

Latinoamérica

# Situación Automotriz

Diciembre de 2010

## Análisis Económico

- El sector automotriz creció fuerte en 2010, en respuesta a la expansión de la demanda interna.
- Este crecimiento de las ventas continuará en los próximos dos años con tasas en torno al 15% anual. Con ello, el número de vehículos nuevos transados en el mercado superaría en 2012 las 6,5 millones de unidades.
- Entre los factores que apoyan esta expansión están la fortaleza de la demanda interna y, en particular el consumo, los bajos costes de financiación, la apreciación de las divisas y los avances en los esquemas de desgravación arancelaria relacionada con acuerdos comerciales.
- Con todo, el parque vehicular es todavía pequeño, incluso en relación a países de desarrollo similar, lo que permite anticipar que el ciclo expansivo se mantendrá por algunos años.
- Además, el crecimiento de la región provocará una fuerte expansión de clases medias relativamente jóvenes, impulsando las ventas de automóviles.
- Una desaceleración del crecimiento moderaría temporalmente las previsiones antes citadas, pero sin cambiar la tendencia de largo plazo.

# Índice

1. Visión internacional.....	3
2. Dimensionamiento del sector automotriz .....	4
3. Expansión del sector automotriz.....	6
4. Determinantes de la oferta .....	7
5. Determinantes de la demanda .....	8
6. Financiación.....	10
7. Riesgos.....	11
8. Evolución futura del sector y conclusiones .....	12

**Fecha de cierre: 7 de diciembre de 2010**

# 1. Visión internacional

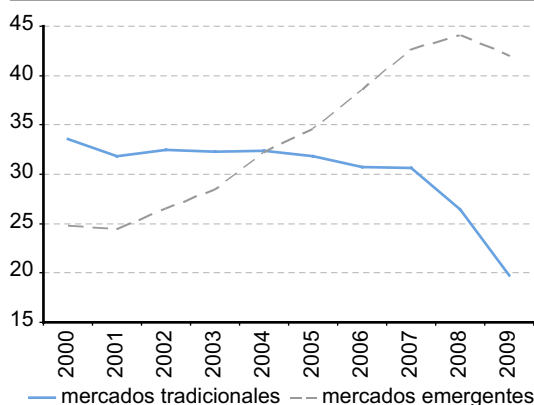
Para la mayoría de las grandes economías, ya sean desarrolladas o en vías de desarrollo, el sector automotriz es un sector clave, siendo el origen de grandes innovaciones, transformando radicalmente un gran número de procesos manufactureros y convirtiéndose en una actividad articuladora de gran variedad de industrias de las que depende la fabricación de vehículos (acero, aluminio, vidrio, plástico, caucho, componentes electrónicos y textiles, entre otros).

Como destaca la CEPAL en su último informe sobre la Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe, el sector automotriz no ha permanecido ajeno al proceso de globalización en curso, modificando algunos de los patrones centrales de la industria. Se ha acelerado un proceso de deslocalización de la producción desde los principales países desarrollados hacia un selecto grupo de economías emergentes (gráfico 1), estas últimas combinan grandes mercados internos con menores costes de producción y cercanía a importantes mercados de exportación. La mayor aceleración la han experimentado los denominados BRIC (Brasil, Rusia, India y China), que junto con la República de Corea, México y algunos nuevos miembros de la Unión Europea (Eslovaquia, Polonia y la República Checa), comienzan a consolidarse como los nuevos polos productivos de la industria.

Cabe destacar además, como la oleada de Inversión Extranjera Directa y la expansión internacional de muchas empresas transnacionales ha sido tan relevante, que algunas de estas economías (Japón, la República de Corea y, en los últimos tiempos, China), se han transformado en importantes lugares de localización de los Sistemas Internacionales de Producción Integrada (SIPI) de las empresas automotrices que dominan la producción mundial de vehículos, intensificando la competencia entre los principales fabricantes en materia de marcas, innovación y financiación y desafiando la supremacía de los fabricantes estadounidenses y europeos.

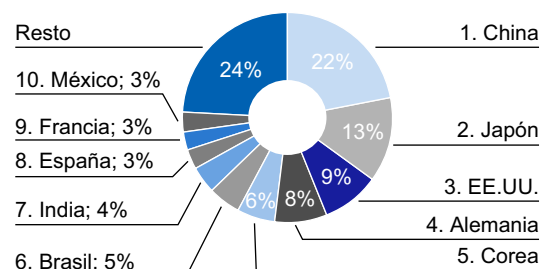
En América Latina, Brasil y México concentran más de 90% de la producción, ocupando el sexto y décimo lugar entre los mayores productores del mundo, respectivamente (gráfico 2). La competitividad de la industria brasileña se sustenta en la especialización de vehículos compactos, el dinamismo de la demanda interna y en la complementariedad productiva y comercial con Argentina. Esto, junto a una agresiva política de apoyo y estímulos fiscales, permitió a la industria recuperarse rápidamente tras la reciente crisis. México se ha consolidado como plataforma de exportación de vehículos medianos y grandes, destinando el 80% de la producción a la exportación en 2009. La industria automotriz mexicana depende fuertemente del mercado de Estados Unidos, lo que la hizo altamente vulnerable a la dinámica externa y le permitió pocos grados de libertad para enfrentar la crisis.

