



## Un nuevo patrón crecimiento-riesgo

Uno de los resultados destacables de la reciente crisis ha sido el cambio del perfil riesgo-crecimiento entre las economías desarrolladas y las emergentes. Aunque el crecimiento económico ha favorecido normalmente a los mercados emergentes (ME), la compensación del riesgo-retorno jugaba por lo general en su contra.

Este paradigma ha empezado a cambiar como consecuencia de la crisis mundial, aunque las semillas del cambio pueden encontrarse incluso antes. La crisis de Asia y América Latina en la década de los noventa actuó como una potente llamada de advertencia para que los ME mejoraran sus políticas económicas. En primer lugar, contribuyeron a reducir los desequilibrios macroeconómicos. En segundo lugar, y más importante, introdujeron la idea de un enfoque prudencial para evitar problemas en el futuro.

## Los déficits gemelos de las economías desarrolladas y emergentes a “vista de pájaro”

Un criterio sencillo para explicar el cambio en el perfil de riesgo del mundo consiste en comprobar visualmente las cuentas fiscales y corrientes tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas. El Gráfico 1 muestra que los desequilibrios de las economías desarrolladas están ahora más concentrados en el cuadrante que más preocupa (déficit por cuenta corriente y déficit fiscal) y algunos de ellos se sitúan dentro de los límites peligrosos (ambos desequilibrios por encima del 3%). En cambio, las líneas dispersas de los ME muestran una situación más favorable, y la mayoría de los países se sitúan fuera del área de déficits gemelos del 3%.

Como es lógico, algunos de los patrones divergentes son el resultado de los efectos cíclicos desencadenados por el impacto de la crisis reciente. Por tanto, creemos que es más relevante evaluar la situación de los déficits gemelos estructurales. Para ello, descomponemos tanto la balanza por cuenta corriente como las cuentas fiscales en el componente estructural y el componente cíclico (véase el Recuadro sobre Metodología) para dar respuesta a las siguientes cuestiones:

- ¿Qué tamaño tienen los déficits gemelos estructurales?
- ¿Cuáles son los motores estructurales del déficit por cuenta corriente estructural?
- ¿Cómo ha afectado la crisis financiera a estos motores estructurales?

## Si profundizamos más, los “déficits gemelos estructurales” (excluido el componente cíclico) se encuentran por lo general en los países desarrollados. Sin embargo, también aparecen algunos casos preocupantes en los ME

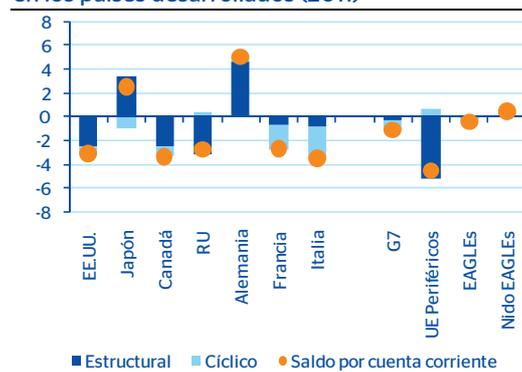
Tal como se describe en el recuadro sobre la metodología, calculamos un panel para la balanza por cuenta corriente que cubre el periodo entre 1980 y 2010 de 46 economías, lo que representa en torno al 90% del PIB mundial<sup>1</sup>. Las variables explicativas que se tienen en cuenta son las cuentas fiscales, los activos externos netos iniciales, los factores demográficos (ratios de dependencia y crecimiento de la población), las complejidades financieras, el crecimiento, los términos de intercambio, el grado de apertura comercial y la ratio de inversión (véase el Recuadro sobre Metodología para obtener una explicación más detallada).

<sup>1</sup> Argentina, Australia, Austria, Bangladés, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Egipto, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hong Kong, India, Indonesia, Irlanda, Italia, Japón, Corea, Malasia, México, Países Bajos, Nigeria, Pakistán, Panamá, Paraguay, Perú, Filipinas, Polonia, Portugal, Rusia, Singapur, Sudáfrica, España, Taiwán, Tailandia, Turquía, Reino Unido, Estados Unidos, Uruguay, Venezuela y Vietnam.

