

# Situación Colombia

Segundo trimestre 2010

## Análisis Económico

- La recuperación económica ha sido más rápida de lo esperado.
- El crecimiento previsto no generaría presiones inflacionarias en 2010 y 2011.
- La política monetaria enfrenta el dilema de moderar la apreciación cambiaria sin comprometer el logro de la meta de inflación.
- Nuevos esfuerzos para reducir el déficit fiscal ayudarán a mitigar el impacto de su financiamiento sobre el tipo de cambio y la tasa de interés.



# Índice

1. Resumen ejecutivo .....	3
2. Desafíos a la vista para una recuperación global sostenida ....	3
3. Mejor desempeño del gasto privado anticipa recuperación .....	4
4. Colombia no es inmune a un deterioro en el panorama externo .....	5
5. Nuevos esfuerzos necesarios para reducir el déficit fiscal .....	6
6. Tablas .....	7

Fecha de publicación: 18 mayo 2010

## Resumen ejecutivo

La recuperación ha sido más rápida de lo esperado, sustentada en la demanda interna con un dinamismo importante en el consumo y una recuperación más lenta de la inversión. Sin embargo, la economía no estará ajena al aumento de los niveles de aversión al riesgo mundial generados por la crisis griega. Un empeoramiento de éstos, acompañado por caídas en los precios de productos básicos, podría afectar el costo del endeudamiento y el crecimiento.

La expansión de la actividad no será tan fuerte como para provocar presiones inflacionarias en 2010 y 2011. Por su parte, esperamos una apreciación del peso colombiano a mediano plazo. En este contexto la autoridad monetaria enfrenta el dilema de continuar con la intervención en el mercado cambiario sin comprometer el logro de la meta de inflación. A su vez, el Gobierno debe mejorar las cuentas fiscales para aminorar el impacto del financiamiento del déficit sobre el mercado cambiario y el mercado de deuda interna.

## Desafíos a la vista para una recuperación global sostenida

En los últimos trimestres la situación económica 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. Ahora bien, al mismo tiempo existen 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. Esta situación puede afectar a la economía europea, pero también puede provocar posibles derrames sobre el resto del mundo. 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. Aún cuando estos paquetes hayan estabilizado las condiciones del mercado en el corto plazo, todavía persisten incertidumbres en tres frentes: i) el proceso de 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 respecto al 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 de la recuperación de los términos de intercambio, en un contexto de menor aversión al riesgo, por lo que 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 en torno a 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 inflacionarias 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 inflacionarias. 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, podrían generarse crecientes desequilibrios.

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 de deuda soberana de algunos países europeos 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 activado 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. En países desarrollados 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.

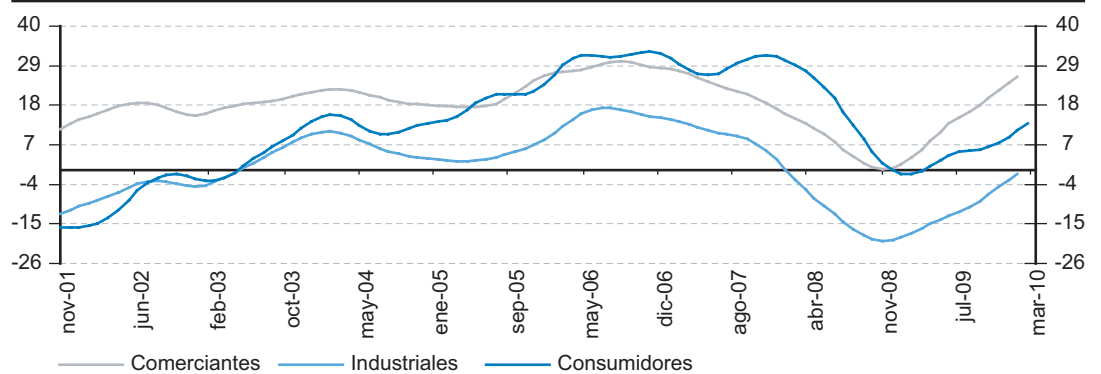
La incertidumbre procedente del sector financiero es fundamentalmente de dos tipos. Por una parte, la lenta reestructuración de la industria financiera, sobre todo en Europa, que puede llevar a una recuperación económica sin crédito (*creditless recovery*). Esto constituye una preocupación creciente, 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.