Gráfico 1  
**Producción mundial de vehículos a motor (millones de vehículos)**



Fuente: Organización Nacional de Constructores de Automóviles (OICA)

Gráfico 2  
**Producción mundial de vehículos a motor (2009, % sobre el total de la producción)**



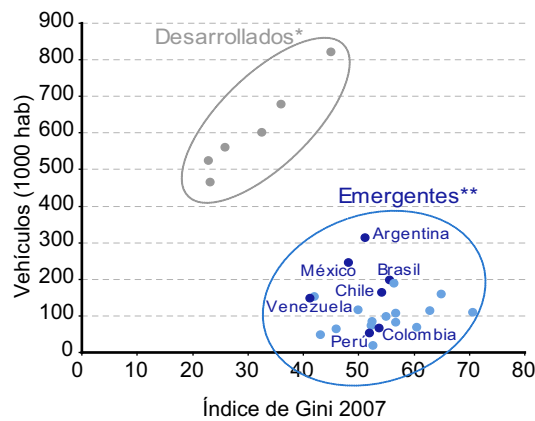
Fuente: Organización Nacional de Constructores de Automóviles (OICA)

## 2. Dimensionamiento del sector automotriz

América Latina constituye un mercado automotriz destacado, contando entre sus filas con grandes actores regionales como México y Brasil, así como con países en segunda línea tras los grandes, como es el caso de Argentina.

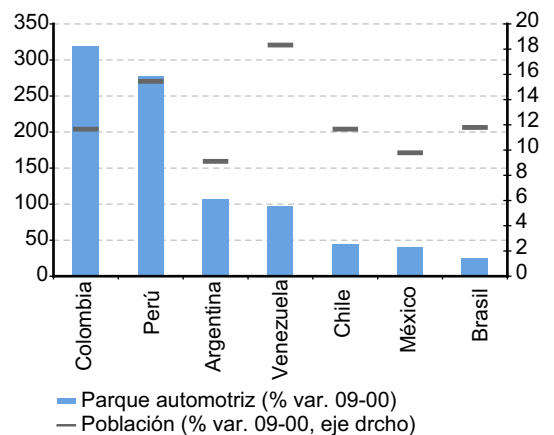
La región posee una población de 400 millones de habitantes. El Producto Interior Bruto per capita promedio ha pasado de USD 3.160 anuales en 1980 a USD 7.786 anuales en 2009 y el Fondo Monetario Internacional pronostica que llegará a USD 10.770 anuales en 2015, umbral que se debe traducir en una fuerte expansión del mercado automotriz, especialmente teniendo en cuenta la insuficiente construcción de líneas ferroviarias y sistemas urbanos de transporte masivo (metros, autobuses, etc.).

Gráfico 3  
**Dimensionamiento de la región**



\* Desarrollados: EE.UU., Italia, España, Finlandia, Suecia y Dinamarca. \*\* Emergentes: Argentina, México, Brasil, Panamá, Chile, Sudáfrica, Costa Rica, Venezuela, Guatemala, Botswana, Namibia, Zimbabue, Honduras, El Salvador, Paraguay, Hong Kong, Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú, Nicaragua y Zambia  
 Fuente: World Development Indicators

Gráfico 4  
**Evolución del parque automotor y de la población (% cto 2009-2000)**

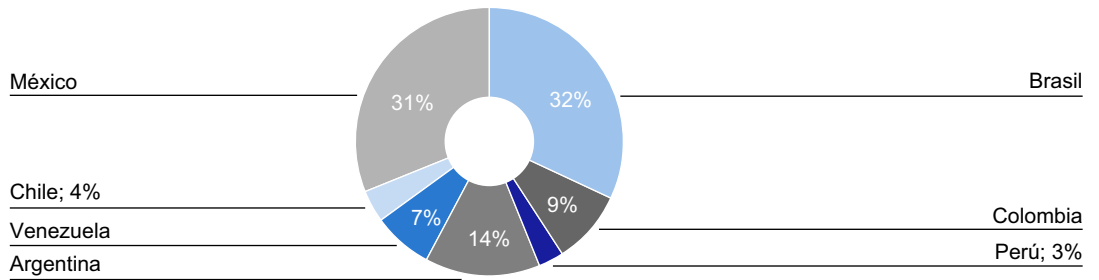


Fuente: Diversas fuentes

Desde el año 2000, el parque automotriz ha experimentado un rápido crecimiento, pasando de 42,1 millones de unidades a 65,8 millones en 2009, concentrándose la mayor parte de estos vehículos en Brasil (21 millones de unidades), México (21 millones de unidades) y Argentina (9 millones de unidades).

