

# Situación Paraguay

Cuarto trimestre 2011  
Análisis Económico

- **La economía mundial continuará creciendo a dos velocidades.** El dinamismo se concentra en Emergentes, mientras Europa se debate en medio de fuertes tensiones.
- **América Latina crecerá 4,4% en 2011 y algo menos (3,7% en 2012,** impulsada por una demanda interna que comienza a desacelerar.
- **Paraguay crecería levemente por sobre 4% el 2011 y 2012,** siendo liderado por el sector primario y las exportaciones.
- **La inflación se estabiliza en 5% que corresponde al centro del rango meta,** en respuesta a una política monetaria más restrictiva y de una menor inflación importada.

## Índice

1. Economía mundial creciendo a dos velocidades.....	3
2. Paraguay sigue creciendo con fuerza .....	4
3. Perspectivas y riesgos .....	6
4. Tablas .....	7

Fecha de cierre: 31 de enero de 2012

# 1. Economía mundial creciendo a dos velocidades

## Bajo crecimiento en economías desarrolladas

Las perspectivas para las economías desarrolladas se focalizan en dos aspectos: (i) un menor crecimiento económico y (ii) el impacto de la solución a la crisis de deuda soberana en Europa. En este último caso, destacamos que si bien se han adoptado diversas medidas desde la cumbre de octubre de 2011, aun no quedan temas pendientes, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una clara «hoja de ruta» para avanzar hacia la unión fiscal. Con todo, las tensiones han disminuido con respecto a las observadas a finales de 2011 (las que alcanzaron niveles similares a los observados en octubre de 2008 tras la caída de Lehman Brothers), disminuyendo de esta forma la volatilidad en los mercados financieros. En este contexto, nuestras previsiones para las economías desarrolladas han sido ajustadas a la baja.

## La situación en Europa ha avanzado, pero aún quedan elementos sin resolver

En nuestra opinión, las cumbres europeas del año pasado debían resolver cinco puntos clave: (i) proveer las herramientas necesarias para la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo reformas fiscales y económicas en los países de la región; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. Aunque algunos de los detalles más técnicos siguen en el aire, a partir de las últimas cumbres se han adoptado medidas importantes en la dirección correcta, aunque quedan pendientes la mayoría de los puntos claves. En primer lugar, se le ha pedido a los tenedores privados de bonos griegos que acepten una quita voluntaria de la cual no se ha acordado aún el porcentaje definitivo, aunque estimaciones la sitúan en torno a 70%. En segundo lugar, el FEEF será complementado por inversores externos y por el Mecanismo de Estabilidad Europea que corresponde a un fondo de rescate de carácter permanente, el cual sería aprobado a mediados del presente año. En tercer lugar, se han establecido en distintos países reformas para una consolidación fiscal así como propuestas al mercado laboral orientadas al crecimiento. Por último, en la gobernanza europea no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

## Las economías emergentes continúan hacia un aterrizaje suave

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza, apoyadas por la resistencia de la demanda interna. Los precios de las materias primas en Latinoamérica y el crecimiento de las exportaciones asiáticas siguen altos, pese a las fuertes correcciones, lo que también apoya las sólidas perspectivas de crecimiento, encaminado hacia un aterrizaje suave que sería bien recibido en algunos países. Para ambas regiones, las turbulencias en Europa y EE.UU. se traducen en mayores dificultades en los mercados financieros, reflejadas en el aumento de la volatilidad del mercado, la depreciación de los tipos de cambio y una reducción de las entradas de flujos de capital. Sin embargo, muchos países aún cuentan con un considerable colchón (finanzas públicas más sólidas y mejor gestión macroeconómica que en el pasado) y se encuentran en una buena situación para introducir políticas de estímulo que contrarresten una demanda externa debilitada. En general, un entorno exterior más negativo ha cambiado el foco en los países emergentes del sobre calentamiento a los riesgos bajistas y, cada vez más, a la posible necesidad de políticas de apoyo.

