

Colombia: situación actual y perspectivas

BBVA Research Colombia

Mauricio Hernández Monsalve

Abril de 2012

1

Desempeño macroeconómico

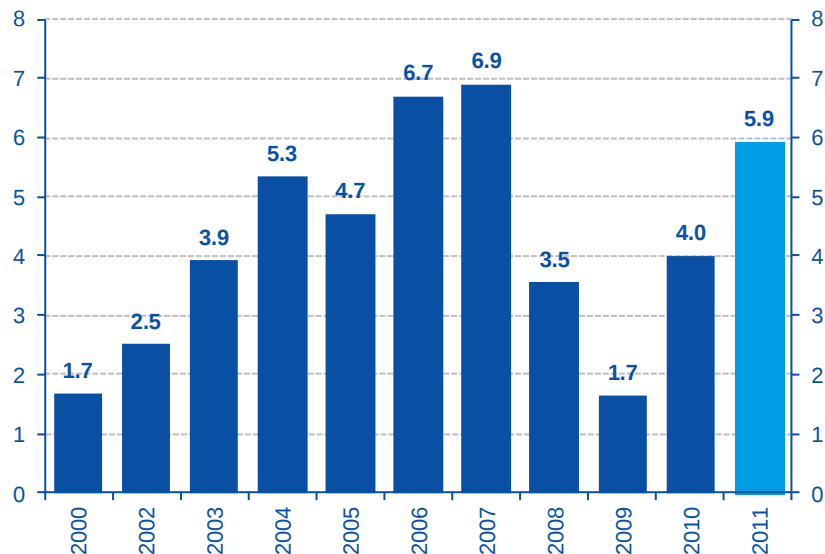
El PIB creció 6,1% anual 4T11 y consolidó un elevado 5,9% para todo el año

- El crecimiento de 2011 fue el mayor de los últimos cuatro años (2008-2011)
- El crecimiento del segundo semestre de 2011 igualó a la expansión del segundo semestre de 2007, el año de mayor crecimiento de la década pasada
- El PIB completó cinco trimestres consecutivos con tasas inter-trimestrales altas

PIB anual (variación anual, %)

(serie ajustada por estacionalidad)

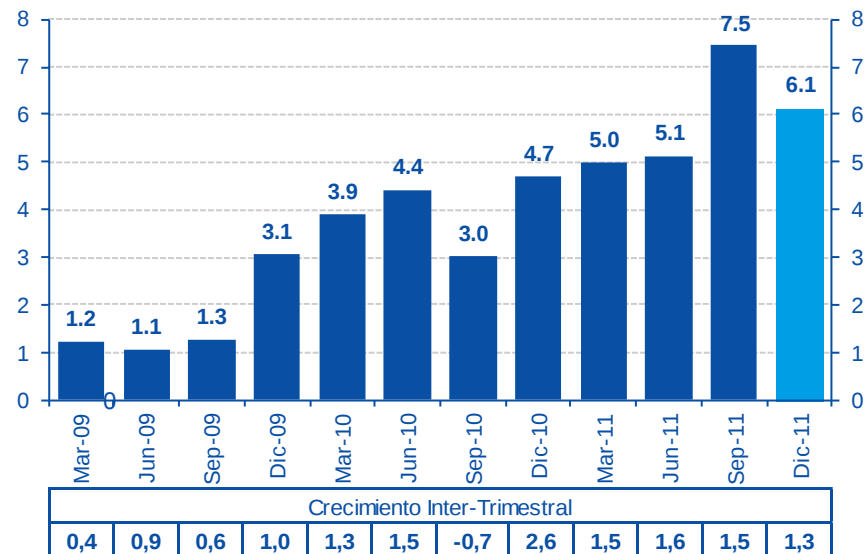
Fuente: DANE y BBVA Research



PIB trimestral (variación anual, %)

(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research

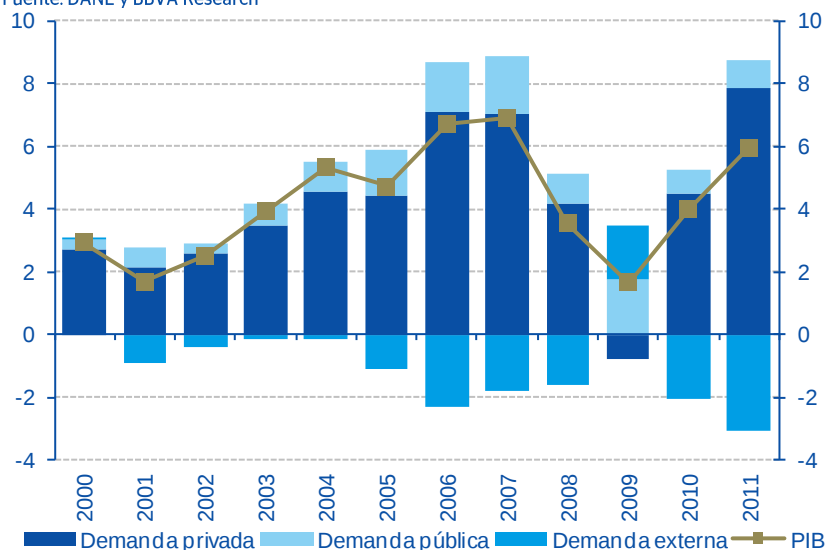


Demanda privada impulsó comportamiento del PIB

- La demanda privada (9,6% anual) se expandió por encima del nivel del PIB en todo el año y se destacó como el componente que más contribuyó al crecimiento de 2011.
- La demanda pública tuvo una contribución negativa en la primera parte de 2011 y terminó impulsando fuertemente el crecimiento al final del año.
- Se amplió la contribución negativa de la demanda externa neta en 2011.

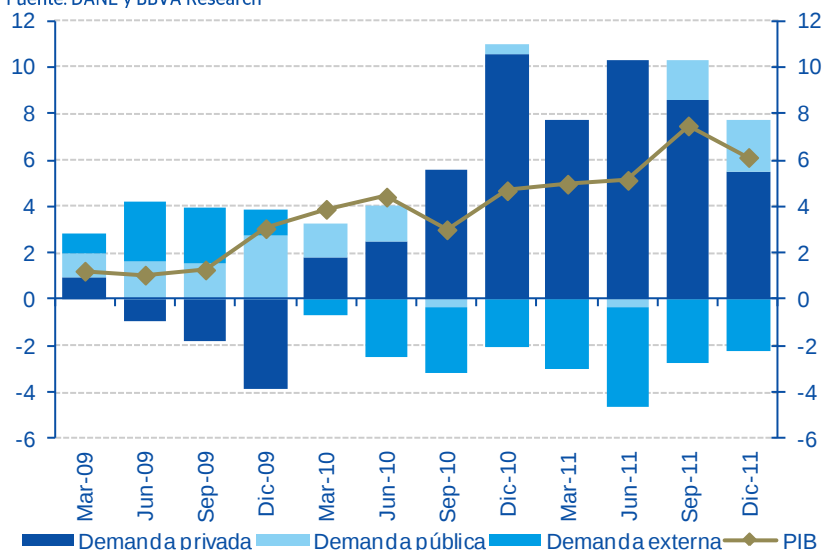
Componentes de la demanda
(contribución a la variación anual, %)
(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research



Componentes de la demanda
(contribución a la variación anual, %)
(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research