Si aplicamos coeficientes a la media móvil de 5 años de variables explicativas y añadimos los efectos del país que representan factores omitidos, podemos hacer un cálculo aproximado del **componente estructural de la cuenta corriente**. Los principales hallazgos son los siguientes:

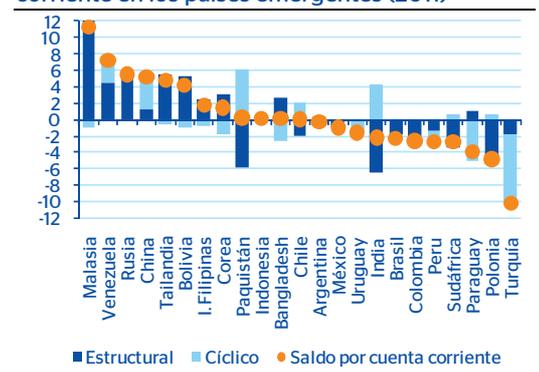
- **Economías desarrolladas:** a excepción de Alemania y Japón, el resto de los países del G7 tienen déficits por cuenta corriente estructurales. EE. UU., Canadá y el Reino Unido presentan desequilibrios estructurales superiores al 2% del PIB. Aunque relativamente elevada, esta cifra es considerablemente más baja que la de la periferia de la UE, que tiene de promedio un déficit estructural de cerca del 5% del PIB.
- **Economías emergentes:** Si tomamos la propia agrupación de BBVA de las principales economías emergentes (los EAGLES y el Nido de EAGLE<sup>2</sup>), su posición estructural se aproxima al equilibrio, es decir, a cero. El mayor superávit estructural lo registra Malasia (cerca del 12% del PIB). El superávit estructural también es significativo en el caso de Tailandia y Corea (por encima del 5%), los exportadores de petróleo y gas (Venezuela y Rusia, por encima del 4%) y, en menor medida, China (1,5%). En cambio, los mayores desequilibrios externos se encuentran en la India y Pakistán (más del 6%), seguidos de Sudáfrica (en torno al 3,5%). Por último, Brasil, Colombia, Perú y Turquía presentan déficits por cuenta corriente estructurales moderados (en torno al 2%).

Gráfico 3  
**Descomposición de la cuenta corriente en los países desarrollados (2011)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4  
**Descomposición de la balanza por cuenta corriente en los países emergentes (2011)**



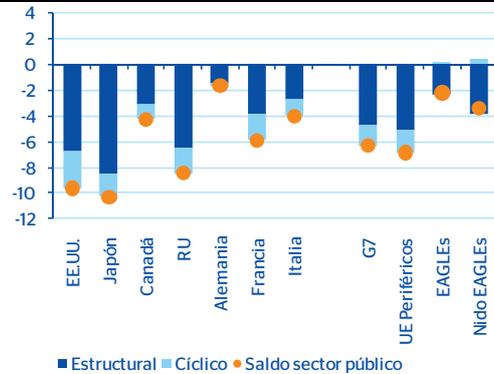
Fuente: BBVA Research

En lo que respecta a los **desequilibrios fiscales**, la posición relativa de las economías desarrolladas y de las emergentes también es distinta:

