

# Observatorio Económico

## Perú

Lima, 8 de abril de 2014  
Análisis Económico

Unidad de Perú  
Rosario Sánchez  
rdpsanchez@bbva.com

## Competitividad de las exportaciones manufactureras peruanas

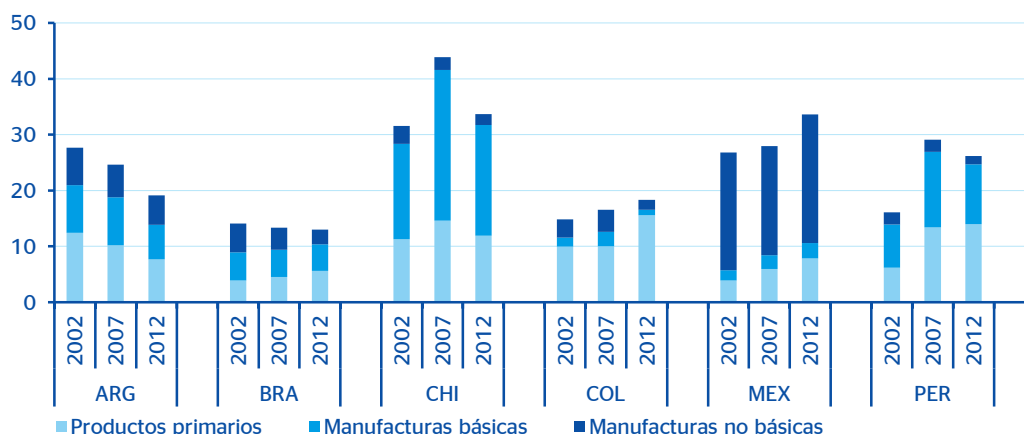
- **El balance de los principales indicadores de competitividad de la manufactura peruana sugiere que esta mejoró en la última década**, a pesar de la apreciación de la moneda local, y que ello se dio de manera heterogénea por sectores.
- **Uno de los indicadores que apunta en ese sentido es el incremento de la participación de las exportaciones manufactureras peruanas dentro del total mundial.** Ello se ha dado tanto en las manufacturas básicas como no básicas.
- **En ese mismo período, la productividad manufacturera avanzó alrededor de 25% en Perú.** El fuerte aumento de la productividad favoreció que los costos laborales unitarios se mantengan relativamente estables, incluso con algún leve descenso.
- **Dentro del conjunto de factores que explica la mejora en la competitividad de la manufactura peruana se encuentran, por ejemplo, la apertura comercial, la mayor facilidad para hacer negocios y para exportar, y el aumento en el acceso al crédito.**
- En un horizonte de análisis más corto, como por ejemplo los últimos cinco años, la competitividad industrial ha retrocedido. Por ello, **es necesario acelerar la mejora de infraestructuras y del capital humano, el fortalecimiento de las instituciones, mayor innovación en procesos y productos, la reducción de trabas a la inversión, y continuar disminuyendo la informalidad**, de manera de no perder lo avanzado e incluso seguir avanzando.

Durante los últimos diez años, las manufacturas peruanas se han tornado más competitivas a nivel global. En ese sentido, su participación dentro del total mundial exportado se ha incrementado. Para ello han sido importantes elementos como el fuerte avance de la productividad, lo que ha permitido que los costos laborales unitarios se mantengan relativamente estables. También han incidido positivamente la apertura comercial y las mayores facilidades para hacer negocios, exportar y acceder al crédito, que han compensado la apreciación de la moneda local. La mejora de la competitividad, sin embargo, ha sido heterogénea por actividades manufactureras y a lo largo del período analizado. Sobre esto último, se observa incluso un retroceso de la competitividad desde 2007. Para no perder lo avanzado y seguir mejorando, es necesario profundizar en temas como infraestructuras, capital humano, innovación, y reducción de trabas a la inversión y de la informalidad.

## Las manufacturas peruanas han ganado cuota en las exportaciones mundiales

Perú es el país de la región que ha experimentado el mayor incremento en su ratio de exportaciones a PIB en el período que va de 2002 a 2012 (+10,1 puntos porcentuales), aunque, como se muestra en el Gráfico 1, con un leve retroceso en la segunda mitad de ese período. Además, es uno de los pocos, junto con México y Chile, en donde ha aumentado el peso de las exportaciones manufactureras dentro del PIB (+2,4 pp).