## Mejor desempeño del gasto privado anticipa recuperación

La recuperación rápida de la confianza después de la crisis de 2008-09 anticipa un comportamiento mejor de lo esperado en el gasto privado durante 2010, sustituyendo al impulso público como fuente principal de crecimiento. Esto ha sido posible en la medida que los balances de los hogares y las empresas no se vieron seriamente afectados durante el último ciclo. Asimismo, el estímulo monetario permitió reducir la carga financiera de los hogares generando una mayor disposición al endeudamiento para el consumo y la inversión.

Gráfico 1

### Índices de confianza para consumidores, comerciantes e industriales (Series ajustadas por estacionalidad)



Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research Colombia

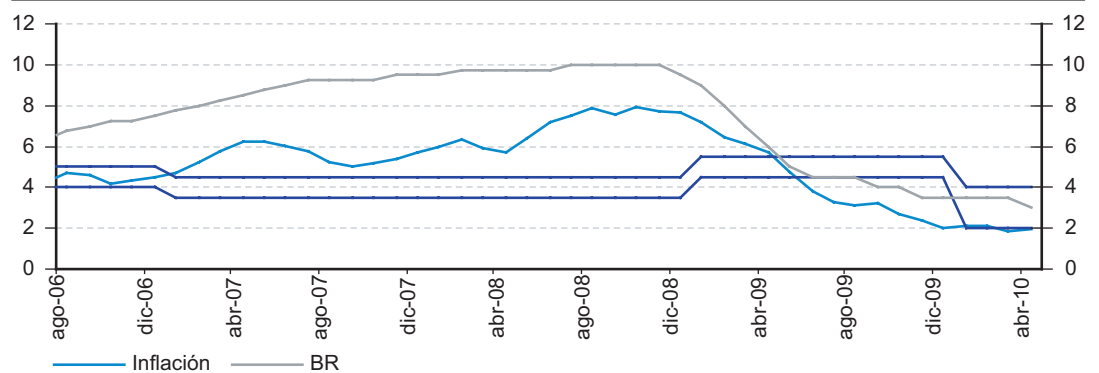
El pronóstico de crecimiento de BBVA Research Colombia para 2010 y 2011 se revisó al alza a 3,0% y 4,4% a/a, respectivamente. No obstante, no pueden descartarse nuevas revisiones al alza si las mejoras recientes en indicadores de actividad se consolidan. De hecho los aumentos en la inversión en maquinaria y una recuperación de las licencias de construcción podrían anticipar un incremento más fuerte que el pronosticado en la inversión privada.

El déficit fiscal en 2010 sería levemente menor de lo esperado por el Gobierno (4,3% vs. 4,5% del PIB) ante un mejor comportamiento de los ingresos tributarios y una mayor contribución de las rentas petroleras. No obstante, el deterioro de las cuentas fiscales en los últimos dos años ha sido notorio considerando que hoy en día el déficit es casi el doble del registrado en 2008. Esta situación ha aumentado la dependencia de la emisión de deuda externa e interna generando distorsiones en la tasa de cambio y en las tasas de los títulos de deuda pública (TES).

El mayor crecimiento de la demanda interna conllevará un deterioro moderado del déficit en cuenta corriente. Sin embargo, no se anticipan problemas para su financiación, pues estaría cubierta por flujos de inversión extranjera directa, principalmente dirigidos a minería e hidrocarburos. En el mediano plazo estos flujos de inversión, la dinámica del endeudamiento público y los favorables términos de intercambio continuarían ejerciendo presiones a la apreciación de la tasa de cambio. El Banco de la República mantendría el proceso de acumulación de reservas para moderar esta tendencia. Sin embargo, el espacio de intervención podría ser limitado ante la menor disponibilidad de instrumentos para la esterilización.

Durante el primer trimestre la inflación se mantuvo por debajo del rango meta (entre 2,0% y 4,0%) de largo plazo fijado por el Banco de la República. BBVA Research Colombia anticipa una inflación de 3,4% en 2010 y 3,2% en 2011. Esta proyección considera nuevos ajustes en el precio interno de los combustibles, un aumento de los precios de los alimentos que fueron afectados por las menores exportaciones a Venezuela y un repunte moderado en los precios de los bienes transables en la segunda parte del año.

