

Uso de los fondos de pensiones en Obra Pública: experiencia de los países latinoamericanos

David Tuesta

Economista Jefe de Inclusión Financiera

BBVA Research

Seminario: Acceso de los fondos de pensiones al financiamiento de obra pública

Superintendencia de Pensiones de Costa Rica – San José, 7 de Agosto de 2013

Índice

Sección 1

Fondos de pensiones privados, gestión del portafolio y obra pública

Sección 2

Las Necesidades de infraestructura de un país y el potencial impacto económico de los fondos de pensiones

Sección 3

La Necesidad de los fondos de pensiones de invertir en infraestructura

Sección 4

¿Cuánto y cómo se está invirtiendo en infraestructura?

Sección 5

Aspectos a tener en cuenta en la apertura de los fondos de pensiones hacia la inversión en infraestructura

Sección 5

Comentarios finales

Reflexiones sobre la naturaleza de un fondo de pensiones privado

- Componente cada vez más importante de la **seguridad social de un país**
- **Rol fiduciario** de los gestores: velar por el interés del dueño del fondo
- Tiene un objetivo de **ahorro a largo plazo** por tanto los activos en que se invierten estos fondos deben estar acorde a ello.
- Un fondo **debe enfrentar** no sólo las **volatilidades del corto plazo** sino las enormes **incertidumbres del largo plazo**:
 - o Demográficas
 - o Financieras
 - o Productividad
 - o Institucionales

Los fondos de pensiones privados en LatAm

- Protagonismo de fondos de pensiones privados a partir de reformas macroeconómicas de los 80s y 90s
 - **Reformas paramétricas o cierre** de los sistemas públicos **PAYG** (LatAm)
 - **Incorporación esquemas obligatorios y voluntarios** de ahorro individual
- Funcionamiento de los fondos privados pensiones:
 - Tipo de esquema: normalmente **DC (Defined Contribution)** pero hay algunos ejemplos DB
 - Pensión: dependiendo del **rendimiento** del fondo, importe de **aportes** y **frecuencia** se obtiene pensión: retiro **programado** y/o renta **vitalicia**
 - **Derechos**: Salvo excepciones, ahora, pensiones se otorgan luego de 25-35 años de contribución. **Riesgos de longevidad trae nuevas tendencias...**
 - **Régimen de Inversión**: Ahorros invertidos en **instrumentos financieros** teniendo en cuenta la **etapa activa y pasiva**

Gestión del portafolio de los FP en LatAm

- Inversión de los FP ha ido **experimentando desarrollos graduales** :
 - o **Madurez** de los mercados de capitales
 - o Dinámica de un **marco regulador y supervisor** en el tiempo.
 - o Sesgo **doméstico/internacional** del portafolio
 - o Sesgo **renta fija/renta variable** del portafolio
 - o Desarrollo paulatino de **nuevas formas de invertir**: inversión alternativa, real estate, *private equity*, **infraestructuras**
 - o Límites **cualitativos y cuantitativos**
- Fondos de pensiones en obra pública tiene **historia reciente en LatAm.**
- **Mayor experiencia en países de altos ingresos**: casos de Reino Unido, Canadá y Australia.

¿Que razonamientos están detrás de la inversión de los FP en infraestructura?

- **3 aspectos** que se mencionan recurrentemente cuando se habla de que los **FP inviertan en infraestructura**:
 - Financiera: Mejorar la frontera eficiente del portafolio de los fondos de pensiones
 - Imagen Pública: Una relación más cercana entre la sociedad y la labor que cumplen los fondos de pensiones
 - La Brecha de Infraestructura: Gran interés de los gobiernos por que los FP inviertan más en infraestructura.
 - Políticos: Uso de los recursos de las AFPs en proyectos de alto impacto.

Se estima que LatAm requiere **US\$ 70 mil millones para cerrar brecha de infraestructura** mientras que los **FP de LatAm administran más de US\$700 mil millones.**

Desde un punto de vista político, es una gran tentación

Índice

Sección 1

Fondos de pensiones privados, gestión del portafolio e infraestructura

Sección 2

Las Necesidades de infraestructura de un país y el potencial impacto económico de los fondos de pensiones

Sección 3

La Necesidad de los fondos de pensiones de invertir en infraestructura

Sección 4

¿Cuánto y cómo se está invirtiendo en infraestructura?

