

Observatorio Económico

Pensiones

Lima, 20 de mayo de 2011
Análisis Económico

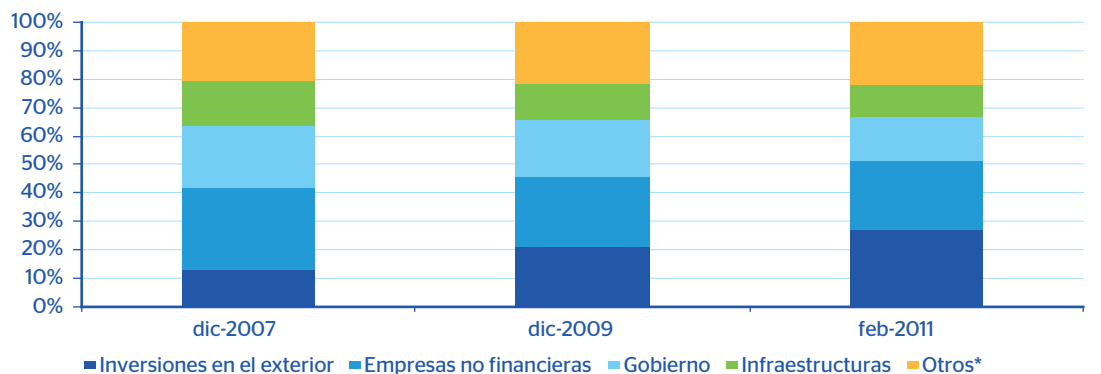
Rosario Sánchez
rdpsanchez@grupobbva.com.pe

Los fondos de pensiones y la infraestructura en Perú

- **El Perú tiene aún un alto déficit en infraestructura** que podría ser financiado con los recursos de los fondos de pensiones.
- **La lentitud de los procesos de concesiones genera una escasez en la oferta de proyectos a financiar**, y por tanto en la acumulación de unos recursos comprometidos que no pueden invertirse aún.
- **En los últimos años se han realizado importantes esfuerzos para canalizar inversiones en el sector infraestructura** la través de una serie de medidas que van desde la creación de instrumentos financieros (fideicomiso de infraestructura y fondo de infraestructura) hasta cambios regulatorios.
- **Aún hay mucho espacio para mejorar en cuanto a temas regulatorios.** Estos cambios podrían ir desde modificaciones en los procesos de concesiones hasta normativas más específicas para los límites de inversiones de los fondos de pensiones.

Gráfico 1

Participación en las inversiones del fondo de pensiones (%)



Fuente: SBS y BBVA Research

El Financiamiento de infraestructura a través de fondos de pensiones no es suficiente aún

A pesar de que el Perú ha mejorado 18 posiciones en el ranking mundial de calidad de infraestructura del Índice Global de Competitividad elaborado por el Foro Económico mundial (pasando del puesto 110 al 92 en el período 2009-2011¹), el desarrollo de ésta sigue siendo uno de los más pobres del mundo, con una brecha de inversión en el periodo 2008-2018 que se estima en USD 37,760 millones, especialmente en los sectores transportes y eléctrico². Esta situación podría ser un limitante en el crecimiento económico, generar problemas de competitividad y restringir mejoras en el bienestar social. En este sentido, los recursos captados por los fondos de pensiones se perfilan como una atractiva alternativa de financiación para proyectos de inversión en infraestructura, tanto desde el punto de vista del sector público, como de los afiliados y del país en general. Las ventajas de esta participación se podrían traducir en: (i) se liberaría el presupuesto del Estado para redirigirlo a otras urgencias, (ii) se lograría un mejor perfil de inversiones de los fondos, y (iii) se potenciaría la calidad y cantidad de las infraestructuras necesarias para sostener el crecimiento peruano.

Según datos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) al cierre de febrero³, las inversiones de los fondos de pensiones en infraestructura equivalen al 11,1% del total de la cartera, es decir alrededor de USD 3,416 millones, y se concentran principalmente en energía (60%) y en menor medida en transportes (21%) y telecomunicaciones (18%).

