

# Observatorio Económico

Estados Unidos

## Perspectivas mercado de vivienda: 2012

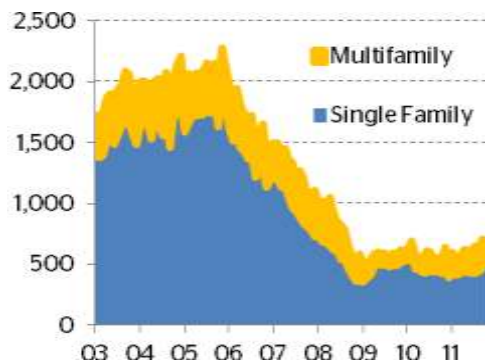
- Aumenta la demanda de alquileres a medida que cae la vivienda en propiedad
- Los precios de la vivienda continuarán cayendo en todo EEUU debido al elevado inventario de propiedades con dificultades financieras. Los precios de las propiedades que no tienen estas dificultades seguirán bajo presión
- La demanda mejorará en 2012, pero se mantendrá baja. El refinanciamiento representa una oportunidad para que los bancos aumenten su cuota de mercado

Houston, March 13, 2012  
Análisis Económico

Jason Frederick  
jason.frederick@bbvacompass.com

En el mercado de la vivienda se han dado recientemente síntomas de optimismo: las ventas de vivienda usada muestran una tendencia al alza, la confianza de los constructores ha aumentado, y las tasas hipotecarias históricamente bajas, unidas a la fuerte caída del precio de las viviendas en relación con el ingreso de las familias, han impulsado los índices de asequibilidad de la vivienda a sus máximos históricos. Sin embargo, muchos compradores y vendedores potenciales se mantienen al margen: las tasas de morosidad del sector residencial y las ejecuciones hipotecarias siguen persistentemente altas, las condiciones de crédito se mantienen estrictas, el desempleo es elevado y los índices nacionales de los precios de la vivienda continúan cayendo. Desde su nivel máximo de hace seis años, la media nacional de los precios de la vivienda ha caído aproximadamente 34%. Así pues, muchos prestamistas, inversores, compradores y vendedores no notan aún el repunte. Creemos que en 2012 el mercado residencial seguirá bajo tensión en muchas zonas del país; sin embargo, en los mercados en crecimiento surgen oportunidades para que los compradores aprovechen el récord de asequibilidad, hagan inversiones inmobiliarias y eviten el aumento de los alquileres.

Gráfica 1  
Construcción de viviendas nuevas, por tipo  
Miles de unidades, tasa anual, desestacionalizada



Fuente: Censo y BBVA Research

Gráfica 2  
Oferta mensual de vivienda a tasa de ventas actual  
Meses, sin desestacionalizar



Fuente: Censo, National Association of Realtors y BBVA Research

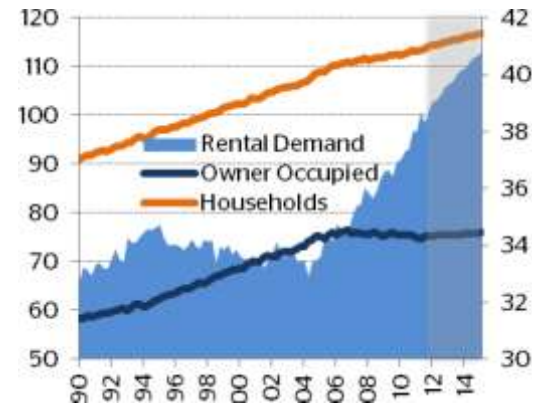
Como consecuencia de la caída de los precios de la vivienda, el subsiguiente aumento de ejecuciones hipotecarias y las condiciones de concesión de crédito más estrictas, muchas familias optan, ya sea de forma involuntaria o no, por alquilar en vez de comprar. El porcentaje de vivienda en propiedad sigue disminuyendo y nuestro análisis prevé una caída de dicho porcentaje hasta el 65% en un plazo de 2 a 3 años. En un escenario de riesgo, podría caer aún más rápidamente, hasta el 64%, un nivel que no se había visto desde principios de la década de 1990. Esta tendencia indica que la demanda de alquileres se mantendrá elevada al menos en los próximos cinco años. Según las previsiones de crecimiento de los hogares y la caída del porcentaje de vivienda en propiedad, el mercado necesitará cerca de tres millones de unidades de alquiler más en 2016.