- **Economías desarrolladas:** la mayoría del G7 (excepto Alemania) presenta posiciones preocupantes de los déficits ajustados cíclicamente. Este es especialmente el caso de Japón (8%) y de EE. UU. y el Reino Unido (ambos con un déficit estructural próximo al 6,5%), pero Francia (4%) e Italia (3%) también están en esta situación a pesar de los recientes ajustes de consolidación fiscal. Como promedio, y después del proceso de consolidación fiscal, la situación de la periferia de la UE (con un promedio cercano al 5%) es ahora similar a la del G7.
- **Economías emergentes:** aunque en mejor posición, muchos de los EAGLE y en particular los países del Nido de EAGLE también presentan déficits ajustados cíclicamente. El mayor déficit estructural correspondería a Egipto (9% del PIB), la India (8%), Polonia, Vietnam y Malasia (6%), Venezuela (cerca del 5%), Taiwán, Sudáfrica y Paraguay (en torno al 4% en todos los casos). Colombia, Argentina y Brasil tienen déficits por cuenta corriente estructurales más bajos, en torno al 3% del PIB. Y aún son más bajos (2%) en Tailandia, Turquía, China, Indonesia y Chile. Por último, Rusia y Perú registran una posición fiscal estructural casi neutra.

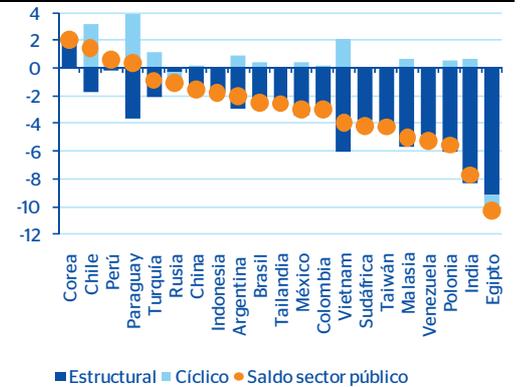
<sup>2</sup> Encontrará más información en <http://www.bbvaeagles.com/> Próximamente se publicará un nuevo informe anual en febrero de 2012.

Gráfico 5  
Descomposición de las cuentas fiscales en los países desarrollados (2011)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6  
Descomposición de las cuentas fiscales en los países emergentes (2011)



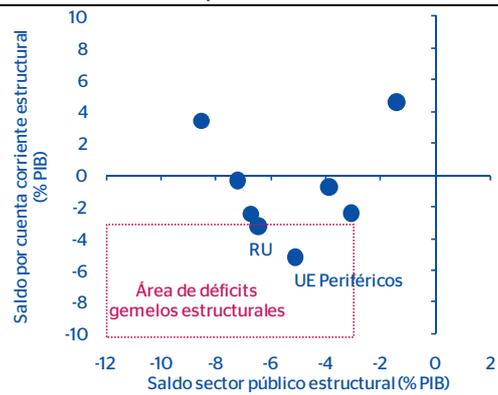
Fuente: BBVA Research

### ¿Quiénes son los reyes de los déficits estructurales gemelos?

Una vez divididas las cuentas corrientes y las cuentas fiscales entre los componentes estructurales y los componentes cíclicos podemos determinar qué países presentan la posición de mayor vulnerabilidad en términos de desequilibrios estructurales gemelos. Para ello, hemos identificado qué países se sitúan en el área de déficits gemelos estructurales, definida como el área con déficits estructurales superiores al 3%. Los principales resultados son los siguientes:

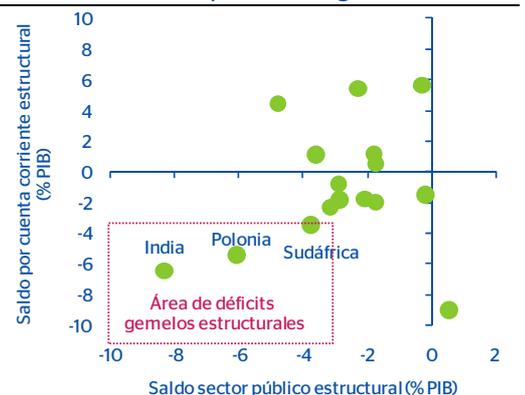
- **Economías desarrolladas:** los países de la periferia europea son los países con déficits estructurales más elevados, pero la posición del Reino Unido dista mucho de ser cómoda.
- **Economías emergentes:** sólo tres países de nuestros grupos EAGLE y Nido de EAGLE están dentro de la región de vulnerabilidad. La India es el caso más preocupante. Polonia y Sudáfrica, aunque están dentro del área de vulnerabilidad, tienen desequilibrios estructurales próximos a nuestra referencia del 3%. Hay otros países fuera del área de déficits gemelos estructurales pero sin margen, como Brasil, Turquía, Chile y Argentina.