Tabla 1

Empresas y proyectos de inversión en infraestructura en los cuales las AFP han invertido, a febrero 2011

Sector	Empresa, Proyecto de inversión o Fondo de Inversión
Telecomunicaciones	Telefónica Móviles, América Móviles y Telefónica del Perú
Distribución Eléctrica	Luz del Sur, Edelnor y Fondo de Inversión de Larraín Vial
Generación Eléctrica	Cahua, Duke Egenor, Edegel, Enersur, Electroandes Fondo de Inversión Larraín Vial, Kallpa, Southern Cone y Fondo de Inversión de AC Capitales, Inkia Energy
Transmisión eléctrica	Consortio Transmantario, Fondo de Inversión de Larraín Vial Red de Energía del Perú, Aguaytía y Fondo de Inversión
Proyectos Hidroenergéticos	Consortio Trasvase Olmos y Fondo de Inversión de Larraín Vial
Hidrocarburos	Relapasa, Transportadora de Gas del Perú, Perú LNG, Plus Camisea, Hunt Oil, Maple Energy PLC, Fondo de Inversión de AC Capitales Fondo de Inversión Energético Americano de Larraín Vial
Transportes: redes viales	IIRSA Sur (Tramos 2, 3 y 4), IIRSA Norte, Interoceánica V
Transportes: ferrocarriles	Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales
Transportes: aerocomercial	Lima Airport Partners y Fondo de Inversión de AC Capitales
Saneamiento	Consortio Agua Azul, Fondo de Inversión de AC Capitales y Fideicomiso de Infraestructura.

Fuente: SBS

1: <http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2010-2011-0?ol=1>.

2: El reto de la infraestructura al 2018 "La brecha de inversión en infraestructura en el Perú 2008". IPE, agosto 2009.

3: Ver estadísticas en http://www.sbs.gob.pe/O/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=0&PFL=0&JER=150

A pesar de que esto representa un incremento de alrededor de USD 440 millones en los últimos dos años, la participación de activos dirigidos a este rubro se ha reducido considerablemente (16,8% en febrero 2009). En la recomposición de la cartera observada en este periodo, han ganado participación las inversiones en el exterior (las cuales pasaron de 17% a 27% del fondo) favorecidas por los mayores límites establecidos por el Banco Central⁴; así como las acciones de empresas locales, especialmente en los sectores minería e industrias como alimentos y bebidas, cementos; entre otros.

Actualmente el 73% de la cartera en infraestructura (alrededor de USD2483 millones) se canaliza de manera indirecta mediante la compra de acciones y bonos corporativos de empresas relacionadas a este sector y a través de los tres fondos de inversión existentes (mediante Ofertas Privadas Primarias de cuotas de participación):

- **Fondo de Inversión en Infraestructura, Servicios Públicos y Recursos Naturales de AC Capitales:** creado en septiembre de 2004 con una duración de 30 años y recursos comprometidos por USD 50 millones, financia proyectos en cualquier etapa de desarrollo a través de aportes de capital. A la fecha, el valor de las inversiones bordea los USD 55 millones, siendo las AFP las únicas partícipes del fondo. Participa en importantes proyectos que incluyen tres líneas de transmisión, el ferrocarril del centro, el aeropuerto Jorge Chávez, terminales de carga aérea, y refinería de petróleo y biocombustibles.
- **Fondo de Inversión Larraín Vial Energía Latinoamericano:** orientado hacia activos relacionados con el sector energético de América Latina (principalmente Chile, Perú y Colombia), participa en el desarrollo de proyectos y empresas en distintos ámbitos de la generación eléctrica (agua, gas y carbón), buscando mantener el control en estas compañías. Actualmente tiene cerca de USD 100 millones y pretende alcanzar los USD 150 millones. Tiene una duración de doce años, prorrogable por períodos de dos años, previo acuerdo de sus aportantes. En el Perú, el fondo ha invertido en una central a gas natural, Termochilca, que tiene previsto instalar hasta 200 MW de generación al sur de Lima. Termochilca ya se ha adjudicado un contrato de suministro de energía con la distribuidora eléctrica Edelnor, a 8 años, operación valorada en USD 450 millones.
- **Sigma Fondo de Inversión en Infraestructura:** creado hace unos pocos meses y hacia mitad de año espera tener un capital comprometido de USD200 millones, con una alta participación de las AFP. El periodo de operación del fondo es de 12 años con una rentabilidad objetivo entre 15% y 20%, invirtiendo principalmente en proyectos greenfield (desde el inicio) a través de aportes de capital y con una inversión máxima por proyecto del 40% del fondo.
- **Fondo de inversión en infraestructura:** creado en febrero de 2009 por el MEF, con un aporte del Estado de USD 100 millones a través de Cofide⁵. En septiembre de 2009, se adjudicó la gestión del fondo a un consorcio formado por Brookfield Asset Management y AC Capitales SAFI. El proceso para obtener la autorización de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) para que pudiera ser incluido dentro de la lista de inversiones elegibles para los fondos de pensiones ("AFPable") duró más o menos 10 meses. Actualmente tiene comprometido alrededor de USD 440 millones (USD200 millones de AFPs, USD 100 millones a Brookfield, USD 100 millones de Cofide y USD 40 millones de la CAF) y aunque no se han realizado inversiones aún, ya se han identificado algunos proyectos de infraestructura que pueden garantizar una buena rentabilidad.