Gráfico 5

**Distribución del parque automotriz en la región (% sobre el total del parque en 2009)**



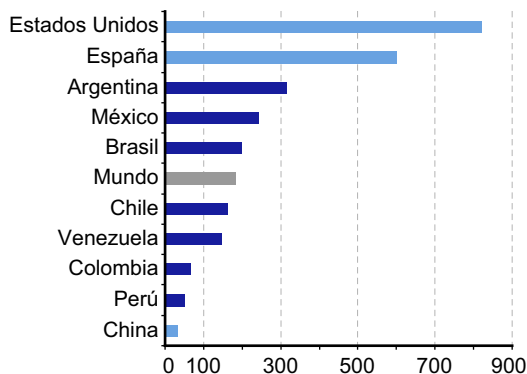
Fuente: BBVA Research

Este notable incremento también se ve en términos relativos. El ratio de vehículos por habitante alcanzó en promedio para América Latina la cifra de 169 vehículos por cada 1000 habitantes en 2007, lo que supone un notable incremento de casi un 50% sobre los 113 vehículos de 2002, niveles de crecimiento muy superiores a los observados en la zona euro (2,6%), Norteamérica (2,9%) o Asia y Pacífico (20%) en los últimos 5 años.

Los mayores niveles de automóviles por persona se encuentran en Argentina (6,3 habitantes por vehículo) y México (5,2 habitantes por vehículo), mientras que Perú se encuentran a la cola con hasta 16 habitantes por vehículo, comparado con los 2 hab/veh de España o los 1,3 hab/veh de EE.UU..

Gráfico 6

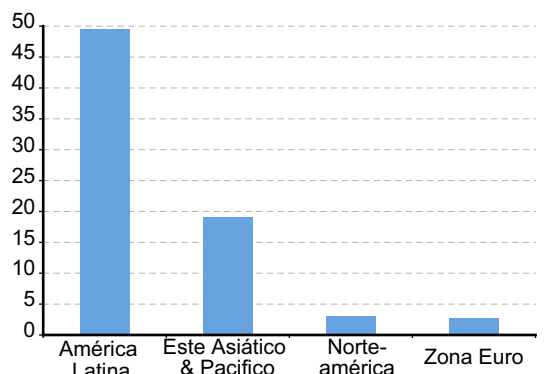
**Parque automotor 2007 (vehículos por cada 1000 habitantes)**



Fuente: World Development Indicators

Gráfico 7

**Evolución parque automotor (% cto 2007-02, vehículos por cada 1000 habitantes)**



Fuente: Industria Automotriz de Venezuela.com

La antigüedad promedio del parque automotriz en la región se sitúa alrededor de los 14 años, frente a casi los 10 años de España o EE.UU.

En promedio, en América Latina, el 83,5% (2009) del total de la población vive en las grandes ciudades, lo que genera que la mayor profundidad vehicular se encuentre muy concentrada en dichas áreas, como ocurre en Lima (donde se encuentran 2/3 del parque automotriz de Perú), en Argentina (el 50% de los vehículos del país se encuentran en la provincia de Buenos Aires) o en Caracas, donde se concentra el 38% de los vehículos en circulación nacional.

En relación con la participación de marcas en el mercado de automóviles comercializados, Chevrolet se perfila como la marca líder en la región, con participación en el mercado que ronda en promedio el 25%, y cuotas muy significativas en Venezuela (bajo la marca de General Motors) donde concentra el 44% del total de vehículos comercializados, en Colombia con una participación del 34% o en Chile que alcanza el 17%. Le siguen en el ranking Renault, Hyundai o Kia.

En resumen, las condiciones iniciales del mercado automotor de la región, es decir, su relativamente pequeño tamaño en ciertos países, su elevada antigüedad y su alta concentración geográfica, sugieren que las oportunidades de desarrollo del mismo pueden ser interesantes si los factores de demanda y oferta que inciden en el mercado se presentan favorables en los próximos años.



### 3. Expansión del sector automotriz

América Latina ha sido testigo de una fuerte expansión de ventas de vehículos entre 2003 y 2007 debido al vertiginoso impulso de la demanda vinculada con el crecimiento económico del periodo y con la reducción en algunos casos de aranceles a la importación de vehículos (caso de Perú), lo que entre otros factores impulsó el volumen de ventas que quedó reflejado en un crecimiento del 85% entre 2003 y 2008. Sobresalen los niveles record de ventas registrado en el año 2008, donde las unidades vendidas superaron los 5 millones.

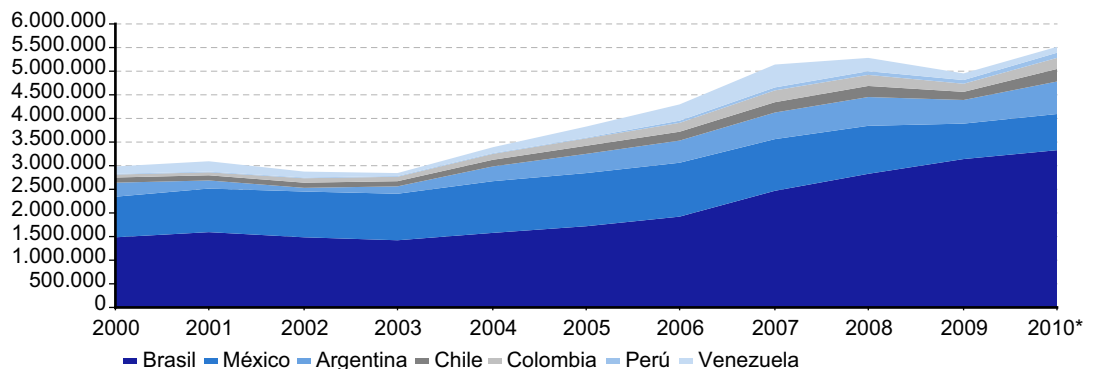
En 2009 el sector automotor, afectado por la desaceleración económica y las condiciones cambiarias, registró una caída promedio en el número de vehículos vendidos cercana al 6% respecto a 2008, aunque cabe destacar que dichas caídas se concentraron en México (26% menos de ventas), lo que se entiende dada su fuerte vinculación con Estados Unidos y en Venezuela (50%) debido a las dificultades para financiar importaciones de todo tipo, que llevaron al gobierno a ser particularmente estricto en la autorización de vender divisas para estos fines.

