

Situación Automotriz

Argentina

2012
Análisis Económico

- **Las restricciones cambiarias y la caída de las exportaciones provocaron un importante retroceso de la producción y las ventas del sector automotriz en 2012**, aunque las ventas al mercado interno atenuaron parcialmente el descenso.
- **Importante aumento del parque automotor**, reduciendo su antigüedad y llevando el ratio de vehículos/habitante a 3,7, el mayor de la región.
- **Preveamos un crecimiento moderado de las ventas de automotores** en 2013 debido al peso de las restricciones externas y al impacto de la incertidumbre electoral.
- **El parque de automóviles (excluidos utilitarios livianos y pesados) crecerá a una tasa anual de 3,4% en el mediano plazo, por debajo del promedio regional**, por tratarse de un mercado relativamente más maduro y de un país de ingresos mediano-alto.

Índice

1. Resumen	3
2. Importante retroceso de producción y ventas en 2012 por restricciones en el sector externo	4
3. Las ventas domésticas sostuvieron el sector automotriz.....	5
4. Paulatino aumento del financiamiento prendario	6
5. Pocos cambios en los rankings por modelos	7
6. Significativa renovación del parque automotor	9
7. Recuperación moderada en 2013.....	9
Recuadro 1. A mediano plazo el parque automotor crece por debajo del promedio regional.....	11

Fecha de cierre: 17 de diciembre de 2012

1. Resumen

El año 2012 cerrará con un nivel de ventas al mercado doméstico en torno a 810.000 unidades, una caída de 8,4% a/a respecto a 2011, principalmente porque el sector fue afectado por las restricciones a las importaciones y al mercado cambiario impuestas a fines de 2011. Nuestras previsiones ya contemplaban una moderación del crecimiento de la demanda de automóviles, pero la desaceleración del PIB y el aumento de tasa de interés en los préstamos prendarios finalmente fueron mayores a lo esperado, impulsando un mayor deterioro de la demanda interna. El debilitamiento de la demanda externa, en particular de Brasil, afectó a la producción y condujo a reducciones en las importaciones para mantener el intercambio balanceado con el principal socio del Mercosur y sostener el superávit comercial.

Si bien la demanda de vehículos disminuyó con relación a los niveles récords del año 2011, la caída fue relativamente moderada frente a otros episodios previos de turbulencia en Argentina, sostenida por cierta mejora en la accesibilidad y en la penetración del crédito. Las restricciones cambiarias inicialmente provocaron una caída de la confianza del consumidor pero el impacto negativo en la demanda de bienes durables fue morigerado por la falta de alternativas para canalizar los flujos de ahorro ante la prohibición de atesoramiento en divisas y la persistencia de tasas de interés reales negativas.

El financiamiento prendario continuó aumentando a tasas cercanas a 40% a/a pese al incremento del costo financiero que se observó en el año, alcanzando al 39,1% del total de los vehículos patentados. Sin embargo, su participación en el total de vehículos patentados todavía sigue siendo reducida con relación a otras economías regionales (Brasil, Chile y Colombia) ya que la mayoría de las operaciones continúan haciéndose en efectivo.

El parque automotor continuó creciendo ubicándose la relación Automotores/Habitantes en 3,7 en 2012, la menor a nivel regional. También se redujo la antigüedad promedio ya que los vehículos incorporados en los últimos cinco años representan un 30,9% del total del parque automotor del país.

El conjunto de trabas comerciales y cambiarias puestas en marcha a fines de 2011/comienzos de 2012 moderaron el ímpetu del sector automotriz. Prevemos un crecimiento de las ventas de automotores de 6,5% a/a en 2013, por debajo de lo que cabría esperar en base al desempeño de las variables macroeconómicas debido a la mayor incertidumbre asociada al proceso electoral y la confianza del consumidor en niveles bajos reducirán el impulso de la demanda. Si bien estimamos que continuarán las restricciones externas, estimamos que una relajación en las mismas por la mayor disponibilidad de divisas con lo cual el mercado estará mejor abastecido.