## 2. Paraguay sigue creciendo con fuerza

### Paraguay cerraría 2011 con un crecimiento en torno al 4%

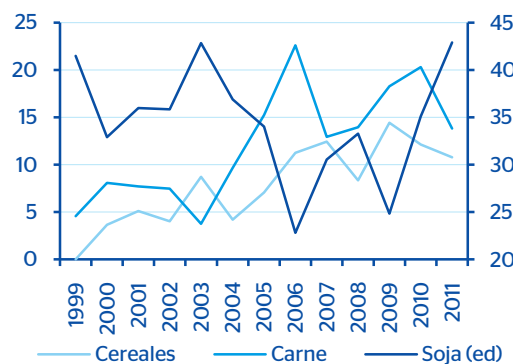
El sector agrícola continuó siendo el principal motor del crecimiento en Paraguay, cuyo principal cultivo es la semilla de soja. A noviembre de este año las exportaciones acumuladas eran 5M de toneladas, con un incremento de 7% con respecto a igual período en 2010. Este incremento de la producción se ha beneficiado de las favorables condiciones climáticas, lo que sumado al mayor precio de la soja ha significado que el valor de estas exportaciones subiera 40% en 2011. En contraste, la ganadería sufrió un fuerte revés ante la aparición de un foco de fiebre aftosa en septiembre de 2011. Esto no solo implicó la abrupta caída de las exportaciones de carne como consecuencia natural del cierre total de los mercados de exportación, sino que afectó a otras actividades relacionadas como los frigoríficos y el transporte. El tratamiento oportuno del problema por parte de las autoridades sanitarias paraguayas permitió la reapertura de varios mercados como Brasil, Rusia y Venezuela. Sin embargo, a principios de diciembre de 2011 la Organización Mundial de Sanidad Animal retiró el estatus de "libre de fiebre aftosa con régimen de vacunación", mientras que a comienzos del presente año se detectó un nuevo brote de la enfermedad. Con ello se retrasarían las aperturas de otros mercados relevantes para Paraguay como son los de Chile y la UE. Finalmente, el sector Construcción enfrentó problemas por la escasez de cemento durante 2011, la que se alivió con importaciones de este insumo desde Portugal. Con todo, la variación anual del producto al tercer trimestre fue 3,9% de modo que la previsión para el crecimiento el año 2011 sería 4,1%.

### Se reducen presiones de precios, e inflación retorna a un dígito

Con respecto al informe anterior cuando la inflación alcanzaba los dos dígitos, el 4T11 muestra avances importantes en la baja de este indicador, que han llevado a que la inflación cierre el año en 4,9%, levemente por debajo del centro del rango establecido por las autoridades monetarias (5% +/- 2,5%). Por otra parte, el precio del petróleo se mantiene y mantendrá en valores altos — como consecuencia de la mayor incertidumbre global—, pero en el escenario base de menor demanda global no se esperan nuevas alzas por lo cual se reducen las presiones inflacionarias por esta vía. También hay buenas noticias del exterior, por la disminución de la "inflación importada" desde Argentina, Brasil y Uruguay como consecuencia de las menores demandas internas en estos países. Sin embargo, el creciente flujo de importaciones desde China es un elemento que podría representar un aumento del costo de la canasta de consumo si se aprecia abruptamente el guaraní respecto del dólar.

Gráfico 1

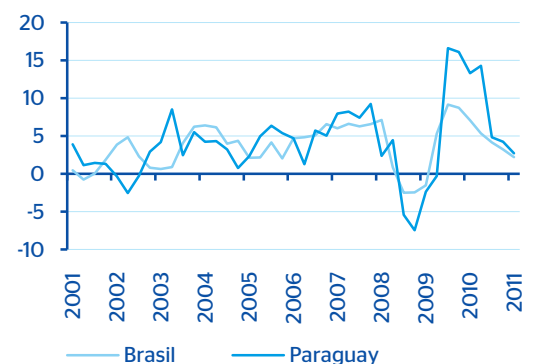
Valor de los principales productos de exportación (% sobre el total de exportaciones)



Fuente: BCP

Gráfico 2

Crecimiento Brasil y Paraguay (% a/a)



Fuente: BCP y BBVA Research

### Condiciones monetarias más estrechas al final del 2011

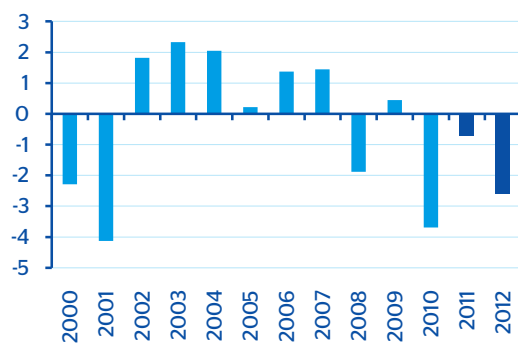
Las mayores restricciones de liquidez del último trimestre del 2011 llevaron a las tasas de depósitos a plazo por sobre el 4% mientras la interbancaria se ubicó levemente sobre 8%. Estos valores se ubican 300 y 500 pbs por sobre los observados en igual período del año anterior. Como consecuencia del aumento del costo de fondeo las tasas activas subieron en promedio 50 pbs con respecto al 2010. Con todo, el crecimiento real de los depósitos se ubica en torno al 4% a/a, muy inferior al 10% a/a observado durante el 2010. En términos de composición se mantiene la relación: 60% en moneda local y 40% en USD. En tanto las colocaciones bancarias han presentado también una reducción en su tasa de crecimiento real pasando de 30% en el 2010 a 13% durante el presente año. La composición histórica se ha manteniendo siendo el 40% de las colocaciones en USD. La menor oferta de crédito bancario ha sido en parte cubierta por crédito no bancario a través del financiamiento directo de las ventas por parte de las casas comerciales. Notamos que parte del financiamiento de estas firmas se realiza con bancos, ya sea de forma directa o indirecta a través de la emisión de bonos. Por ello los esfuerzos de las autoridades para la creación de un sistema de crédito nacional apuntan a una mejora del mapa macro-prudencial, con el cual no solo podrán evaluar las interconexiones de los distintos agentes financieros sino que además podrán precisar las estimaciones del riesgo de los hogares a través del conocimiento consolidado del endeudamiento.

