

Argentina

# Situación Automotriz

Diciembre de 2010

## Análisis Económico

- El parque automotor ha crecido aceleradamente en los últimos años mejorando la relación automotor/habitante que alcanzaba al 2008 a 4,4, por encima de los promedios regionales, pero significativamente por debajo de los ratios de países desarrollados. La antigüedad promedio del parque es relativamente elevada.
- La demanda de automotores está dominada por los automóviles de baja y mediana gama, liderando Volkswagen y Chevrolet el mercado de marcas.
- La industria local está conformada por 10 terminales que a partir de la década de los '90 recibieron el impulso del intercambio compensado dentro del MERCOSUR, con lo cual un 60% de los vehículos vendidos en el mercado local es importado, mayoritariamente desde Brasil.
- El comercio de autopartes es fuertemente deficitario en Argentina por lo que las autoridades han implementado líneas de crédito para PYMES cuyo objetivo es incrementar en un 10% el porcentaje de componentes nacionales.
- Las ventas de automotores tienden a acentuar el ciclo económico y se proyectan importantes incrementos para el 2011 y el 2012 en la medida que continúe creciendo el ingreso per cápita y se mantengan bajas las tasas de interés, si bien a tasas menores que las registradas en 2010.
- El financiamiento, tanto bancario como de las financieras de marca, se encuentra relativamente poco desarrollado en el país (30% de las ventas) como consecuencia de la historia inflacionaria, como así también por el alto porcentaje de población ocupada en el mercado informal que no puede acceder a esta operatoria.

# Índice

1. La renta/cápita y la extensión territorial hacen de Argentina un mercado interesante .....	3
2. Mejora la relación vehículos por habitante pero el parque es todavía relativamente antiguo .....	3
3. La demanda está dominada por los automóviles de baja y mediana gama .....	5
5. Fuerte integración regional en la oferta automotriz .....	6
6. El intercambio comercial balanceado con Brasil permite cierta flexibilidad .....	7
7. El comercio de autopartes es fuertemente deficitario para Argentina .....	8
8. Las exportaciones constituyen un 60% de la demanda de vehículos de fabricación local .....	9
9. Determinantes de la Demanda .....	10
10. Perspectivas para la Demanda en el mediano plazo .....	10

**Fecha de cierre: 19 de noviembre de 2010**

## 1. La renta/cápita y la extensión territorial hacen de Argentina un mercado interesante

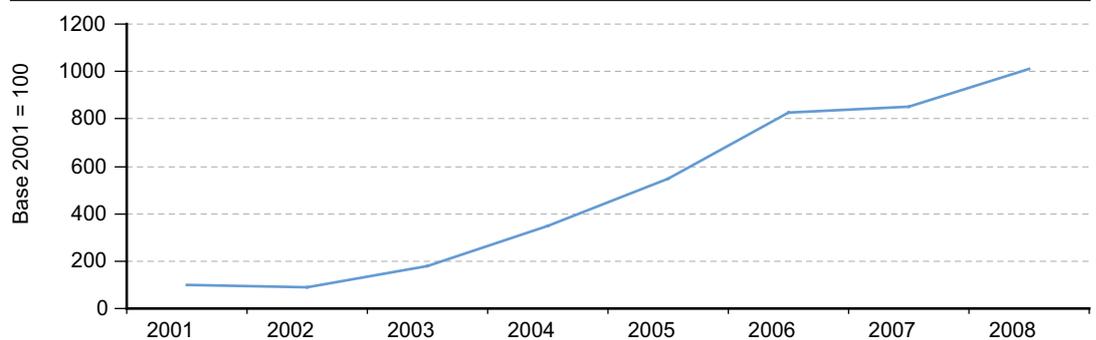
En el ámbito latinoamericano, Argentina constituye un mercado automotriz destacado, ubicado en una segunda línea de países tras los grandes players regionales, México y Brasil.

El país, con 40,1 millones de habitantes y un PIB per capita de USD 7850 anuales, cifras correspondientes al año 2009, se presenta como un prometedor mercado todavía con niveles reducidos de financiamiento resultado de la historia de recurrentes crisis por la que ha atravesado.

Con un territorio continental extenso (2.791.810 Km<sup>2</sup>) y una reducida densidad poblacional (14,2 habitantes/km<sup>2</sup>) el país poseía en 2008 una red vial de 38.920 Km., de la cual un 88,4% estaba pavimentada. La inversión en infraestructura vial, principalmente en obras nuevas, se incrementó fuertemente en los últimos años, multiplicándose por 9 entre 2001 y 2008 (ver Gráfico 1).