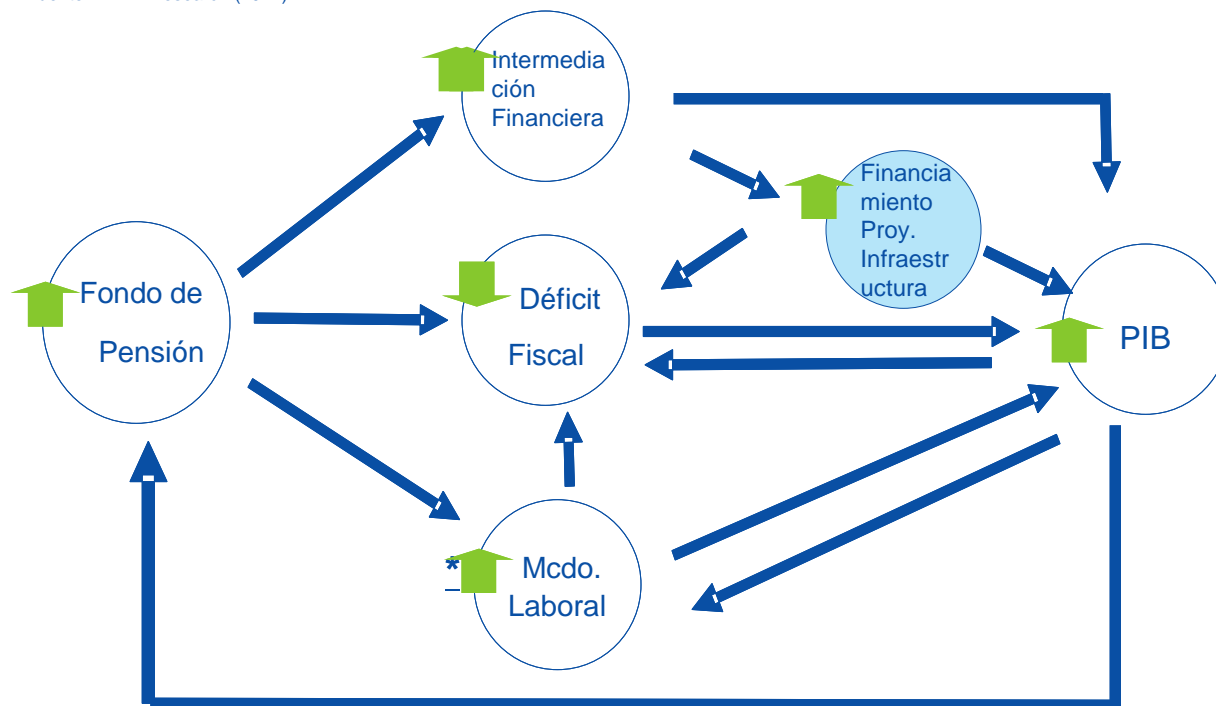
Sección 5

Aspectos a tener en cuenta en la apertura de los fondos de pensiones hacia la inversión en infraestructura

Fondo de pensiones y el crecimiento

FP e infraestructura: Una dinámica de refuerzo (como % PIB)

Fuente: BBVA Research (2011)



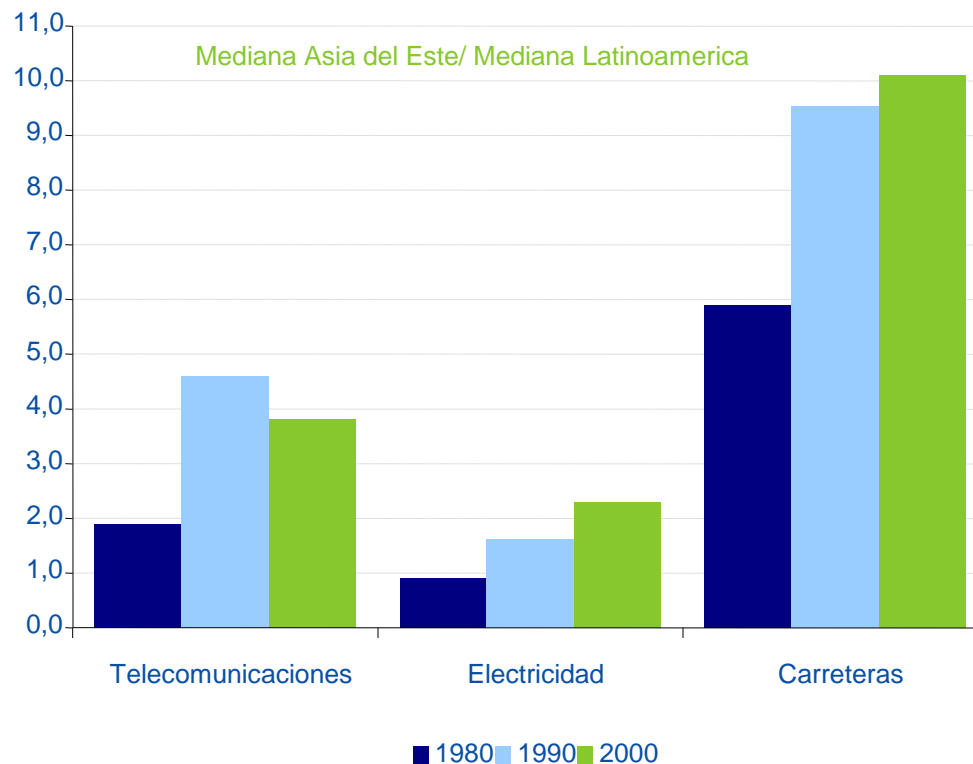
* Conditioned to other factors (e.g. market rigidities)

- El desarrollo de los **fondos de pensiones privados** tienen diferentes canales que potencialmente **impactan positivamente sobre el crecimiento económico**.
- **Un punto porcentual de incremento en los FP**, relativo al PIB, tiene un **impacto entre 1 y 5 puntos del PIB** en ahorros en el caso de Chile (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2003).

Crecimiento: brecha de infraestructura es clave

- Necesidades importantes de infraestructura en Latinoamérica, en búsqueda de mayor competitividad

Brecha de Infraestructura Asia del Este- Latinoamérica



Infraestructura y crecimiento

Meta regresión: Elasticidad PIB/Infraestructura

Número de Obs. = 130 F(11, 118) = 31.96 Prob > F = 0 R-cuadrado = 0,3989 Root MSE = 0,10331	Número de Obs. = 130 F(11, 118) = 32.47 Prob > F = 0 R-cuadrado = 0,4734 Root MSE = 0,11	Número de Obs. = 130 F(10, 119) = 31,59 Prob > F = 0 R-cuadrado = 0,3803 Root MSE = 0,10446	Número de Obs. = 130 F(10, 119) = 32,3 Prob > F = 0 R-cuadrado = 0,4581 Root MSE = 0,1111
---	--	---	---

Variable dependiente: elasticidad

	Ponderados (1)	Robustos (1)	Ponderados (1)	Robustos (2)
CONSTANTE	0,1092** (0,024)	0,0723* (0,068)	0,1345*** (0,002)	0,0963*** (0,006)
Ratios {1,0}	-0,0456 (0,245)	-0,0185 (0,713)	-0,0221 (0,592)	-0,0138 (0,785)
Otra Transformación {1,0}	-0,1063*** (0,001)	-0,0976*** (0,001)	-0,0791*** (0,002)	-0,0715*** (0,000)
No Stock {1,0}	-0,0017 (0,969)	0,0106 (0,735)	-0,0242 (0,531)	-0,0009 (0,977)
Series Temporales {1,0}	0,2318*** (0,000)	0,2299*** (0,000)	0,2043*** (0,000)	0,2092*** (0,000)
Corte Transversal {1,0}	0,0019 (0,980)	0,0184 (0,753)	-0,0146 (0,838)	-0,0104 (0,854)
OCDE o País individual {1,0}	0,0491 (0,161)	0,0470 (0,133)		
Metodología 1 {1,0}	-0,0575 (0,271)	-0,0500* (0,097)	-0,0382 (0,405)	-0,0267 (0,294)
Metodología 2 {1,0}	-0,1226*** (0,008)	-0,0930** (0,015)	-0,0763** (0,023)	-0,0596** (0,042)
Metodología 4 {1,0}	-0,0181 (0,571)	-0,0017 (0,967)	-0,0227 (0,433)	-0,0113 (0,762)
Metodología 5 {1,0}	-0,0310 (0,270)	-0,0130 (0,201)	-0,0119 (0,585)	-0,0046 (0,564)
Metodología 6 {1,0}	-0,0432 (0,125)	-0,0252** (0,015)	-0,0241 (0,269)	-0,0168** (0,039)

- Importancia de del “componente” infraestructuras en el crecimiento económico.