A mediano plazo, estimamos una moderación en el ritmo de expansión del parque del sector en línea con la desaceleración del crecimiento del PIB per cápita. Además, la brecha con los países desarrollados es menor en Argentina por tratarse de un país de ingresos medios altos y de un relativamente desarrollado parque automovilístico. Ello generará el desafío de encarar crecientes inversiones en el mejoramiento de la red vial, como así también solucionar problemas de congestión en las grandes urbes, mejorando asimismo los servicios ferroviarios y de subterráneos.

2. Importante retroceso de producción y ventas en 2012 por restricciones en el sector externo

Tras el boom del sector del año 2011 en materia de crecimiento de la producción, demanda interna (+26,5% a/a) y comercio exterior, nuestras estimaciones para el año 2012 pronosticaban una ralentización en el ritmo de expansión de la demanda interna de vehículos (10,4% a/a). Los factores que contribuirían al menor dinamismo se vinculaban con: a) el menor ingreso disponible de las familias como consecuencia de la ralentización esperada de la actividad económica que impactaría sobre los niveles de empleo y de mejoras salariales; b) el impacto sobre los presupuestos familiares del aumento en los precios de los servicios públicos para reducir el nivel de subsidios otorgados al sector energético y de transporte y c) las subas que esperábamos se produjeran en las tasas de interés y que impactarían sobre el volumen de crédito.

Sin embargo, con información conocida hasta el mes de noviembre, estimamos que el total de ventas de vehículos (tanto de origen nacional como extranjeras) alcanzaría las 810.000 unidades (-8,4% a/a), significativamente por debajo de lo previsto. Esta disparidad obedece tanto a una desaceleración más brusca de la economía argentina y aumentos de la tasa de interés mayores a lo previsto, como a un desempeño económico peor de lo esperado en Brasil, y particularmente a las mayores restricciones administrativas a las importaciones aplicadas por el gobierno argentino.

Como puede observarse en la Tabla I, la caída de la demanda externa y cancelación del acuerdo de intercambio con México hacia mitad de año impactaron fuertemente en las exportaciones que se contrajeron más de 20% a/a. Las importaciones también se redujeron por el impacto de las restricciones impuestas en el mercado de cambios como así también por trabas para-arancelarias (por ejemplo, requerimiento de compensar importaciones con exportaciones) para la importación de vehículos, que afectaron principalmente al mercado de autos de alta gama.

Tabla 1

Situación del mercado automotriz

	Enero - Noviembre		Variación
	2012	2011	% a/a
Producción	703.472	776.359	-9,4%
Importaciones	429.777	504.268	-14,8%
Ventas Nacionales Mercado Interno	311.958	296.227	5,3%
Exportaciones	373.767	471.132	-20,7%

Fuente: BBVA Research sobre datos de ADEFA

La caída de la demanda externa provocó un ajuste a la baja en la producción (-9,4% a/a) ya que un 60% de los vehículos producidos localmente se exportan. El impacto negativo sobre la producción industrial fue moderado por el positivo desempeño de las ventas a los concesionarios en el mercado interno.

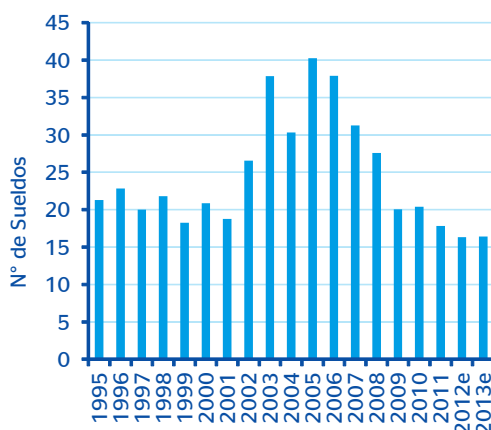
3. Las ventas domésticas sostuvieron el sector automotriz

La demanda interna de automóviles se mantuvo a niveles relativamente altos en 2012 pese a que la venta de autos (tanto importados como nacionales) se contrajo 8,4% con respecto al nivel récord de un año atrás. En los once meses de 2012, las importaciones cayeron 14,8% a/a, mientras que, en contraste, las ventas de automóviles de fabricación nacional crecieron 5,3% a/a, con lo cual la caída en las ventas totales puede atribuirse, en parte, a la falta de stock de vehículos importados que constituyen más de 60% de la oferta local.