Gráfico 1

### Índice de inversión Vial a precios constantes



Fuente: BBVA Research sobre datos MPLAN

Sin embargo, el deterioro de la red ferroviaria ha llevado a la sustitución del transporte de carga por ferrocarriles a realizarlo a través de camiones con lo cual las principales rutas del país, especialmente las que conectan con el MERCOSUR, se encuentran saturadas y se requieren nuevas inversiones. En el caso de la ciudad de Buenos Aires, el intenso crecimiento del parque automotor en los últimos 5 años, junto con la migración hacia barrios más periféricos del conurbano ha resultado en un importante congestionamiento de tránsito que afecta tanto al transporte público de pasajeros por ómnibus como a la circulación de vehículos particulares requiriéndose también de nuevas inversiones en las rutas de acceso a la Capital.

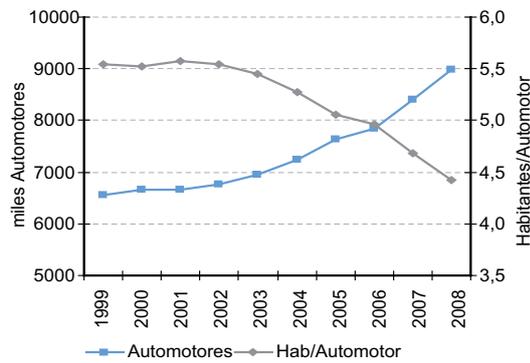
## 2. Mejora la relación vehículos por habitante pero el parque es todavía relativamente antiguo

El parque automotor al año 2008, último dato disponible, era de 12.982.537 unidades, de las cuales se encuentran circulando aproximadamente 8.976.712 unidades, lo que equivale a un auto por cada 4,4 habitantes.

El crecimiento del parque se aceleró en los últimos tres años lo que permitió mejorar la relación, situación que consideramos debería acentuarse cuando se incorpore la nueva información correspondiente a 2009 y, particularmente, a 2010 (ver Gráfico 2).

Gráfico 2

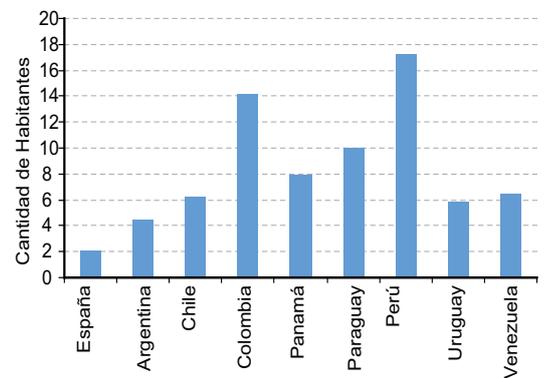
**Evolución parque automotor**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3

**Relación habitantes por automotor**



Fuente: BBVA Research

Si bien Argentina tiene mayor densidad de autos por habitante que la mayoría de los países de la región, todavía se encuentra lejos de los niveles de países desarrollados como España en que la relación autos/habitante es prácticamente la mitad (ver Gráfico 3).

Algo más de la cuarta parte del parque automotor en circulación tiene una antigüedad promedio de 5 años, porcentaje que se eleva al 38,8% si tomamos en consideración un intervalo de 10 años de antigüedad (ver Tabla 1).

Tabla 1

**Antigüedad Parque Automotor Año 2008**

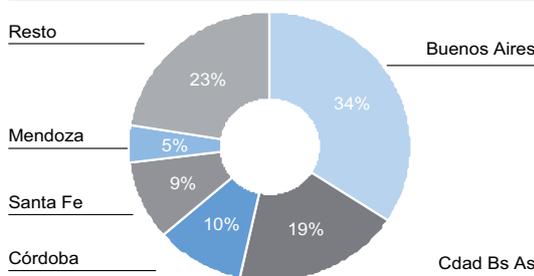
Desde	Hasta	Unidades	Participación %
	1988	2518966	28,1%
1989	1993	947826	10,6%
1994	1998	2027243	22,6%
1999	2003	1172373	13,1%
2004	2008	2310304	25,7%
<b>Total</b>		<b>8976712</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: DNRPA

Más del 50% del parque automotor se concentra entre la provincia de Buenos Aires (34,26%) y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (19,13%).

