

Situación Automotriz

Uruguay

Año 2014
Análisis Económico

- **Las ventas de automotores aumentaron un 7,7% en 2013** debido a una mejora en las condiciones de accesibilidad en un contexto expansivo de la economía.
- **Financiación de las ventas de unidades 0 km alcanza al 10,9% de la facturación estimada** ante la mejora en las condiciones de accesibilidad por la contención de los precios de los vehículos.
- **Notable recuperación de la producción local del sector**, en particular del sector autopartes debido al crecimiento tanto de la demanda interna como externa.
- **El déficit comercial se mantiene en casi USD 1000 millones**, pese al fuerte crecimiento de las colocaciones en el exterior.
- **Esperamos un 2014 con un nivel de ventas similar al año anterior**, como consecuencia de un repunte de los precios de los vehículos con la depreciación del tipo de cambio. Existe un riesgo de sesgo a la baja si las nuevas medidas de tránsito y seguridad vial impactan más significativamente en los precios.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Las ventas de automotores aumentaron un 7,7% en 2013.....	3
3. Las firmas líderes ceden posiciones	5
4. Tendencia ascendente en los créditos prendarios	6
5. Notable recuperación de la producción de la industria local.....	8

Fecha de cierre: 21 de mayo de 2014

1. Resumen

El año 2013 mostró un crecimiento en las ventas de automotores del 7,7% a/a alcanzando un nuevo récord de 61.210 vehículos.

La demanda doméstica se comportó positivamente como consecuencia de un contexto económico expansivo que permitió que la actividad económica creciera un 4,4% a/a, lo que se tradujo en un nuevo avance en los ingresos de la población.

La evolución positiva de los ingresos, que superaron los incrementos registrados en los precios de los automotores debido a la apreciación real del tipo de cambio, y el mantenimiento de las tasas impositivas (IMESI) significó un mejoramiento en las condiciones de accesibilidad de la población que pasó a ubicarse en 29 sueldos promedio por automotor medio, lo que significa tres sueldos menos que en el año 2012.

En el frente externo, si bien se mantuvo el déficit sectorial en alrededor de USD 1,0 mil millones, se registró un importante avance en los niveles de intercambio con el exterior. Las exportaciones crecieron en el año un 124,3% ante el expansivo contexto de ventas de automotores exhibido por Brasil y Argentina, principales países demandantes superados los problemas comerciales que afectaron las transacciones en el año 2012. En tanto, las importaciones aumentaron un 14,8% a/a atendiendo a las mayores necesidades del mercado doméstico.

Con relación a las perspectivas para 2014 se debe tener en cuenta la presencia de dos tendencias contrapuestas operando sobre el sector.

Si bien, por un lado, la economía uruguaya continuará creciendo (estimamos un avance de 3,2% a/a), con un Consumo Privado que se expande un 4,3% a/a, es decir ralentiza su ritmo de expansión pero siguen presentes estímulos a una mayor demanda de vehículos.

Tenemos, en contraste, una desmejora en las condiciones de accesibilidad de la población por un aumento en el precio de los vehículos por encima del comportamiento de los salarios. Ello es consecuencia, de un mayor nivel devaluatorio esperado que impactaría sobre los precios y de una desmejora en las condiciones imperantes en el mercado de trabajo que morigeraría los aumentos de salarios reales.