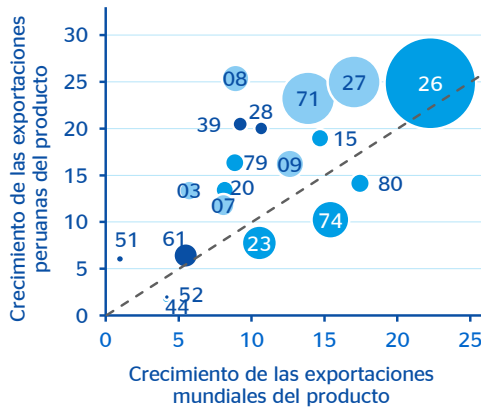
Gráfico 1  
Exportaciones totales: % del PIB



Fuente: WITS y BBVA Research

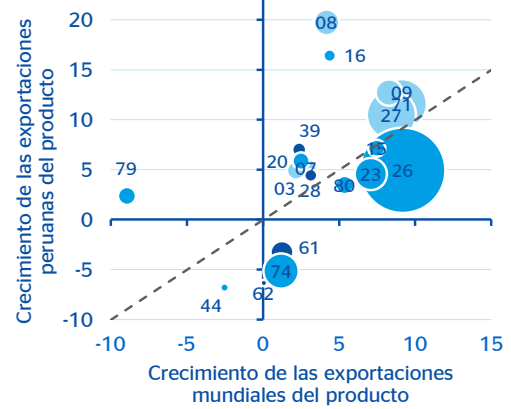
El crecimiento de las exportaciones manufactureras peruanas ha sido significativo en la última década. El país ha ganado cuota mundial en sus principales productos manufacturados no básicos (textiles de punto y ganchillo, productos plásticos, productos químicos inorgánicos y textiles de lana), sobre todo en la primera mitad de la década. Este comportamiento, sin embargo, no ha sido homogéneo. Hay algunos cuantos productos manufacturados no básicos en los que la cuota mundial ha disminuido, entre ellos los textiles de algodón. Por el lado de las manufacturas básicas ocurrió algo similar: aumento de la cuota mundial en general, leve retroceso en la segunda mitad de la década, y desempeño más débil de algunas actividades como el cobre y sus manufacturas, los residuos de la industria de alimentación, y el zinc y sus manufacturas (véanse los Gráficos 2 y 3).

Gráfico 2  
Perú: crecimiento anual (%) de los productos exportados en 2002-2012\*



Fuente: WITS y BBVA Research

Gráfico 3  
Perú: crecimiento anual (%) de los productos exportados en 2007-2012\*

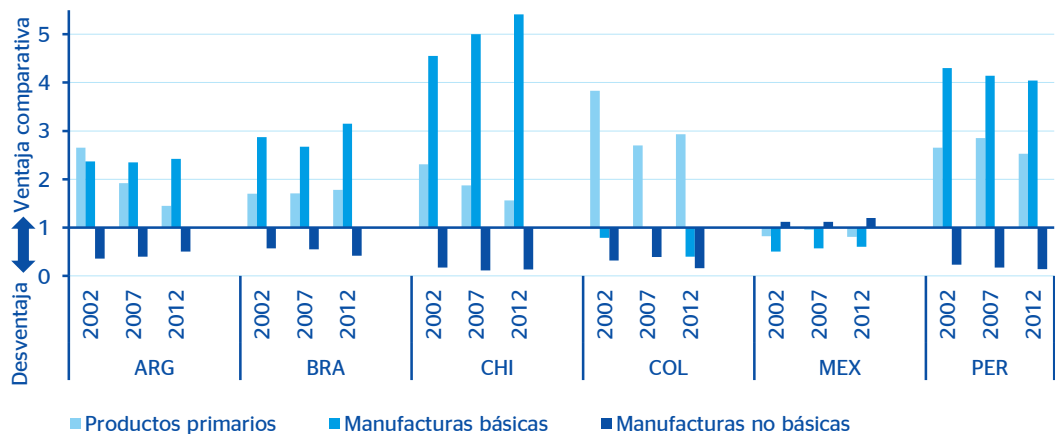


Fuente: WITS y BBVA Research

\* El tamaño de la burbuja indica la cuota del producto en las exportaciones del país, y los colores clasifican los productos según sean: ● Primarios, ● Manufacturas básicas, ● Manufacturas no básicas. Además, cada producto aparece identificado con los dos dígitos de la clasificación HS 2002. Por encima de la línea de 45°, las exportaciones del producto han crecido más en el país que en el mundo y, por lo tanto, el país ha ganado cuota en las exportaciones mundiales.

A pesar de estas ganancias en cuota mundial de participación, el peso del conjunto de las manufacturas en el total de exportaciones peruanas ha disminuido debido al fuerte avance de los productos primarios (en parte importante por el aumento de precios). En alguna medida esto ayuda a explicar el retroceso del indicador de competitividad RCA<sup>1</sup>, tanto para la manufactura en su conjunto como para actividades específicas (véase el Gráfico 4, la Tabla 1).

Gráfico 4  
Indicador de ventaja comparativa revelada (RCA) por agregados de productos



Fuente: WITS y BBVA Research

1: Un indicador estándar de competitividad basado en datos de comercio es la Ventaja Comparativa Revelada (RCA por sus siglas en inglés), calculada como el cociente entre la participación de un sector en las exportaciones de un país y la participación de ese mismo sector en las exportaciones mundiales, de forma que un RCA por encima de 1,0 indica que el país tiene ventaja relativa en ese sector, mientras que un indicador inferior indica desventaja relativa.