Gráfico 4

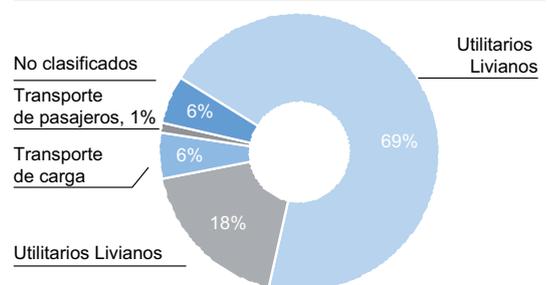
**Parque automotriz por provincias**



Fuente: DNRPA

Gráfico 5

**Parque automotor por categorías**



Fuente: DNRPA

Los automóviles constituyen la categoría más importante del parque de vehículos con el 69,9%, seguido por los utilitarios livianos con el 18,1% (ver gráfico 5).

En lo que respecta al transporte público de pasajeros, la información de la Secretaría de Transporte da cuenta que las 135 líneas que transitan la región metropolitana de Buenos Aires poseen 9688 vehículos en circulación con una antigüedad promedio de 7,13 años. Si bien en los últimos dos años se ha observado un mejoramiento en la antigüedad del parque, aún se ubica por encima del vigente en los últimos años de la Convertibilidad por el impacto negativo de la crisis del 2002 y el posterior atraso en la política tarifaria del sector.

En cambio, la renovación del parque ha sido mayor en las líneas de transporte interurbano de pasajeros donde existen 132 empresas con un total de 4439 vehículos y una antigüedad en el parque de 3,4 años.

Las flotas de taxis también registran una menor antigüedad: se puede estimar que en el país existen más de 50.000 automóviles dedicados a este fin, de los cuales 42.810 pertenecen a la Ciudad de Buenos Aires y tienen una antigüedad promedio de 4,9 años.

### 3. La demanda está dominada por los automóviles de baja y mediana gama

Las ventas de automóviles 0 Km. alcanzaron un total de 486.000 unidades en 2009, con un valor que estimamos entorno a USD 13.400 millones, correspondiendo el 48,4% a automóviles de gama baja y mediana, un 22,8% a automóviles de gama alta y un 23,6% a utilitarios livianos. El restante 5,2% correspondió a utilitarios pesados pero debe tenerse en cuenta que estos valores estuvieron particularmente afectados por la fuerte caída en la inversión durante el pasado ejercicio como consecuencia del retraimiento de la actividad debido a la crisis internacional.

Dentro del Segmento Automóviles y Utilitarios livianos, las marcas más comercializadas fueron el Volkswagen con el 20,7%, seguida en orden decreciente de importancia por Chevrolet (14,5%) y Ford (13,1%).

Tabla 2

#### Ventas de Automóviles y Utilitarios livianos por Marcas al Público

Marcas	2009		2008	
	unidades	Part %	unidades	Part %
1 Volkswagen	102329	20,7%	109287	19,1%
2 Chevrolet	71622	14,5%	85617	14,9%
3 Ford	64721	13,1%	69685	12,2%
4 Renault	60884	12,3%	68662	12,0%
5 Fiat	49674	10,1%	63611	11,1%
6 Peugeot	45748	9,3%	59130	10,3%
7 Toyota	29120	5,9%	30523	5,3%
8 Citroën	20324	4,1%	22214	3,9%
9 Honda	15085	3,1%	18722	3,3%
10 Suzuki	6775	1,4%	9335	1,6%
11 Mercedes Benz	4856	1,0%	6383	1,1%
12 Nissan	4071	0,8%	6234	1,1%
13 Hyundai	3317	0,7%	4663	0,8%
14 Audi	2678	0,5%	3261	0,6%
15 Kia	2187	0,4%	3679	0,6%

Fuente: Research BBVA sobre datos de ACARA

En el segmento de utilitarios pesados, buses y chasis de camiones, las marcas líderes son Mercedes Benz con el 41,0%, seguida por Ford con el 19,0% e Iveco con el 11,3% (ver Tabla 3).

Tabla 3

**Ventas de Utilitarios pesados por Marcas al Público**

	Marcas	2009		2008	
		unidades	Part %	unidades	Part %
1	Mercedes Benz	5540	41,0%	8171	35,7%
2	Ford	2561	19,0%	4538	19,8%
3	Iveco	1531	11,3%	3120	13,6%
4	Volkswagen	1218	9,0%	2727	11,9%
5	Scania	926	6,9%	1629	7,1%
6	Agrale	618	4,6%	679	3,0%
7	Reanault	348	2,6%	636	2,8%
8	Volvo	329	2,4%	778	3,4%
9	Puma de Tat	183	1,4%	363	1,6%
10	Hyundai	182	1,4%	231	1,0%

Fuente: Research BBVA sobre datos de ACARA

## 4. La mayor parte de las ventas se realizan a través de concesionarios y al contado

Las ventas se realizan a través de tres canales de comercialización: a) los concesionarios que absorben en general un 65% de las ventas, un importante número de los mismos son multimarcas; b) ventas especiales realizadas por las terminales directamente a clientes corporativos y c) círculos cerrados de planes de ahorro previo de las propias terminales automotrices.