Las restricciones cambiarias impuestas a fines de 2011 inicialmente provocaron un aumento de la incertidumbre y caída de la confianza del consumidor con impacto negativo en la demanda de bienes durables. Sin embargo, las crecientes trabas al atesoramiento de divisas y la persistencia de tasas de interés negativas en términos reales eliminaron instrumentos de ahorro habituales para los sectores de mayores ingresos. Dadas las dificultades que atravesó el sector inmobiliario por la “pesificación” de las operaciones, el sector automotriz se presentó como una alternativa para canalizar los flujos excedentes de los hogares ayudando a sostener la demanda interna de coches.

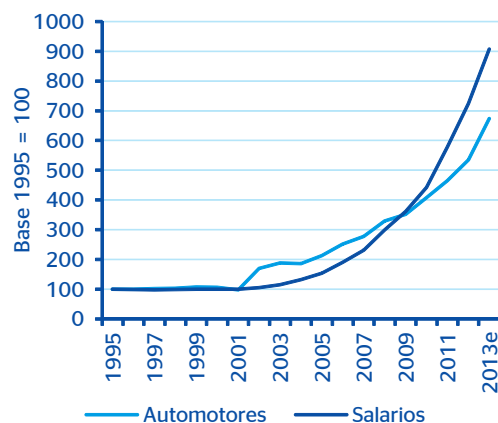
Además, las condiciones de accesibilidad mejoraron ligeramente durante el año, ya que los aumentos salariales en el sector formal de la economía se ubicaron por encima de los aumentos promedio de los precios de los vehículos. Como puede apreciarse en el Gráfico 1, las condiciones de accesibilidad mejoraron notablemente en 2009 y continuaron haciéndolo en los años siguientes aunque más moderadamente. En el último quinquenio, los salarios de los trabajadores registrados aumentaron en promedio a 24,9% a/a, mientras que los precios de los vehículos crecieron a un promedio de 14,4% a/a (ver Gráfico 2).

Gráfico 1
Acceso automóviles
(precio promedio/sueldo promedio, en %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Evolución del precio de los automóviles y los salarios (1995=100)



Fuente: BBVA Research sobre datos de ADEFA e INDEC

Esta tendencia tendería a revertirse en 2013 con cierta recomposición del precio relativo de los autos como consecuencia de la acción conjunta de varios factores. En primer lugar, mayores presiones de precios provenientes del sector externo dado que las importaciones abastecen al 60% de la demanda total de vehículos y que esperamos una aceleración en el ritmo de devaluación que se ubicaría en torno al 20,4% a/a. Sin embargo, estas presiones serán moderadas, considerando que la mayor parte de las transacciones de comercio exterior están dominadas por precios de transferencia ya que son intrafirma. La devaluación debería ser considerablemente

mayor a la prevista para que tuviera un impacto adicional en los precios y por ende en la demanda de vehículos. A su vez, la mejora de la demanda esperada limitará los descuentos que sobre los precios de lista se efectuaron este año, permitiendo cierta recomposición del margen de beneficios de las empresas.

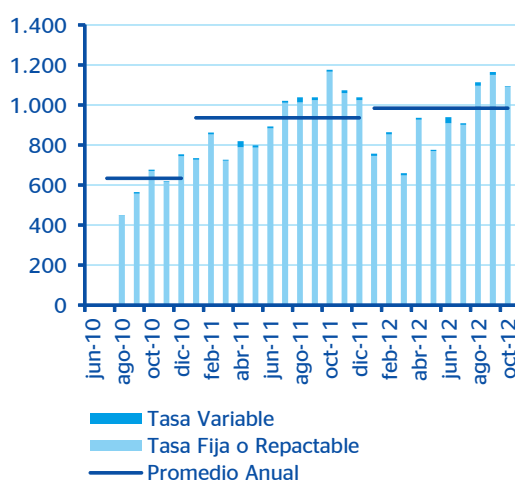
Por el lado de los salarios, nuestra primera estimación de un incremento de 25,3% a/a contempla la existencia de un escenario complicado de convenciones colectivas de trabajo para el año entrante. Si bien el Gobierno ha comenzado negociaciones para llegar a un acuerdo de precios y salarios, que en caso de lograrse lograría morigerar los incrementos solicitados (se menciona una pauta en torno al 20% a/a), esto luce poco probable dada la división de la representación de los trabajadores en varias centrales sindicales que auguran una negociación paritaria compleja.