Gráfico 7  
Cuentas corrientes y cuentas fiscales estructurales en los países desarrollados (2011)



Fuentes: BBVA Research y FMI

Gráfico 8  
Cuentas corrientes y cuentas fiscales estructurales en los países emergentes (2011)



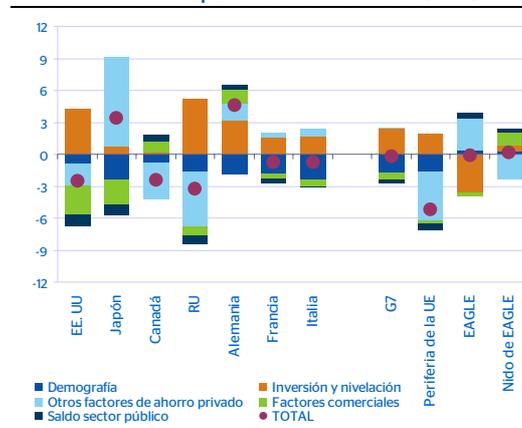
Fuentes: BBVA Research y FMI

### Los motores de la balanza por cuenta corriente estructural

Una vez estimado el modelo podemos valorar los factores que determinan la posición estructural de la cuenta corriente. Hemos agrupado las variables relacionadas con el ahorro en posición fiscal, demografía (ratios de dependencia y crecimiento de la población), otros factores de ahorro privado (incluida la complejidad financiera) y variables relacionadas con el comercio. Por último, también tenemos en cuenta la inversión. Los principales resultados del análisis de 2011 son los siguientes:

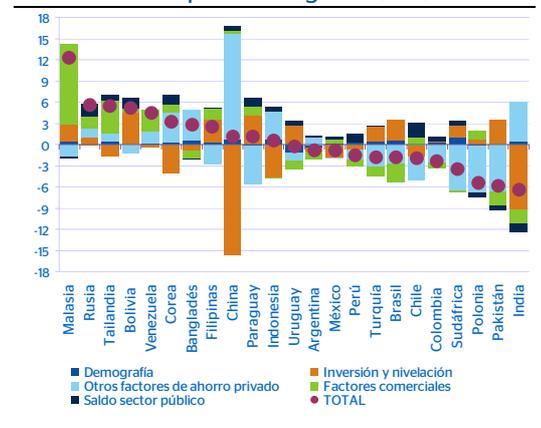
- Economías desarrolladas:** en términos generales, los factores relacionados con el ahorro son responsables de las posiciones estructurales de la cuenta corriente en 2011, ya que las ratios de inversión se han reducido durante la crisis. Este es en particular el caso de los factores demográficos, cuya contribución negativa es uniforme en todos los países. El argumento de los déficits gemelos no es homogéneo para la posición estructural de 2011. Hay pruebas para sostener el argumento de los déficits gemelos en los países de la periferia de la UE, EE. UU., Reino Unido y Japón, pero no en Canadá y Alemania. Los factores relacionados con el comercio también son responsables de la balanza por cuenta corriente estructural, que pesa negativamente en países relativamente cerrados como EE. UU. y Japón y, en menor medida, en Francia e Italia, mientras que el efecto es positivo en Alemania y Canadá. Otros determinantes del ahorro en el sector privado, en su mayoría relacionados con consideraciones sobre la financiación, también son impulsores de los déficits estructurales en la mayoría de los países, pero no en todos (las excepciones principales son Japón y Alemania). Por último, una tasa de inversión por debajo de la media mundial contribuye positivamente a la balanza por cuenta corriente de prácticamente todos los países desarrollados.
- Economías emergentes:** al contrario de lo que ocurre en las economías desarrolladas, los factores relacionados con el ahorro normalmente apoyan los saldos estructurales en los países EAGLE. Los factores demográficos son contribuyentes netos o ligeramente positivos de los saldos estructurales de los ME, ya que la población es más dinámica y las ratios de dependencia de los jóvenes son más elevadas, lo que compensa su condición de economías menos envejecidas. El impacto fiscal también ha sido positivo, excepto en Pakistán y la India. La contribución de otros factores de ahorro privado, que añade consideraciones de protección social a estas economías, no es uniforme en todos los países. Contribuye de forma positiva en China, la India, Rusia y Corea. Por otro lado, presiona los déficits estructurales en Sudáfrica, Pakistán, Brasil, Chile y Turquía, entre otros. También hay asimetrías en el motor de la inversión. Hay países en los que las todavía bajas tasas de inversión apoyan los superávits de las balanzas por cuenta corriente estructurales (Brasil, Turquía, Filipinas y Malasia), en contraste con las tasas de inversión muy elevadas que presionan los déficits estructurales (China, la India, Indonesia y Corea).