Gráfica 3  
Porcentaje de vivienda en propiedad  
%, desestacionalizado



Fuente: Censo y BBVA Research

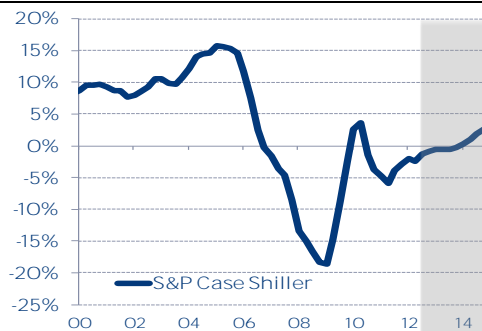
Gráfica 4  
Hogares estadounidenses, ocupación en propiedad y demanda de alquileres implícita, millones



Fuente: Censo y BBVA Research

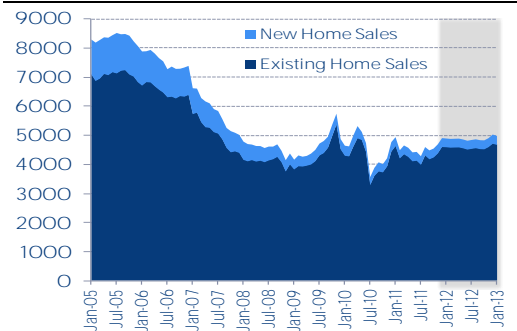
La caída del porcentaje de vivienda en propiedad sustenta la baja demanda observada en el mercado de la vivienda. No obstante, las ventas de vivienda y la construcción de vivienda nueva parece que ya tocaron fondo el año pasado, pues prevemos que estas medidas seguirán su tendencia al alza este año, aunque a un ritmo muy débil. El valor de la construcción de nuevas viviendas unifamiliares está al alza en términos anuales, y la inversión residencial por fin está haciendo una aportación positiva, aunque pequeña, al crecimiento del PIB a principios de 2012. Las menores existencias de viviendas nuevas apoyan la actividad de la construcción: la oferta mensual de viviendas nuevas llegó a situarse en torno a 6 meses y sigue apuntando a la baja a medida que aumenta la tasa de ventas. La vuelta a una oferta mensual de unos 4 meses es más coherente con un mercado de vivienda nueva saneado: un 23% de crecimiento medio anual en el ritmo de ventas de vivienda nueva combinado con otro 13% de caída en el inventario de vivienda nueva volvería a situar la cifra de la oferta mensual en el 4% al final del año.

Gráfica 5  
Índice nacional del precio de la vivienda S&P Case Shiller  
variación % a/a



Fuente: S&P Case Shiller y BBVA Research

Gráfica 6  
Ventas de vivienda nueva y usada, tasa anual, desest., en miles



Fuente: National Association of Realtors y BBVA Research

**Los precios seguirán cayendo debido a los elevados niveles de inventario oculto**

A pesar de la mejora del ritmo de ventas de la vivienda y de la construcción de viviendas nuevas, los índices de precios de las viviendas existentes seguirán cayendo a lo largo de 2012 y posiblemente de 2013. Las presiones sobre los precios de la vivienda se derivan del gran inventario de hipotecas gravemente morosas y propiedades ejecutadas, que ha alcanzado máximos históricos y solo recientemente ha iniciado una tendencia a la baja. Este inventario oculto se compone de cerca de cuatro millones de viviendas: hay aproximadamente 1.9 millones de viviendas que se encuentran en alguna fase de ejecución, 1.3 millones gravemente morosas (más de 90 días), y otras 500 mil-800 mil viviendas en manos del sector inmobiliario que han completado la ejecución hipotecaria. Las ejecuciones hipotecarias atraen a compradores e inversores, ya que aproximadamente el 25% del total de las ventas de vivienda corresponde a propiedades con dificultades financieras (más del 40% en California y Arizona). Como estas propiedades se venden con descuentos sustanciales de entre un 30% y un 40%, se prevé que los índices de precios de la vivienda agregados seguirán cayendo. No obstante, los precios de las propiedades sin dificultades financieras muestran estabilidad, aunque toda subida de precios será mínima y sin duda negativa en términos reales.

Gráfica 7  
Inventario de ejecuciones hipotecarias y morosidad superior a 90 días  
millones de unidades, final del trimestre



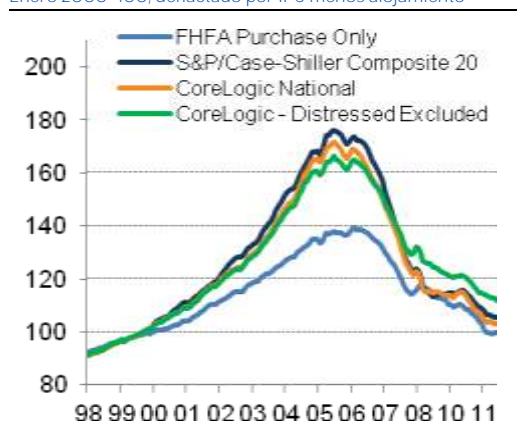
Fuente: MBA, Haver y BBVA Research

Gráfica 8  
Índices de precios de la vivienda Core Logic  
Variación anual sin desestacionalizar