Tabla 1

## Indicador de ventaja comparativa revelada (RCA) por actividad industrial

	Argentina			Brasil			Chile			Colombia			México			Perú		
	2002	2007	2012	2002	2007	2012	2002	2007	2012	2002	2007	2012	2002	2007	2012	2002	2007	2012
Productos animales	3,4	4,1	3,4	2,7	3,5	2,7	4,9	3,7	4,2	0,6	1,1	0,2	0,3	0,4	0,5	1,3	1,1	1,1
Productos vegetales	9,6	12,2	9,6	4,2	4,2	5,0	5,8	3,0	3,2	8,1	6,2	3,5	0,9	1,1	1,0	4,4	3,0	3,6
Comestibles	5,0	6,4	6,7	4,3	3,9	4,2	2,9	1,9	1,8	1,4	1,5	0,7	0,7	0,9	0,9	5,7	3,0	2,9
Productos minerales	2,4	1,8	1,6	10,3	9,6	10,5	15,6	17,5	13,8	1,1	0,5	0,1	0,5	0,6	0,8	24,6	25,8	19,2
Combustibles	2,0	0,9	0,5	0,4	0,5	0,6	0,2	0,1	0,0	4,3	2,7	3,5	1,0	1,1	0,7	0,7	0,6	0,6
Químicos y afines	0,6	0,6	0,9	0,5	0,6	0,6	0,7	0,4	0,6	0,7	0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Plásticos y gomas	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	0,3	0,2	0,3	0,8	1,0	0,5	0,4	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
Pieles y cueros	4,0	3,4	2,4	2,1	2,3	1,4	0,2	0,1	0,1	1,4	1,4	0,6	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
Productos de madera	0,5	0,6	0,5	2,1	2,1	1,8	3,7	2,8	3,2	0,7	1,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,7	0,5	0,4
Textiles	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,0	1,0	1,2	0,3	1,1	0,7	0,5	1,8	1,4	1,0
Calzado y sombrerería	0,1	0,1	0,1	2,8	1,7	0,7	0,1	0,2	0,0	0,2	0,5	0,0	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1
Piedra y vidrio	0,2	0,2	0,8	0,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	1,3	1,5	1,9	0,6	0,7	1,1	2,7	3,1	3,5
Metales	1,0	0,5	0,5	1,6	1,2	1,0	4,3	4,5	5,3	0,6	1,0	0,4	0,6	0,6	0,6	2,9	2,0	1,5
Maquinarias y eléctricos	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	1,3	1,4	1,4	0,0	0,0	0,0
Equipos de transporte	0,5	0,9	1,6	0,9	1,0	0,8	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	1,6	1,7	2,4	0,0	0,0	0,0
Varios	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	1,3	1,2	1,3	0,1	0,1	0,0

Fuente: WITS y BBVA Research

En términos de actividades específicas, por ejemplo, es interesante el caso de la industria textil. Actualmente representa alrededor del 19% de las exportaciones no tradicionales. Esta actividad se benefició de la puesta en vigor del ATPDEA (la Ley de Promoción Comercial Andina y Erradicación de la Droga) en el año 2002, que mejoró las condiciones de entrada al mercado estadounidense y sirvió de impulso para aprovechar la ventaja relativa que tenía el país en ese sector, con un RCA de 1,8 (véase la Tabla 1). Sin embargo, a partir de 2005 y más aún de 2006, el vencimiento de las cuotas impuestas por EEUU a las confecciones chinas generó un mayor ingreso de estas al mercado norteamericano y los productos peruanos empezaron a perder participación en el mismo. Más adelante, en los años 2007 y 2008, las exportaciones textiles empezaron a orientarse al mercado venezolano (debido a un arancel cero, tipo de cambio preferencial y alta demanda interna en Venezuela), compensando la pérdida en el mercado norteamericano.

Una actividad industrial también importante por el crecimiento que ha mostrado en la década de análisis es el agropecuario de productos no tradicionales. Su principal ventaja han sido los menores costes que enfrentó respecto a los países competidores y su desarrollo ha venido impulsado por mayores niveles de inversión privada y la implementación de técnicas modernas de producción. Otras ventajas que han favorecido el desempeño de este sector son las favorables condiciones climáticas, los buenos rendimientos y la diversidad de productos. A partir de 2007, los costes laborales de este sector se han incrementado en algunas regiones del país debido a la escasez de mano de obra, con lo que ha adquirido mayor importancia la productividad de los trabajadores y la tecnificación de los procesos, algo que seguirá en los próximos años.