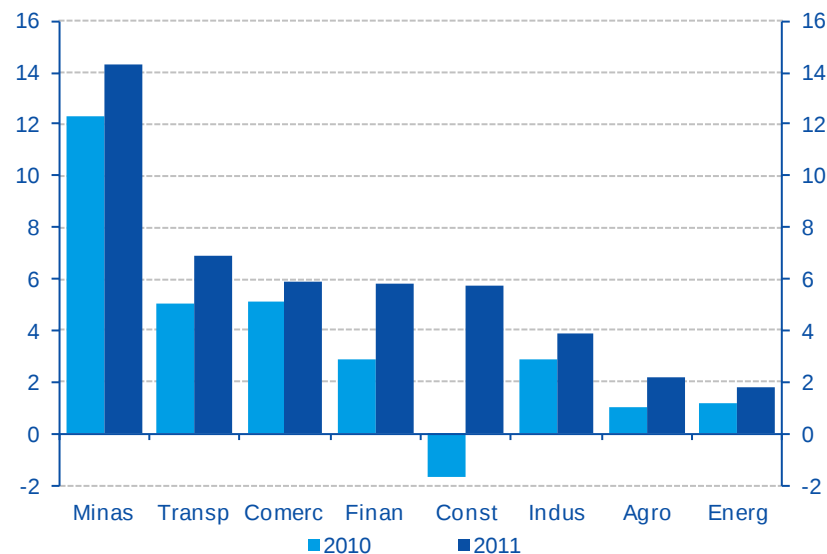
Crecimiento de 2011 estuvo liderado por los sectores no transables y la minería

- Minería y no transables (transporte, comercio, financiero y construcción), que representan el 53% del PIB, lideraron el 2011 con variaciones alrededor del 6% anual.
- Los otros sectores transables (agricultura e industria), si bien aceleraron su expansión con respecto al año 2010, tuvieron variaciones por debajo del total de la economía.

Crecimiento sectorial (variación anual, %)

(serie ajustada por estacionalidad)

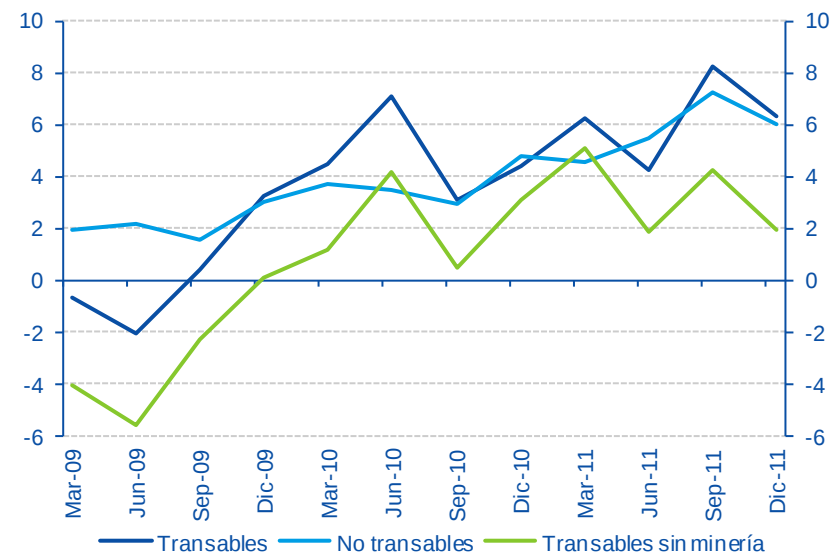
Fuente: DANE y BBVA Research



Crecimiento transables y no transables (variación anual, %)

(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research

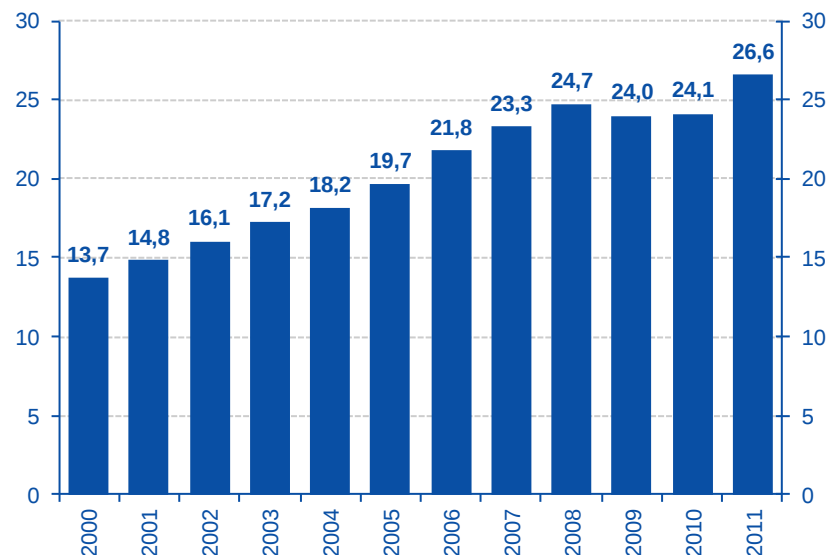


Los fundamentales permiten esperar una expansión moderada en 2012-13

- La tasa de inversión de la economía llegó a 27% del PIB, impulsada principalmente por la no residencial
- La utilización de la capacidad instalada se encuentra por encima de los promedios históricos, a pesar del fuerte incremento de la inversión

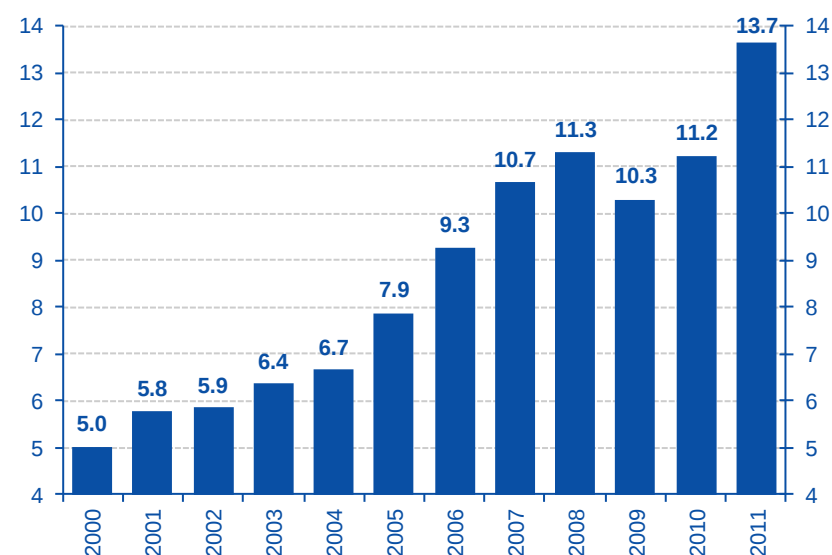
Inversión fija (% del PIB)
(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research



Inversión no residencial (% del PIB)
(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research



Esperamos un crecimiento alrededor de 5% en los próximos años

	2010	2011	2012	2013
PIB (US miles de millones)	286,6	327,3	373,8	408,5
PIB (% a/a)	4,0	5,9	5,0	5,2
Consumo Privado (% a/a)	5,0	6,5	4,8	5,2
Consumo Público (% a/a)	5,5	2,6	3,2	3,5
Inversión privada (% a/a)	7,4	20,4	10,3	6,9
Inversión residencial (% a/a)	-2,0	5,3	11,4	4,6
Inversión pública (% a/a)	-2,0	6,7	11,1	10,0
Inflación (% a/a, fdp)	3,2	3,7	3,4	3,3
Inflación (% a/a, promedio)	2,3	3,4	3,5	3,3
Tasa de cambio (vs. USD, fdp)	1926	1934	1820	1810
Tasa de cambio (vs. USD, promedio)	1899	1848	1759	1751
Tasa REPO (% fdp)	3,00	4,75	5,75	6,50
Tasa REPO (% promedio)	3,13	4,25	5,50	6,44
DTF (% fdp)	3,50	5,12	5,94	6,83
DTF(% promedio)	3,66	4,21	5,50	6,53
Déficit Fiscal (% PIB)	-3,8	-2,9	-2,9	-2,5
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0