Fuente: Core Logic, Haver y BBVA Research

Gráfica 9  
Precio real de la vivienda  
Enero 2000=100, deflactado por IPC menos alojamiento



Fuentes: FHFA, S&P, CoreLogic, BLS y BBVA Research

**Se ha borrado una década de apreciación real de los precios**

La apreciación real del precio de la vivienda observada en la pasada década se ha anulado efectivamente. Los índices de precios ajustados por inflación han vuelto a sus niveles de 1998-1999, y su continuada caída combinada con el aumento de los alquileres significa que la relación alquiler-precio debería llegar a la media anterior a 2000 de 5.25% a finales de 2012. Ambos indicios son positivos para la recuperación de la vivienda a finales de 2012 y en 2013: las bajas tasas hipotecarias de hoy en día y los precios más favorables permiten a los compradores evitar la inflación y el aumento de los alquileres. Esta es una realidad que no ha sido obviada por los posibles compradores: los indicadores adelantados de tendencias de Google con respecto al interés de los compradores de viviendas indican un aumento a inicios de 2012.

**La asequibilidad en su máximo histórico apoya la demanda, mientras que las restricciones del crédito podrían ser un obstáculo**

La caída de dos dígitos en los precios de la vivienda en relación con el ingreso de las familias y en combinación con las bajas tasas hipotecarias ha impulsado la asequibilidad de la vivienda hasta límites nunca vistos. Por consiguiente, los datos apuntan a que en el mercado podría entrar un número mayor que nunca de compradores de primera vivienda, siempre y cuando dichos compradores puedan obtener crédito.

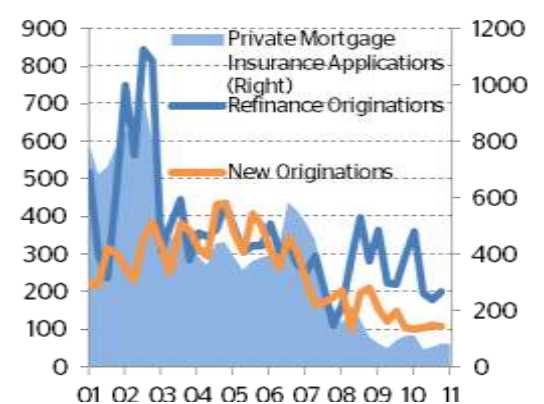
Ciertamente, los prestamistas han endurecido las condiciones de crédito para los compradores de primera vivienda, y las concesiones de préstamos deberían seguir aumentando a medida que disminuya la tasa de desempleo y se reduzca la percepción de riesgo de pérdida de empleo. Sin embargo, las solicitudes de hipotecas siguen siendo muy escasas, lo que indica que a pesar del récord de asequibilidad, muchos posibles compradores prefieren alquilar a comprar. Entre las posibles razones para la baja demanda se incluyen las expectativas de nuevas caídas de los precios, un historial del empleo insuficiente, la falta de ahorros para dar una entrada inicial y el sobre-crecimiento del crédito al consumo. El proceso de desapalancamiento continúa en muchos hogares mientras restablecen sus balances, y como el crecimiento del ingreso fue a la zaga del crecimiento del consumo a finales de 2011, ahora se está moderando el ritmo de consumo.

Gráfica 10  
Índices de asequibilidad y tasa hipotecaria  
Índice, 100=muy asequible; tasa hipotecaria, % (der)



Fuente: National Association of Realtors y BBVA Research

Gráfica 11  
Originaciones y solicitudes de hipotecas  
Originaciones, miles de millones de USD; solicitudes, miles



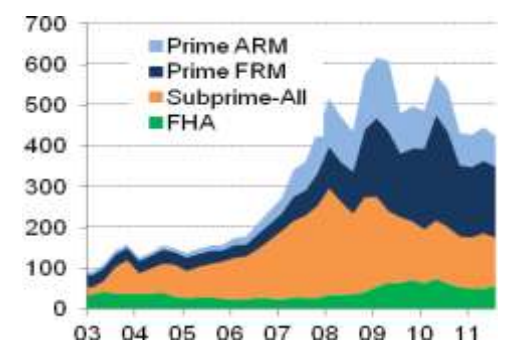
Fuente: Mortgage Bankers Association y BBVA Research

**La calidad de los activos residenciales sigue mejorando lentamente en los balances de los bancos, pero el elevado número de ejecuciones hipotecarias sigue siendo una preocupación para muchos prestamistas**

Es probable que las estrictas condiciones de crédito persistan durante algún tiempo, pues las tasas de morosidad de las hipotecas residenciales se han mantenido persistentemente elevadas y el flujo de ejecuciones hipotecarias de tasas de interés fija y de bajo riesgo no se ha moderado de forma significativa. De esta manera, mal pueden los bancos, Fannie Mae y Freddie Mac flexibilizar las condiciones crediticias para acomodar un mayor número de compradores. Prevemos que la tasa de morosidad seguirá bajando a lo largo de 2012, pero se mantendrá por encima del 8% hasta 2014.