Por el lado de las manufacturas básicas, algunos productos han ganado cuota en las exportaciones mundiales (sobre todo el zinc y sus manufacturas y los preparados vegetales), mientras que otros han perdido cuota, siendo los productos de plomo y los de madera los que han sufrido las mayores pérdidas. En general, sin embargo, se observa que desde 2007 el comportamiento ha sido menos favorable.

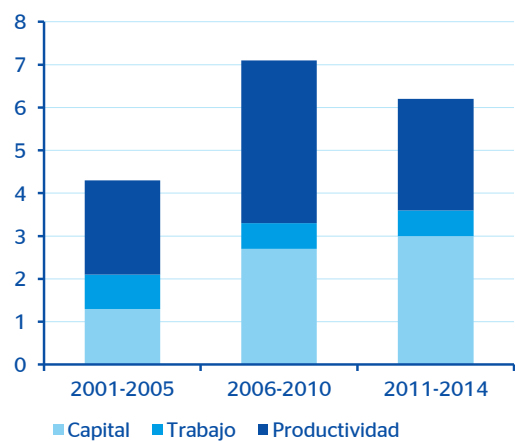
## Mayor productividad llevó a que los costos laborales se mantengan relativamente estables, dándole así soporte a la competitividad

Entre los años 2002 y 2012, la economía peruana registró una tasa de crecimiento promedio anual de 6,4%. Según datos del Ministerio de Economía y Finanzas, poco más del 40% de este crecimiento económico se debió a mejoras en la productividad (véase el Gráfico 5). Es decir, en dicho período la productividad en Perú se incrementó a un ritmo anual de alrededor de 2,6%, siendo esta una de las mayores tasas de expansión en LatAm. Dentro del conjunto de principales socios comerciales de Perú, solo en China la productividad laboral creció de manera más rápida (véase el Gráfico 6).

A pesar de este buen desempeño, la productividad en Perú sigue siendo baja y solo representa el 16% del nivel que alcanza en EE.UU. Ello sugiere que aún existe un amplio espacio de mejora a través de reformas educativas, impulso a la innovación, condiciones favorables para la formalización de la economía, profundización del sistema financiero, y mayor apertura comercial, entre otras medidas.

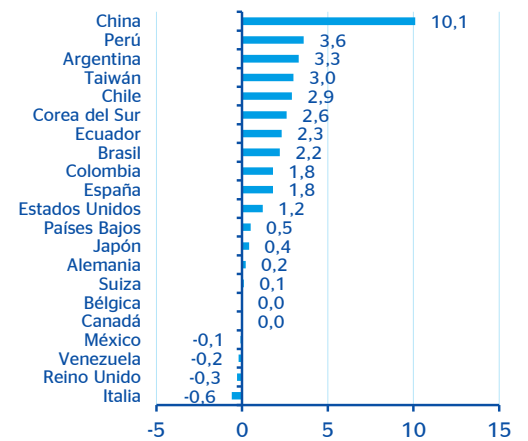
En el sector manufacturero en particular, la mejora de la productividad (medida como el PIB real manufacturero entre el empleo urbano en la industria) observada en el período 2002-2012 ha sido de alrededor de 25% (véase el Gráfico 7). Entre los años 2002 y 2007, la productividad avanzó a un ritmo anual promedio de 2,7%, una tasa similar a la del período 2008-2012. Los años que registraron mayores crecimientos de la productividad fueron el 2008 y el 2010 (en el 2009 se vio afectada por la crisis internacional) con tasas de 5.0% y 10.7%, respectivamente. En estos mismos años, el PIB manufacturero no primario registró variaciones interanuales de 8,9% y 16,9% respectivamente (véase el Gráfico 8).

Gráfico 5  
Contribución al crecimiento del PIB



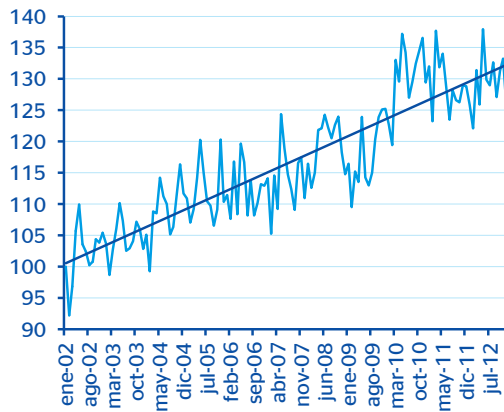
Fuente: MEF.