### Cuentas externas y fiscales se mantienen saludables con positivas expectativas

La ejecución presupuestaria al primer semestre del 2011 implica un superávit de 1,6% del PIB, manteniendo una posición similar al cierre del 2010 (1,4%). El dinamismo de la economía ha generado una tasa de crecimiento de los ingresos tributarios de 17,5% a/a durante la primera mitad del presente año lo que compensa la totalidad del aumento del gasto público. Con ello nuestra previsión para el 2011 se ajusta de 1 a 1,2% en línea con los antecedentes presentados. Para el 2012 en tanto no esperamos cambios significativos en el gasto público con lo cual mantenemos una previsión de 0,6% del PIB. En tanto, la Cuenta Corriente presenta un pequeño superávit al tercer trimestre del 2011, el que debería revertirse por la baja en las exportaciones hacia finales del año, de modo que para el cierre de 2011 esperamos un déficit de 0,7% del PIB. Nuestra previsión para el 2012 se basa primero en que la situación de la fiebre aftosa no empeorará, lo que presume un menor impacto del último brote de esta enfermedad a principios de año y segundo en que las tasas de crecimiento de los socios comerciales se mantendrán consistentes con el escenario base, vale decir se produce una desaceleración ordenada de la región. Con ello esperamos que las exportaciones crezcan 5%, mientras las importaciones lo harían en torno al 7%. De esta forma, la Cuenta Corriente presentaría un déficit de 2,6% del PIB, el cual se cerrará gradualmente a medida que se retorne a las condiciones de normalidad de las exportaciones. Por el contrario, ante la presencia de un año con menores lluvias el déficit en Cuenta Corriente llegaría a niveles cercanos al 4% del PIB.

Gráfico 3

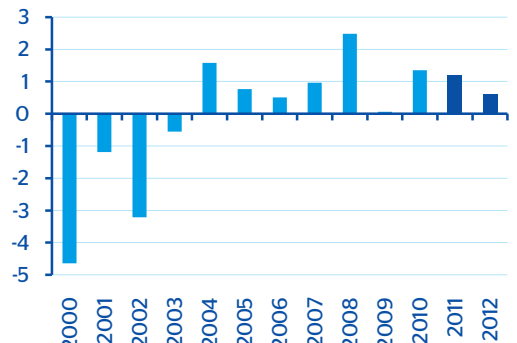
Cuenta Corriente (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

Saldo Fiscal (% PIB)



Fuente: BBVA Research

### 3. Perspectivas y riesgos

#### **Bajo el escenario base Paraguay mantendría el actual ritmo de crecimiento, cerrando 2012 con un aumento del PIB de 4,2%**

Las previsiones para el 2012 consideran un año normal con tasas de crecimiento sectoriales similares a las observadas durante la última década. Con ello tenemos una tasa de crecimiento del producto de 4,2% a/a liderada por los sectores secundario y terciario. Como destacamos en el informe anterior el elevado peso del sector agrícola en el producto genera una gran vulnerabilidad del crecimiento económico al clima y por ello nuestra previsión se basa en un año de lluvias normales. Por otra parte, notamos que si bien el crecimiento del producto se encamina a sus valores de largo plazo, su evolución sostenida debe ser acompañada con un incremento en la infraestructura. Existen en carpeta una serie de proyectos de inversión —varios de los cuales están en curso— que requerirán de un aumento y mejoramiento en la infraestructura vial. En este sentido la participación de privados a través de concesiones resulta una alternativa eficiente y probada en otros países de la región. Por el lado de gasto, la revisión de las cuentas nacionales —respecto de la información disponible para nuestro informe anterior— implica una menor caída del consumo privado durante la crisis y un mayor crecimiento de este componente durante el 2010. En tanto, nuestras previsiones ubican a la demanda interna creciendo al 9 y 5% a/a para el 2011 y 2012 respectivamente. Estas menores tasas de crecimiento se encuentran por un lado alineadas con la desaceleración de la economía hacia sus valores potenciales y por otro ajustadas bajo un escenario de normalización del crecimiento del crédito. Este último punto debiera ser la principal consecuencia de las medidas macroprudenciales que ha implementado la autoridad monetaria que implicarían, entre otras consecuencias, un endurecimiento de los estándares de otorgamiento de crédito.