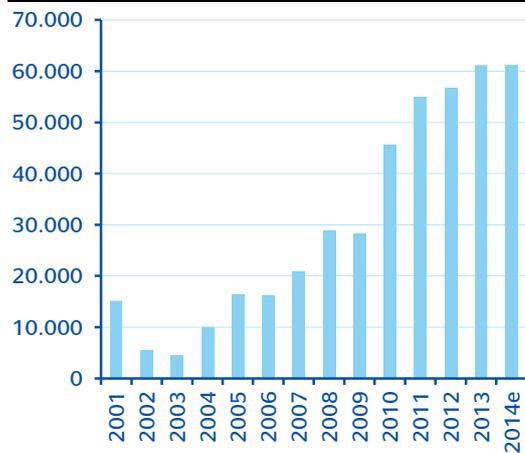
De ello concluimos, que las ventas podrían ubicarse a un nivel similar al vigente el año pasado con un sesgo de riesgo a la baja si el aumento de los precios de los automotores se ubica por encima de nuestras previsiones como consecuencia del impacto de la incorporación de nuevos implementos (doble airbag y ABS, entre otros) a los vehículos para atender a las exigencias viales y de tránsito que entrarían en vigor hacia mitad de año.

2. Las ventas de automotores aumentaron un 7,7% en 2013

Un nuevo récord de ventas de automotores 0 km se alcanzó en el 2013 al totalizar un total de 61.210 vehículos, con un crecimiento interanual del 7,7% (ver Gráfico 2.1).

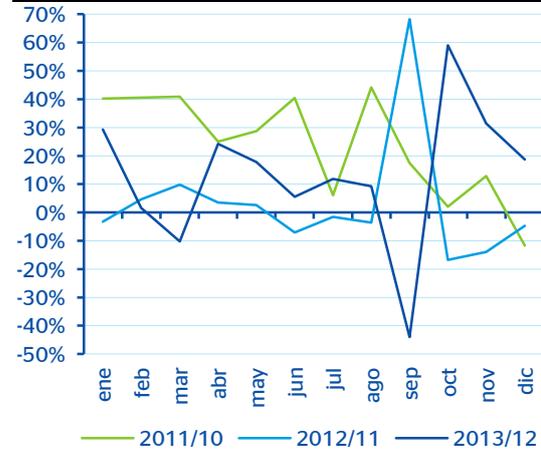
La composición de las ventas de acuerdo con los datos de la Asociación de Concesionarios y Marcas de Automotores (ASCOMA) fue de 57.333 automóviles y utilitarios livianos (93,7% del total) y 3.877 utilitarios pesados y ómnibus (6,3%), ambas categorías con un crecimiento similar al total.

Gráfico 2.1
Ventas Anuales de Automotores (unidades)



Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de ASCOMA

Gráfico 2.2
Ventas Mensuales de Automotores (var. % a/a)



Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de ASCOMA

Los factores que contribuyeron positivamente a lograr este resultado fueron: a) el contexto expansivo de la actividad económica que finalizó el año con un crecimiento del 4,4% anual; b) la mejora en los ingresos de la población frente a una evolución en el precio de los vehículos más acotada como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio, que redundó en un mejoramiento en las condiciones de accesibilidad; y c) el mantenimiento del impuesto interno IMESI a los niveles fijados hacia el segundo semestre del año 2012.

Precisamente esta circunstancia es lo que explica el comportamiento evidenciado en el Gráfico 2.2 donde se exponen las tasas interanuales de crecimiento, con un comportamiento más positivo hacia el segundo semestre del año. Si bien el nivel de ventas mensual se mantuvo alto durante todo el año, las variaciones recogieron un mayor crecimiento en la segunda mitad como consecuencia del impacto negativo que el incremento del IMESI generó en las ventas en ese período del 2012.

Con relación a nuestras perspectivas para el año 2014 se deben tener en cuenta la acción de dos tendencias contrapuestas: un consumo aún dinámico, pero una significativa depreciación del tipo de cambio. Respecto al primer punto, la economía uruguaya continuara creciendo motorizada por el consumo aunque ralentizando su ritmo de expansión (3,2% a/a versus 4,4% a/a). Desde el punto de vista interno, el Consumo Privado crecería un 4,3% a/a (un punto menos que el año 2013) como consecuencia del leve deterioro esperado en el mercado de trabajo, tanto en sus niveles de ocupación como en menores ganancias en términos reales en las remuneraciones. Con relación al sector externo, las mejoras estarán vinculadas a los complejos sojero y pasta celulósica, mientras que con respecto al sector automotriz la anémica performance de la actividad de sus principales socios regionales, Argentina y Brasil, hacen prever incluso un ligero deterioro.