En este escenario, se deterioraría en el margen el ratio de accesibilidad, el cual seguiría ubicándose entre los valores más bajos del período bajo análisis (ver Gráfico 1).

4. Paulatino aumento del financiamiento prendario

El financiamiento prendario fue el segmento más dinámico del mercado de crédito a familias en 2012 con un nivel promedio mensual de \$ 1000 millones y un crecimiento significativo de 31,1% a/a al mes de noviembre, en línea con nuestra previsión de crecimiento de préstamos al consumo. El aumento cobra relevancia por el gran salto registrado el año anterior (76,7% a/a) y por realizarse en un contexto de tasas de interés en alza. Estimamos que el crecimiento del crédito prendario se acelerará suavemente el año próximo al 36 % porque el consumo privado será uno de los factores que dinamizarán la economía en 2013, a la vez que continuará aumentando en el margen la proporción de adquisiciones de vehículos financiada con instrumentos de crédito.

Gráfico 3
Total de préstamos prendarios mensuales (millones de pesos)



Fuente: BBVA Research sobre datos de BCRA

Tabla 2
Patentamiento y acreedores prendarios

	2011		Ene-Oct 2012	
	unidades	Part %	unidades	Part %
Bancos	111905	13,0%	86189	11,5%
Financieras de Marca	90187	10,5%	86054	11,5%
Plan de Ahorro	105614	12,3%	103251	13,8%
Terminales	532	0,1%	502	0,1%
Concesionarios	6842	0,8%	5872	0,8%
Otros	13549	1,6%	10549	1,4%
Total Financiamiento	328629	38,3%	292417	39,1%
Contado	529354	61,7%	455856	60,9%
Total Patentamiento	857983	100,0%	748273	100,0%

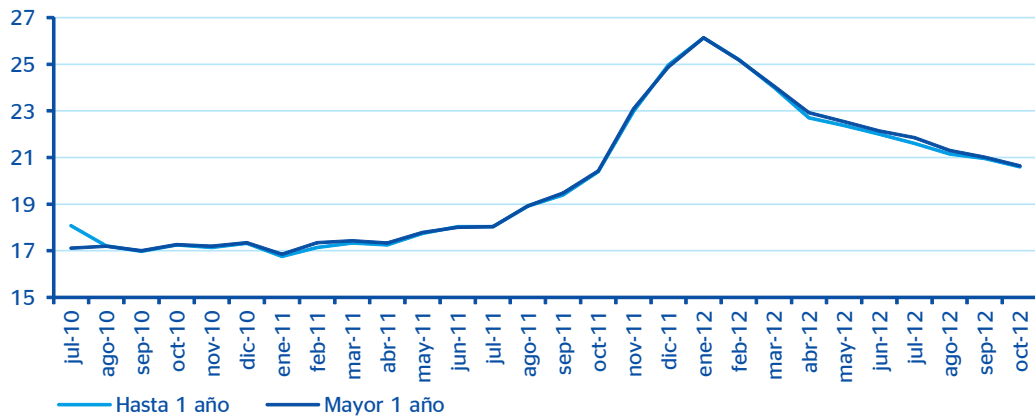
Fuente: BBVA Research sobre datos de AFIMA y ADEFA

La participación del financiamiento prendario en el total de vehículos patentados (39,1%) aumentó levemente y continúa siendo bajo comparada con los estándares internacionales ya que la mayor parte de las transacciones se siguen efectuando al contado. En 2012, se produjo

en el margen un crecimiento en la participación de las Financieras de Marcas automotrices y de los Planes de Ahorro (ver Tabla II) y un retroceso en la cuota de financiación de los bancos.

Las tasas de interés para crédito automotor ascendieron bruscamente a fines de 2011 en sintonía con la tasa Badlar y alcanzaron el máximo en el I T12 para luego descender paulatinamente. Sin embargo, el promedio de los 10 meses transcurridos de 2012 se ubica en 22,7%, neutral en términos de inflación. No obstante, el costo total para el cliente, según fuentes del mercado, se habría incrementado este año por el incremento de los gastos administrativos, ubicándose el costo financiero total en 35/40% anual.