- Regresión de **Meta-Análisis**: 70 estudios. Selección de los resultados de **130 modelos**.

- Resultados de las **elasticidades del crecimiento del PIB** ante el cambio en el nivel de **infraestructuras, entre el 7% y el 13,5%**

Simulación para países LatAm de impacto en crecimiento inversión de los FP en infraestructura

	Costo de oportunidad de no invertir en infraestructura				Beneficio potencial de invertir en infraestructura
	Brecha % entre el PIB per cápita en un escenario superior con infraestructura vs inercial % a cada año				Valor Presente Descontado/ PIB (2005)
	2020	2030	2040	2050	2005-2050
México	0,8%	1,0%	1,1%	1,1%	24,1%
Chile	1,8%	2,7%	3,2%	3,6%	89,3%
Colombia	0,9%	1,4%	1,8%	2,2%	49,15
Peru	1,6%	2,3%	3,0%	3,6%	103,3%

Fuente: Alonso, Tuesta y Ugarte (2010)

- Asumiendo los niveles máximos permitidos por las regulaciones para inversión en infraestructura por parte de los fondos de pensiones se proyectan impactos que fluctúan entre el 25% y 100% en el crecimiento, dependiendo del país.

Índice

Sección 1

Fondos de pensiones privados, gestión del portafolio e infraestructura

Sección 2

Las Necesidades de infraestructura de un país y el potencial impacto económico de los fondos de pensiones

Sección 3

La Necesidad de los fondos de pensiones de invertir en infraestructura

Sección 4

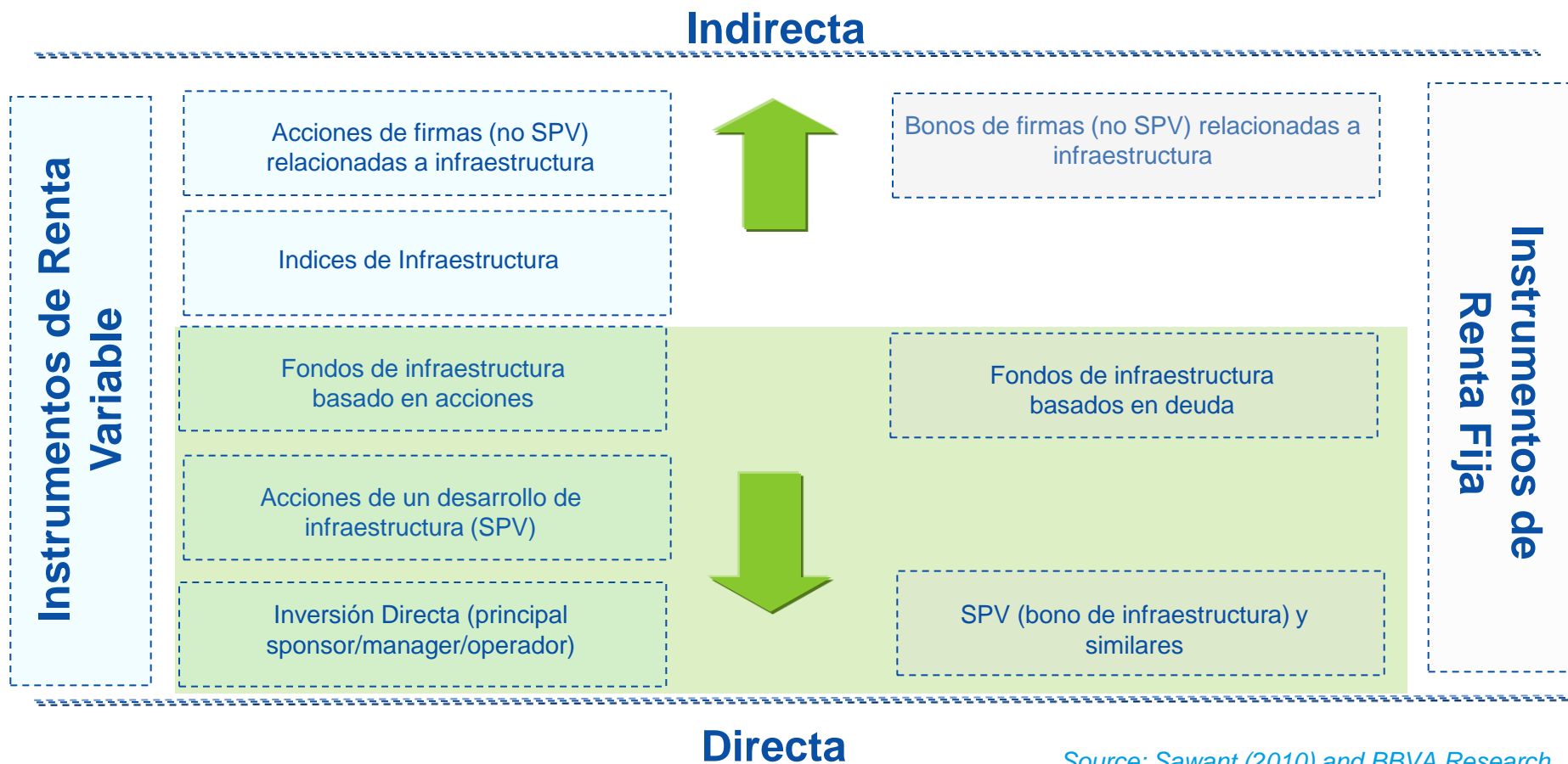
¿Cuánto y cómo se está invirtiendo en infraestructura?

