía pequeña y abierta, Uruguay no es inmune a los shocks financieros internacionales e incluso muestra una fuerte sensibilidad a cambios en las condiciones económicas regionales. De prolongarse la reciente aversión al riesgo desatada por el aumento del riesgo soberano en Europa, una desaceleración global junto con políticas monetarias más restrictivas en China, podría conducir a una menor demanda de exportaciones uruguayas, potenciada por menor crecimiento en Argentina y Brasil. El efecto negativo sobre el balance externo se vería aumentando si se produce también una corrección fuerte en el precio de las materias primas, lo cual luce por ahora poco probable.

En este escenario externo, la economía uruguaya registraría menores tasas de crecimiento que las previstas, deteriorándose además la posición fiscal por una reducción de los ingresos tributarios y el impacto al alza de los subsidios sociales sobre el gasto primario. El efecto inicial de una caída en el precio del petróleo que beneficia al resultado de las empresas públicas importadoras es contrarrestado luego de algunos trimestres por el peor desempeño del balance del Gobierno Central.

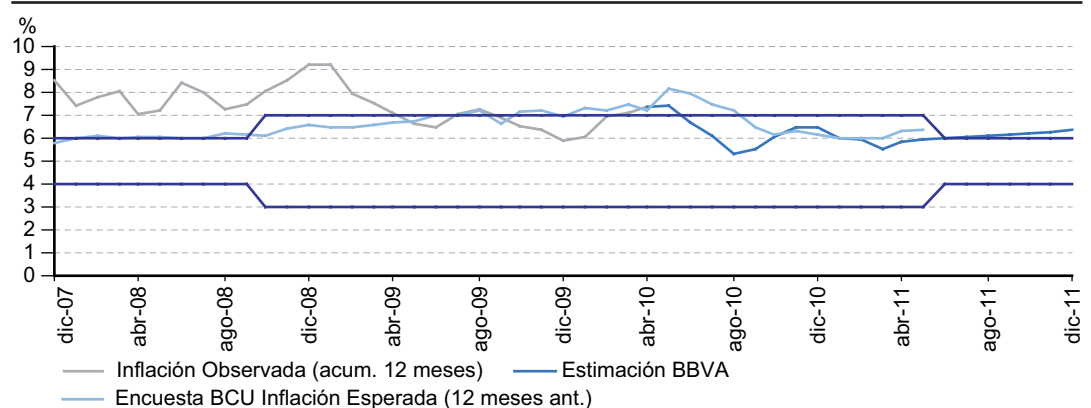
Si bien Uruguay ha avanzado en mejorar el perfil de vencimientos de la deuda y reducir la participación de la deuda pública en dólares, aún es vulnerable a episodios de volatilidad en el tipo de cambio que podrían desatarse en una situación extrema de aversión al riesgo y salida de capitales si se profundiza la crisis internacional. En este sentido, es importante seguir avanzando en la reducción de los ratios de deuda bruta a PIB (69% en diciembre 2009) a través de metas fiscales más ambiciosas de modo de reducir los costos de financiamiento. Dada la sensibilidad del resultado del sector público a factores climáticos que afectan la generación de energía, también sería conveniente la creación de un fondo anticíclico para suavizar el deterioro fiscal en los años de sequía.

## 4. El dilema del Banco Central: entre el tipo de cambio y la inflación

La inflación se mantuvo dentro de las metas del BCU en 2009 (5,9% a diciembre), pero en el 1° trimestre de 2010, se evidenció una aceleración de precios, en particular en algunos rubros regulados, que llevó a un aumento del IPC de 7,1% a/a. El incremento de la inflación subyacente por sobre el nivel general de precios indica que el fenómeno supera cuestiones estacionales y refleja la significativa recuperación de la demanda interna. Adicionalmente, en 2010, los precios de los productos importados no contribuirán a una reducción de la inflación dada la moderada apreciación nominal del peso uruguayo. Estimamos que el incremento del IPC en 2010 será de 6,5%, ya que las alzas recientes serán mitigadas por la desaceleración de los precios administrados en lo que resta del año, ubicándose por debajo del 7% del techo de la banda del BCU.