Gráfico 4
Tasas de interés (%)



Fuente: BBVA Research sobre datos de BCRA

5. Pocos cambios en los rankings por modelos

El total de vehículos patentados durante el 2011 (última información anual disponible) fue 858.000 automotores con una valoración aproximada a los USD 24.000 millones. Correspondieron a Automóviles y Utilitarios livianos 95,5% (819.400 unidades) y el restante 4,5% a Utilitarios pesados (386.000 unidades).

Como puede apreciarse en la Tabla III, el ranking de Automóviles y Utilitarios livianos sigue dominado por las mismas marcas, si bien se registra un ligero aumento la cuota de mercado de las cinco primeras (Volkswagen, Chevrolet, Renault, Ford y Fiat) con relación a un año atrás (73,7% versus 71,3%).

El ranking es liderado por Volkswagen con el 20,9%, cuyos principales modelos son Gol, Suram y Bora, seguida por Chevrolet con el 16,3%, modelos Classic y Aveo, entre los más representativos.

Tabla 3

Ventas de automóviles y utilitarios livianos por marcas al público

Marcas	2011		2010	
	unidades	Part %	unidades	Part %
1 Volkswagen	171058	20,9%	125471	19,7%
2 Chevrolet	133378	16,3%	101317	15,9%
3 Renault	105929	12,9%	82376	13,0%
3 Ford	105018	12,8%	77941	12,3%
5 Fiat	88159	10,8%	65784	10,4%
6 Peugeot	74439	9,1%	56034	8,8%
7 Toyota	36502	4,5%	31025	4,9%
8 Citroën	32348	4,0%	23496	3,7%
9 Honda	17493	2,1%	20655	3,3%
10 Nissan	13803	1,7%	10021	1,6%
11 Mercedes Benz	6889	0,8%	6245	1,0%
12 Hyundai	5399	0,7%	5227	0,8%
13 Audi	5217	0,6%	3940	0,6%
14 Chery	4620	0,6%	2496	0,4%
15 Dodge	4117	0,5%	2887	0,5%

Fuente: BBVA Research sobre datos de ACARA

Las cinco principales marcas de Utilitarios pesadas representan un 85,7% del total por debajo del registro de un año atrás cuando absorbían el 86,8%. Si bien se mantienen las mismas marcas en el dominio del mercado, en el margen se observan cambios en sus participaciones con disminuciones en Mercedes Benz, que sigue liderando, Ford y Volkswagen, mientras que crecen Iveco y Scania.

Tabla 4

Ventas de utilitarios pesados por marcas al público

Marcas	2011		2010	
	unidades	Part %	unidades	Part %
1 Mercedes Benz	8587	32,8%	5958	33,9%
2 Iveco	4662	17,8%	2976	16,9%
3 Ford	4285	16,4%	3226	18,4%
4 Scania	2608	10,0%	1381	7,9%
5 Volkswagen	2272	8,7%	1709	9,7%
6 Agrale	1278	4,9%	897	5,1%
7 Volvo	952	3,6%	392	2,2%
8 Renault	678	2,6%	381	2,2%
9 Puma de Tat	348	1,3%	308	1,8%
10 Hyundai	288	1,1%	268	1,5%

Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de ACARA.-

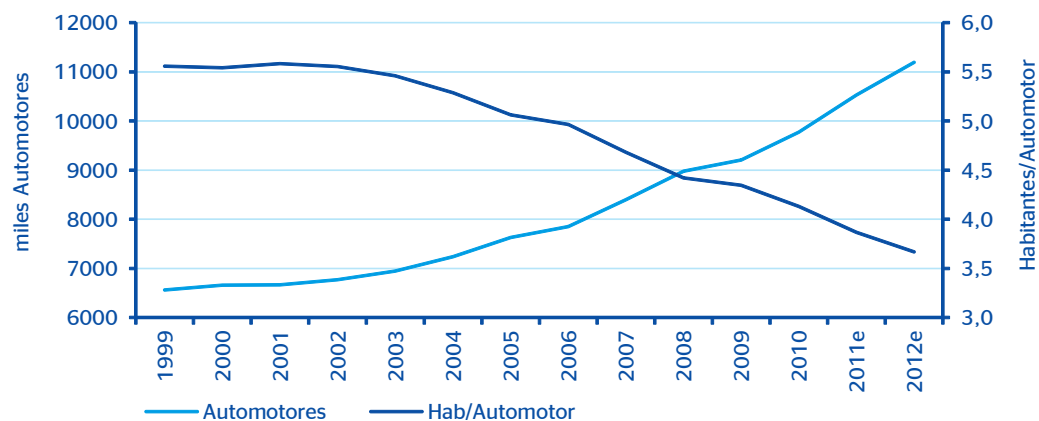
6. Significativa renovación del parque automotor