Fuente: DANE, Superfinanciera, Banco de la República, Ministerio de Hacienda y BBVA Research

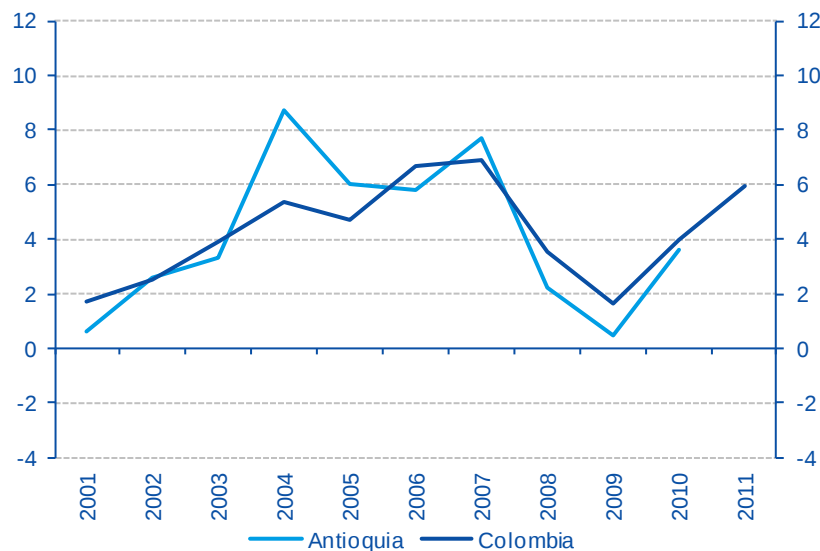
Zoom a Antioquia: fuerte ciclo expansivo a mediados de la década pasada

- En la década anterior, Antioquia creció en línea con el promedio del país (4,1% vs. 4,1%).
- Antioquia tiene un ciclo similar al del total del país. Sobresale la mayor participación de la industria

PIB del país y del Antioquia (variación anual, %)

(serie ajustada por estacionalidad)

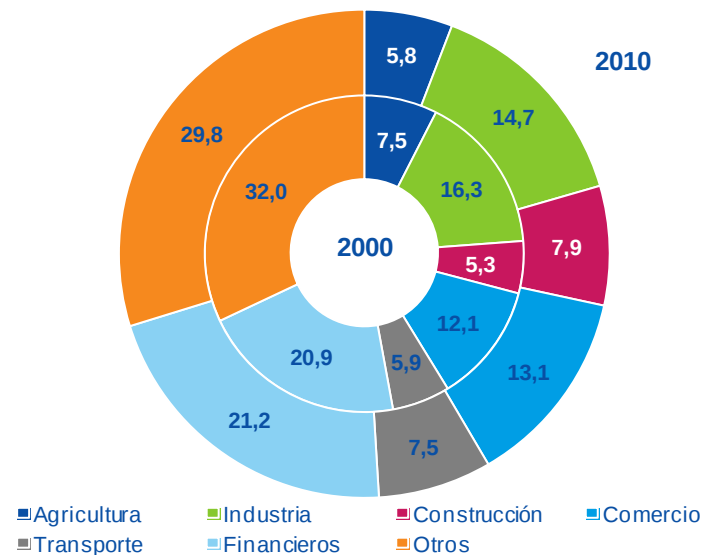
Fuente: DANE y BBVA Research



Composición del PIB de Antioquia (% del PIB)

(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research



2

Desaceleración en algunos indicadores, en línea con nuestra previsión

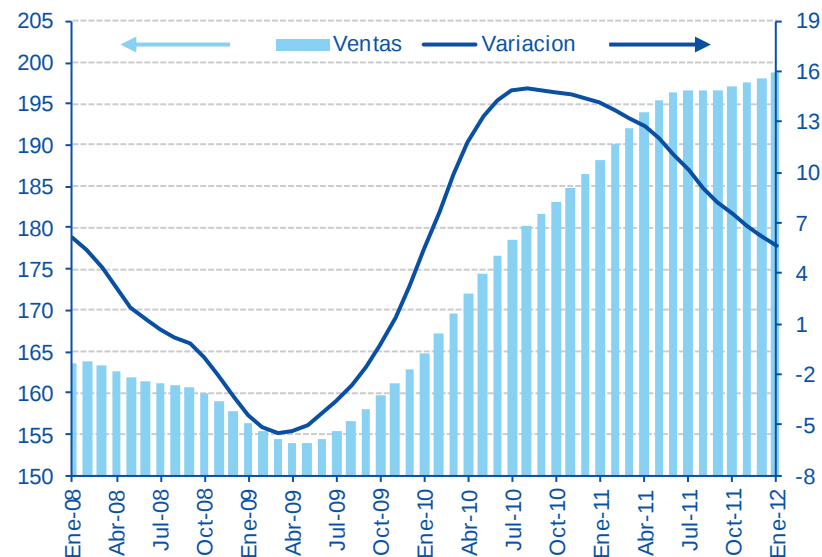
Ventas del comercio se moderan hacia tasas más sostenibles

- Consumo de los hogares se desacelerará por el fin del ciclo expansivo en bienes durables. No obstante, dinámica seguirá siendo positiva en niveles similares a los del PIB de 2012 (5% anual) por menor desempleo y elevada confianza. Será decisiva recuperación del consumo de alimentos, otros no durables y servicios en la expansión del gasto de los hogares

Ventas minoristas

(Índice ajustado por estacionalidad)

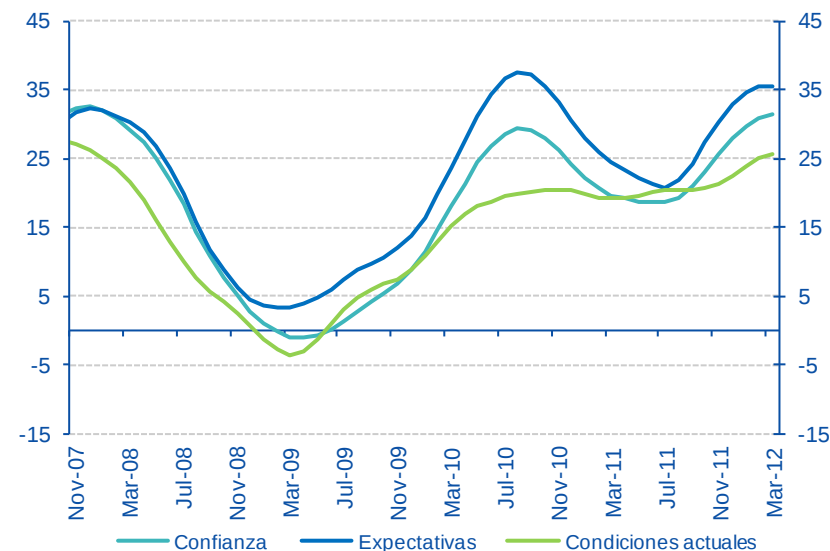
Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research



Confianza de los hogares

(Índice ajustado por estacionalidad)

Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research



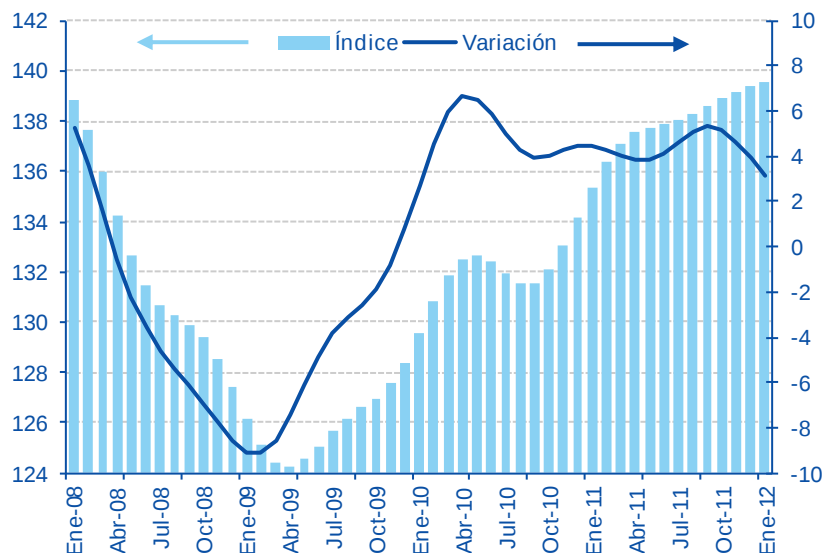
Señales de desaceleración en la industria parecen transitorias

- En el segundo semestre de 2011 la producción industrial creció en línea con el PIB.
- Los sectores más exitosos fueron los relacionados con construcción, transporte, químicos y alimentos. El área más rezagada fue maquinaria.
- Las exportaciones industriales siguen creciendo a dos dígitos (11,7% anual en enero), lo cual mantiene el optimismo sobre el comportamiento del sector.

Producción industrial

(Serie ajustada por estacionalidad)

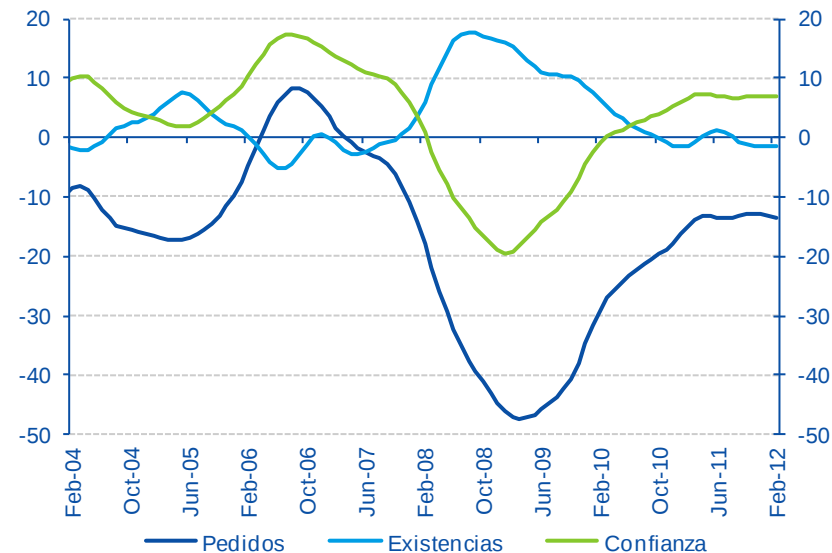
Fuente: DANE, y BBVA Research



Confianza industrial y percepción de pedidos

(Año corrido, a/a, %)

Fuente: DANE, y BBVA Research



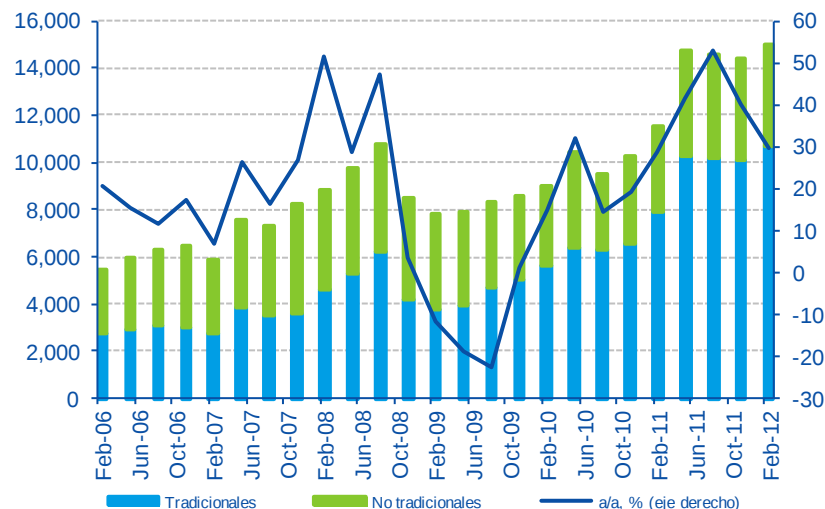
Exportaciones continúan con crecimientos fuertes

- El fuerte crecimiento de las exportaciones de minerales y petróleo hace que estos sectores ganen participación en el total
- No obstante, el comportamiento de las ventas industriales sigue siendo satisfactorio y muestra crecimientos de dos dígitos

Exportaciones totales

(trimestre móvil, millones de USD)

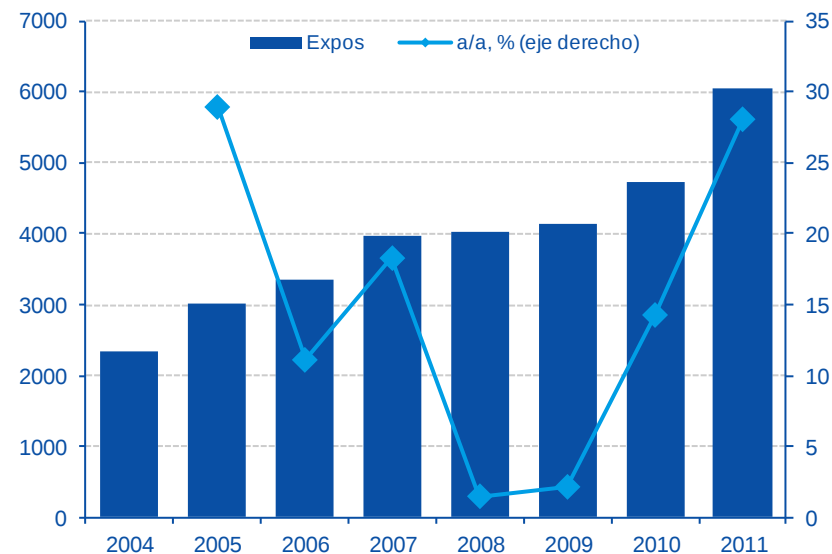
Fuente: DANE y BBVA Research



Exportaciones de Antioquia

(Año corrido, millones de USD, a/a, %)