No obstante, los datos recientes muestran una vigorosa recuperación. A fecha de septiembre de 2010, ya se ha superado en la región la cifra de 4 millones de vehículos vendidos y se espera que al final del año sobrepasen los 5,5 millones de unidades, lo que supone un incremento sobre 2009 superior al 10%.

Pese al importante crecimiento experimentado por la industria desde 2003, aún existe capacidad ociosa en la misma, con niveles promedio de capacidad instalada en el sector entorno al 65%, por debajo del promedio general de la industria manufacturera que se ubica en el 75%.

Gráfico 8

#### Evolución ventas de vehículos en la región (unidades)



\* 2010: Ventas extrapoladas a partir de los datos hasta sep10  
Fuente: BBVA Research

## 4. Determinantes de la oferta

Tras el estancamiento experimentado en el sector durante 2002 y 2003, 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.

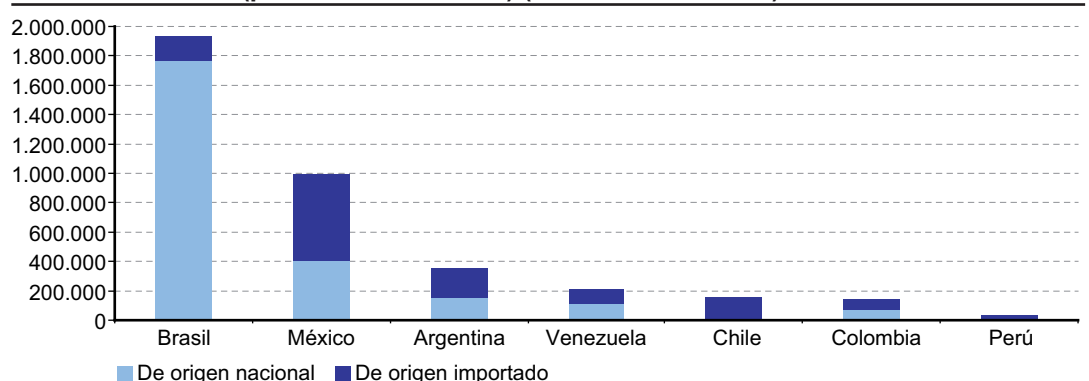
Dentro de la región, podrían distinguirse tres grandes grupos de países: un primer grupo compuesto por Brasil, país eminentemente productor que consume en un alto porcentaje los vehículos que fabrica a nivel nacional, un segundo grupo de países con un sector productor importante, que exporta parte de su producción, pero en los que también la oferta de vehículos importados juega un rol importante para abastecer el mercado local, siendo el caso de Argentina, Colombia, México y Venezuela; y por último, los importadores, casos de Chile o Perú, donde la totalidad de la oferta de vehículos procede del exterior.

El mercado brasileño merece un trato especial. El sector automotriz en Brasil experimenta un inédito período de crecimiento en sus ventas. En 2009, el país superó la barrera de 3 millones de vehículos vendidos y se espera que en 2010 llegue a 3,4 millones de unidades. Con estos resultados, Brasil pronto será el cuarto mayor consumidor de autos en el mundo. De hecho, en los cinco primeros meses de este año ése ya fue el caso, cuando Brasil vendió más vehículos que Alemania y Corea, colocándose sólo por detrás de China, Estados Unidos y Japón.

La importación es un componente muy importante en el desarrollo del sector automotriz de América Latina. Como se puede observar en el gráfico 9, en promedio la región importa aproximadamente el 60% de los vehículos que vende, destacando los casos extremos de Chile y Perú donde el porcentaje asciende al 100%. En ambos casos, los principales países importadores son países asiáticos. Para el caso de Chile, Corea supone el 34% del total de importaciones (2009, frente al 29% de 2008), desbancando a Japón (21%), que hasta ese momento ostentaba el título de principal exportador de autos en el país. Un factor determinante en esta situación se encuentra en el comportamiento de las paridades cambiarias entre las divisas regionales y las monedas de los países de origen de las importaciones de vehículos nuevos. La depreciación experimentada por el dólar respecto al yen (25% entre enero 2008 y septiembre 2010) ha determinado que las importaciones provenientes de Japón pierdan competitividad respecto de las importaciones provenientes de otros países productores, principalmente Corea (en el mismo periodo el won se ha depreciado aproximadamente 21% respecto al dólar). En el caso de Perú, Japón y Corea absorben el 38% y 22% respectivamente, del total de las importaciones. China es el tercer país asiático que más está viendo crecer sus exportaciones de vehículos a la región, y aunque las cuotas son aún bajas, dado que su presencia en estos mercados es muy reciente (7% en el caso de Chile y 4% en el caso de Perú), el crecimiento es muy rápido y se perfila como uno de los grandes exportadores gracias a los bajos precios.