Gráfico 9  
**Descomposición de la cuenta corriente estructural en los países desarrollados (2011)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 10  
**Descomposición de la balanza por cuenta corriente estructural en los países emergentes (2011)**



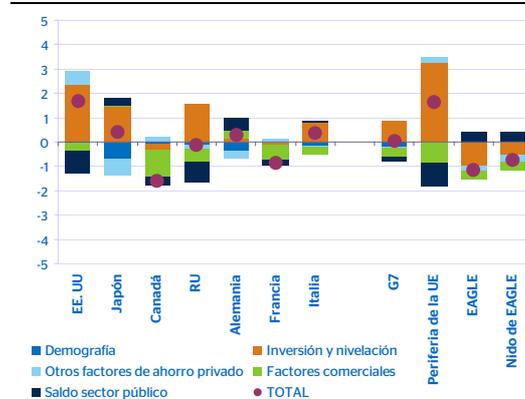
Fuente: BBVA Research

## Los efectos de la reciente crisis financiera en la balanza por cuenta corriente estructural

La crisis financiera actual ha desencadenado importantes ajustes de la cuenta corriente en algunos países, provocando una corrección parcial de los desequilibrios estructurales. El análisis de la contribución de los distintos factores nos lleva a las conclusiones siguientes:

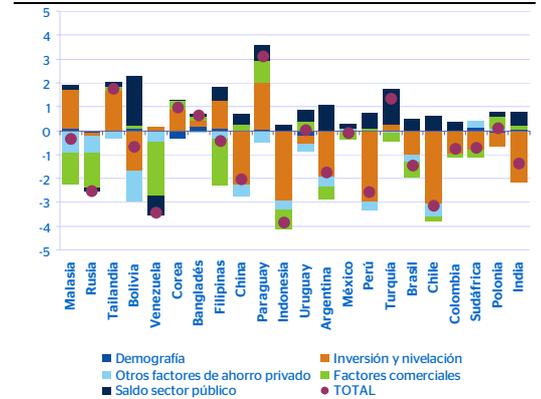
- Economías desarrolladas:** las economías previamente recalentadas (EE. UU., periferia de la UE) han experimentado un cambio positivo en sus posiciones estructurales (un promedio de mejora de 2 puntos porcentuales), debido principalmente a cambios drásticos en el componente estructural de la inversión y, en menor medida, por el grupo de otros factores de ahorro privado, debido al proceso de desapalancamiento y al aumento del ahorro precautorio. Sin embargo, el deterioro fiscal estructural ha limitado el ajuste potencial en estos países. Así pues, parece que además de los efectos cíclicos, el proceso de desapalancamiento también mejora las posiciones estructurales de estas economías. En cambio, Japón y Alemania no han cambiado significativamente sus posiciones estructurales.
- Economías emergentes:** la mayoría de las economías de los mercados emergentes han experimentado un deterioro de su posición estructural, contribuyendo, por tanto, al ajuste del desequilibrio mundial. Los principales impulsores del ajuste son el componente de la inversión seguido de los factores relacionados con el comercio en el caso de los exportadores de materias primas (debido a la gran caída de los términos de intercambio tras la crisis). El factor fiscal ha contribuido a apoyar las posiciones estructurales, ya que las cuentas fiscales estructurales mejoraron con respecto al resto del mundo durante el periodo 2011-2007.