Como resultado del importante crecimiento de las ventas en los últimos años, se ha producido un marcado aumento en el parque automotor (que incluye coches, utilitarios livianos y pesados) del país, al tiempo que se observa un mejoramiento en el perfil de antigüedad.

Según nuestras estimaciones el parque automotor habría alcanzado en 2012 a los 11,2 millones de automotores, lo que representa una relación de 3,7 vehículos por habitante, a la vanguardia del contexto latinoamericano. La cantidad de vehículos incorporados en los últimos 5 años alcanza al 30,9% del total del parque automotor, lo que otorga una idea de la importante renovación producida en el último período.

Gráfico 5

Evolución del parque automotor



Fuente: BBVA Research sobre datos de DNRPA y elaboración propia

7. Recuperación moderada en 2013

Nuestras estimaciones econométricas indican que, tras caer más de 8% en 2012, las ventas totales de automotores (nacionales + importados) se recuperarían en 2013. Así, utilizando un modelo econométrico uniecuacional simple que relaciona, en frecuencia trimestral, las ventas totales de automotores con (1) la tasa de interés de los créditos prendarios, (2) la tasa de crecimiento del PIB per cápita, (3) el precio promedio de los automotores, y utilizando para las proyecciones de estas 3 variables las previsiones esperadas por BBVA Research, que implican un crecimiento del PIB per cápita de 2,3% a/a en 2013, una leve suba de 1pp en la tasa de créditos prendarios (que, sin embargo, se vuelve más negativa en términos reales dado que la inflación subiría aún más, unos 3,9 pp), y los supuestos de precios mencionados arriba, encontramos que en 2013 las ventas totales aumentarían un 10,5% para llegar hasta las 886.300 unidades vendidas, lo que implica superar en 0,3% el récord de ventas de 2011.

Sin embargo, teniendo en consideración variables que el modelo no considera, es que ajustamos a la baja el nivel de crecimiento de ventas esperado a 6,5% a/a, con lo cual la cantidad de unidades vendidas en 2013 ascendería a 862.650. En este sentido, incidirán la mayor incertidumbre asociada al proceso electoral a realizarse en 2013, una confianza del consumidor que se mantendrá en niveles deprimidos, y posibles frenos administrativos a las importaciones

aunque no en la cuantía del 2012 ya que preveemos un escenario de mayor disponibilidad de divisas por el crecimiento de las exportaciones agrícolas.

En este escenario, el total de unidades vendidas en 2013 estaría aún un 2% por debajo de las ventas totales de 2011 y ciertamente bien por debajo de las 936.000 que a fines de 2011 esperábamos para 2012. Así, el conjunto de trabas comerciales y cambiarias puestas en marcha a fines de 2011/comienzos de 2012 frenaron el crecimiento del sector automotriz, y morigeraron su ímpetu.

Si consideramos que las importaciones representan, como el promedio de los últimos 5 años, un 60% del total de ventas, la producción local crecería 3,5 % a/a a 794.500 unidades, impulsada tanto por la demanda local como por exportaciones que crecerían en torno al 11,2% a/a para ubicarse en 453.500 unidades. Esto se explica principalmente porque Brasil, principal demandante externo de automotores argentinos, crecería más del 4% en 2013, con una elasticidad de demanda de automotores a PIB de 2,6 como la vigente para la última década. A ello, podría agregarse la firma de un nuevo acuerdo con México en reemplazo del interrumpido en junio pasado. En medios periodísticos se asegura que ambas cámaras empresarias habrían llegado a un acuerdo el que sería aprobado por las autoridades nacionales a la brevedad. De acuerdo con el mismo, las importaciones de autos mexicanos tendrían cupos crecientes hasta el 2015 cuando se arribaría al libre comercio entre las partes. Al igual que el caso de Brasil, el intercambio de vehículos entre los dos países es, tanto del lado mexicano como del argentino gozaría de preferencias arancelarias respecto del arancel extra-zona (el arancel externo del Mercosur asciende a 35%). Tomando en consideración el intercambio del 2011, donde las importaciones argentinas de automóviles mexicanos sumaron alrededor de USD 900 millones, se acordaría bajar el cupo en un 30%/35% de ese total, es decir alrededor de USD 600 millones para 2013.