La mayoría de las ventas de automotores 0 Km. son realizadas al contado (69,8%), mientras que el 30,2% restante corresponde a unidades financiadas (48,3% corresponden a los círculos cerrados de planes de ahorro antes mencionados). Este constituye un marcado contraste entre el mercado local y el brasileño donde la participación es exactamente la inversa con un claro dominio de las ventas financiadas. Sin embargo, la financiación de la compra de automotores sería levemente mayor a lo que indican estos números ya que parte de los préstamos personales se dedican a este fin aunque la venta se registra como realizada al contado.

En cuanto al mercado de usados, las transferencias en el año 2009 alcanzaron a 1.327.734 unidades no pudiendo identificarse un precio de referencia debido a la informalidad imperante en este mercado. Ello explica también la baja financiación existente en el segmento de autos usados, que se estima en sólo el 5% de las transferencias, realizándose el 95% restante al contado.

## 5. Fuerte integración regional en la oferta automotriz

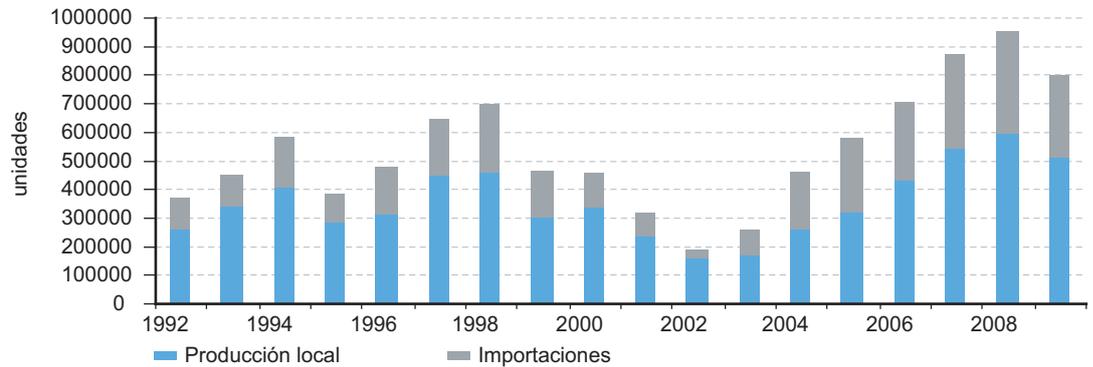
La industria automotriz en Argentina posee 10 terminales instaladas con plantas en las provincias de Buenos Aires, Santa Fe, Córdoba y Tucumán. Entre las mismas, 9 plantas producen unidades terminadas en tanto que la restante fabrica cajas de cambio. En el ranking mundial de los principales productores automotrices, la producción local se encuentra entre los primeros 25 países dependiendo del año en consideración.

Las terminales que operan en Argentina son Fiat Auto, Ford, General Motor, Iveco, Mercedes Benz, PSA Peugeot-Citroen, Renault, Toyota y Volkswagen, que elaboran unidades terminadas en alguno o todos los segmentos del mercado. Mientras que Scania elabora únicamente cajas de cambio.

Luego del fuerte retroceso experimentado con la crisis del año 2002, la oferta de automotores comenzó un sostenido proceso de recuperación, sólo interrumpido en 2009 por el impacto de la crisis internacional que afectó tanto a la producción local como a las unidades importadas. Se observa una fuerte recuperación en 2010 con un crecimiento de 43,8% a/a acumulado a octubre, cuando se alcanzará una producción entorno a las 700 mil unidades, con un aumento de más de 36% a/a, superando los récords logrados en 2008.