Gráfico 11  
Economías desarrolladas: cambios en la balanza por cuenta corriente estructural (2011 frente a 2007)



Fuentes: BBVA Research y FMI

Gráfico 12  
Economías emergentes: cambios en la balanza por cuenta corriente estructural (2011 frente a 2007)



Fuentes: BBVA Research y FMI

## Recuadro sobre Metodología: Descomposición estructural y cíclica de la balanza por cuenta corriente y de las cuentas fiscales

### Descomposición de los componentes cíclico y estructural de la balanza por cuenta corriente

La literatura sobre los determinantes de la balanza por cuenta corriente se ha centrado en un grupo de indicadores alternativos que se utilizan como variables explicativas del ahorro y la inversión<sup>3</sup>. Los determinantes del ahorro, tanto del sector público como del privado, son los siguientes:

- **Cuentas fiscales:** la relación entre la política fiscal y el ahorro privado y la cuenta corriente depende de hasta qué punto los consumidores reaccionen según el modelo keynesiano o ricardiano. El modelo keynesiano presupone que un mayor déficit fiscal, como resultado de unos impuestos más bajos o de un mayor gasto del gobierno, aumenta la renta disponible y, por consiguiente, el consumo, y reduce el ahorro privado, lo que conduce a un déficit por cuenta corriente más elevado y, en consecuencia, apoya la hipótesis de los déficits gemelos. Sin embargo, esta hipótesis no se mantiene forzosamente cuando los consumidores perciben que la situación fiscal es cada vez más insostenible, pues se espera un aumento de impuestos o la reducción del gasto del gobierno (es decir, la consolidación fiscal) en el futuro, y los agentes reducirán el consumo y aumentarán el ahorro precautorio ("equivalencia ricardiana"). Aunque ambas teorías coexisten teóricamente, la mayoría de la literatura empírica apoya el argumento keynesiano, por tanto, cabría esperar un signo positivo.

- **Posición inicial de los activos externos netos (AEN):** aunque el análisis teórico podría conducir a resultados ambiguos, la mayoría de los análisis empíricos muestran una relación positiva. Por un lado, los países muy endeudados (AEN negativos) normalmente registran flujos de renta negativos, que pesan negativamente sobre la cuenta corriente. Por otro lado, se espera que los elevados niveles de endeudamiento (es decir AEN negativos) mejoren con el tiempo la posición de la cuenta corriente para conservar la solvencia a largo plazo, lo que indica una asociación negativa.

- **Demografía:** una mayor cuota de población dependiente económicamente inactiva normalmente reduce el ahorro nacional y disminuye la balanza por cuenta corriente. Para

representar esto, nuestro modelo incluye ratios de dependencia de jóvenes y de personas de edad avanzada. También utilizamos el crecimiento de la población para plasmar la disponibilidad de la población activa futura, lo que permitiría tener déficits a cuenta de la generación de renta en el futuro. Se espera que las tres variables demográficas reduzcan la balanza por cuenta corriente, de modo que cabría observar un signo negativo.

- **Complejidad financiera:** aunque un sistema financiero bien desarrollado podría inducir a un mayor ahorro porque se esperan rentabilidades más altas y por consiguiente explicaría un coeficiente positivo, el proceso de liberalización de los mercados financieros se asocia normalmente con niveles más bajos de ahorro privado, ya que un mayor grado de integración de los mercados de capitales permite a los bancos prestar a un coste más bajo para los individuos, por ejemplo para la compra de vivienda o para el consumo. Esto podría conducir a una importante caída del ahorro.