Gráfico 6  
Crecimiento de la productividad 2006-2011 en Perú y sus socios comerciales



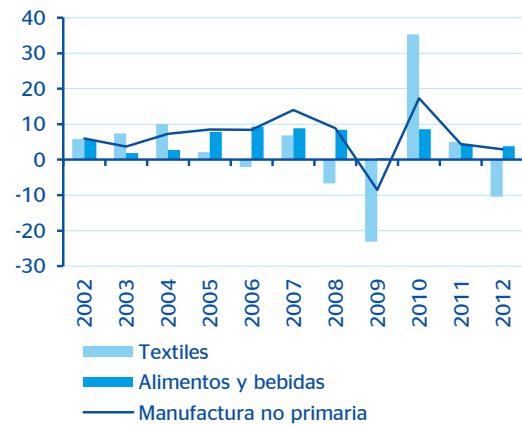
Fuente: The Conference Board 2012

Gráfico 7  
**Índice de Productividad en las manufacturas**



Fuente: BCRP, MTPE y BBVA Research

Gráfico 8  
**Manufacturas no primarias, textiles y alimentos y bebidas (variación % a/a)**



Fuente: BCRP

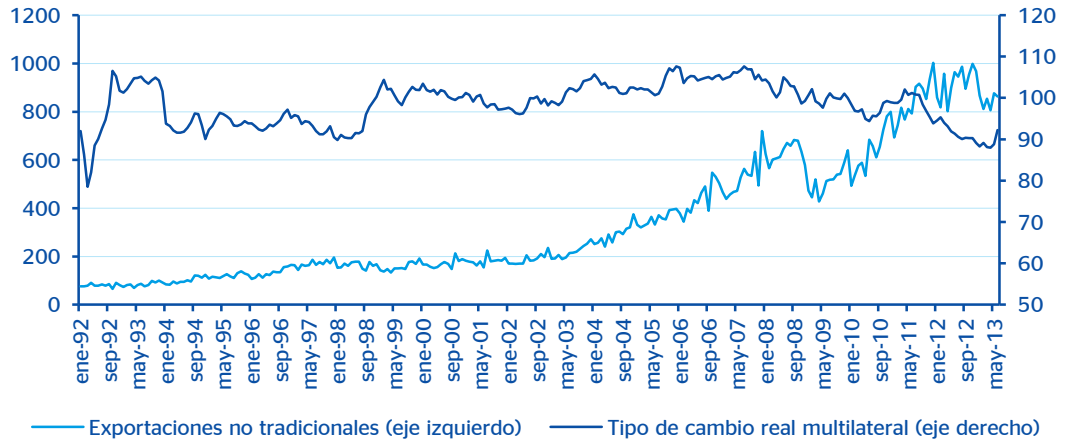
El fuerte avance de la productividad hizo posible que los costes laborales unitarios mostraran una tendencia decreciente en el período 2002-2007. Luego de ello se han mantenido relativamente estables. Este comportamiento favoreció la competitividad de la industria exportadora peruana frente a sus competidores. Entre industrias, sin embargo, las conclusiones pueden ser distintas pues los costes laborales unitarios han evolucionado de manera heterogénea. Así, en el período 2007-2012, algunas regiones y sectores mostraron presiones al alza debido a la escasez de mano de obra. Por ejemplo, en la región Ica, la mayor demanda de mano de obra proveniente del sector primario para minería y labores de cosecha de espárragos, uva y otros productos agrícolas, y del sector industrial, para procesamiento y envasado de productos pesqueros y agroindustriales para exportación, ha hecho que dicha región se encuentre en una situación de pleno empleo, donde encontrar mano de obra es difícil y por lo tanto los costes laborales han ido en aumento.

### La competitividad mejoró en la última década a pesar de que la moneda local se apreció

El tipo de cambio real multilateral, publicado por el Banco Central, disminuyó más de 11% en los últimos cinco años y 9% en el período 2002-2012 (véase Gráfico 9). Sin embargo, desde el cierre del 2007 hasta fines de 2012 las exportaciones no tradicionales se incrementaron casi 34%. El comportamiento de estas variables podría estar reflejando que la competitividad perdida por la apreciación del sol peruano ha sido compensada por otros elementos, entre ellos el aumento de la productividad.

Gráfico 9

Tipo de cambio real multilateral (índice 2009=100) y Exportaciones no tradicionales (USD millones)



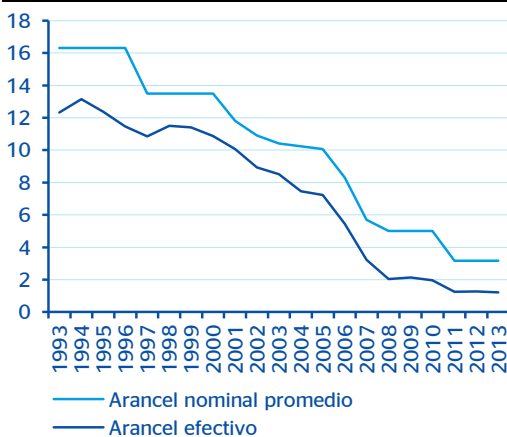
Fuente: BCRP

¿Qué otros factores han compensado la apreciación de la moneda local y dado así soporte a la competitividad? Uno de ellos, la apertura comercial y el acceso a nuevos mercados...