En lo que se refiere al segundo factor, la accesibilidad a los automotores se vería perjudicada por la depreciación esperada del peso. A ello debería adicionarse el impacto sobre los precios que las nuevas medidas de tránsito y seguridad vial ocasionarán al exigir como equipamiento estándar doble airbag y ABS, entre otros.

De lo anterior, concluimos que las ventas podrían ubicarse en los mismos niveles que el año pasado con un sesgo de riesgo a la baja si el impacto sobre los precios de los automotores fuera más significativo. Esto podría ser consecuencia tanto por las nuevas regulaciones como por una mayor debilidad del tipo de cambio, tanto por una aceleración en la quita de estímulos por parte de la FED como por una mayor debilidad de las monedas de la región, ya que tanto Brasil como Argentina sufrirían depreciaciones en las cotizaciones de sus respectivas monedas. Según previsiones de BBVA Research, Brasil depreciaría la paridad respecto del dólar en un 5%, mientras que el ajuste en Argentina sería más importante, en torno al 60%.

3. Las firmas líderes ceden posiciones

En la categoría de Automóviles y utilitarios livianos continúan liderando la comercialización las marcas Chevrolet y Volkswagen, si bien se vuelve apreciar nuevamente una fuerte reducción en su participación. Ambas empresas representaron en 2013 un 25,8% de las ventas totales lo que significó una baja de 6,9 puntos porcentuales (31,7% en 2012).

Se observaron importantes aumentos de participación en Fiat y Chery, entre las marcas más importantes, como así también es remarcable una mayor penetración de marcas que participan en nichos menores de mercado. Obsérvese que las 16 marcas presentadas muestran una participación en 2013 del 85,5%, mientras que un año atrás alcanzaban al 87,2% (ver Tabla 3.1).

Tabla 3.1
Ventas de Automóviles y Utilitarios livianos por marcas al Público

	Marcas	2013		2012	
		unidades	Part %	unidades	Part %
1	Chevrolet	8650	15,1%	9979	18,7%
2	Volkswagen	6114	10,7%	6938	13,0%
3	Fiat	5035	8,8%	3654	6,9%
4	Nissan	4235	7,4%	3828	7,2%
5	Chery	3364	5,9%	2556	4,8%
6	Suzuki	3282	5,7%	3290	6,2%
7	Hyundai	2877	5,0%	2568	4,8%
8	Peugeot	2809	4,9%	2648	5,0%
9	Renault	2711	4,7%	2354	4,4%
10	Faw	1868	3,3%	1551	2,9%
11	Ford	1605	2,8%	1855	3,5%
12	Toyota	1580	2,8%	1507	2,8%
13	Geely	1555	2,7%	932	1,8%
14	Citroen	1273	2,2%	1035	1,9%
15	BYD	1145	2,0%	898	1,7%
16	Gwm	918	1,6%	856	1,6%

Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de ASCOMA

En lo que respecta al ranking de los Utilitarios pesados (camiones y ómnibus), se observan cambios en las posiciones de liderazgo. El primer lugar es ocupado ahora por Jac con un crecimiento en su participación de 6,5%, mientras que el segundo lugar sigue ocupado por Jmc con una ligera merma del 0,7%. El gran perdedor ha sido Volkswagen que abandona la posición de liderazgo resignando 4,5% su peso en el total de ventas (ver Tabla 3.2).