Recuadro 1. A mediano plazo el parque automotor crece por debajo del promedio regional

El rápido crecimiento del parque automotor no es un fenómeno exclusivamente argentino, sino que también se viene observando en otras economías emergentes con alta densidad poblacional y persistente crecimiento económico. Así, en la última década, el parque automotor de los países EAGLEs¹ se multiplicó en 1,5 veces, mientras que el argentino lo hizo en 0,5 veces. En los países asiáticos, se incrementó en 2,3 veces debido al fuerte empuje de China, India e Indonesia. Paralelamente, la demanda de automóviles en los países desarrollados perdió impulso y la demanda se contrajo de forma significativa, como consecuencia de la crisis financiera internacional de finales de la década pasada.

En este contexto, BBVA Research ha proyectado el crecimiento del parque automotriz para diversas economías emergentes en los próximos años, las que serán protagonistas en el desarrollo del sector automotriz².

Para ello, se estimó un modelo de panel de largo plazo para evaluar los cambios en el número de automóviles por mil habitantes, como función del ingreso per cápita, el grado de urbanización, la densidad poblacional, la profundidad financiera y la calidad de las infraestructuras vial. El modelo subyacente hace uso de una relación no

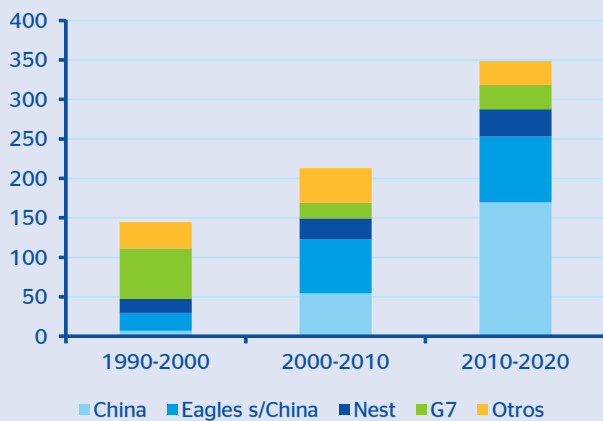
lineal denominada curva de Gompertz, que vincula los niveles de tenencia de autos con la renta por habitante.

La idea detrás de esta relación es que el ratio de coches por habitante es muy baja para niveles muy bajos de renta per cápita; sin embargo, despegar en niveles de ingreso medio-bajo y crece muy rápido hasta alcanzar ciertos niveles de saturación cuando el ingreso es alto.

De acuerdo con este modelo, un crecimiento elevado y sostenido impulsará la demanda de coches en las economías emergentes (ver gráfico 6). En América Latina, Turquía y el resto de Asia, la demografía será también un factor relevante. De esta manera, se espera que el parque chino de automóviles se cuadruple durante esta década y se convierta en el mayor del mundo. Brasil alcanzará el tamaño de Japón, mientras Rusia y la India se acercarán a dicho nivel, dejando atrás al resto de países del G6. Por el contrario, los mercados desarrollados se encuentran cercanos a los niveles de saturación tanto por razones de ingreso por habitante como demográficas, con la excepción de los Estados Unidos. Las ventas en estos países dependen de la depreciación y de los avances tecnológicos.