Fuente: DANE, y BBVA Research

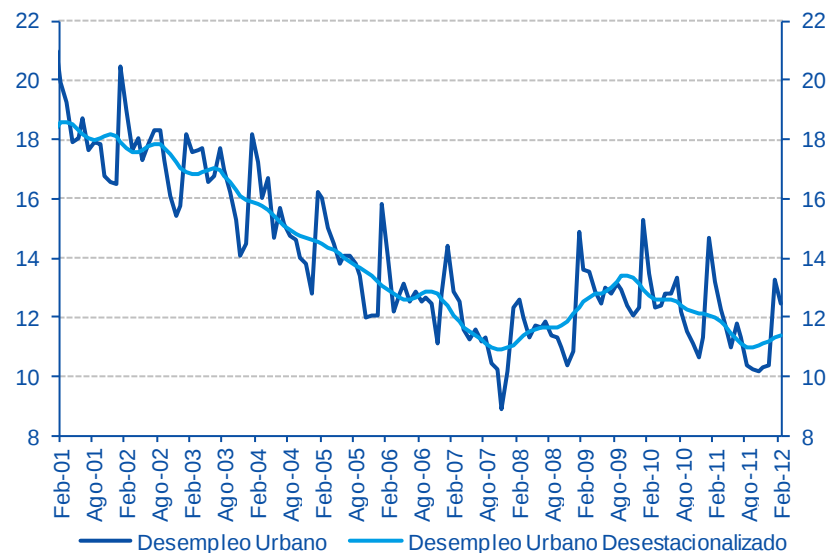


Reducción del desempleo sustenta dinamismo del consumo

- La tasa de desempleo se ubicó en 12,5% en febrero de 2012, reduciéndose 0,7 pp con respecto al mismo mes de 2011
- Las cifras del mercado laboral muestran a la industria como un importante creador de empleo formal.

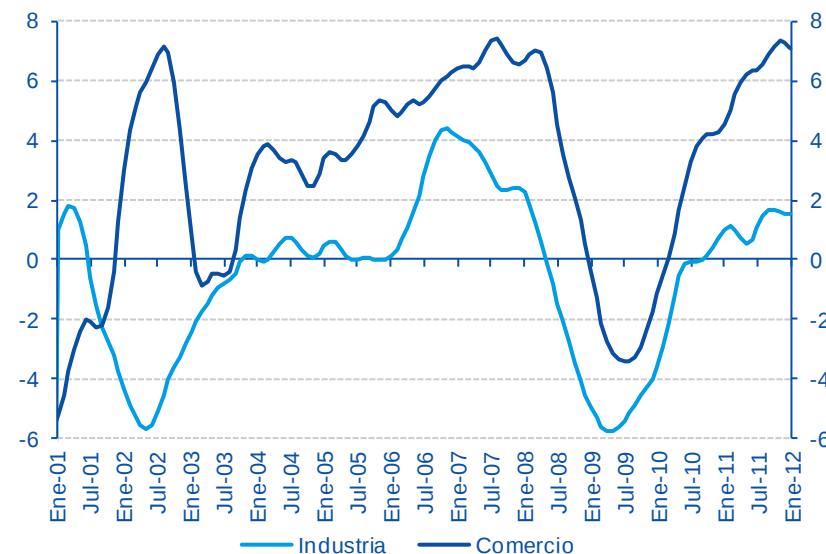
Tasa de desempleo (%)

Fuente: DANE y BBVA Research



Crecimiento del empleo en la industria y el comercio minoristas (a/a, %)

Fuente: DANE y BBVA Research

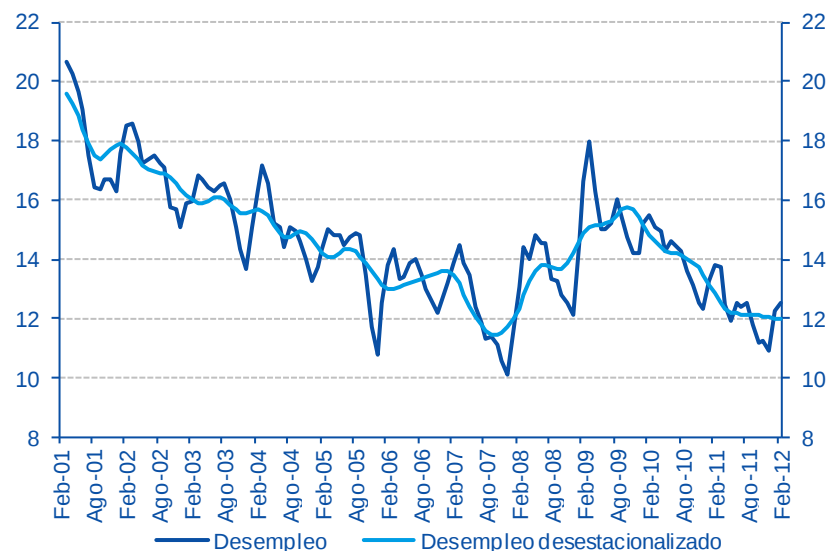


Medellín con mayor tasa de asalariados que en el promedio del país

- En la desaceleración económica de 2008-2009 la tasa de desempleo de Medellín y AM se deterioró más que en el resto del país, por eso es significativo su fuerte mejora reciente hasta ubicarse en un nivel similar al del promedio del país
- El empleo en Medellín es de mejor calidad que en el resto del país.

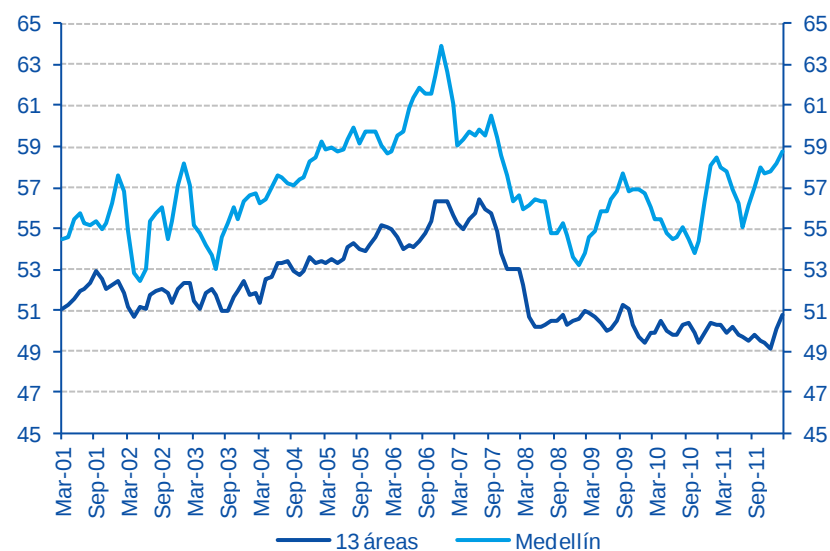
Tasa de desempleo en Medellín (%)

Fuente: DANE y BBVA Research



Tasa de asalariados (%)

Fuente: DANE y BBVA Research

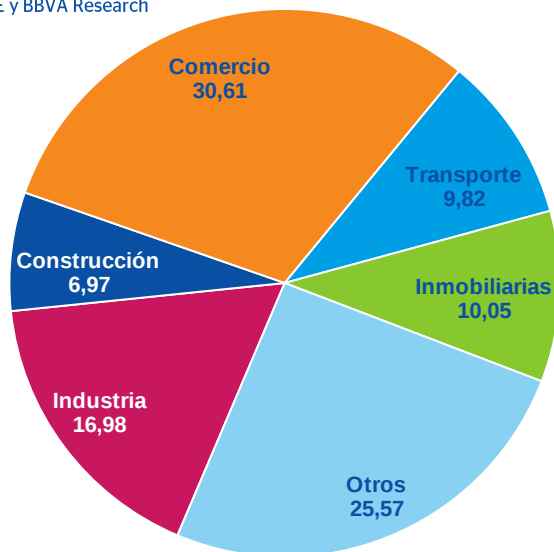


El sector comercio gana participación en el total de ocupados

- Cambio estructural a favor del empleo en el sector servicios, con disminuciones en la industria.
- Parte de la explicación a la mejor calidad del empleo en Medellín tiene que ver con la fuerte estructura industrial de la región