Tabla 3.2

Ventas de Utilitarios pesados por marcas al Público

	Marcas	2013		2012	
		unidades	Part %	unidades	Part %
1	Jac	727	18,8%	443	12,3%
2	Jmc	671	17,3%	648	18,0%
3	Volkswagen	541	14,0%	672	18,6%
4	Scania	309	8,0%	226	6,3%
5	Volvo	286	7,4%	130	3,6%
6	Kia	263	6,8%	240	6,7%
7	Mercedes Benz	231	6,0%	199	5,5%
8	Foton	219	5,6%	311	8,6%
9	Hyundai	145	3,7%	171	4,7%
10	Iveco	110	2,8%	122	3,4%
11	Aeolus	81	2,1%	93	2,6%
12	Yuejin	73	1,9%	24	0,7%
13	Yutong	45	1,2%	112	3,1%
14	Renault	35	0,9%	28	0,8%
15	Freightliner	32	0,8%	37	1,0%
16	Man	27	0,7%	11	0,3%

Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de ASCOMA

4. Tendencia ascendente en los créditos prendarios

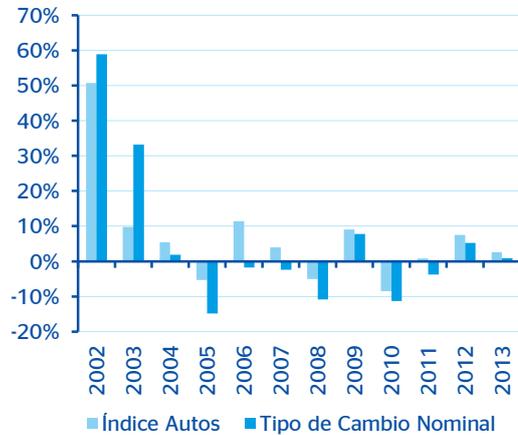
Los precios de los automotores se vinculan estrechamente con la variación del tipo de cambio nominal debido a que el 95% de la oferta de vehículos en el mercado proviene del exterior.

No obstante ello, pueden apreciarse divergencias entre la evolución de ambas variables por la acción de otros determinantes del precio como ser modificaciones en los niveles de impuestos internos (IMESI), cambios en los orígenes de la oferta externa y su diferencial impacto en materia de aranceles (Mercosur y extra Mercosur), como así también por modificaciones en los márgenes de comercialización ante la situación vigente en el mercado (ver Gráfico 4.1).

En 2013, el aumento del precio promedio de los vehículos nuevos osciló alrededor de un 3% a/a como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio que combinada con ingresos salariales que registraron una mejora cercana al 12% en términos nominales, implicó una nueva mejora en las condiciones de accesibilidad de la población.

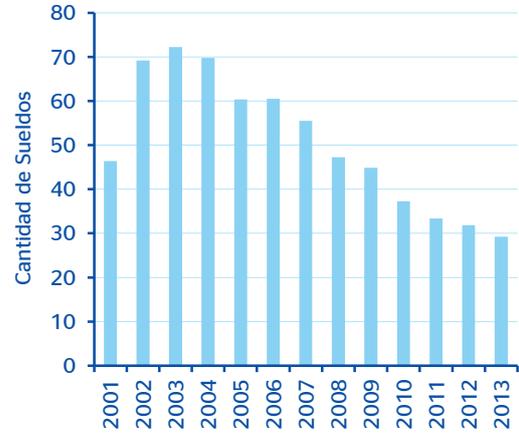
De esta manera, las condiciones de accesibilidad mostraron una nueva mejora ubicándose en 29 salarios promedio, lo que implicó una reducción de tres salarios con relación al nivel del año previo (ver Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1
Evolución Precio Automotores y TCN



Fuente: Research BBVA Francés sobre datos INE, BCU y BBVA Research

Gráfico 4.2
Acceso a Automotor



Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de INE, BCU, fuentes periodísticas y BBVA Research