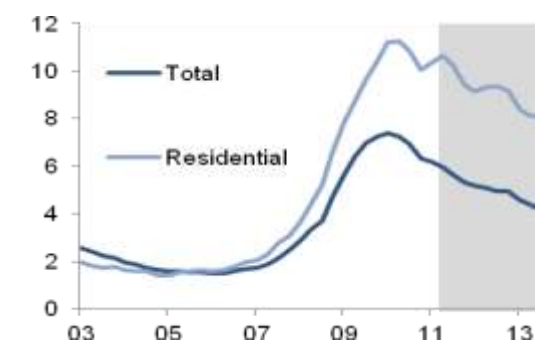
Además, a los prestamistas les preocupa, con razón, que se produzcan más ejecuciones hipotecarias, pues aproximadamente el 25% de los deudores (unos 12 millones de hipotecas) deben más de lo que vale su vivienda y 8.6 millones están al corriente de sus pagos. De los restantes 3.4 millones que están atrasados en sus pagos, aproximadamente 1.3 millones se encuentran en situación de grave morosidad. El riesgo de que se produzcan nuevas caídas de los precios de la vivienda y de que haya más pérdidas de empleo coloca a los deudores con patrimonio negativo al borde del impago.

Gráfica 12  
Nuevas ejecuciones hipotecarias, por deudor y por tipo de préstamo  
Trimestral, miles de unidades: ARM=ajustable; FRM=fijo



Fuente: Mortgage Bankers Association y BBVA Research

Gráfica 13  
Préstamos totales y tasas de morosidad residencial



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

**Los esfuerzos del gobierno federal se centran en contener el flujo de ejecuciones hipotecarias; se ampliarán las ayudas y los incentivos para los propietarios de vivienda y los prestamistas**

La Reserva Federal cree que el canal de transmisión de su flexible política monetaria al mercado de la vivienda no está siendo eficaz, pues las ventas y la originación de hipotecas siguen siendo bajas. La Reserva Federal publicó un libro blanco en enero explicando los pros y los contras de las políticas que el gobierno puede promover para ayudar a los propietarios de vivienda. Estos proyectos de políticas van desde los programas de modificación de las hipotecas hasta un plan de conversión a gran escala de las propiedades inmobiliarias en manos del gobierno y de los bancos en propiedades de alquiler. En línea con su análisis, el gobierno actual trata de ampliar los programas de ayuda a los propietarios de vivienda, como el programa de refinanciamiento asequible para la vivienda (HARP por sus siglas en inglés), cuya finalidad es impulsar la actividad de refinanciamiento, y el programa de hipotecas asequibles para la vivienda (HAMP por sus siglas en inglés), cuya finalidad es incentivar a los prestamistas privados a modificar las hipotecas y reducir los balances del principal.

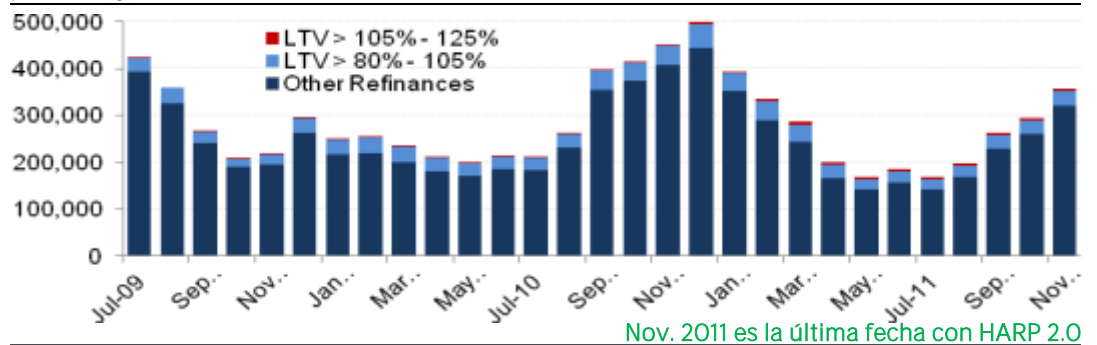
La actividad de refinanciamiento ha repuntado debido a la ampliación del ámbito de estos programas, y en la última ampliación que se ha propuesto del HARP, el programa incluirá a inversores y deudores cuya relación entre el importe del préstamo y el valor del bien supere 80%. De este modo, los deudores con una relación préstamo-valor del bien por encima del 100% podrían beneficiarse de la combinación de refinanciamiento con la reducción del principal, de modo que estarían creando patrimonio.