Gráfico 6

**Oferta automotriz**

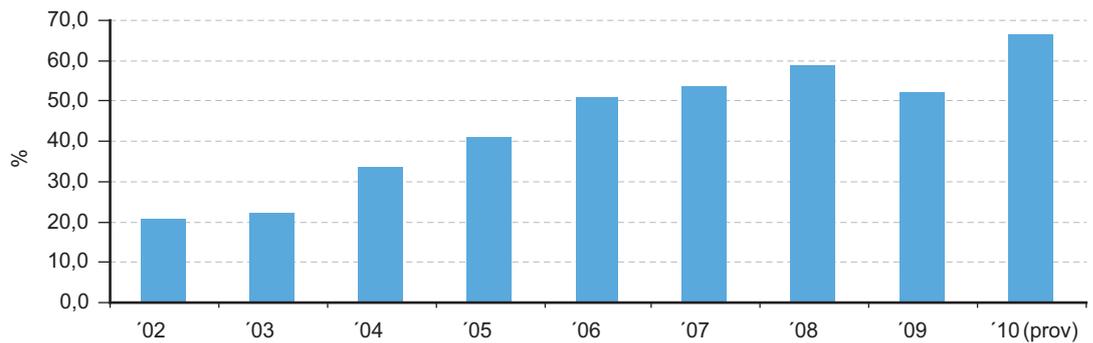


Fuente: ADEFA

Pese al importante crecimiento experimentado por la industria desde la crisis de 2002, todavía existe capacidad ociosa en la misma ya que la encuesta del INDEC muestra un nivel de utilización del 66,5% de la capacidad instalada, por debajo del promedio general de la industria manufacturera que se ubica en el 75,5 % (ver gráfico 7).

Gráfico 7

**Utilización de la capacidad instalada**



Fuente: Indec

Si bien la industria tiene una larga tradición en Argentina remontándose a más de 50 años la instalación de las primeras terminales, es a partir de la década de los '90 cuando la actividad recibe un nuevo impulso con la integración en el ámbito del MERCOSUR y la implementación de estrategias regionales por parte de las empresas. La mayor vinculación internacional significó una actualización de los procesos y de los modelos y un creciente flujo en ambos sentidos del comercio sectorial. Al acuerdo establecido en el ámbito del MERCOSUR y la estrecha relación implementada con Brasil, le siguieron acuerdos de complementación con México y Chile.

## 6. El intercambio comercial balanceado con Brasil permite cierta flexibilidad

El Acuerdo de Comercio Automotriz Común celebrado entre Argentina y Brasil es el que fija el marco en que se desenvuelve la mayor parte del comercio internacional del sector. La vigencia del Acuerdo se extiende hasta el 30 de junio del 2013, fecha en la cual debería regir el libre comercio entre las partes o bien celebrarse un nuevo convenio.

El tratado contempla un intercambio compensado intrazona de vehículos, en todas sus categorías, sus partes, conjuntos y subconjuntos con una preferencia arancelaria del 100% (arancel de 0%), siempre que cumplimenten los requisitos de origen. Los productos extrazona tendrán en el ámbito del MERCOSUR una arancel externo común del 35%.

El flujo de comercio será monitoreado y el modelo de administración adoptado establece condiciones Flex de desvío del comercio bilateral distintas para cada país. En caso de que el comercio bilateral sea deficitario para la Argentina, la relación entre el valor de las importaciones y el valor de las exportaciones deberá observar un coeficiente de desvío sobre el valor de las exportaciones argentinas anuales no superior a 1.95.

Si el comercio bilateral resultara deficitario para Brasil, la relación entre el valor de las importaciones y el valor de las exportaciones deberá observar un coeficiente de desvío sobre el valor de las exportaciones brasileñas anuales no superior a 2.50.

De esta manera, las condiciones acordadas reflejan la distinta capacidad de cada economía para afrontar el desequilibrio sectorial, permitiéndose mayor déficit para Brasil.

No existirá un tope máximo para las exportaciones en la medida que sean preservados los límites Flex establecidos. Las empresas radicadas en territorios de una u otra parte que sean excedentarias en su intercambio podrán ceder su crédito a empresas deficitarias en el comercio. En caso de que superada ésta posibilidad el intercambio global permanezca por encima de los límites previstos en los Flex, se aplicarán reducciones en las preferencias arancelarias de 100% existentes.

Los productos automotrices considerados deberán tener un contenido regional mínimo del MERCOSUR de 60%. En caso de nuevos modelos producidos en el territorio de una de las partes se establece un cronograma de integración progresiva de dos años, que contempla al inicio una integración regional de 40%, al primer año de 50%, para alcanzar en el segundo año 60% requerido por la normativa.

## 7. El comercio de autopartes es fuertemente deficitario para Argentina

Una mirada sobre la cadena de valor automotriz muestra que Argentina dispone de proveedores de insumos básicos en aceros, aluminio y productos plásticos. Los mercados proveedores son monopólicos u oligopólicos y las empresas existentes no están dedicadas a la provisión de la industria automotriz en exclusividad sino que abastecen a un amplio espectro de sectores, entre los que se destacan electrodomésticos y construcción.