- **Renta per cápita relativa y crecimiento ("Efectos de nivelación"):** en su proceso de desarrollo, se espera que los países en transición con rentas bajas tengan déficits externos. Las economías involucradas en un proceso de transición rápido podrían estar anticipando un incremento de la renta en el futuro, lo que llevaría a un menor ahorro y a una mayor inversión. Sin embargo, el canal de renta permanente podría no funcionar debido a las restricciones a los préstamos. Además, las economías que están en las primeras etapas de desarrollo económico tienen mayor necesidad de inversión y es probable que financien la inversión a través del endeudamiento externo.

- **Términos de intercambio y grado de apertura comercial:** un determinante externo del ahorro, como una mejora en los términos de intercambio eleva el nivel de renta real y eleva el ahorro (ya que la tendencia marginal a consumir es inferior a uno). El efecto neto depende básicamente del grado de apertura comercial, pero el signo sería positivo. Las fluctuaciones dependen de la condición de exportador neto o importador neto del país en determinados productos, como las materias primas. La mayoría de las regresiones sólo tienen en cuenta la balanza comercial del petróleo, pero es posible que algunos países dependan más de otras materias primas, como en el caso de los ingresos del cobre en Chile. **Grado de apertura comercial:** utilizado como indicador de las barreras al comercio, el signo es ambiguo, ya que la apertura no predefine la dirección de los flujos de comercio, aunque en el ejemplo que se utiliza aquí, los países con un alto grado de apertura comercial muestran actualmente un considerable superávit por cuenta corriente.

<sup>3</sup> Un documento resumen muy interesante es "Thousands of Models, One Story: Current Account Imbalances in the Global Economy", Michele Ca' Zorzi, Alexander Chudik y Alistair Dieppe, The Globalization and Monetary Policy Institute, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No. 100, December 2011 <http://www.dallasfed.org/institute/wpapers/2011/0100.pdf> Otras referencias valiosas son "Current account benchmarks for Central and Eastern Europe", Michele Ca' Zorzi, Alexander Chudik and Alistair Dieppe, ECB Working Paper Series, NO 995 / January 2009 <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp995.pdf>, "Global imbalances: a saving and investment perspective", Chapter II, IMF World Economic Outlook, September 2005 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/02/pdf/chapter2.pdf> "Current Account Balance Estimates for Emerging Market Economies", Leandro Medina, Jordi Prat and Alun Thomas, IMF Working Paper 10/43, February 2010 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1043.pdf> and "Structural and cyclical factors behind current-account balances", Celistia Cheung, Davide Furceri and Elena Rusticelli, OECD Working Papers No.775, 2010 <http://bit.ly/yj3Xvn> Por otra parte, se discutieron interesantes estudios de casos prácticos de países con superávit y déficit estructural en el reciente seminario del FMI "Analyzing (External) Imbalances" <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/imbances/index.htm>.

Una vez que hemos tenido en cuenta los determinantes del ahorro, medimos la inversión directamente introduciendo la inversión en el modelo. Si la ratio de inversión aumentara, dada una determinada ratio de ahorro, cabría esperar un empeoramiento de la balanza por cuenta corriente. Sin embargo, se espera que la ratio de inversión pueda generar tal avance de la productividad en el futuro que con el tiempo podría mejorar la balanza por cuenta corriente a través de un mayor nivel de exportaciones, lo que permitiría a las generaciones presentes gastar más<sup>4</sup>.

Hemos estimado una variedad de modelos para valorar la solidez de la especificación: un modelo con periodos de 5 años sin solapamiento y efectos aleatorios del país, dos modelos con periodos de 5 años con solapamiento: uno con efectos aleatorios del país y otro con efectos fijos del país, y tres modelos con observaciones anuales, uno de ellos dinámico (incluido el retraso de la variable dependiente) y otros dos no dinámicos, uno de ellos con efectos aleatorios del país y el otro con efectos fijos del país. Estos tres últimos modelos distinguen entre coeficientes a corto plazo y a medio plazo.