Gráfico 9

### Oferta automotriz (promedio 2002-2009) (unidades vendidas)



Fuente: BBVA Research

## 5. Determinantes de la demanda

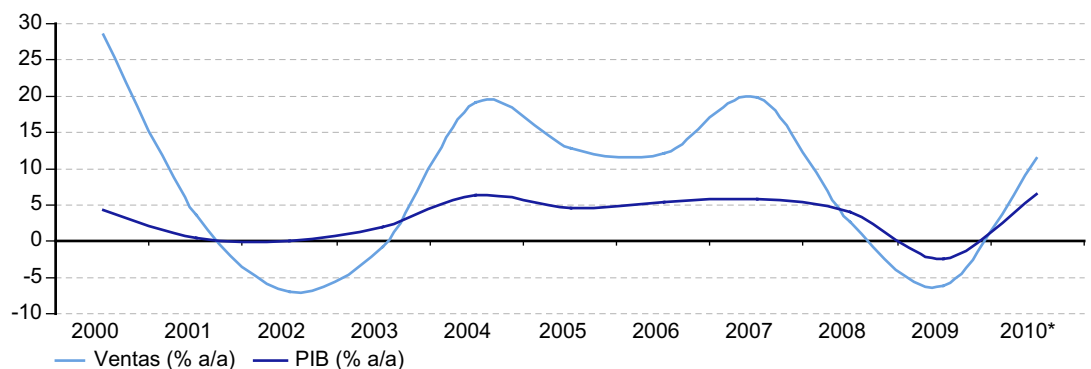
Por tratarse de bienes durables, la demanda de vehículos se ve influida por las expectativas a futuro en materia de desempeño económico o la mejora de la renta per cápita, entre otros motivos. Así como la caída en el desempleo y la mejora de los ingresos reales de los trabajadores aumentan la accesibilidad, las expectativas de los consumidores respecto a si estas mejoras son transitorias o permanentes juegan un rol importante.

Como puede observarse en el gráfico 10, las ventas de autos, tienden a acentuar el ciclo, mostrando una elasticidad promedio en la región de 2,9 con respecto al PIB en el último ciclo de crecimiento 2000/2009, con una correlación que alcanza el 80% en el mismo periodo. Entre las elasticidades destacan las de Perú, Argentina o Colombia, las cuales superan el 3,5.

En el caso particular de 2010, a la **mejora de las expectativas de crecimiento** económico, 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 vehículos. Para fines de 2010, esperamos que las ventas del sector crezcan hasta un 10% más que en 2009, superando la cifra de más de 5,5 millones de vehículos vendidos.

Gráfico 10

### Ventas sector automotriz vs. Crecimiento económico (%)



\* 2010: Ventas y PIB extrapoladas a partir de los datos conocidos hasta sep10  
Fuente: BBVA Research

Un segundo factor que sustenta la tendencia al alza de la demanda de vehículos, junto con el crecimiento económico, es el gran número de familias que están superando los umbrales de ingreso que les permite ser parte de las **clases medias**. Esto mejora sus condiciones de acceso a financiación y a un poder de adquisición familiar que les permite comprar un primer vehículo. Se estima que en los próximos años, la clase media en América Latina crecerá un 48%, pasando de 74,1 millones de personas en 2010 a 109,8 millones en 2020. El crecimiento económico y el aumento del empleo, reforzado por la mayor incorporación de las mujeres al mercado de trabajo y, por ende, en el número de perceptores de ingreso por hogar, han favorecido así la expansión del tamaño del mercado potencial de venta de vehículos.

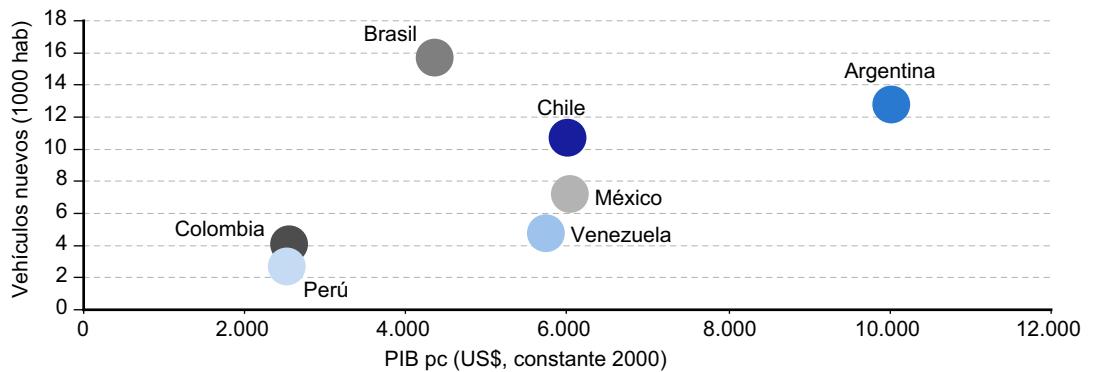
Considerando que la actividad económica en América Latina crecería en los próximos años a un ritmo promedio casi del 5% anual, en un entorno de aumento del ingreso de las familias, así como de mayor densidad en los segmentos poblacionales de mayores rentas, cabe esperar que la compra de autos nuevos continúe apoyando el dinamismo del mercado automotor. Esta expansión no sólo se circunscribirá a los automóviles, cuya demanda se encuentra más vinculada con el consumo privado, sino que también a vehículos de carga y comerciales por la mayor inversión.