Gráfico 6

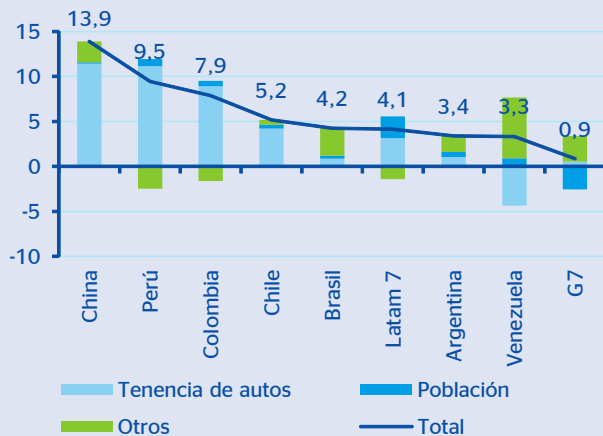
Crecimiento parque mundial de automóviles por décadas (millones)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 7

Crecimiento parque de automóviles 2010-2020 (pp, por componentes)



Fuente: BBVA Research

1: El término EAGLEs (acrónimo de Emerging and growth-leading economies) ha sido acuñado por BBVA Research para designar a las economías que tendrán una alta contribución en el crecimiento mundial en los próximos diez años. Los países que actualmente conforman este grupo son: Brasil, China, India, Indonesia, Corea, México, Rusia y Turquía. Adicionalmente, existe un conjunto de países que podrían merecer esta calificativo en el futuro y que, actualmente, están agrupados bajo el término Nest, conformado por Argentina, Bangladesh, Chile, Colombia, Egipto, Malasia, Nigeria, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Sudáfrica, Tailandia, Ucrania y Vietnam. Para más información sobre los EAGLEs ver: <http://www.bbvarsearch.com/KETD/ketd/esp/nav/geograficas/eagles/index.jsp>

2: Para más detalle del modelo y los resultados ver el Observatorio Económico de BBVA Research "Las economías emergentes clave para el sector automovilístico", http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/121010_EAGLEs_Auto_Projections_ES_tcm346-359405.pdf?ts=26112012

En el caso de Argentina, por tratarse de un país con ingresos per capita mediano altos, y un relativamente desarrollado parque de automóviles el incremento esperado para la década se encuentra por debajo del promedio regional. De acuerdo con el Gráfico 7, el crecimiento sería en promedio del 3,4% anual. De esta manera, partiendo de un parque de automóviles de 8,2 millones de unidades en 2010 se arribaría al 2020 a 11,4 millones. Este mayor nivel de saturación del mercado de automóviles nuevos genera sin embargo un nicho de negocios interesante en el mercado de usados.

Sin embargo, debe considerarse que crecientes niveles de parque de vehículos generan necesidades también crecientes de infraestructura vial, para evitar los problemas de congestión y los costos asociados a los mismos. Si bien la red vial primaria de Argentina, las rutas nacionales, es extensa (39.398,7 km) y mayormente asfaltada, cuando tomamos en cuenta las redes secundaria y terciaria, es decir provinciales y municipales, que totalizarían alrededor de 450.000 km, la proporción

de asfalto disminuye notablemente y su mantenimiento muestra signos de deterioro. La encuesta cualitativa del World Economic Forum, Executive Opinion Survey, valora en 3 la calidad de sus rutas (para una calificación entre 1 = extremadamente no desarrollada y 7 = extensa y eficiente). Téngase presente que otros países de la región como Chile (5,6), Ecuador (4,4), Uruguay (3,6) se ubican claramente en mejor situación. Además, en las grandes urbes como Buenos Aires, Córdoba y Rosario se observan problemas de congestión que generarán la necesidad de la construcción de nuevos accesos y mejoras en el transporte público.

Un crecimiento sostenido del parque automotor plantea grandes desafíos en materia de inversión vial para el país en la década, como así también la necesidad de mejorar el servicio ferroviario y de subterráneos muy deteriorado en los últimos años.

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 / 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 Argentina:

*Economista Jefe de Argentina***Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Marcos Dal Bianco

marcos.dalbiano@bbva.com

Jorge Lamela

jorge.lamela@bbva.com

Juan Manuel Manías

juan.manias@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

*Coordinación Latam***Juan Ruiz**

juan.ruiz@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@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo.lopez@bbva.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

*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@grupobbva.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 Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero

juan.cubero@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 - BBVA Banco Francés**

Reconquista 199, 1ª planta

C1003ABC - Buenos Aires (Argentina)

Tel.: (+54) 11 4346 4000

Fax: (+54) 11 4346 4416

E-mail: bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com