Sección 5

Aspectos a tener en cuenta en la apertura de los fondos de pensiones hacia la inversión en infraestructura

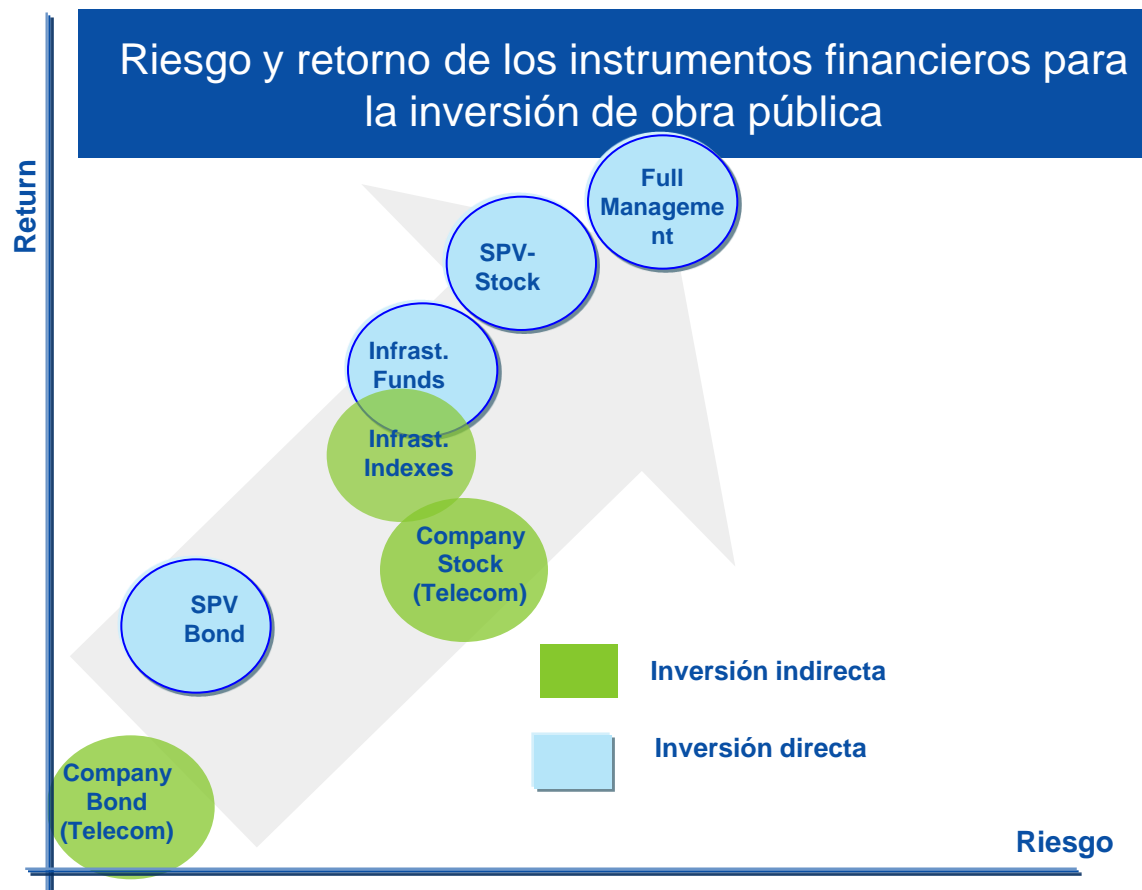
El menú de inversión en obra pública para los FP

Para que el portafolio de inversión de los FP inviertan en infraestructura, requieren la búsqueda del instrumento financiero apropiado. El menú es amplio de acuerdo a los gustos y preferencias



Riesgo, retorno de la obra pública para un FP

- El menú de instrumentos disponibles se tiene que adecuar a la preferencia del fondo de pensiones respecto a riesgo y retorno y la regulación financiera vigente.
- Más allá de las necesidades del país por obra pública, el rol fiduciario es clave para un FP



FP e Infraestructura: necesidades y objetivos que pueden interactuar

Necesidades del país

- Crecimiento Económico
- Calidad y eficiencia en costos y *know-how*
- **Optimalidad presupuestaria-Balance Fiscal**
- Socios privados para sustituir/complementar inversiones públicas
- Necesidades de financiamiento para cerrar la brecha de infraestructura



Necesidades de los Fondos de Pensiones (FP)

- Planeación óptima y portafolios de largo plazo
- Mejorar relación riesgo-rendimiento
- Reducir riesgos políticos y regulatorios
- Conexión más directa con las necesidades nacionales: mejorar el bienestar de la población (carreteras, electricidad, agua, etc.)
- Incrementar recursos para mejorar el perfil de inversión de los fondos de pensiones de los trabajadores

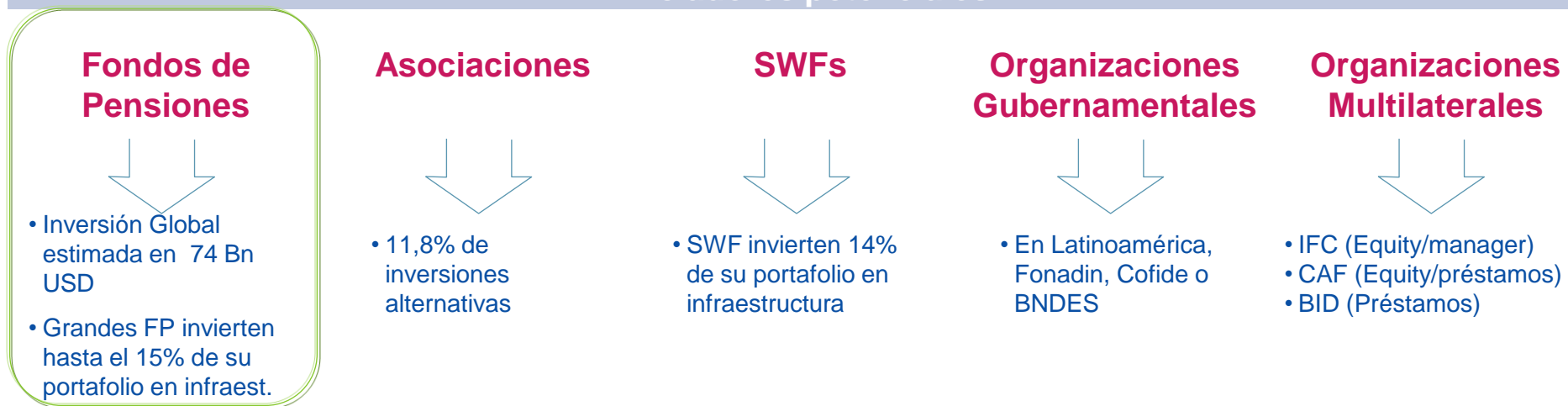


Razones detrás del interés de los FP en el financiamiento de infraestructuras (1)