Gráfico 2

**Inflación y tasa de intervención del BanRep (Variación anual, %)**

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

El Banco de la República redujo la tasa de interés de referencia de 3,5% a 3,0%, decisión que sorprendió al consenso del mercado. Este mayor estímulo monetario refleja una significativa revisión a la baja de los pronósticos de inflación del Emisor y una ponderación del menor crecimiento del país con respecto a la región. BBVA Research Colombia anticipa que este nivel de tasa de interés de referencia no es sostenible hasta finales de 2010 considerando el actual ritmo de recuperación económica y el pronóstico de inflación que implica una tasa real negativa en el último trimestre del año.

En los próximos meses tendrán lugar las elecciones presidenciales. La discusión en la campaña política se ha centrado en las estrategias para promover la generación y formalización del empleo, garantizar la transparencia en el manejo de los recursos públicos, consolidar las cuentas fiscales y avanzar en la resolución del conflicto armado. Los resultados recientes de la intención de voto muestran un rápido ascenso del candidato independiente (Antanas Mockus), seguido de cerca por el candidato oficialista (Juan Manuel Santos), que hasta hace poco mantenía un claro liderazgo en las encuestas. El contenido programático de los dos candidatos es consistente con un manejo ortodoxo de la economía y una continuidad en la estrategia de seguridad democrática, la cual ha permitido mejorar el ambiente de inversión en el país.

## Colombia no es inmune a un deterioro en el panorama externo

El incremento en la prima de riesgo de la deuda soberana griega y el aumento de las tensiones de liquidez pueden llegar a transmitirse a las economías emergentes. En este escenario de contagio disminuirían los flujos de capitales hacia la región ante la mayor aversión al riesgo. En la medida que temores a una recesión más prolongada en Europa coincidan con un ajuste monetario más fuerte en China, habría un deterioro de los términos de intercambio. De esta manera la economía colombiana enfrentaría un menor ritmo de crecimiento determinado por una reducción de las exportaciones, una disminución en el volumen de remesas y un deterioro de la confianza de hogares y empresarios, retrasando el proceso de recuperación iniciado en el segundo semestre de 2009.

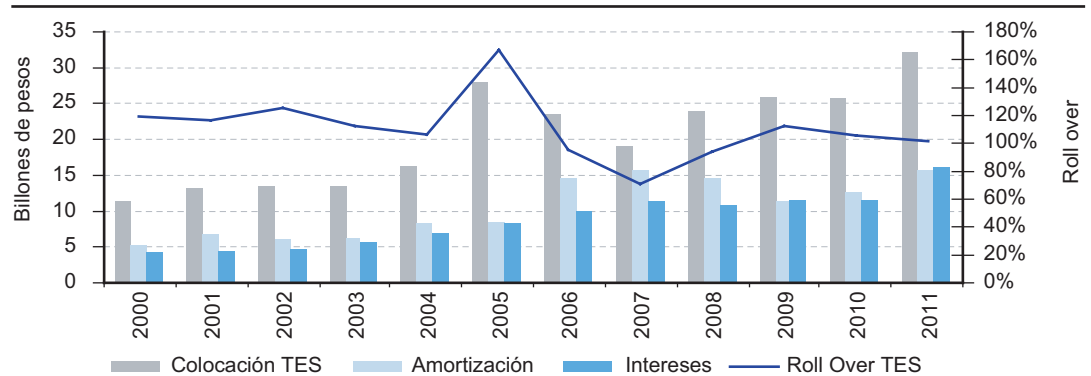
Por otra parte la drástica reducción del comercio con Venezuela podría tener efectos permanentes sobre algunos sectores de la industria que no alcancen a culminar el proceso de sustitución de mercados. El comportamiento reciente de las exportaciones señala que algunas ramas de la producción intensivas en mano de obra y con alto valor agregado no han logrado hasta el momento encontrar nuevos destinos para sus ventas externas. Esta situación además del efecto negativo sobre el crecimiento de la industria manufacturera, implica una disminución de las fuentes de empleo calificado.