Gráfico 2

### Inflación



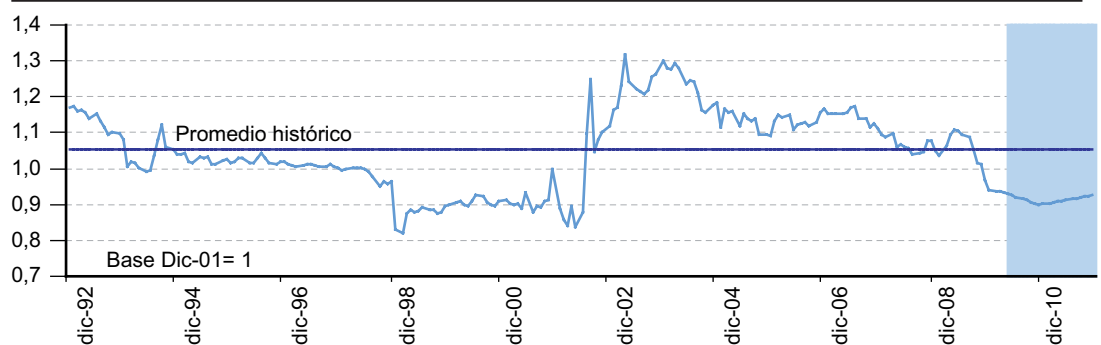
Fuente: BBVA Research y BCU

Sin embargo, las expectativas de inflación para los próximos 12 meses no se encuentran bien ancladas, ubicándose por encima del rango objetivo que el BCU redujo a 4-6% para mediados de 2011. La tasa de política monetaria (TPM), que fue revisada a la baja en 175 pb en diciembre 2009, se ha mantenido en terreno levemente negativo en términos reales en la primera parte del año. Dado el carácter básicamente neutral de las previsiones de política fiscal, la necesidad de retirar estímulos a la demanda y virar hacia una política monetaria menos expansiva, requerirá un alza de la tasa de política monetaria de manera escalonada hasta un 7% hacia fin de año que colocaría a la TPM por encima de las expectativas de inflación.

En este contexto, el compromiso del BC con la política de metas de inflación se verá puesto a prueba ya que el alza de la tasa de interés potenciaría las presiones a la apreciación del tipo de cambio generadas por las favorables perspectivas de la economía uruguayo. La competitividad se ha resentido en los últimos años por el fortalecimiento del peso uruguayo que, en un contexto de inflación mayor que la mayoría de los socios comerciales, ha llevado a una apreciación del tipo de cambio real multilateral del 16% en los últimos 12 meses a abril.

Gráfico 3

### Evolución ITCER de Uruguay



Fuente: BBVA Research

Debido a la elevada dolarización de la economía uruguaya y el impacto negativo que tiene sobre el sistema financiero la volatilidad del tipo de cambio, el BC ha tomado medidas como la de reducir la tasa de política monetaria y los encajes a fines del año pasado, además de intervenir activamente en el mercado cambiario para evitar una apreciación de la moneda local. En el acumulado a mayo, el BCU habría realizado compras netas de divisas por alrededor de USD 800 millones, que fueron esterilizadas con la colocación de Letras de Regulación Monetaria. Estas operaciones han resultado en un incremento del stock de Letras de alrededor de USD 1000 millones y un aumento del déficit cuasifiscal del BCU, por el diferencial de rendimiento entre las LRM y la tasa que retribuye las reservas adquiridas.

El papel del BCU en el mercado de cambios y la necesidad de esterilización se irán reduciendo en la medida que la mejora en la situación fiscal del gobierno le permite recuperar protagonismo en la compra de divisas para hacer frente a sus vencimientos. El contagio de la crisis europea, aunque moderado, también reducirá las entradas de capitales a emergentes y las presiones apreciatorias, permitiendo al Banco Central concentrarse en el cumplimiento de las metas de inflación.

## 5. Tablas

Tabla 1

### Previsiones Macroeconomicas Anuales

	2009	2010	2011
PBI (% a/a)	2,9	5,8	4,5
Inflación (% a/a, promedio)	7,1	6,5	5,9
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	22,5	19,3	19,7
Tasas de interés (% , promedio)	8,7	6,6	7,2
Consumo Privado (% a/a)	1,5	7,9	6,1
Consumo Público (% a/a)	5,2	5,9	4,8
Inversión (% a/a)	-4,0	8,9	9,6
Resultado Fiscal (% PIB)	-1,7	-1,3	-0,4
Cuenta Corriente (% PIB)	0,8	-1,7	-2,3

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

### Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

	PBI (% a/a)	Inflación (% a/a, promedio)	Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	Tasa de Interés (%, promedio)
T1 09	2,9	8,2	23,5	9,7
T2 09	1,0	6,7	23,7	9,0
T3 09	2,8	7,1	22,7	8,0
T4 09	4,5	6,3	20,3	8,0
T1 10	8,3	6,7	19,6	6,3
T2 10	7,1	7,4	19,2	6,3
T3 10	4,4	5,8	19,1	6,8
T4 10	3,4	6,4	19,0	7,0
T1 11	3,9	5,8	19,2	7,2
T2 11	4,4	5,7	19,5	7,3
T3 11	4,6	6,0	19,8	7,3
T4 11	5,1	6,3	20,2	7,3

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](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**



Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Argentina:

*Economista Jefe*

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

**Adriana Haring**  
aharing@bancofrances.com.ar

**Juan Manuel Manias**  
juan.manias@bancofrances.com.ar

Con la colaboración de:  
**Diego Pereira Pereyra**  
dpereira@grupobbva.com.uy

**Fernando Pastorino Rodríguez**  
fpastorino@grupobbva.com.uy

**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  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com  
Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com  
Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz2@grupobbva.com  
Regulación

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

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com  
Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

*Mercados Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk  
Análisis Transversal Mercados Emergentes  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com  
Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com  
Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk  
Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbva.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 Mexico:*

**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