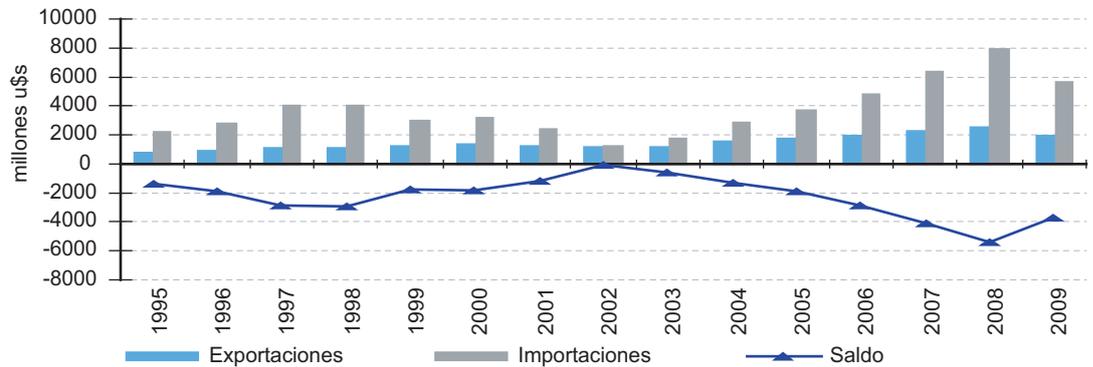
En relación a la industria autopartista, el sector está conformado por alrededor de 400 empresas en su mayoría PYMES que dan ocupación directa a alrededor de 52.800 personas. El monto de facturación del rubro durante el año 2009 ascendió a USD 3930 millones. Los principales destinos de las autopartes fabricadas en el país son Brasil, Estados Unidos, México y Venezuela, mientras que el origen de las importaciones en orden decreciente está encabezado por Brasil, Alemania, China y Estados Unidos.

El nivel de integración de partes nacionales constituye una preocupación de las autoridades argentinas por su impacto sobre la balanza comercial ya que se estima que sólo 20% de las piezas de un vehículo considerado de "producción nacional" son componentes de origen nacional. Cifras correspondientes al primer semestre de 2010 dan cuenta de un déficit de USD 2797 millones en el comercio autopartista, superior en un 109% al registrado en igual período del año anterior.

Con el objetivo de incrementar 10% la proporción de componentes argentinos, el Ministerio de Industria se encuentra abocado al estudio de 150 proyectos de inversión de autopartes por un monto de \$ 1400 millones que contarían con financiamiento a tasas subsidiadas.

Gráfico 8

**Comercio exterior autopartes**



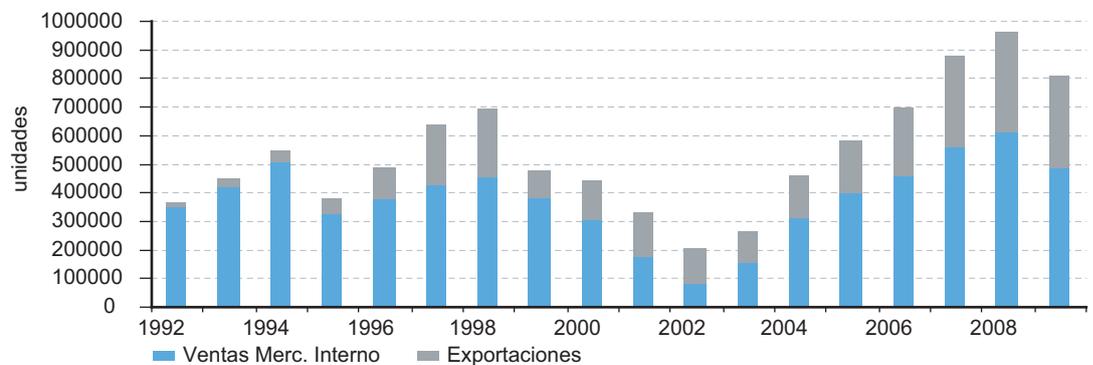
Fuente: ACARA

## 8. Las exportaciones constituyen un 60% de la demanda de vehículos de fabricación local

Con la integración del sector al circuito internacional, principalmente regional, un importante componente de la demanda de la producción local son las exportaciones (60,6% en promedio en los dos últimos años) al tiempo que los vehículos importados constituyen una parte relevante de las ventas totales en el mercado doméstico (60,2% en igual período). Los principales destinos de las exportaciones son Brasil y México, aunque se registran también envíos menores a otros países de América Latina, Europa, Asia y África.

Gráfico 9

**Demanda automotriz**



Fuente: ADEFA

Luego de la retracción experimentada en los mercados en 2009 como consecuencia de la crisis mundial, durante 2010, se aprecia una fuerte recuperación de la demanda, tanto interna como externa. En los primeros 10 meses de 2010, las exportaciones totalizaron 358.067 unidades (+44,0% a/a), mientras que las ventas al mercado interno, tanto producidas localmente como importadas, ascendieron a 558.723 vehículos (39,5% a/a).