Beneficios interesantes desde el punto de vista de diversificación y riesgo-rendimiento



Finciadores potenciales



Razones detrás del interés de los FP en el financiamiento de infraestructuras (2)

Activos de acuerdo a riesgo-rendimiento esperado

Fuente: Morgan Stanley-Liability model (información a mayo 2007)

Activos	Retorno Esperado	Volatilidad anualizada	5% de los peores rendimientos	Relación Riesgo-Rendimiento
Bonos (5 años)	5.20%	4.40%	3.10%	1.18
Acciones	8.10%	18.20%	1.10%	0.45
Inmobiliario	7.00%	9.50%	-1.30%	0.74
Infraestructura	9.30%	7.90%	-1.50%	1.18
Fondos de capital privado	10.00%	30.20%	-7.30%	0.33

- El **perfil de riesgo** de la inversión en Infraestructura se encuentra **entre el de bonos y acciones**.
- Relación **riesgo-rendimiento** cercana a la de los **bonos**.

Índice

Sección 1

Fondos de pensiones privados, gestión del portafolio e infraestructura

Sección 2

Las Necesidades de infraestructura de un país y el potencial impacto económico de los fondos de pensiones

Sección 3

La Necesidad de los fondos de pensiones de activos relacionados a infraestructura

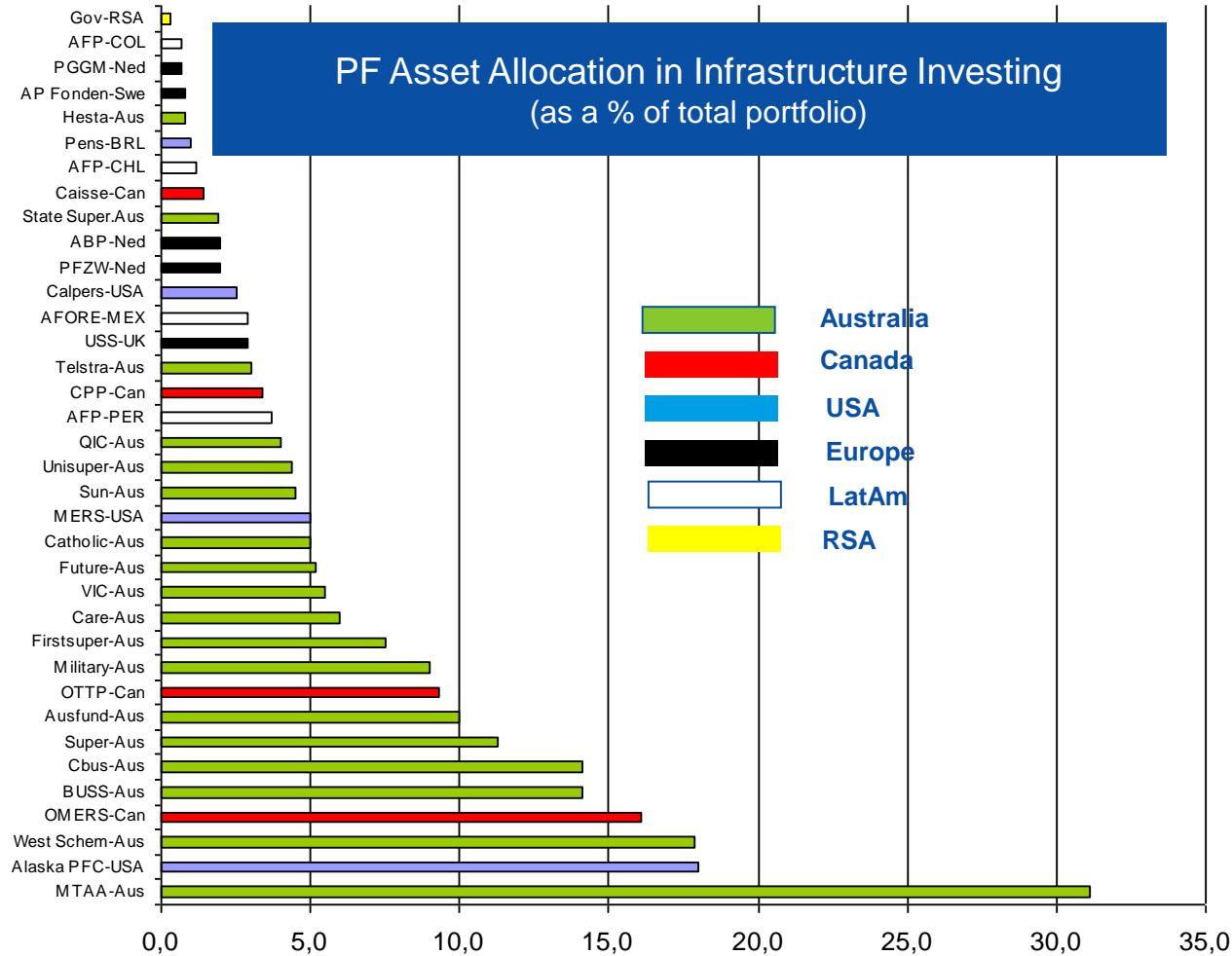
Sección 4

¿Cuánto y cómo se está invirtiendo en infraestructura?