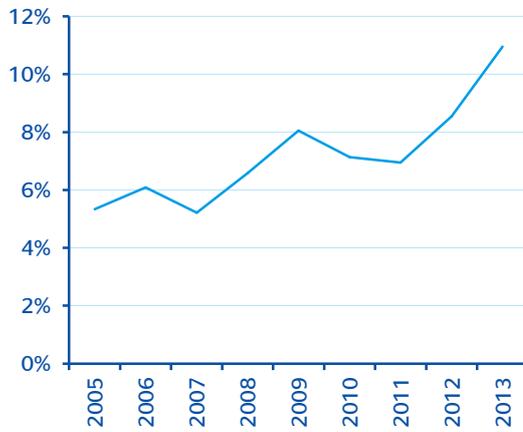
A pesar de un contexto de tasas de interés ligeramente por encima de las vigentes durante 2012, la mejora en las condiciones de accesibilidad resultaron suficiente incentivo para afianzar la tendencia a una mayor participación de las ventas financiadas en las totales.

En 2013, los préstamos prendarios con relación a la facturación estimada alcanzaron el 10,9%, mientras que en 2012 trepaba al 8,9% (ver Gráfico 4.3) y duplicando la participación que registraba en el año 2005 (5,3%).

Como ya hemos reseñado en informes anteriores la participación de los préstamos prendarios en las ventas no debe considerarse la única forma de financiamiento existente. La utilización de líneas de préstamos destinadas a consumo que se utilizan para la adquisición de vehículos, la creciente importancia del leasing como mecanismo de financiamiento de las firmas para las compras de utilitarios livianos y pesados constituyen otras formas de financiar la compra de vehículos.

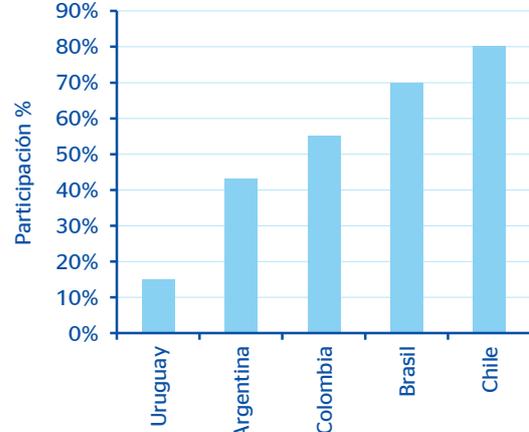
En fuentes del mercado, se estima que alrededor de un 15% de las compras de vehículos se hace con crédito en Uruguay, cifra que muestra un alto potencial de crecimiento del mercado de préstamos prendarios si tenemos en cuenta que en Argentina se financian más del 40% de las unidades en un contexto más volátil, mientras que otros países de la región esta modalidad se encuentra más desarrollada (ver Gráfico 4.4).

Gráfico 4.3
Préstamos Prendarios/Facturación (%)



Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de BCU

Gráfico 4.4
Porcentaje de Ventas de Unidades Financiadas



Fuente: Research BBVA Francés

5. Notable recuperación de la producción de la industria local

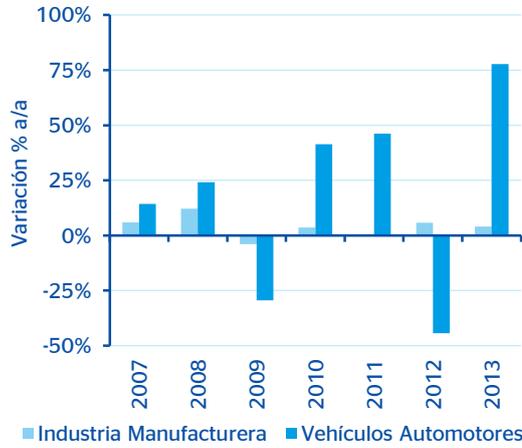
El cambio en las condiciones imperantes en el frente externo determinó la notable recuperación de la industria local.