Un tercer factor que ha favorecido la reciente evolución del sector ha sido la **baja de los precios**, fruto de una mayor competencia con la entrada en el mercado de marcas con bajos costos como las chinas, así como la reducción de los aranceles en parte provenientes de acuerdos comerciales. A esto se añade el fortalecimiento de las monedas locales. El precio promedio actual de un automóvil en la región ronda los 13.000€, destacando a Argentina (20.000€) y Chile (7.500€) como los países con los precios más altos y bajos respectivamente.



Gráfico 11

**Mayores ingresos vs. compra de autos nuevos**

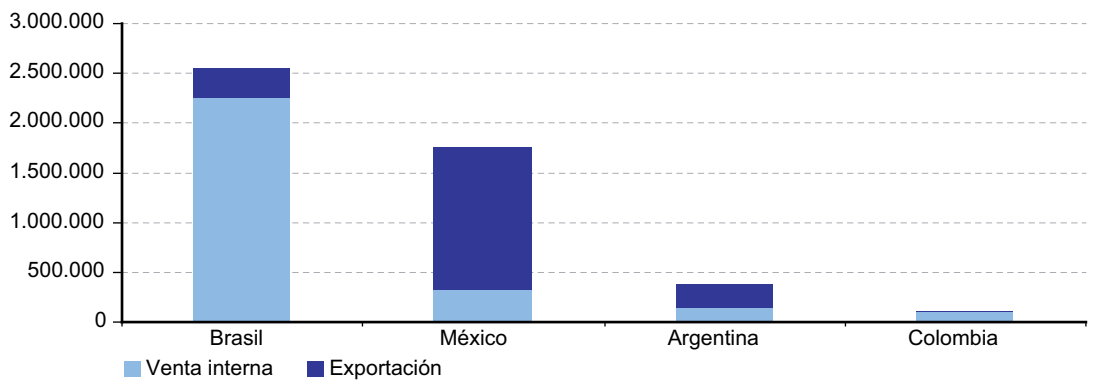


Fuente: Alada, Banco Mundial y BBVA Research

Con la integración del sector al circuito internacional, un importante componente de demanda de producción local han sido las exportaciones, especialmente en los casos de Argentina y México, donde representan el 63 y 81% respectivamente sobre el total de la producción.

Gráfico 12

**Demanda automotriz (promedio 2002-2009) (unidades producidas)**

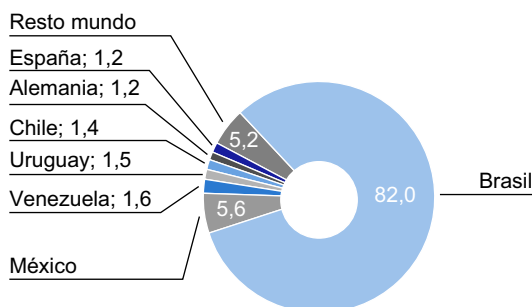


Fuente: BBVA Research

Los principales destinos de estas exportaciones son Brasil y México en el caso de Argentina y Estados Unidos y Alemania en el caso de México, en ambos casos, se registran también envíos menores a otros países de América Latina y Europa.

Gráfico 13

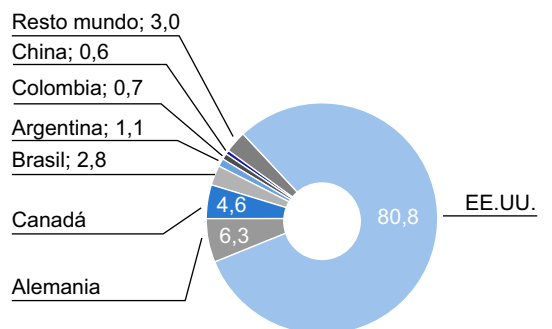
**Argentina: Exportaciones de vehículos (2009, % sobre el total de exportaciones)**