El 27% restante se ha invertido de manera directa, destacando emisiones de bonos corporativos de proyectos de los sectores telecomunicaciones y energía, así como otros instrumentos de deuda de proyectos de carreteras. A manera de ejemplo cabe mencionar la modalidad de financiamiento utilizada en la carretera IIRSA Sur. A medida que esta obra avanza, el Ministerio de Transportes emite Certificados de Reconocimiento del Pago Anual por Obras (CRPAO) que le sirven al concesionario para captar recursos en el mercado de capitales. Otra forma de financiamiento directo es el fideicomiso de infraestructura. Este se creó por iniciativa de las AFP

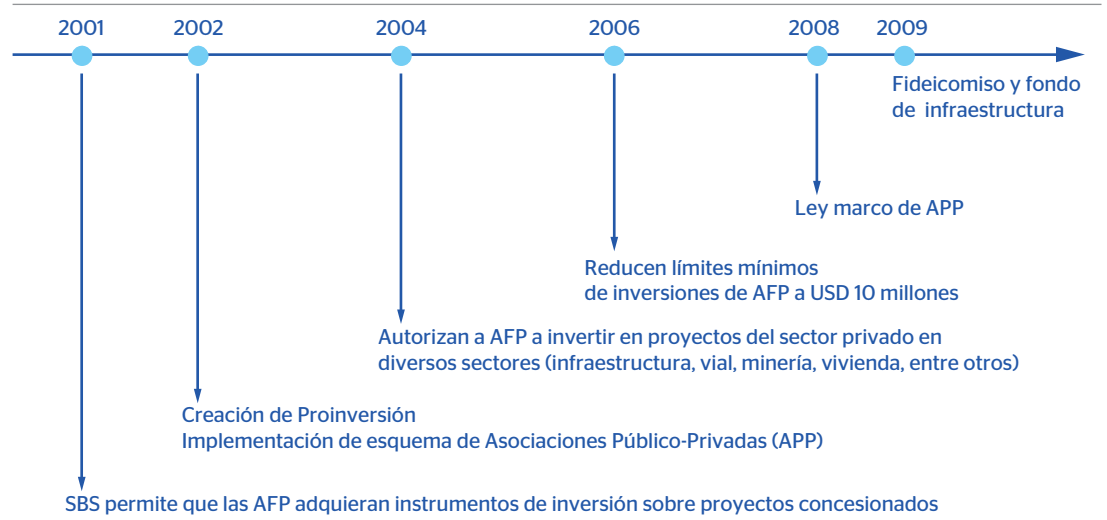
4: En febrero del 2009, el límite establecido por el Banco Central para inversiones del fondo de pensiones en el exterior era 20% de la cartera. Actualmente el límite se encuentra en 30% <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Transparencia/Normas-Legales/Circulares/2010/Circular-030-2010-BCRP.pdf>

5: Al amparo de la Ley de Fondos de Inversión, aprobada por Decreto Legislativo N°862, el Poder Ejecutivo autorizó al MEF a aportar un capital de USD100 millones a la Corporación Financiera de Desarrollo (Cofide) para que participe en la constitución del Fondo de Inversión en Infraestructura.

como parte del Plan de Estímulo Económico diseñado por el Gobierno en el contexto de la crisis financiera internacional. El fideicomiso invierte en instrumentos de deuda de proyectos de infraestructura previamente aprobados por el Comité de Inversiones (el cual está formado por un representante de cada una de las cuatro AFP). Hasta la fecha ha participado en dos proyectos, el más reciente, marzo de 2011, es la inversión de aproximadamente USD 125 millones en el proyecto Taboada y, previamente, en mayo de 2010, se hizo una inversión de aproximadamente USD 36 millones en el proyecto Huascacocha.