Sección 5

Aspectos a tener en cuenta en la apertura de los fondos de pensiones hacia la inversión en infraestructura

¿Cuánto en infraestructura? Una mirada a los portafolios de los Fondo de pensiones en el mundo

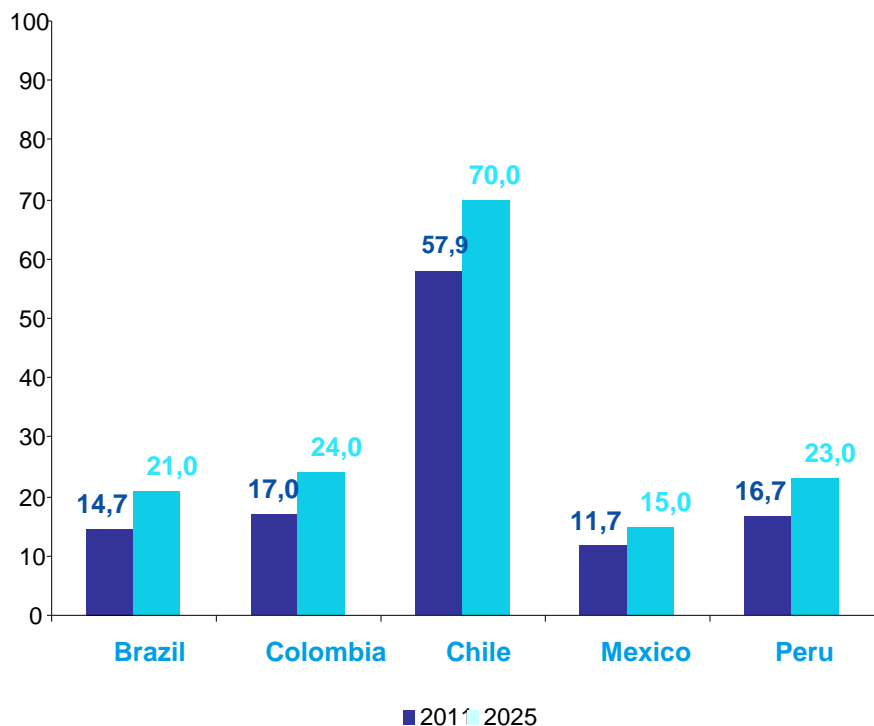


Tamaño de los FP y diversificación del portafolio LatAm

Total FP LatAm – 2011 and 2025

% del PIB

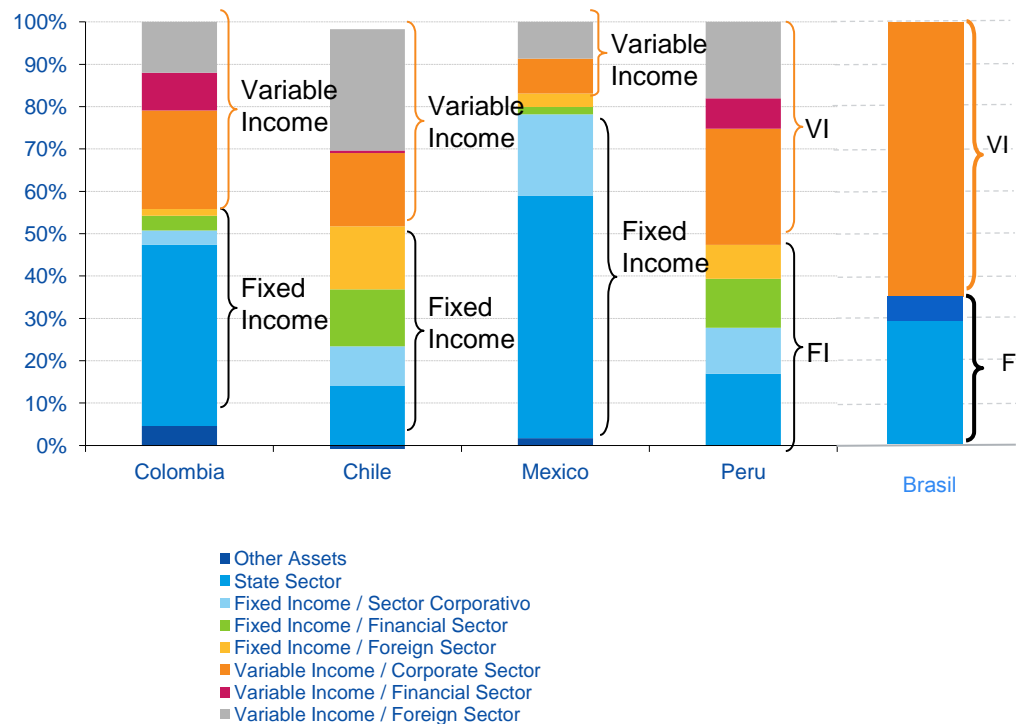
Fuente: BBVA Research (2011)



LatAm – Portafolio de los FP

Porcentaje

Fuente: BBVA Research



- Los FP en LatAm seguirán creciendo en el futuro.
- Estrategias diferentes de diversificación.
- Las regulaciones de los FP en LatAm no han considerado un *asset class* específico para instrumentos financieros relacionados a infraestructura

¿Cuánto invierten los FP LatAm en infraestructuras?

LatAm: Inversión de los Fondos de Pensiones en Infraestructuras 2011

Fuente: Dos Santos, Torres, Tuesta (2011)

	TOTAL FP		Concepto amplio de Inversión en Infraestructura			Inversión Directa en Infraestructura		
	US\$ Mil Mill.	% PIB	US\$ Mil Mill.	% PIB	% Portafolio	US\$ Mil Mill.	% PIB	% Portafolio
Brazil	310	14,7%	62,6	3,0%	21,0%	3,1	0,1%	1,0%
Colombia	51	17,0%	9,5	3,5%	18,7%	0,4	0,2%	0,7%
Chile	158	57,9%	14,4	5,4%	10,3%	1,9	0,7%	1,2%
Mexico	121	11,7%	10,8	1,1%	9,2%	3,5	0,4%	2,9%
Peru	24	16,7%	3,4	2,3%	11,1%	0,9	0,6%	3,7%
LatAm	664	17,5%	100,7	2,7%	15,2%	9,8	0,3%	1,4%

Instrumentos financieros utilizados en LatAm para la inversión en infraestructura

Algunos instrumentos financieros usados por FP para invertir de manera directa en infraestructura

Source: Dos Santos, Torres y Tuesta (2011)

Bonos Infraestructura-CHL

- 1998. Bonos con grado de inversión
- Hasta 24 años. Ingreso mínimo garantizado por el gobierno
- Riesgo político y regulatorio garantizado por monoliners y el BID

Bonos CRPAO -PER

- 2006. Carreteras IIRSA.
- Instrumento deuda (15años) emitido por el gobierno,
- Garantía gobierno sujeto a estrictos mecanismos de supervisión (Certificado progreso).