## Nuevos esfuerzos necesarios para reducir el déficit fiscal

La evolución esperada del déficit fiscal anticipa balances primarios negativos en los próximos años, entre -0,5% y -1,1% del PIB, logrando su estabilización solamente hasta 2014. En este contexto, es necesario aprobar una reforma tributaria que permita reducir estos desbalances. Si bien no se espera un episodio de insostenibilidad de las finanzas públicas, las necesidades de financiamiento postergarán la disminución de la deuda pública, lo que a su vez retardará la reducción de la vulnerabilidad de la economía colombiana. Por otra parte, las expectativas de importantes flujos de capital dirigidos al sector de hidrocarburos y minería han motivado la propuesta de creación de una regla fiscal que permita aumentar el ahorro externo, fortalecer el carácter anti-cíclico de la política fiscal y evitar una fuerte apreciación de la tasa de cambio real. Adicionalmente, en el contexto interno, se hace necesario profundizar en el mejoramiento del perfil de la deuda, buscando aprovechar los bajos vencimientos programados en el mediano y largo plazo y evitar la concentración de los pagos en los próximos tres años. BBVA Research Colombia considera que estos serían de los temas económicos prioritarios para el nuevo gobierno que debe asumir en agosto de 2010. Los dos candidatos más oprobados para ganar las elecciones proponen una reforma que procure una disminución de las exenciones tributarias y un aumento eventual de la tarifa de IVA.

Gráfico 3

### Roll over de la deuda interna



Fuente: Ministerio de Hacienda y cálculos de BBVA Research

El Banco de la República enfrenta el reto de implementar un manejo monetario que sea coherente con el logro de la meta de inflación en un contexto de intervención cambiaria y posible contagio moderado de la turbulencia griega. El Banco Central enfrenta limitaciones para la esterilización de una intervención prolongada en el mercado cambiario ante el bajo saldo de títulos de deuda pública en su portafolio y el costo cuasifiscal que conlleva utilizar otros mecanismos como la emisión de sus propios títulos de deuda, en un contexto en el cual está esperando pérdidas del ejercicio de este año. Teniendo en cuenta que se anticipa que las presiones de apreciación del tipo de cambio continuarán a mediano plazo, una eventual decisión del Banco de la República de mantener la intervención cambiaria no sería consistente con la necesidad de normalizar la postura de política monetaria y terminaría por generar presiones inflacionarias a mediano plazo.

## Tablas

Tabla 1

**Previsiones macroeconómicas: trimestrales**

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, prom)	Tasa de Cambio (vs. USD, prom)	Tasa REPO (%, prom)
T1 09	-0,5	6,1	2477	7,0
T2 09	-0,3	3,8	2090	4,5
T3 09	-0,2	3,2	1987	4,0
T4 09	2,4	2,0	2016	3,5
<b>T1 10</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1909</b>	<b>3,5</b>
<b>T2 10</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1998</b>	<b>3,0</b>
<b>T3 10</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2016</b>	<b>3,0</b>
<b>T4 10</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>1973</b>	<b>3,5</b>
<b>T1 11</b>	<b>4,1</b>	<b>3,3</b>	<b>1953</b>	<b>4,0</b>
<b>T2 11</b>	<b>4,5</b>	<b>3,1</b>	<b>1921</b>	<b>4,5</b>
<b>T3 11</b>	<b>4,5</b>	<b>2,8</b>	<b>1859</b>	<b>5,0</b>
<b>T4 11</b>	<b>4,4</b>	<b>3,2</b>	<b>1903</b>	<b>5,5</b>

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

**Previsiones macroeconómicas: anuales**

	2009	2010	2011
PIB (% a/a)	0,4	3,0	4,4
Inflación (% a/a, promedio)	3,8	2,6	3,1
Tasa de cambio (vs. USD, promedio)	2142	1974	1909
Tasa REPO (% , promedio)	4,75	3,25	4,75
Consumo Privado (% a/a)	0,0	3,7	4,1
Consumo Público (% a/a)	2,7	1,7	1,1
Inversión (% a/a)	-5,0	6,7	8,1
Déficit Fiscal (% PIB)	-4,2	-4,3	-3,6
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,3	-2,5	-2,3

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 Colombia

*Economista Jefe*

**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

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

**Mauricio Hernández**  
mauricio.hernandez@bbva.com.co

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

**Mario Nigrinis**  
mario.nigrinis@bbva.com.co

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*

**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com  
Escenarios Financieros  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com  
Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com  
Escenarios Económicos  
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@compassbank.com  
México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a

**BBVA Research Colombia**  
Carrera 9 #72-21 Piso 10  
Bogotá, Colombia  
Tel: 3471600 ext 1408  
www.bbvarsearch.com