Gráfico 2

Principales cambios regulatorios de la última década



* Incluyen empresas financieras, administradoras de fondos y tituladoras
Fuente: BBVA Research

Ambos proyectos pertenecen al sector saneamiento y se desarrollan bajo el esquema de Asociaciones Público Privadas (APP), donde el Estado cumple un rol contingente en el caso en que la empresa no pueda repagar sus obligaciones. El fideicomiso participa adquiriendo Certificados de Avance de Obras (CAO) que son autofinanciados con los flujos de pagos de los clientes de Sedapal⁶.

Marco legal para inversiones del fondo de pensiones en infraestructura

La participación de las AFP en la financiación de infraestructura se inicia en octubre de 2001 con la Resolución SBS N° 725-2001. En esta norma, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP las autorizó a adquirir instrumentos de inversión (valores mobiliarios representativos de derechos crediticios, acciones preferentes y acciones comunes) sobre proyectos concesionados por el Estado cuyo monto comprometido no sea menor a USD 50 millones o su equivalente en moneda local. Más adelante, mediante Resolución SBS N° 643-2004, se redujo este monto a USD 20 millones, y además se autorizó a las AFP a participar en proyectos del sector privado en diversos ámbitos (infraestructura, vivienda, explotación de recursos naturales u otros que por sus características requieran financiamiento de mediano y largo plazo). En el 2006 se amplió la gama de instrumentos de inversión sobre proyectos concesionados en los que las AFP podían participar, en primer lugar se incluyó a los títulos de deuda (mediante Resolución SBS N° 440-2006 publicada en marzo) y en segundo lugar se volvió a reducir el monto comprometido de la inversión a USD 10 millones (Resolución SBS N°1152-2006 de septiembre 2006). Todas las modificaciones implementadas en este periodo se hicieron con el objetivo de generar, promover y dinamizar la inversión en diversos instrumentos de mediano y largo plazo, especialmente en infraestructura. En el gráfico N° 3 se resumen de manera general los principales cambios realizados en el marco regulatorio en la última década⁷.

6: Servicio de Agua Potable y Alcantarillado de Lima. Empresa estatal de derecho privado constituida como sociedad anónima.

7: Para un análisis más detallado del mismo ver el capítulo 7 del libro "Balance y proyecciones de la experiencia en infraestructura de los fondos de pensiones en Latinoamérica", publicado por BBVA Research en 2010.

Limitantes y principales esfuerzos realizados para promover las inversiones en infraestructura.

El marco legal en el Perú promueve la inversión en infraestructura mediante un esquema de contratos de concesión que, por lo general, dura entre 20 y 30 años. Este esquema puede ser a través de una licitación promovida por el Estado, una asociación entre el Estado y la empresa privada (APP) o simplemente una iniciativa privada. Por su naturaleza y por todas las consideraciones y trabas que se presentan (burocracia estatal, consideraciones políticas, aplazamientos, temas de competencia, contraloría, temas judiciales, entre otros) estos procesos suelen ser bastante largos, alcanzando, en promedio, más de cinco años para su concesión⁸. La lentitud con la que se aprueban los proyectos genera una restricción en la oferta de los mismos que se manifiesta en la disponibilidad de recursos comprometidos en diversos fondos de inversión en infraestructura que aún no se han podido invertir. Adicionalmente, se han presentado algunas restricciones por el lado presupuestario estatal, específicamente en el caso de las APP cofinanciadas por el Estado. Esto ya que los compromisos de cofinanciamiento no pueden exceder el 7% del PIB (a febrero del 2010, estos compromisos eran equivalentes a alrededor de 6% del PIB).

A pesar de estas limitaciones, se han realizado importantes esfuerzos para canalizar inversiones en el sector infraestructura a través de una serie de medidas que van desde la creación de instrumentos financieros (como el fondo de inversión en infraestructura y el fideicomiso, mencionados en el apartado

anterior) hasta cambios regulatorios. Por el lado regulatorio las modificaciones realizadas en los últimos años se orientan a reducir las trabas burocráticas y por lo tanto el tiempo que toma aprobar estos proyectos. Entre los principales cambios regulatorios recientes destacan:

- Priorización de proyectos de inversión en infraestructura: a través de los Decretos de Urgencia N° 001-2011 y 002-2011, emitidos por el Gobierno, se han priorizado 33 proyectos de infraestructura para el año 2011. Esto permite la simplificación de exigencias legales entre las que se encuentran las certificaciones ambientales, la transferencia de terrenos y edificaciones de propiedad del Estado, entre otros. Esta medida se ha aplicado también en años previos, con resultados positivos en cuanto a reducción del tiempo del proceso.
- Exoneran de aplicar la metodología del comparador público privado a proyectos de inversión priorizados para el año 2011: esta exoneración se da a los proyectos declarados de gran envergadura cuyos costos superen las 100,000 UIT⁹ y que requieran un cofinanciamiento de más del 30%.
- Modificaciones al reglamento de la Ley de Concesiones Eléctricas para acelerar los trámites de los estudios para la construcción de nuevos proyectos hidroeléctricos.
- Creación de un Comité de Inversión en materia portuaria que tendrá como finalidad promocionar la inversión privada en los terminales administrados por la Empresa Nacional de Puertos.
- Flexibilización de exigencias ambientales para hidroeléctricas: de aprobarse esta norma, dejaría de ser requisito para obtener la concesión definitiva para la construcción de hidroeléctricas la aprobación del Estudio de Impacto Ambiental (EIA), el mismo que sería exigido recién al iniciar la construcción del proyecto. Esta norma actualmente se encuentra en debate en el Congreso de la República a la espera de su aprobación.

A pesar de los avances regulatorios y de las nuevas iniciativas e instrumentos de inversión registradas en los últimos años, la inversión en infraestructura no alcanza los niveles necesarios para cerrar la brecha que actualmente tiene el país. Más aún, el rápido crecimiento observado de los fondos de pensiones y de los recursos que por ende estos podrían invertir en infraestructura demanda nuevos cambios que permitan dinamizar la oferta de proyectos en infraestructura. En este sentido, aún existen espacios regulatorios y normativos en los cuales se pueden hacer mejoras con la finalidad de incentivar y promover el financiamiento de proyectos de infraestructura. A continuación mencionamos algunos temas pendientes que creemos podrían mejorarse:

8: De acuerdo a estudio realizado por Payet 2009 en base a seis proyectos de infraestructura seleccionados al azar.

9: Unidad Impositiva Tributaria (UIT), actualmente equivale a S/. 3,600.

- Reducción del tiempo en procesos de concesiones: actualmente estos duran en promedio más de cinco años e intervienen cerca de 20 dependencias estatales. Establecer procesos paralelos (actualmente estos son secuenciales) y limitar las dependencias involucradas podría ayudar a reducir el tiempo de las concesiones.
- Creación de límites individuales específicos por activo: la normativa vigente establece límites a las inversiones de los fondos de pensiones en función al emisor, emisión, categoría de instrumento (renta fija, renta variable, entre otros). Las inversiones que realiza el fondo de pensiones en infraestructura, dependiendo del instrumento en el que invierta, se ajustan a estos límites (el fondo de infraestructura se considera dentro de los límites de renta variable, mientras que al fideicomiso se le considera dentro de los límites de renta fija). Consideramos que sería beneficiosa la creación de límites específicos para inversiones en infraestructura que no sean dependientes de límites de otros instrumentos de inversión.
- Contabilizar no solo las inversiones realizadas por el fondo de pensiones, sino también los montos comprometidos en proyectos. Ello de tal forma que al momento del desembolso la estructura de las inversiones no se vea fuertemente afectada.
- Establecer una normativa clara que permita agilizar los procedimientos para que un instrumento sea elegible como inversión del fondo de pensiones ("AFPeable"), especialmente en el caso de infraestructura.

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 Unidad de Pensiones:

*Economista Jefe de Sistemas Financieros y Regulación***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@grupobbva.com*Economista Jefe de Pensiones***David Tuesta**
david.tuesta@grupobbva.com**Javier Alonso**
javier.alonso.meseguer@grupobbva.com**Liliana Castilleja**
liliana.castilleja@bbva.bancomer.com**Soledad Hormazábal**
shormazabal@grupobbva.cl**María Claudia Llanes**
maria.llanes@bbva.com.co**Rosario Sánchez**
rdpsanchez@grupobbva.com.pe

BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:**Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@grupobbva.comSistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.comRegulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.comPensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com*España y Europa:***Rafael Doménech**
r.domenech@grupobbva.comEspaña
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.comEuropa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com*Estados Unidos y México:*Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.comMéxico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.comAnálisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com*Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hkChina
Daxue Wang
daxue.wang@bbva.com.hk
India
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.comSudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.clArgentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbvafrances.com.arChile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.clColombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.coPerú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.peVenezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com*Escenarios Económicos y Financieros:*Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.comEscenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**
ant.pulido@grupobbva.comEquity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.comCrédito Global
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.comTipos 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 (España)
Tel: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@grupobbva.com
www.bbvaresearch.com