## 9. Determinantes de la Demanda

Las ventas de autos, tienden a acentuar el ciclo, mostrando una elasticidad de 4,6 con respecto al PIB en el último ciclo de crecimiento 2002/2008. Por tratarse de bienes durables, la demanda se ve influida por las expectativas a futuro en materia de desempeño económico además de la mejora de la renta/cápita. Así como la caída en el desempleo y la mejora de los ingresos reales de los trabajadores aumentan la accesibilidad, las expectativas de los consumidores respecto a si estas mejoras son transitorias o permanentes juegan un rol importante.

Durante el corriente año, a la mejora de las expectativas de los consumidores se han adicionado otros factores como la aceleración de la inflación y la permanencia de bajas tasas de interés que han desincentivado el ahorro y potenciado la demanda de autos como resguardo de valor. Si bien es previsible que la masa salarial continúe mejorando en 2011 y que las condiciones monetarias continúen siendo laxas, la incertidumbre vinculada con el ciclo electoral tendrá un impacto negativo sobre la confianza y la compra de bienes durables, reduciendo la tasa de expansión del sector.

A mediano plazo, el continuado crecimiento de la economía junto con la reducción de la inflación permitirá un desarrollo del sector con mayor financiación.

El componente impositivo no es un factor determinante en la demanda de autos producidos intra-Mercosur ya que sólo en caso de resultar una unidad de un valor superior a los \$ 170 mil, deberá pagar Impuestos Internos con una alícuota del 10,0%, en caso contrario sólo rige el IVA con una alícuota del 21%. En cambio para un automotor importado proveniente de un país extrazona, a lo anterior se le debe adicionar el arancel de 35%, lo cual afecta principalmente a los automóviles de alta gama.

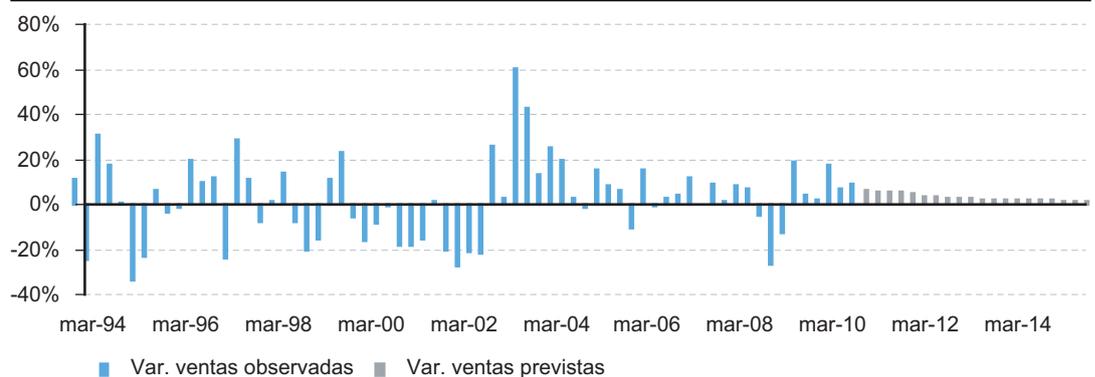
## 10. Perspectivas para la Demanda en el mediano plazo

Utilizando un modelo econométrico simple en frecuencia trimestral que vincula las ventas totales de autos con la tasa interés de los créditos prendarios, el tipo de interés real, el PIB per cápita y el precio de los automotores, podemos tener una perspectiva de cómo será la demanda de automóviles en Argentina en los próximos años.

Las estimaciones sugieren que, bajo nuestro escenario base de crecimiento del producto per capita y de permanencia de una tasa de interés real negativa, las perspectivas para las ventas de autos son positivas, dado que habría variaciones trimestrales de las ventas de coches positivas, aunque decrecientes. De esta manera, hacia el 2012 se alcanzarían más de 950 mil unidades de ventas un 14% por encima del 2011, que con 836.400 unidades mostraría un crecimiento del 23% frente a los valores del 2010 (ver gráfico 10)<sup>1</sup>.