En los últimos años, Perú ha desarrollado una política de apertura comercial que se ha manifestado en la firma de acuerdos comerciales con diversos países y bloques, entre los que se encuentran EEUU, China, Japón, México, Chile, la Organización Mundial de Comercio, la Comunidad Andina, Mercosur, el Foro de Cooperación Asia-Pacífico, entre otros. Adicionalmente a la firma de tratados comerciales, en 2007 se llevó a cabo una reforma arancelaria que redujo a 0% el arancel de alrededor del 70% del universo de importaciones, con lo que disminuyeron los costes de insumos y bienes de capital (véase el Gráfico 10).

Gráfico 10

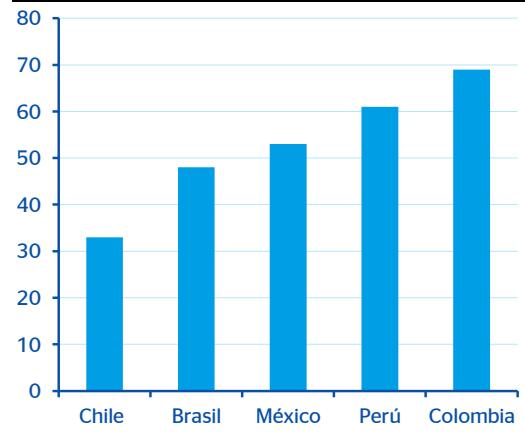
Tasa arancelaria (%)



Fuente: MEF

Gráfico 11

Índice Global de Competitividad (posiciones)



Fuente: WEF

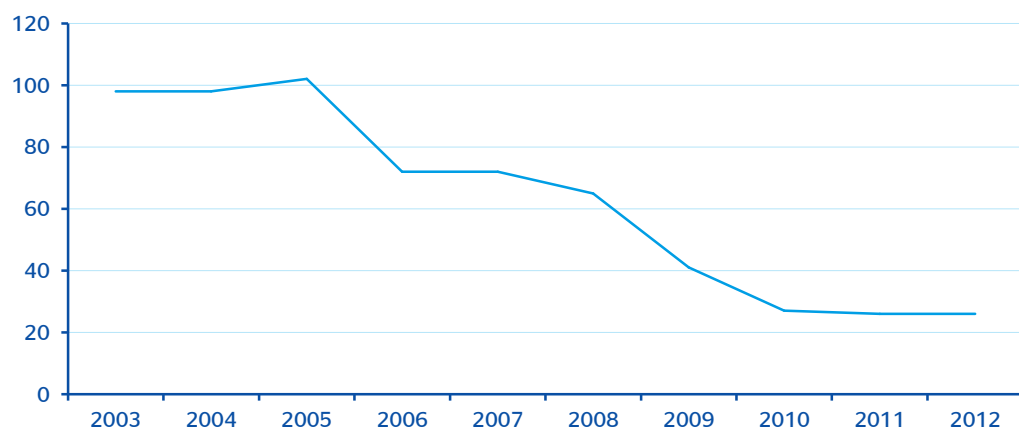
### ... así como la mejora del entorno para hacer negocios y la facilidad para iniciarlos...

El Índice Global de Competitividad de 2012-2013 ubicó a Perú en el puesto número 61 de un total de 148 países analizados. Si bien esta ubicación representa una mejora importante respecto a la medición del año 2007, donde ocupó el puesto 86 de un total de 131 países, aún se encuentra por debajo de países como Chile, Brasil o México (véase el Gráfico 11). Los aspectos en los que Perú se encuentra mejor evaluado son: desarrollo del mercado financiero, eficiencia del mercado laboral, tamaño de mercado y entorno macroeconómico. Los factores que presentan mejoras más importantes en el período 2007-2012 son la eficiencia del mercado laboral y la eficiencia del mercado de bienes.

¿En dónde se encuentra Perú más rezagado dentro del conjunto de indicadores que miden el entorno de negocios? En la medición de 2012, el factor que se presenta como el más problemático a la hora de hacer negocios es la corrupción, seguido por la ineficiencia de la burocracia estatal y la regulación tributaria. Tanto en la medición de 2007 como en la de 2012, Perú se encuentra muy rezagado en innovación, presentando pobres niveles de gasto en I+D y baja calidad de las instituciones científicas. En este sentido, las exportaciones peruanas de productos de alta, mediana y baja tecnología representan un porcentaje residual dentro del total de exportaciones a lo largo del período analizado.

En cuanto a la facilidad para iniciar un negocio en Perú, el informe *Doing Business* indica que el tiempo necesario se ha reducido a casi la tercera parte en el período 2002-2012 (véase gráfico 12) y que el número de procedimientos se encuentra en 5, por debajo del que registran países como México, Brasil, Argentina, Venezuela y Bolivia. Además, el coste de iniciar un negocio como porcentaje del ingreso por habitante es del 11,9%, similar al de Argentina, aunque superior al de Brasil (5,4%) y México (11,2%).