En las últimas semanas, un nuevo anuncio ha atraído el interés de los inversores: la FHA ha aprobado el programa de alquileres de bienes raíces propios de Fannie Mae, y Freddie Mac está desarrollando un programa similar que permitirá a los inversores comprar sus propiedades en grandes cantidades y convertirlas en viviendas de alquiler. Los inversores se sienten atraídos por los grandes descuentos en la compra de estas viviendas procedentes de ejecuciones hipotecarias: las unidades de alquiler podrían generar rentabilidades positivas debido al aumento de los alquileres y a la posible venta de la propiedad a un precio más alto. Las dos entidades patrocinadas por el gobierno y la FHA poseen aproximadamente 215 mil propiedades con dificultades financieras que tienen que vender. Según la previsión de demanda de propiedades en alquiler durante los próximos años, ese programa podría contribuir a moderar la subida de los alquileres al impulsar la oferta y satisfacer la nueva demanda.

Sin embargo este programa de conversión en propiedades de alquiler solo tendrá un efecto positivo si la gente desea seguir viviendo en las zonas con mayor número de ejecuciones hipotecarias. Muchas de estas zonas se ven afectadas por una elevada tasa de desempleo, y el bajo crecimiento del empleo limita las oportunidades de los residentes. Durante el boom de la vivienda, el flujo de la inversión residencial a las construcciones nuevas estimuló las economías locales al aumentar la recaudación de impuestos y el gasto. Hoy, algunas de estas comunidades están luchando con la caída de la recaudación de impuestos sobre la propiedad y la salida de residentes.



Gráfica 14  
Refinanciamiento total de Fannie y Freddie (número de préstamos) por relación entre el importe del préstamo y el valor del bien (LTV)



Fuente: FHFA, Haver y BBVA Research

**La alta actividad de refinanciamiento representa una oportunidad para los bancos, pero el impacto económico directo del refinanciamiento será mínimo**

Debido a que las tasas hipotecarias son excepcionalmente bajas, a muchos deudores les parece sensato refinanciar sus hipotecas ya existentes para bajar los pagos mensuales. El volumen total de originaciones de refinanciamiento ha sido superior al de las hipotecas nuevas en los últimos cuatro años, ya que tanto las tasas de interés como las ventas han experimentado fuertes caídas. No obstante, algunos deudores no pueden refinanciar sus créditos, bien porque su relación préstamo-valor del bien es demasiado alto (quizá incluso con patrimonio negativo) o bien porque los costos iniciales de la operación hacen que el refinanciamiento no merezca la pena. Por consiguiente, el gobierno federal ha propuesto la ampliación del programa de refinanciamiento (HARP) permitiendo el refinanciamiento de sus créditos a los inversores residenciales y eliminado el desembolso inicial de refinanciamiento para los deudores. No hay duda de que estos cambios estimularán la actividad y podrían ayudar a los prestamistas a cobrar comisiones y captar cuota de mercado.

Los programas de refinanciamiento y de modificación de hipotecas tienen como objetivo fomentar la actividad económica en dos frentes. En primer lugar, los defensores de los programas alegan que al reducir los pagos mensuales se ayudará a evitar el impago y la subsiguiente ejecución hipotecaria a los deudores que están al borde de esa situación. Sin embargo las pruebas de que el refinanciamiento evite las ejecuciones hipotecarias son poco entusiastas, pues los ahorros del refinanciamiento no pueden reemplazar en su totalidad el ingreso de un empleo perdido. En segundo lugar, al reducir las obligaciones de deuda mensuales, el refinanciamiento libera ingreso familiar y permite a los consumidores gastar más en el mercado, fomentando así la actividad económica. Sin embargo, el alcance de este estímulo provocado por los efectos de primer y de segundo orden, es mínimo.

Obviamente, el préstamo para la compra de una nueva vivienda que pone 250 mil dólares en el mercado tiene un impacto mayor que un esfuerzo de refinanciamiento que ahorra al propietario de vivienda de 100 a 300 dólares al mes. En el punto álgido del boom de la vivienda en 2005, nuestras estimaciones indicaban que los prestamistas estaban inyectando hasta 300 mil millones de dólares (mmd) anuales en la economía para la compra de viviendas nuevas cuando tanto los precios como las ventas de viviendas nuevas se dispararon. En 1995, antes del boom, los prestamistas inyectaban un poco menos de 100 mmd anuales. Por tanto, el efecto acumulativo directo del aumento de ventas y precios fue un impulso a la actividad económica de aproximadamente 1 billón de dólares entre 1997 y 2007. Dado que gran parte de este dinero se reinvertía en el mercado de la vivienda para construcciones nuevas y que por tanto creaba empleos, los efectos de segundo orden fueron sustanciales y produjeron una fuerte subida en los resultados económicos y en los valores de los activos.