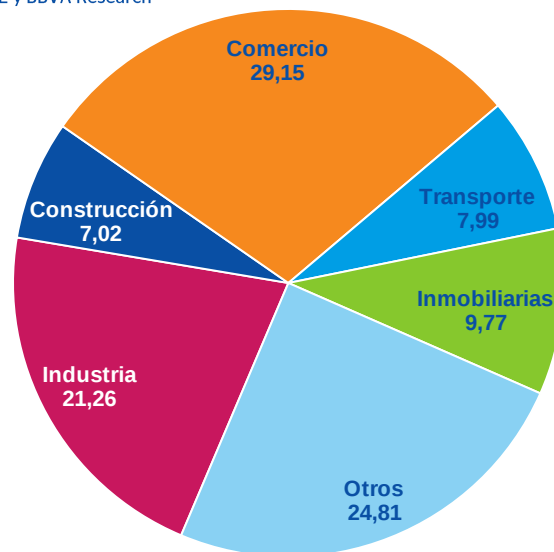
Clasificación sectorial de empleo en Colombia (% total 13 áreas a febrero de 2012)

Fuente: DANE y BBVA Research



Clasificación sectorial del empleo en Medellín (% a febrero de 2012)

Fuente: DANE y BBVA Research



3

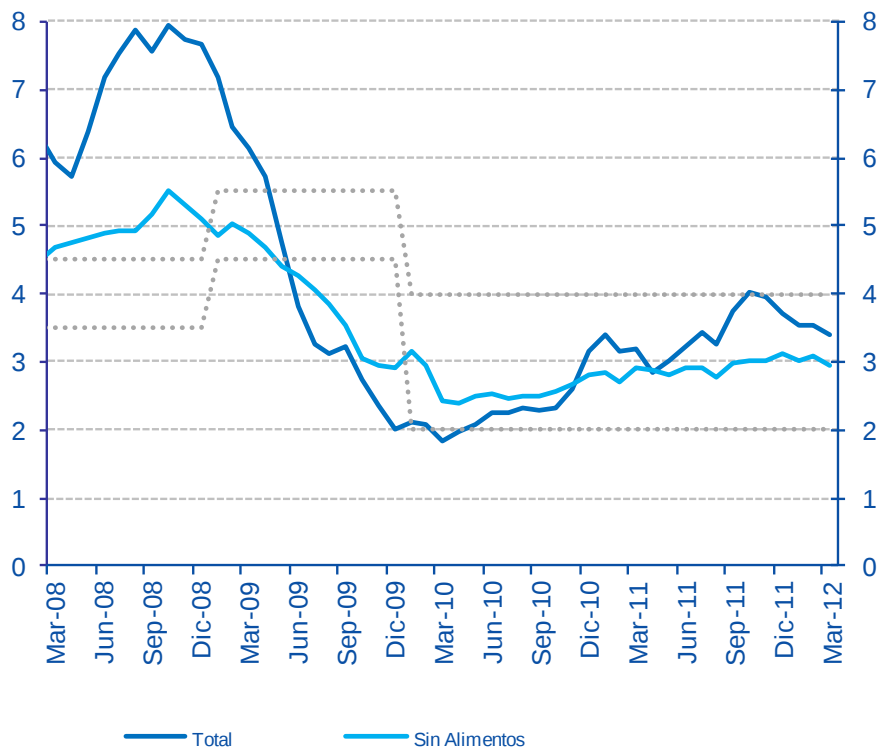
Inflación y política monetaria

Baja inflación en marzo permite completar un 1t12 por debajo de lo observado en 2011

- Inflación mensual se ubicó por debajo de lo esperado: 0,12% mensual; 3,40% anual.
- Indicadores de inflación básica se ubican en línea con el objetivo inflacionario. En particular, inflación sin alimentos se moderó de 3,10% a 2,95%

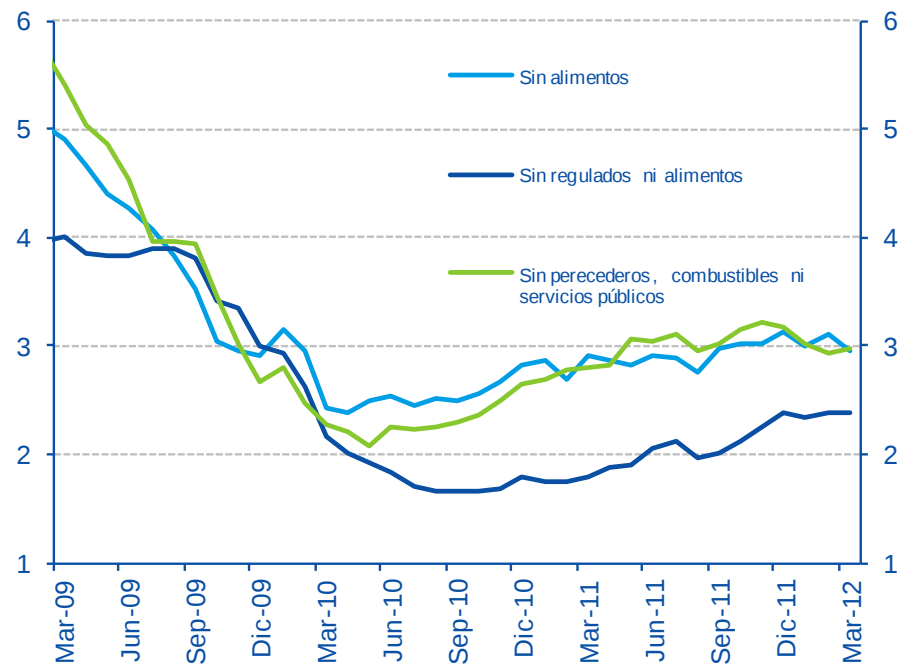
Inflación total y sin alimentos (Var. % anual)

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research



Indicadores de inflación básica (Var. % anual)

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research

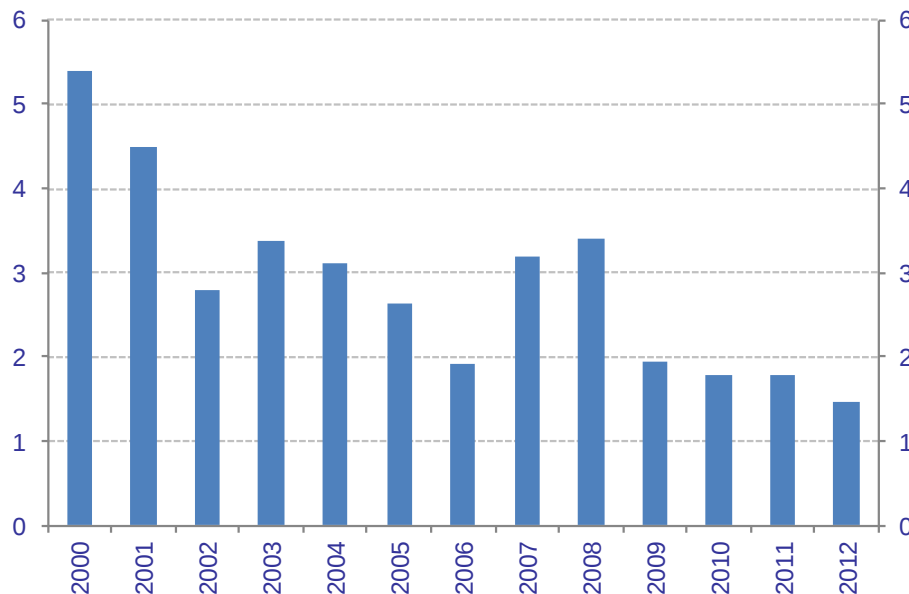


Baja inflación en marzo permite completar un 1t12 por debajo de lo observado en 2011

- Inflación acumulada en el primer trimestre disminuye, liderada por moderación en el componente de alimentos. Inflación básica cae ligeramente en el trimestre.
- Típicamente, la mayor parte de la variación de los precios del año se causa durante el primer trimestre.