Fuente: Naciones Unidas y BBVA Research

Gráfico 14

**México: Exportaciones de vehículos (2009, % sobre el total de exportaciones)**



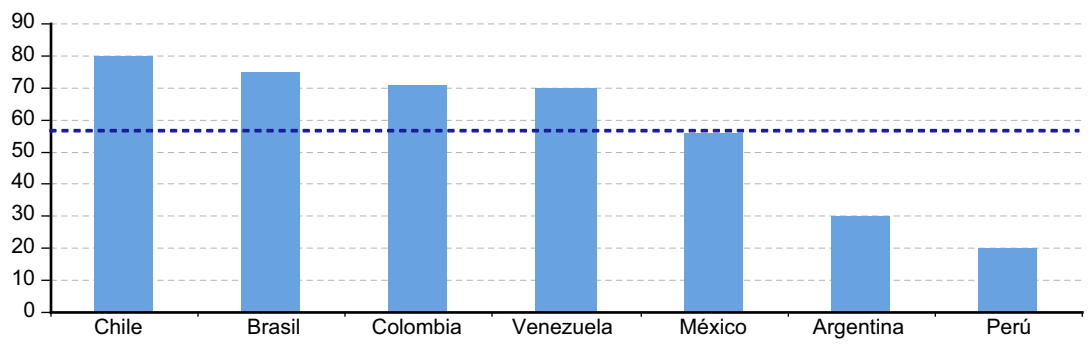
Fuente: Naciones Unidas y BBVA Research

## 6. Financiación

La adquisición de vehículos mediante financiación presenta diversas realidades en la región. El porcentaje de vehículos financiados ronda en promedio el 57%, destacando los casos de Chile, donde se llegan a financiar el 80% de las compras, o de Perú, en el otro extremo, con sólo un 20% de las compras financiadas con créditos.

Gráfico 15

### Financiación para la adquisición de vehículos (% de vehículos financiados sobre el total de operaciones)



Fuente: BBVA Research

El principal canal de financiación para la compra de nuevos vehículos es el crédito bancario, con una participación aproximada del 50% (casos de Chile, México o Venezuela). Las compañías financieras vinculadas a las terminales automotrices se sitúan como competencia directa de la banca, acaparando cerca del 30% de las operaciones, como sucede en Chile o Argentina. En Colombia, la modalidad de oferta de servicios financieros más generalizada se basa en acuerdos sobre atención directa entre las entidades financieras y los concesionarios, con presencia comercial de las diferentes entidades financieras directamente en los concesionarios, lo que permite agilizar la prestación de servicios financieros e imprime eficiencia a todo el proceso de compra de vehículos.

El valor financiado también muestra diferencias entre países. En promedio, en América Latina los créditos para la compra de vehículos financian el 70% del valor del vehículo, aunque esta situación difiere dentro de la región. En Chile, el desarrollo del sector financiero ha permitido que se financie cerca del total del valor de las compras dentro del sector automotriz, en Colombia o Venezuela ese porcentaje disminuye hasta el 75-80%, mientras que en Argentina, la volatilidad de la economía y las elevadas tasas de interés durante prolongados períodos, hacen que la financiación se reduzca hasta el 50%.

## 7. Riesgos

Quizá el mayor riesgo al que se enfrenta hoy la economía global, es una recaída de los países desarrollados, ya sea en Europa dado los altos niveles de deuda pública o en Estados Unidos derivado de la caída en los precios del sector inmobiliario o la pérdida de confianza.

Este “double dip” reduciría el consumo y mejoraría el sector exterior de EE.UU., afectando a la región por su impacto en las primas de riesgo global y específicas de la región, así como por su dependencia de productos básicos cuyos precios caerían. Además, una eventualidad de este tipo debilitaría la confianza, frenando el consumo y la inversión privada en América Latina y aumentando los déficits en cuenta corriente.

Nuestra impresión es que si bien, ello supondría un menor crecimiento económico en los países de la región (1 o 2% menos de lo previsto actualmente), no supondría una recesión como la ocurrida en esta última crisis financiera. Una de las razones por las cuales la región soportaría bien el choque, es el elevado ritmo de crecimiento de los países asiáticos, basado en el dinamismo de la demanda interna, así como el margen de política fiscal con el que aún cuentan.

Estos riesgos globales podrían trasladarse al sector automotriz, provocando menores exportaciones, principalmente en aquellos países más vinculados a los ciclos de EE.UU. como México, lo que unido a posibles depreciaciones de las monedas y alzas en los costes de financiación, frenarían (al menos transitoriamente), la expansión del sector.

Otro de los riesgos presentes que soporta la región, está relacionado con la situación actual. América Latina se enfrenta al exceso de liquidez en la economía, lo que está provocando fuertes entradas de capitales y apreciación de las divisas, lo que perjudica su competitividad con respecto a los mercados extranjeros, representando una amenaza principalmente para los países productores como Argentina, Brasil, Colombia o México y un desafío en términos de productividad.

El optimismo en la reactivación de la economía (basado en el crecimiento de las economías emergentes) en 2010 y las nuevas entradas de capitales, debe aprovecharse de manera eficiente para mejorar la productividad del sector automotriz, mediante la capacitación de los recursos humanos, inversión en nuevos equipos tecnológicos o inclusión en nuevos mercados entre otros planes estratégicos; y con ello los índices de competitividad frente a terceros.