Gráfico 12  
Tiempo necesario para iniciar un negocio (días)



Fuente: World development indicators

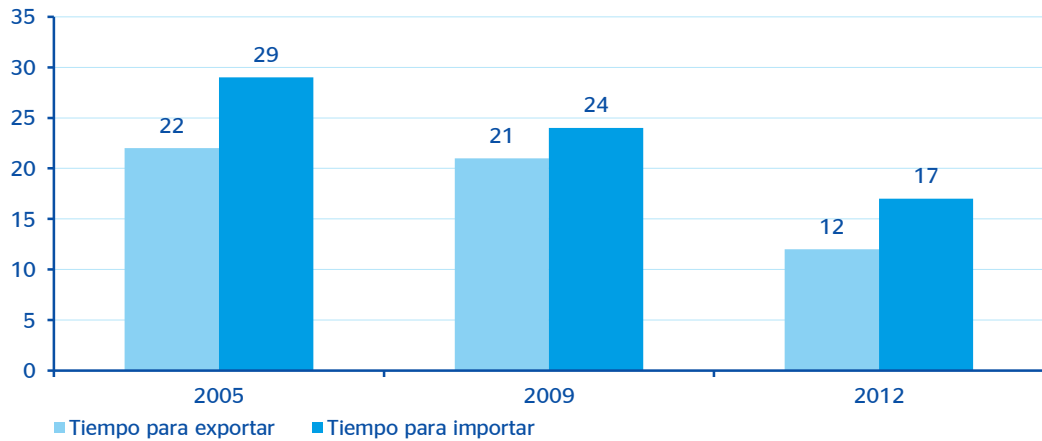
### ... la agilización del proceso de exportación...

Según *Doing Business*, la exportación de un contenedor estándar de mercancías requiere 6 documentos, cuesta 860 dólares y tarda 12 días, diez menos que en el año 2005 (véase el Gráfico 13). A nivel mundial, Perú se sitúa en el puesto 56 en el *ranking* de 183 países en la facilidad del comercio transfronterizo.



Gráfico 13

Tiempo necesario para exportar e importar (días)

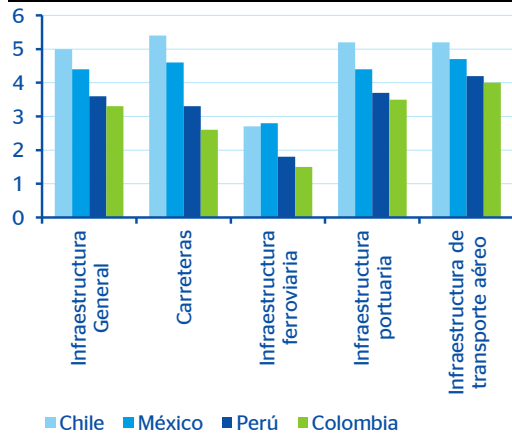


Fuente: World development indicators

Por otro lado, aunque la calidad de la infraestructura parecería haber mejorado en los últimos años (véase el Gráfico 15), aún está lejos de ser considerada en niveles de desarrollo y eficiencia conforme a estándares internacionales. Entre los países de la Alianza del Pacífico (Chile, México, Colombia y Perú), es el tercero menos desarrollado en cuanto a calidad de infraestructura (véase el Gráfico 14). En el caso de las carreteras, por ejemplo, solo el 14% se encuentran pavimentadas, lo que, sumado al tráfico generado por otras deficiencias en las vías, genera significativas pérdidas de tiempo y mayores costes.

Gráfico 14

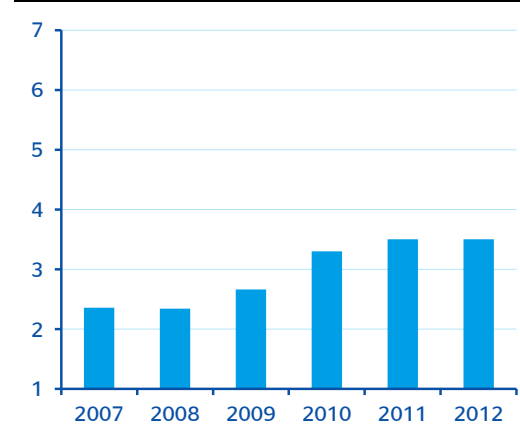
Competitividad en infraestructura (7=mejor)



Fuente: WEF

Gráfico 15

Calidad de la infraestructura portuaria y eficiencia conforme estándares internacionales (1=muy precaria; 7=buen desarrollo)