Aunque los esfuerzos de refinanciamiento llegaran a los 12 millones de deudores con pérdidas patrimoniales y ahorraran a cada familia 3 mil dólares al año, solo se reduciría el servicio de deuda colectiva en 36 mmd al año, una cifra muy inferior al excedente de 200 mmd que los prestamistas estuvieron inyectando cada año en la economía cuando la vivienda estaba en pleno auge.

En resumen, aunque el refinanciamiento con respaldo federal, la modificación de las hipotecas y los programas de conversión de los bienes raíces propios contribuirán a reducir las cargas de la deuda de los propietarios de vivienda y aliviarán el inventario de propiedades con dificultades financieras, los efectos sobre el crecimiento económico a corto plazo serán mínimos. Sin embargo, la reducción del inventario de propiedades con dificultades financieras debido a las conversiones en alquileres y al menor número de ejecuciones hipotecarias podría contribuir a la transición del mercado de la vivienda hacia el equilibrio.

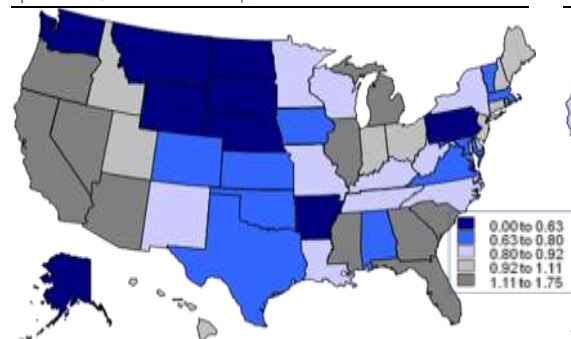
**En el conjunto de EEUU la importante variación regional de los fundamentos del mercado determinará el ritmo de ventas de vivienda y la nueva inversión residencial**

Aunque los precios de la vivienda han caído en todos los mercados de EEUU en los últimos cuatro años, el descalabro ha sido más grave en Arizona, California, Florida y Nevada. Los últimos indicadores muestran que la actividad de la vivienda está repuntando en Arizona y California: la morosidad cayó de forma continua en 2011 y el empleo en el sector de la construcción se mantuvo en positivo en términos anuales durante la mayor parte del año pasado. Aunque la tasa de ejecuciones hipotecarias nuevas se mantiene elevada, más del 1%, muestra una tendencia a la baja. El inventario de ejecuciones hipotecarias también se ha reducido de forma constante en estos estados, gracias al impulso de la demanda de los inversores y a las ventas a corto plazo.

Nevada comienza ahora a experimentar la mejora que se ha producido en California y Arizona: sin embargo, el porcentaje del total de préstamos en ejecución hipotecaria es el doble que el de esos dos estados. No obstante, la mejora de estos estados contrasta enormemente con la situación de la vivienda en Florida, que es la peor del país.

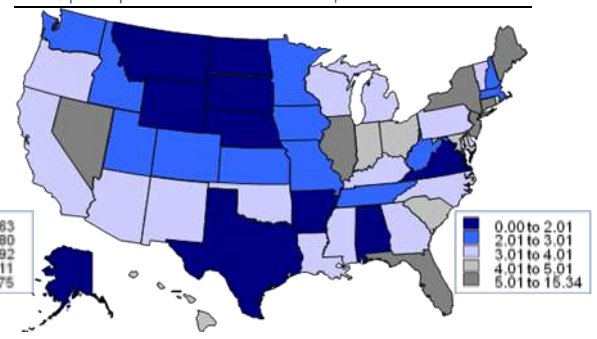
A pesar de que los inventarios de ejecuciones hipotecarias cayeron en muchos estados en 2011, aumentaron durante el año en Florida, y siguen por encima del 14% del total de préstamos, el doble de la tasa de inventarios de Nevada. Por consiguiente, en los mercados locales, los inventarios de viviendas de segunda mano podrían muy bien superar una oferta mensual de 16 a 24 meses si incluimos estas ejecuciones hipotecarias. En la medida en que los procesos de ejecución hipotecaria ineficaces han obstaculizado la mejora del mercado, las medidas para agilizar la conclusión del proceso de ejecución hipotecaria, la transición de las propiedades al inventario de bienes raíces propios y la conexión con compradores o inversores son el único remedio para reducir los niveles de propiedades con dificultades financieras.