Con fines de hacer estimaciones y previsiones hemos seleccionado el modelo con observaciones anuales, efectos fijos y que distingue entre coeficientes a corto plazo y a largo plazo. Todas las variables se computan como desviaciones del promedio mundial, excepto en el caso de la variable dependiente, los activos externos netos, la balanza comercial del petróleo y la variación de los términos de intercambio, ya que en todos los casos el promedio mundial sería cero. Los principales resultados de nuestras estimaciones están en línea con la literatura económica:

- El saldo del sector público (como porcentaje del PIB) presenta una considerable y significativa elasticidad a largo plazo en la balanza por cuenta corriente (0,32). En otras palabras, nuestros resultados apoyan la explicación keynesiana de "déficits gemelos".
- Todas las variables demográficas presentan el signo negativo previsto, con un gran coeficiente a largo plazo para la ratio de dependencia de la tercera edad (-0,17) y el crecimiento de la población (-0,57), mientras que la ratio de dependencia de la población más joven tiene un impacto más limitado (-0,02) y un bajo nivel de significación.

- Las variables externas muestran un impacto positivo en la cuenta corriente, mucho más significativo y relevante en el caso de la balanza comercial del petróleo como porcentaje del PIB (0,15) que en el de los términos de intercambio (0,01). El grado de apertura comercial (la suma de los flujos comerciales como porcentaje del PIB), que tiene a priori un signo ambiguo, también parece tener un efecto positivo (0,09).
- La ratio de inversión muestra un elevado y significativo coeficiente negativo (0,70), lo que ayuda a explicar las reversiones de la cuenta corriente observadas tras la crisis asiática y las propias correcciones en los países periféricos de la zona euro.
- Hay varios factores que consideramos irrelevantes, al menos en nuestro modelo de especificación, como la cantidad de riqueza acumulada (activos externos netos), la complejidad financiera o los efectos de nivelación del crecimiento del PIB real.

### Descomposición de los componentes cíclico y estructural de las cuentas fiscales

La literatura fiscal es menos prolífica en las estimaciones de paneles empíricos, ya que no hay razones teóricas para esperar rentas comunes y elasticidad de gasto en todos los países. Por ello, dependemos de la metodología desarrollada por el FMI para descomponer las cuentas fiscales cíclicas y estructurales de los países de nuestra muestra<sup>5</sup>. Bajo este enfoque, las elasticidades individuales de cada país se utilizan tanto para los ingresos como para los gastos de las cuentas fiscales.

Para calcular el saldo presupuestario ajustado estructural o cíclicamente, el componente cíclico se extrae de forma independiente de los ingresos y gastos. Este componente se sustrae luego de las cifras agregadas para obtener el saldo estructural. Los ingresos ajustados cíclicamente pueden obtenerse ajustando los ingresos reales para el efecto de la desviación del potencial del resultado real; la elasticidad de los ingresos define la fortaleza del efecto cíclico<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> El impacto de los activos externos netos es ambiguo y depende de las especificaciones del modelo, quizá porque los efectos del país absorben su capacidad explicativa.

Véase la metodología completa en "When and How to Adjust Beyond the Business Cycle? A Guide to Structural Fiscal Balances", Fabian Bornhorst, Gabriela Dobrescu, Annalisa Fedelino, Jan Gottschalk and Taisuke Nakata. IMF Technical Notes and Manuals, April 2011 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2011/tnm1102.pdf>

<sup>6</sup> Una elasticidad superior a uno implica que un incremento en la brecha de producción desencadena una variación más que proporcional en los ingresos. La misma estrategia se aplica al gasto, aunque, en este caso, la elasticidad sería positiva y próxima a cero.

<sup>4</sup> Además de estas variables, a veces se utiliza una variable ficticia, incluso en los países asiáticos, para explicar el duradero impacto a la baja sobre las ratios de inversión tras la última crisis de la década de 1990.

**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".**