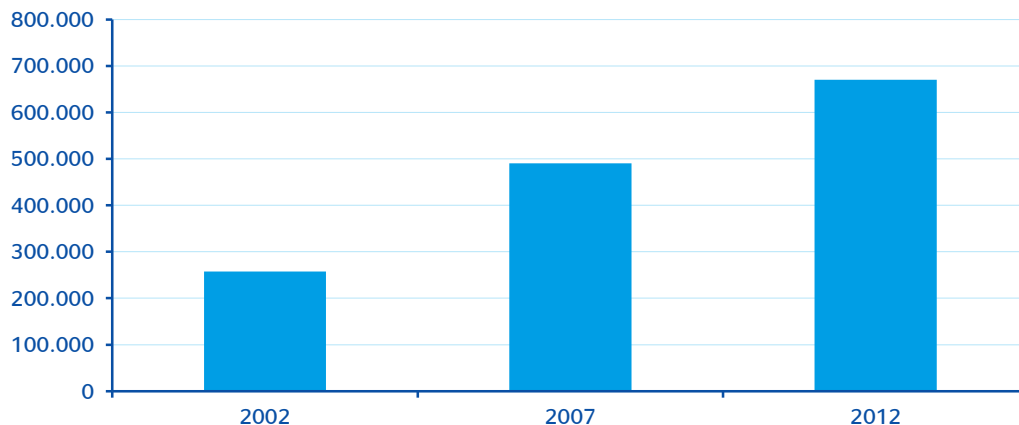


Fuente: WEF

... y el mayor acceso que las empresas tienen al crédito bancario

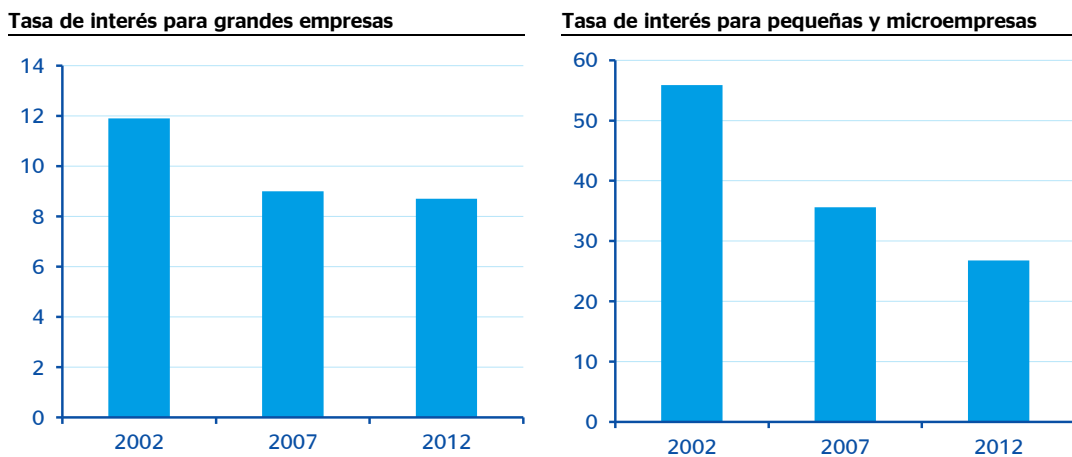
En los últimos diez años, el ratio de crédito del sistema bancario como porcentaje del PIB se ha incrementado del 19% al 27%. Cada vez la banca llega a una mayor parte de la población. En el caso particular de las empresas, por ejemplo, el número de deudores en el sistema bancario se ha incrementado en 160% en el período 2002-2012 (véase el Gráfico 16). El acceso a crédito del sistema financiero es más fácil para las empresas de mayor tamaño, pero las pequeñas y microempresas poco a poco van venciendo las dificultades y se les exige cada vez una menor tasa de interés (véase el Gráfico 17).

Gráfico 16  
**Número de empresas deudoras de la banca**



Fuente: SBS

Gráfico 17  
**España, Balanza de Servicios**  
En porcentaje del PIB acumulado anual



Fuente: BCR

## Conclusiones

En nuestra visión, las manufacturas peruanas han ganado competitividad en la última década, pese a la heterogeneidad sectorial y los problemas afrontados recientemente (apreciación de la moneda local y mayores costes laborales, por ejemplo). Factores como incrementos en la productividad, políticas de apertura comercial (que incluyen reducción de aranceles y firmas de tratados de libre comercio con diversos países), facilidades en el entorno de negocios, entre otros, explican el incremento de la competitividad de la industria. Sin embargo, a pesar de las mejoras registradas en estos indicadores, aún quedan muchos aspectos por desarrollar. Entre los principales temas pendientes en la agenda de competitividad destacan las mejoras en infraestructuras y capital humano, el fortalecimiento de las instituciones, mayor innovación en procesos y productos, la reducción de trabas a la inversión, y continuar disminuyendo la informalidad. Ello se hace más necesario al considerar que la competitividad de las manufacturas peruanas registró cierto retroceso en el último quinquenio.

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

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

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

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

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

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.