Gráfico 10

### Ventas de automotores (escenario base, var trimestral, en %)



Fuente: BBVA

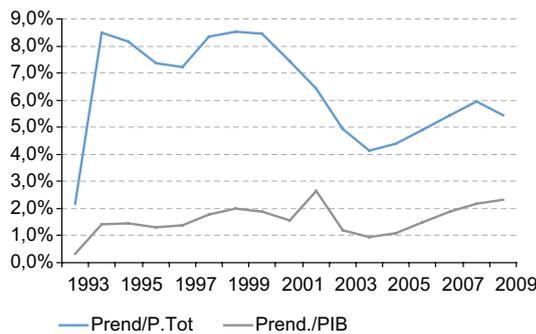
1: Se trata de un modelo lineal uniecuacional, estimado por mínimos cuadrados ordinarios, que relaciona la primera diferencia del logaritmo de las ventas totales de autos con primer rezago de la tasa de interés nominal de los créditos prendarios y de la tasa de interés real, la tasa de crecimiento del producto per cápita, y la variación trimestral del precio de los autos. El modelo se estimó con datos trimestrales entre 1993:1 y 2010:3. Todas las variables son estadísticamente significativas al 5% de significatividad, exceptuando la tasa de interés real que lo es al 10% (su p-valor es 0.069).

## 11. El financiamiento tiene escasa importancia

Como señaláramos más arriba, debido a la volatilidad de la economía argentina y a las elevadas tasas de interés durante prolongados períodos, al igual que en el caso de la vivienda, la participación del financiamiento en la adquisición de automotores es baja comparada con otros países de la región. Los préstamos prendarios nunca han representado más del 9% del total de préstamos y apenas alcanzan a un 2% del PIB (ver gráfico 11). Otro factor que incide en este desempeño es la elevada tasa de informalidad en el mercado laboral (rondan el 36% de los ocupados), que impone barreras a la accesibilidad al mercado financiero.

Gráfico 11

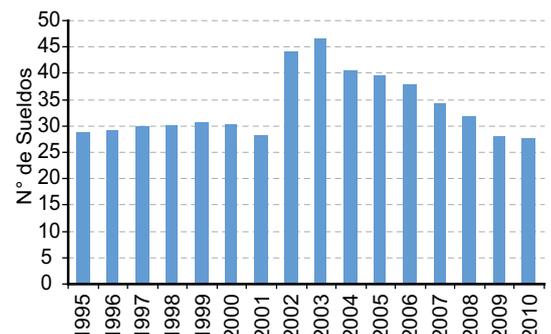
### Préstamos prendarios



Fuente: BBVA Research

Gráfico 12

### Acceso Automotor



Fuente: BBVA Research

Superada la crisis del 2002 con el fuerte proceso de crecimiento económico y la paulatina mejora en las remuneraciones de los trabajadores se aprecia una mejora importante en las condiciones de accesibilidad para los trabajadores formales de la economía, ubicándose en los últimos años en niveles similares a los mejores de la serie, con una necesidad de 28 sueldos para la compra de un automóvil promedio (ver gráfico 12).

Por el lado de la oferta de financiación, vale destacar la importancia de las Compañías Financieras vinculadas a las terminales automotrices que participan con un 30% de los préstamos prendarios en competencia directa con los bancos. En algunos casos, estas compañías se encuentran asociadas con un banco y tienen la ventaja de un mayor desarrollo de unidades de recupero en caso de un aumento sostenido en los niveles de mora en los ciclos recesivos.

En la actualidad, con una actividad en franca expansión y con perspectivas que se presentan positivas para la evolución de la economía en los próximos años es probable que continuarán expandiéndose las ventas y no existirán problemas en la cadena de comercialización. Se estima que la tasa de morosidad se ubica en sólo 1% de la cartera actualmente debido no sólo a la situación general de la economía, sino también al rol que como reserva de valor poseen los automotores en un contexto inflacionario.

En promedio, los créditos para la compra de automóviles financian hasta un 50% del valor del vehículo a plazos de hasta 5 años. Al cierre de este informe, las tasas de interés para préstamos prendarios oscilaban entre un 16,5 y un 22%, lo que implica un nivel negativo en términos reales, pero debe tenerse en cuenta la importancia que representan los seguros atados al préstamo (de vida y del automóvil) en el costo financiero total del mismo. Esto permite visualizar el potencial de cross selling implícito en el producto prendario ya sea por el caso del seguro como también por la maduración del préstamo en cuestión que asegura una permanencia del cliente a mediano plazo.

**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".**

Han elaborado esta publicación:

*Economista Jefe*

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bancofrances.com.ar

**Jorge Lamela**

jorge.lamela@bancofrances.com.ar

Con la colaboración de:

**Juan Manuel Manias**

**Marcos Dal Bianco**

**José Berdiñas**

**Laura Rocha**

**Pablo Borakievich**

## 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

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@grupobbva.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

*España y Europa:*

**Rafael Doménech**

r.domenech@grupobbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*

**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

*Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Daniel Navia**

daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica

**Joaquín Vial**

jvial@bbvaprovida.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

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Latam**

Pedro de Valdivia 100

Providencia

97120 Santiago de Chile

Teléfono: + 56 26791000

E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com