A lo largo del año se fueron levantando las trabas existentes en las colocaciones en los importantes mercados regionales de Brasil y Argentina, dinamizando fuertemente la producción local. A ello se sumó un mercado interno expansivo, lo que permitió que la industria automotriz se expandiera un 77,7% a/a en 2013 frente a un crecimiento promedio de la Industria Manufacturera del 4,1% a/a (ver Gráfico 5.1).

Recordemos que la industria automotriz uruguaya está conformada por dos subsectores, a) las tres armaduras que abastecen alrededor del 5% del mercado local de vehículos y b) el sector autopartista donde conviven empresas nacionales que abastecen el mercado interno de reposición y empresas extranjeras básicamente focalizadas a la exportación.

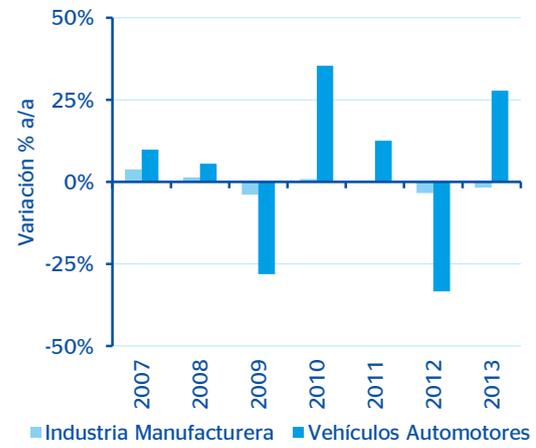
La expansión en los niveles de actividad permitió un fuerte aumento en los planteles de trabajadores ocupados en el sector (20,0% a/a), como así también las horas trabajadas (27,8% a/a), observándose un importante incremento en los niveles de productividad sectoriales (ver Gráfico 5.2).

Gráfico 5.1
Evolución Producción



Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de INE

Gráfico 5.2
Evolución Horas Trabajadas



Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de INE

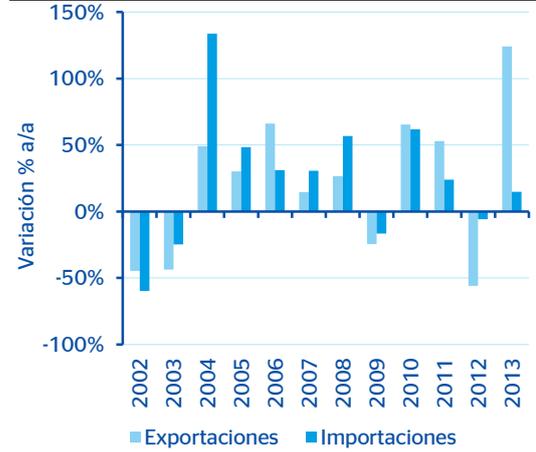
Si bien el levantamiento de las trabas comerciales y el contexto expansivo de la demanda de autos que mostraron los mercados de Brasil y Argentina durante 2013 permitieron un importante crecimiento en los niveles de exportaciones (124,3% a/a) el saldo comercial sectorial se mantuvo deficitario en alrededor de 1,0 mil millones de dólares. Ello fue consecuencia del nuevo avance de las importaciones (14,8% a/a), tanto de vehículos (las unidades importadas abastecen alrededor del 95% del mercado) como del subsector autopartista (ver Gráficos 5.3 y 5.4).

Gráfico 5.3
Comercio Exterior Vehículos Automotores



Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de Uruguay XXI

Gráfico 5.4
Exportaciones e Importaciones- Variaciones % a/a



Fuente: Research BBVA Francés sobre datos de Uruguay XXI

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](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

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

Jorge Alberto Lamela
jorge.lamela@bbva.com

Juan Manuel Manias
juan.manias@bbva.com

Con la colaboración de:

Andrés Escardo
aescardo@bbva.com

BBVA Research**Economista Jefe del Grupo**

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

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

Análisis transversal de Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Xia Le
xia.le@bbva.com.hk

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswald_lopez@bbva.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

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución
José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global
Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Argentina
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