## 8. Evolución futura del sector y conclusiones

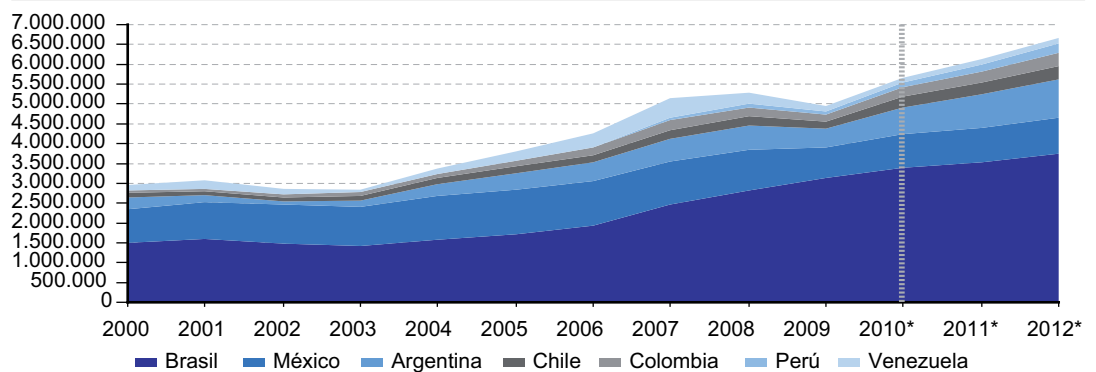
El sector automotriz, altamente correlacionado con la dinámica de la demanda interna, es actualmente uno de los motores del crecimiento económico en la región, contando con un espacio importante para su profundización tanto por capacidad instalada como por demanda potencial.

Tras sufrir los efectos de la crisis económica global de 2008-2009, en 2010 se ha retomado el fuerte ritmo de expansión característico del sector durante la actual década. Este dinamismo se basa en el crecimiento que ha mostrado a lo largo del presente año, 11% de crecimiento a septiembre 2010 respecto a las ventas obtenidas en 2009, altamente favorecida por las condiciones tanto internas como externas.

Este dinamismo continuará en los próximos dos años con tasas en torno al 15% anual. Con ello, el número de vehículos nuevos transados en el mercado superaría en 2012 las 6,5 millones de unidades.

Gráfico 16

### Previsiones de ventas (unidades vendidas)



Fuente: BBVA Research

A pesar del elevado crecimiento del sector automotriz en los últimos años, países como Perú o Colombia continúan teniendo un tamaño del parque relativamente pequeño en comparación a otros países de la región, lo que en un contexto de favorables condiciones de demanda y de oferta podría elevar las cifras de ventas existentes.

Además, el futuro de la demanda del mercado de vehículos estará determinado por el crecimiento de una pujante clase media, el mayor nivel de ingresos promedio de la población y la mayor penetración tanto de las exportaciones como de las importaciones.

En términos de financiación para la adquisición de vehículos, también se presentan oportunidades interesantes. Ello se encuentra vinculado a la evolución prevista de la demanda y oferta automotriz para los próximos años, pero también a la situación en que se encuentra actualmente el mercado crediticio orientado a estas operaciones, con un margen de desarrollo importante. En primer lugar, el crecimiento esperado del parque automotor implicará que las necesidades de financiación sean mayores, teniendo en cuenta que actualmente los créditos para la compra de vehículos no supera en ningún país el 2% del PIB, con los casos de Perú (0,3% PIB) o Colombia (0,7% PIB), lo que otorga un soporte de corto y medio plazo a las colocaciones que se orientan a este segmento. En segundo lugar, como hemos comentado anteriormente, el porcentaje de vehículos nuevos financiados ronda el 60%, lo que deja espacio para el crecimiento de la financiación. En tercer lugar, existe también potencial de expansión de los créditos vehiculares por el lado de los vehículos transados en el mercado secundario, donde la banca no tiene actualmente mayor penetración.

La baja penetración del crédito en el mercado de vehículos nuevos en algunos países como Argentina o Perú, donde no se financian ni el 30% de la compra de autos, la posibilidad de extender la financiación al mercado secundario, la expectativa de fuerte crecimiento de la demanda y oferta automotriz, y el interés que vienen mostrando las entidades financieras, dan un soporte importante a la expansión del crédito vehicular en los próximos años, siempre que se introduzcan innovaciones financieras que permitan la penetración en este mercado.

En resumen, el sector automotriz presenta grandes posibilidades en América Latina. Pese a su elevado dinamismo de los últimos años, el tamaño del parque continúa siendo pequeño y antiguo, encontrándose muy concentrado en las grandes ciudades. Esto unido a las nuevas clases medias, que mantendrán en los próximos años la creciente demanda, el margen en la capacidad productiva del sector con respecto al resto de la industria manufacturera y las posibilidades de expansión en el terreno de la financiación, hacen de la industria automotriz una industria con gran potencial, aunque cuya dinámica estará delimitada por la ejecución de proyectos estratégicos como soporte de la productividad del sector, en busca de una mayor eficiencia, aprovechamiento de economías de escala y generación de valor.



**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de América del Sur

*Economista Jefe Economías Emergentes*

**Alicia García-Herrero**

+852 2582 3281

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

*Economista Jefe América del Sur*

**Joaquín Vial**

+562 351 1200

jvial@bbvaprovida.cl

**Myriam Montañez**

+562 939 1052

miriam.montanez@grupobbva.com

## 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 Navía**

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