Bono CRPI -PER

- 2006. Carreteras IIRSA.
- Instrumento deuda (15años) emitido por el gobierno,
- Garantía gobierno sujeto a estrictos mecanismos de supervisión (Certificado progreso).

Bono de infraestructura-COL (New!)

- 2012. O&M. 10 años mínimo.
- Mínima garantía gobierno.
- Certificado de pago disponible.
- 2 clases de bonos (activo y securitización)

CKDs-MEX

- 2008. "Trust" instrumento estructurado para financiar uno o más proyectos.
- Comité técnico para control del proyecto.
- Participación de operadores experimentados (Real Estate, PE, Infrastructure (24%))

Funds

- Fondos de Infraestructura
- Fondos de Private Equity
- Fondos de Investimento em Participacoes-FIPs (BRA)

Rendimientos de FP LatAm en Infraestructura

Rendimientos en Inversión en Infraestructura Directa LatAm

Source: BBVA Research (2012), national government sources

	2011		2011		2011
Bond- Infra.-Avg-CHL(02-11)	10,5%	CKD- LATIN (IRR)	20-30%	CKD-Vertex-MEX (IRR)	14-18%
Inf. Fund Prime-CHL	9,0%	CKD INFR-Macquaire (IRR)-MEX	8%	CKD-Wamex-MEX (IRR)	12,5%
CKD-AGC-MEX (IRR)	8,0%	CKD INFR- MARHNOS (IRR)-MEX	11-14%	CKD-AMB - MEX (IRR)	13-16%
CKD- Artha- MEX /IRR)	12%	CKD INFR-Navix-MEX (IRR)	16-18%	CKD INFR-GBM-MEX (IRR)	16-19%
CKD- Atlas.MEX (Exp. IRR)	8%	CKD-Nexus-MEX (IRR)	20%	Inf. Fund AC- PE (Ytd)	37,9%
CKD-Capital Inmobiliario-MEX (IRR)	11,5%	CKD- Pinebridge-MEX (IRR)	20-25%	Inf. Fund Larrain PE (IRR)	22,2%
CKD- EMX Capital-MEX (IRR)	25-30%	CKD-PLA (PRUMEX)-MEX (IRR)	16-22%	Bond-SPV Pq Rimac-PE (Coupon)	6,5%
CKD-MEXGIS 3-MEX (IRR)	18-22%	CKD-Planigrupo-MEX (IRR)	16-20%	Bond-SPV IIRSA N-PE (Coupon)	8,75%
CKD-MRP-MEX (IRR)	16-20%	CKD-Promecap-MEX (IRR)	10-25%	Bond-SPV Taboada-PE (Coupon)	5,97%
CKD INFR- Institucional MEX (IRR)	16-20%	CKD- Carreteras Occ-MEX (IRR)	11-15%	Bond –SPV Huascacocha PE (Coupon)	5,2%

Índice

Sección 1

Fondos de pensiones privados, gestión del portafolio y obra pública

Sección 2

Las Necesidades de infraestructura de un país y el potencial impacto económico de los fondos de pensiones

Sección 3

La Necesidad de los fondos de pensiones de invertir en infraestructura

Sección 4

¿Cuánto y cómo se está invirtiendo en infraestructura?

Sección 5

Aspectos a tener en cuenta en la apertura de los fondos de pensiones hacia la inversión en infraestructura

Sección 5

Comentarios finales

¿Cómo definir la diversificación ideal del portafolio?

- De la experiencia internacional, no se desprende una única aproximación respecto al % del portafolio en infraestructura, **Hay simplemente fondos más agresivos o menos agresivos.**
- Viendo los % que actualmente tienen los **fondos LatAm (entre 1 y 4%), estos parecen razonables.**
- **No recomendable escenarios de imposición regulatoria de % mínimos a invertir en obra pública: distorsiones y riesgos sobre FP.**
- En general, **respetar el rol fiduciario de los gestores de FP.** Esto es clave.
- Si se quiere incentivar mayor participación de FP en infraestructura, **Estado puede apoyar favoreciendo condiciones institucionales y de crecimiento.**

Criterios a considerar para que un FP invierta en infraestructura

- **Gestión de la frontera eficiente:** maximizar la rentabilidad del fondo sujeto al riesgo y de acuerdo a régimen de inversión.
- **Buen criterio de diversificación** del FP. Instrumentos financieros relacionados a obra pública serán bienvenidos mientras correlación sea menor a cartera actual (**anticiclicidad**).
- ¿Qué tanto riesgo está el **FP (y la regulación) a tolerar?**
- **Mayor involucramiento en infraestructura requiere conocimiento especializado de FP.** Se requiere capital humano en cantidad y calidad a nivel FP y privados y gobierno.
- El análisis técnico es clave porque **no toda obra pública es exitosa.** LatAm ha experimentado crisis macroeconómicas derivadas de ello (e.g. México, Colombia). **Las obras públicas suelen acarrear mucho “ruido” no técnico.**

Temas que limitan el avance en la inversión en infraestructura y la participación de los FP

1. **Capacidades en el sector público** (autoridades servicios públicos, ministerios, reguladores financieros).
2. **Capacidades de los actores en el sector privado.** Etapa inicial de la **curva de aprendizaje.**
3. **Falta de proceso integral/estandarizado** para desarrollo de concesiones y participación de los actores en algunos países LatAm. **Falta institucionalización de los procesos.**
4. **Cuerpos legales fragmentados** en diferentes sectores económicos y niveles de gobierno condicionan **lento proceso.**
5. **Restricciones administrativas** y exposición a **judicialidad** excesiva de decisiones de actores clave en procesos de concesión
6. Límites a la autoridad de principales **responsables de tomar decisiones** (**decisiones contrapuestas y/o autoridad dispersa**). **Probabilidad de marchas y contramarchas.**
7. **Desarrollo del mercado de capitales.** Se ha avanzado pero instrumentos financieros a más plazos (caso Colombia, donde sólo el 21% de las colocaciones superan el plazo de 10 años)

Índice

Sección 1

Fondos de pensiones privados, gestión del portafolio y obra pública

Sección 2

Las Necesidades de infraestructura de un país y el potencial impacto económico de los fondos de pensiones

Sección 3

La Necesidad de los fondos de pensiones de invertir en infraestructura

Sección 4

¿Cuánto y cómo se está invirtiendo en infraestructura?