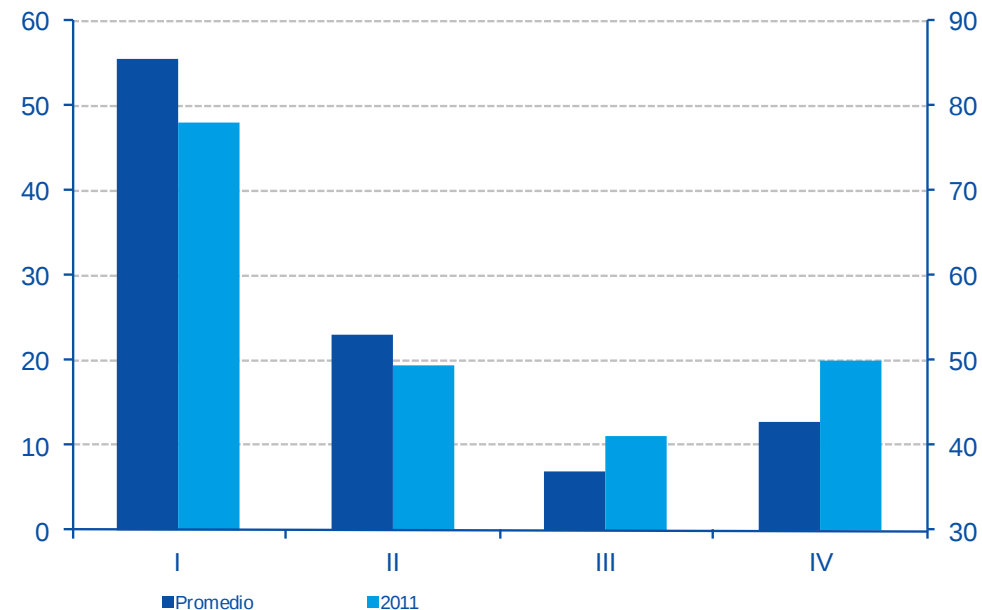
Inflación acumulada a marzo, 2000-2012 (Var. %)

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research



Inflación causada por trimestres (% de la inflación del año)

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research

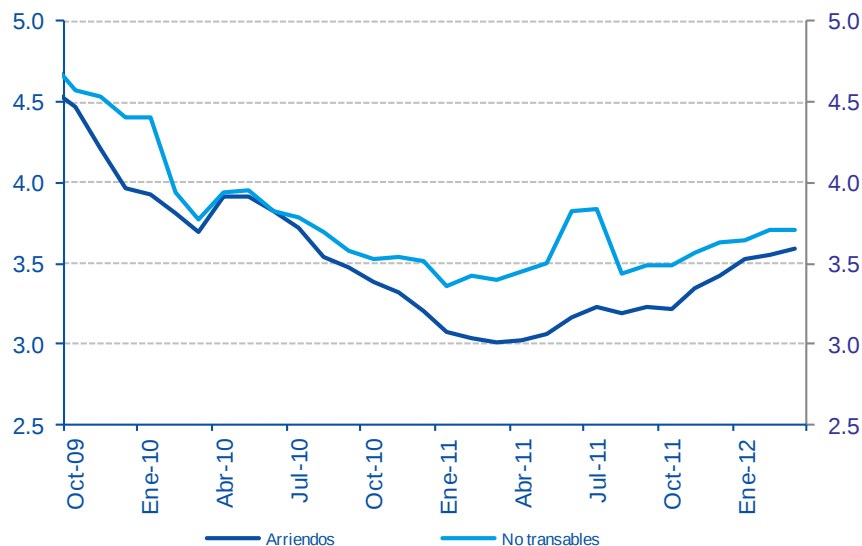


Presiones de demanda siguen vigentes, apreciación cambiaria amortigua los efectos

- Pese al buen desempeño reciente de la inflación, rubros sensibles a la demanda mantienen tendencia al alza, consistente con la estimación de una brecha positiva del producto. Adicionalmente, incremento en los precios de las comidas del hogar podría estar vinculado con el dinamismo del consumo y el ajuste del salario mínimo.
- Las presiones de demanda estarían siendo amortiguadas por los efectos de la apreciación cambiaria.

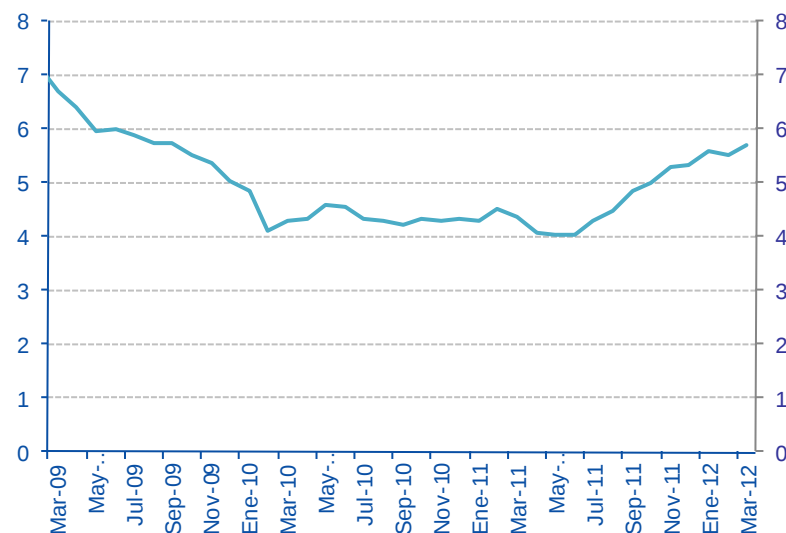
Inflación de no transables y arriendos (% a/a)

Fuente: DANE, y BBVA Research



Inflación comidas fuera del hogar (% a/a)

Fuente: DANE, y BBVA Research

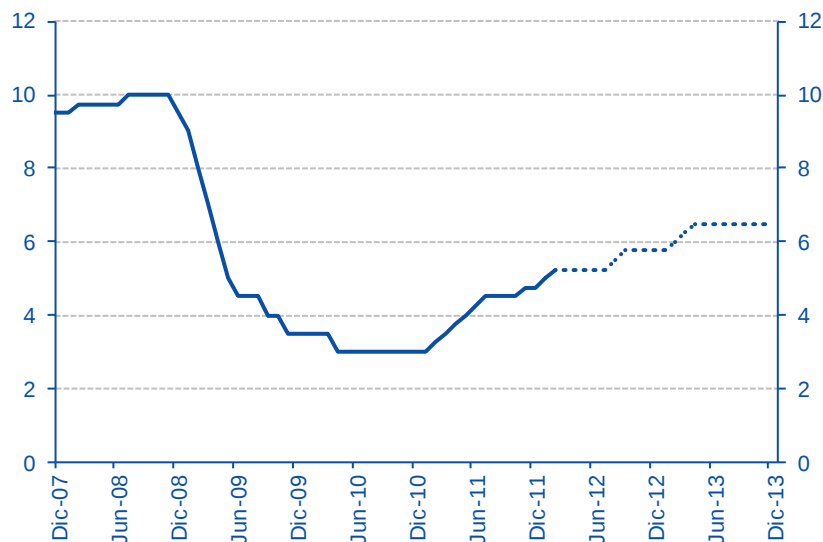


Pausa en el ciclo de incrementos en la tasa de referencia

- Banco Central da más peso en su decisión a la desaceleración esperada de los indicadores adelantados de actividad que al buen desempeño del 2011 y el dinamismo de la cartera. Minutas reflejan divergencias en torno a la necesidad de ajustes adicionales en la tasa de interés. Aunque se estudian propuestas para moderar el auge del crédito, sólo un codirector apoyó su implementación.