#### **Inflación se mantendrá controlada en torno al 5%**

La inflación cerró 2011 en 4,9% a/a con una tendencia a la baja que se venía manifestando desde el segundo trimestre del año. Con ello la inflación se aleja de los dos dígitos y se establece dentro del rango meta. Nuestra previsión es que la inflación se mantendrá controlada debido a la desaceleración de la demanda interna y al cese de las presiones por parte de los bienes importados. Esto último presume una mantención de la paridad bilateral con Brasil. Este escenario de mayor estabilidad de precios otorga mayores holguras a la autoridad monetaria, la que en su reunión de enero optó por una reducción en la tasa de interés de referencia en 75 pbs quedando en 6,5%. En el comunicado se describen entre los antecedentes: (i) el débil crecimiento de las economías desarrolladas y su impacto en los socios comerciales de Paraguay, (ii) la estabilización de la inflación en el centro del rango meta y (iii) el cierre de brechas de producto. De esta forma la reducción en la tasa de referencia es consistente con una política monetaria neutral.

#### **Existen catalizadores que pueden ser utilizados ante una situación de crisis**

Bajo un escenario de riesgo para la economía global, en donde las economías desarrolladas entren en recesión, se produciría una contracción a nivel global que afectaría también a los países socios de Paraguay. En particular, un menor crecimiento en Brasil tendría un impacto directo en el crecimiento de Paraguay lo que sumado a condiciones menos favorables para la exportación generan un escenario adverso de crecimiento. Si bien es difícil cuantificar con precisión el impacto de estas situaciones estimamos que el efecto de este escenario sobre el crecimiento sería del orden de 3%. En este contexto, observamos un empeoramiento en la Cuenta Corriente, como fue anteriormente discutido, y una desaceleración de la demanda interna. Esta última sería algo más moderada pues por una parte la confianza económica no se vería afectada al tratarse de una situación económica menos compleja que la observada en la crisis 2008-2009, mientras que por otra parte existen holguras para generar impulsos fiscales que suavicen el ciclo. Así nuestra previsión de crecimiento de la demanda interna bajo este escenario nos situaría en un crecimiento anual del orden de 4%. Por otra parte, la posición en reservas internacionales al cierre del 2011 (USD 3500 millones) es más robusta que aquella registrada a mediados del 2008 (USD 2500 millones) lo que representa cerca de un 15% del PIB y permitiría hacer frente ante un cierre del financiamiento externo.

## 4. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas anuales

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PIB (% a/a)	6,8	5,8	-3,8	15,0	4,1	4,2
Inflación (% a/a, fin de año)	6,0	7,5	1,9	7,2	4,9	4,4
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	5033	4363	4967	4739	4196	4310
Tasa oficial* (% , promedio)	25,0	25,8	28,3	26,0	29,0	27,5
Consumo Privado (% a/a)	5,5	7,5	-2,0	13,7	8,9	5,3
Consumo Público (% a/a)	3,0	3,5	13,7	12,0	5,4	6,8
Inversión (% a/a)	4,8	20,6	-12,5	22,7	9,7	5,3
Saldo Fiscal (% PIB)	1,0	2,5	0,1	1,4	1,2	0,6
Cuenta Corriente (% PIB)	1,4	-1,9	0,4	-3,7	-0,7	-2,6

\* promedio ponderado tasas activas en moneda local

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

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



---

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Coordinación Latam:**

---

*Economista Jefe para Coordinación Latam*

**Joaquín Vial**  
+ 56 2 351 1200  
jvial@bbva.com

**Rodrigo Alfaro**  
+ 56 2 939 1198  
ralfaro@bbva.com

---

**BBVA Research**

---

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia***Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk  
China

India

**Sumedh Deorukhkar**  
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

**Joaquín Vial**  
jvial@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@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

México

**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**  
scastillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

**Interesados dirigirse a****BBVA Research Latam**

Pedro de Valdivia 100  
Providencia  
97120 Santiago de Chile  
Teléfono: + 56 26791000  
E-mail: bbvaresearch@bbva.com