Gráfica 15  
Nuevas ejecuciones hipotecarias, 4T11, por quintiles, % del total de préstamos



Fuente: Mortgage Bankers Association y BBVA Research

Gráfica 16  
Tasa de ejecuciones hipotecarias (inventario), 4T11, por quintiles % del total de préstamos



Fuente: Mortgage Bankers Association y BBVA Research

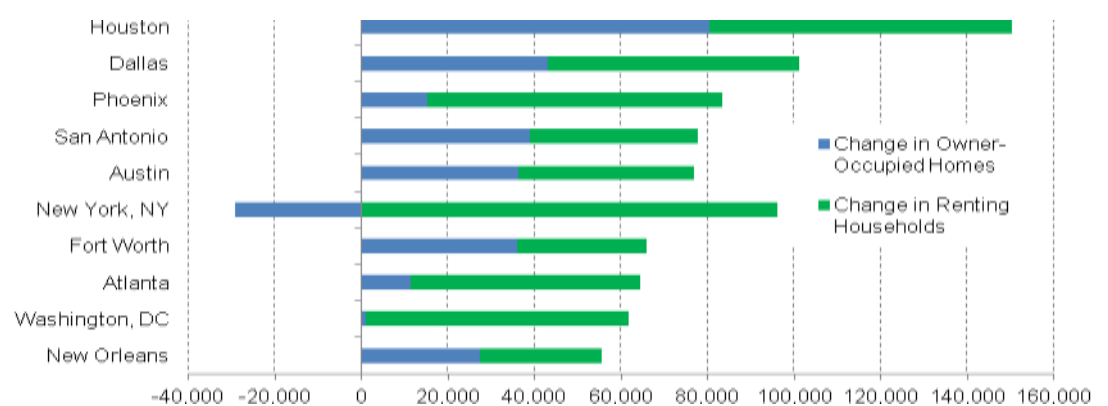
**Los elevados precios del petróleo apoyan la producción de energía y la exploración: la demanda de vivienda aumenta en Dakota del Norte**

Mientras que las caídas iniciales de estos mercados se han extendido al centro del país, el aumento de los precios de la energía y el fortalecimiento de la demanda mundial han impulsado una nueva oleada de inversiones en la exploración y la producción de energía en EEUU. Gran parte de esta actividad se ha concentrado en el centro del país: desde Texas y Luisiana hasta Dakota del Norte y Idaho. La minería y el sector de actividades de apoyo han conducido a avances en el empleo de estos estados y, por consiguiente han experimentado la afluencia de nuevos residentes. La actividad económica de

Dakota del Norte está experimentando una rápida expansión y, como consecuencia, el empleo en la construcción ha subido 20% en el año y la inversión residencial ha tomado la delantera.

Este cambio estructural se muestra de forma clara en la tabla siguiente: entre 2007 y 2010, cinco de los 10 mercados más importantes que experimentaron un incremento del número total de hogares están en Texas. A diferencia de la ciudad de Nueva York, donde se ha producido un descenso de los hogares en propiedad y una transición hacia los alquileres, los hogares en propiedad aumentaron en las áreas metropolitanas de Texas. Así pues, en determinados mercados donde crece el empleo, la compra de una vivienda es atractiva dados los bajos costos de endeudamiento actuales.

Gráfica 17  
Variación en los hogares, por tipo de propiedad: 2007-2010  
Principales áreas metropolitanas ordenadas según la variación total de los hogares