Sección 5

Aspectos a tener en cuenta en la apertura de los fondos de pensiones hacia la inversión en infraestructura

Sección 5

Comentarios finales

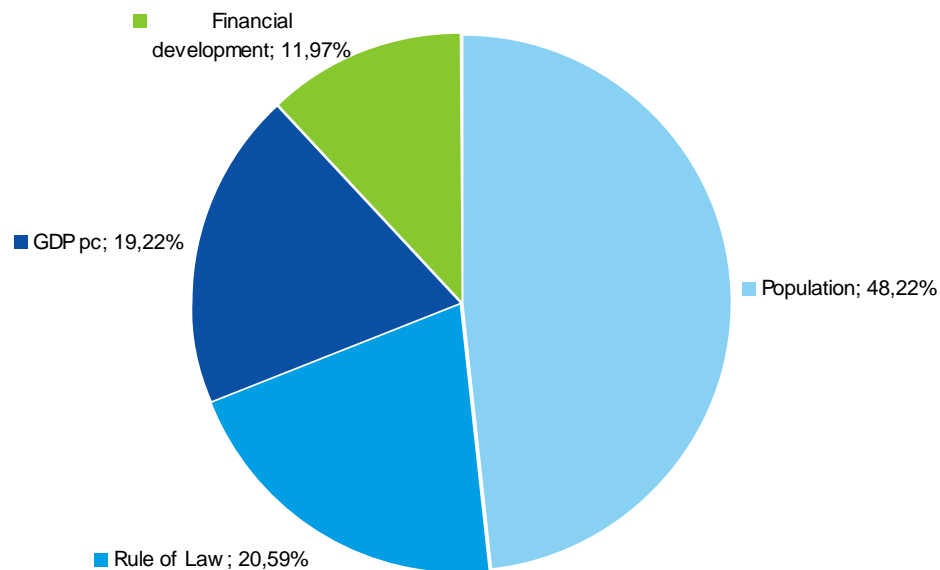
Claves para generar un marco para la inversión de los FP en infraestructura

1. **Identificar los cuellos de botella.** Opinión de los diferentes actores.
2. Modelos de proyección **costo-beneficio institucionalizados/”estándar”**
3. **Regulación**, leyes de concesión y control que sean efectivos y **aseguren la eficiencia**
4. **Marco de inversiones financiera** que crezca junto con el **aprendizaje en nuevas formas de estructuración** para invertir en infraestructuras
5. **Desarrollar instrumentos claros para la mitigación de riesgos.**
6. Necesidad de **consolidar el modelo de Project Finance**
7. **Interacción directa entre expertos en infraestructuras y fondos de pensiones.**
8. **Rol de los organismo multilaterales en asesoramiento y facilitador de experiencias.**
9. **Al final de cuentas un buen marco institucional detrás de los procesos de obra pública.**

El marco institucional es fundamental

Determinantes de la inversión en infraestructura (PPP)-Panel Data- Efectos

Fuente: BBVA Research (2012) with IMF and World Bank data



Resultados del modelo

Fuente: BBVA Research (2012) with IMF and World Bank data

TotalInvestmentCommitments	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]
z2StocksTradedTotalValueof	440,3382	134,3063	3,28	0,001	177,1027 703,5736
MoneyandQuasiMoneyM2as	5,718168	6,957225	0,82	0,411	-7,917743 19,35408
OfficialDevelopmentAssistance	0,2432372	0,1269655	1,92	0,055	-0,0056106 0,492085
ReservesImportsOfGoodsandSe	5,291242	47,08033	0,11	0,911	-86,9845 97,56698
Totaldebtserviceofexports	2,419444	10,24259	0,24	0,813	-17,65566 22,49454
Generalgovernmentnetlendingb	-24,1156	22,78077	-1,06	0,29	-68,7651 20,5339
z2logPopulation	1773,164	258,1173	6,87	0	1267,263 2279,064
z2GDPperCapita2000US	706,7458	200,3026	3,53	0	314,16 1099,332
RL_EST	757,1392	354,4137	2,14	0,033	62,5011 1451,777
cons	65,52024	496,6049	0,13	0,895	-907,8074 1038,848

Tendencias que influirán en el rol de los FP en infraestructura

- Desde una perspectiva de **curva de aprendizaje** de la inversión de los FP en obra pública, **LatAm está en el comienzo, lo que puede implicar mayores desarrollos.**
- Se presenta un **escenario de tasas de interés bajas** como consecuencia de (i) políticas monetarias mundiales, (ii) condiciones financieras, (iii) nuevos desarrollos normativos (Basilea III, Solvencia II, otros). **Esto hace necesario que PF busquen alternativas (obra pública) para mejorar rentabilidad de la cartera.**
- **El riesgo de longevidad reducirá las futuras pensiones.** La rentabilidad que puedan brindar las **inversiones de infraestructura es un imán para mejorar portafolios.**
- **El rol de los gobiernos.** ¿Qué marco normativo facilitarán?
- **LatAm tiene una importante brecha de infraestructura que los gobiernos no pueden financiar solos.**

A tener en cuenta

- Los FP en LatAm y proyectos de Infraestructura tienen acoplamiento interesante: **círculo virtuoso a reforzarse**
- El **impacto en el crecimiento económico y en el bienestar** es considerable.
- Los **activos de los FP en la región incrementarán enormemente en próximas décadas. Necesitarán diversificación** y pueden ser participante financiero interesante en nuevos proyectos
- Uno de los factores clave que necesita ser resuelto es el **marco institucional de las asociaciones público-privadas (PPP)**.
- **Reforzar avances en la curva de aprendizaje:** reforzamiento mutuo mercados financieros, desarrolladores de proyectos, instrumentos financieros y las regímenes de inversión de los FP
- Importancia del desarrollo de capacidades del Estado. **Rol amplio para la acción de organismos multilaterales a partir de experiencia global acumulado en la materia.**

Muchas gracias

david.tuesta@bbva.com

www.bbva.com