Fuente: Censo y BBVA Research

### Conclusión

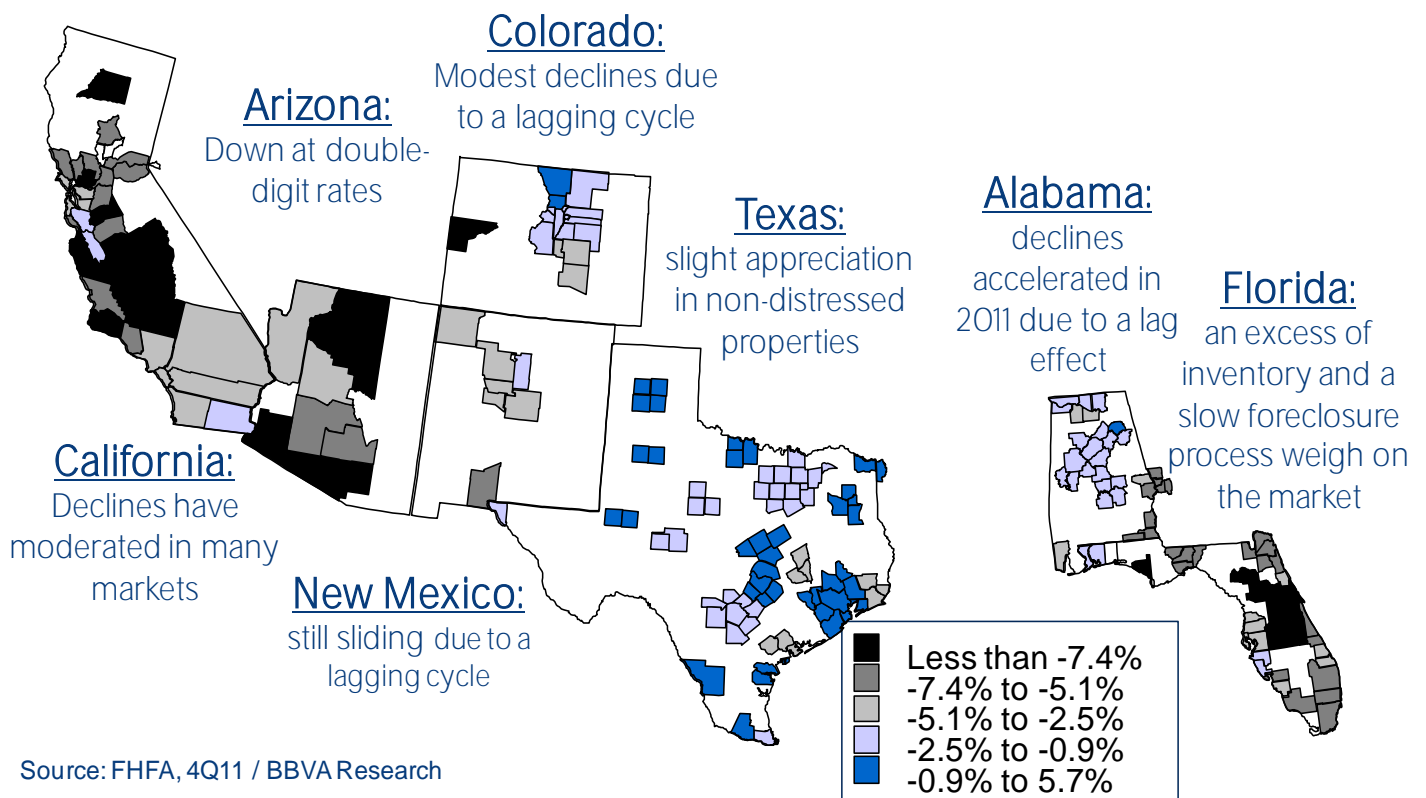
Los últimos datos indican que el mercado de la vivienda mejorará en 2012 y la reducción de los inventarios de viviendas nuevas indican que este año los nuevos proyectos de construcción residencial harán una aportación positiva al crecimiento económico. Aunque las ventas de vivienda y la construcción de viviendas nuevas parecen haber tocado fondo en 2011, los índices nacionales de precios experimentarán nuevas caídas en 2012 debido al exceso de propiedades procedentes de ejecuciones hipotecarias y al inventario de viviendas usadas. Aunque la oferta mensual de viviendas existentes ha caído hasta situarse en torno a 6 meses, si se añaden los casi 4 millones del inventario oculto al total de viviendas en venta, la oferta mensual supera los 17 meses al ritmo de venta actual. La posibilidad de nuevas ejecuciones hipotecarias pesará sobre el mercado al menos durante los dos próximos años, pero el impacto regional variará. Reducir el flujo de ejecuciones hipotecarias es un objetivo fundamental de los responsables políticos. El gobierno federal se centra en las ayudas a los propietarios de vivienda con dificultades, y se prevé que aumentarán los incentivos a deudores y prestamistas para refinanciar o para modificar las hipotecas. La alta demanda de refinanciamiento combinada con estos incentivos podría ser una excelente oportunidad para que los prestamistas abran el diálogo con los clientes existentes, ganen cuota de mercado y atraigan clientes nuevos.

Aunque los fundamentos económicos del sector vivienda siguen siendo deficientes en muchos mercados locales, algunas áreas metropolitanas están experimentando un rápido crecimiento y la demanda de vivienda en estas áreas es relativamente fuerte. El aumento de los precios de la energía y su creciente demanda en los mercados emergentes apoyan la creación de empleo y la nueva inversión residencial en los principales estados productores de energía de EEUU, como en Dakota del Norte, Texas, Luisiana, Idaho, Colorado, Wyoming y Pensilvania, entre otros. Al mismo tiempo, el récord de asequibilidad es un mensaje positivo para los posibles compradores de vivienda, y se prevé que la relación alquiler-precio volverán a la media anterior al año 2000 a finales de 2012, pues los alquileres van en aumento y los precios seguirán cayendo. Por consiguiente, hoy en día la compra de vivienda en un área metropolitana en expansión es atractiva para los compradores que reúnen los requisitos necesarios.



## Precios de la vivienda en las áreas metropolitanas de la región Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass

Índice de todas las transacciones de FHFA, variación anual, por quintiles, 4T11



**AVISO LEGAL**

Este documento ha sido preparado por BBVA Research, el Servicio de Estudios Económicos del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA), y se facilita exclusivamente a efectos informativos. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetos a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.