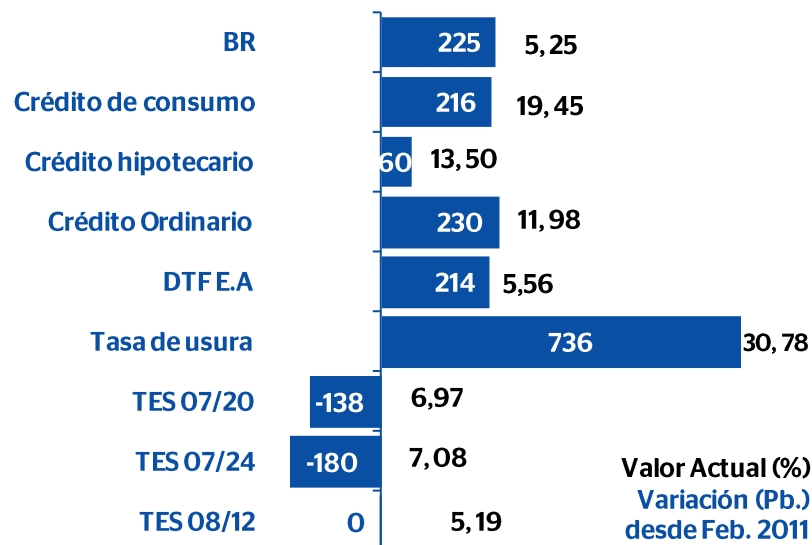
Tasa de intervención (%)

Fuente: DANE, y BVA Research



Transmisión a las tasas de mercado (%)

Fuente: DANE, y BVA Research



4

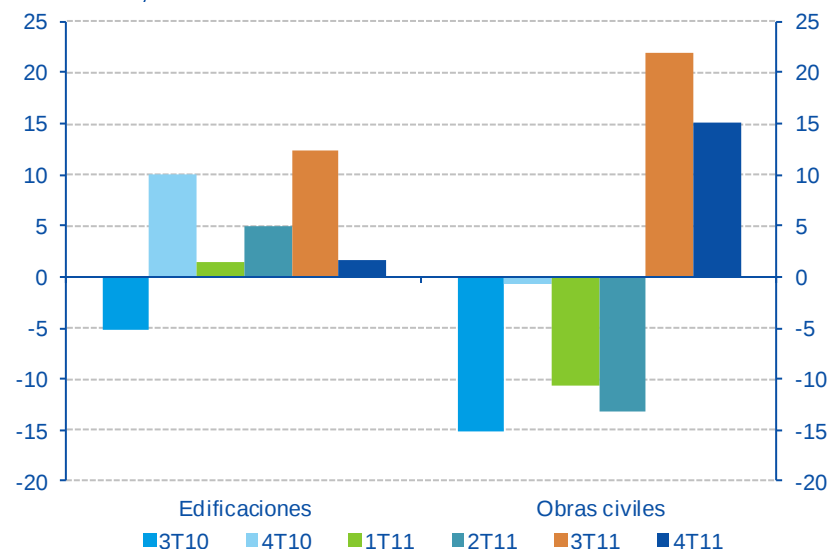
La oferta inmobiliaria integral

Balance del sector de la construcción

- Se materializaron mejoras en indicadores líderes del sector de edificaciones
- Sector de edificaciones presentó una variación positiva por quinto trimestre consecutivo.
- En otros sectores, los no transables (construcción, comercio, transporte y servicios financieros) y la minería (53% del total) lideraron la variación del PIB en 2011.

Sector construcción (ajustado por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research

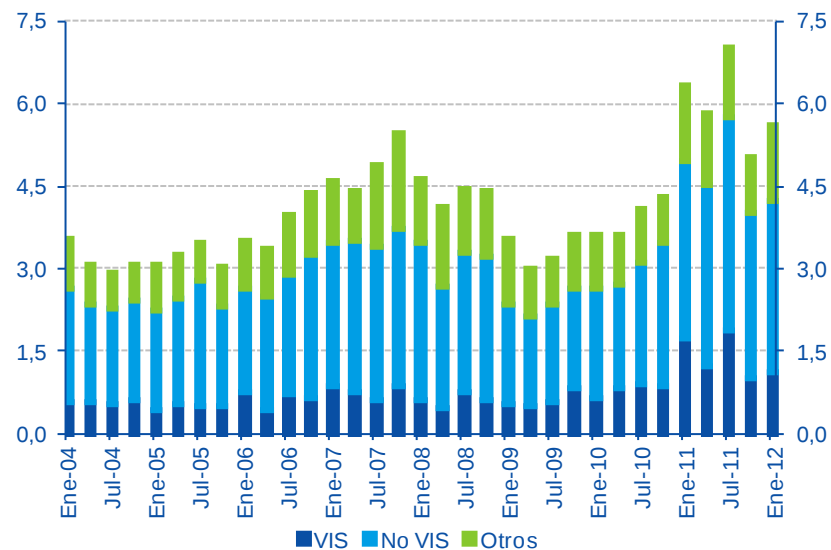


Niveles máximos de metros licenciados y aumento de vivienda No VIS

- Entre enero y diciembre de 2011 se licenciaron cerca de 2 millones de metros cuadrados al mes, de los cuales un 79% son para vivienda. Esto representó más de 200 mil unidades de vivienda en un año
- Repunte de la vivienda No VIS y moderación del componente VIS
- Gran aporte de licencias para el comercio dentro de la oferta no residencial

Licencias de construcción por componentes (trimestre móvil, millones de metros cuadrados)

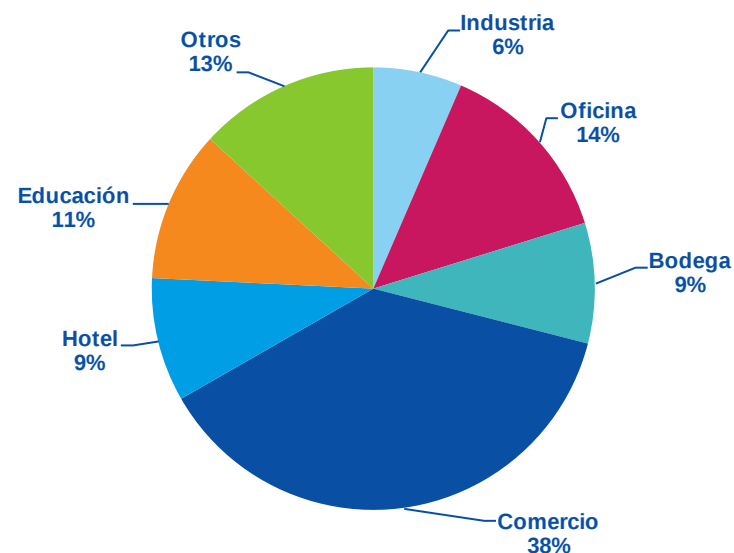
Fuente: DANE y BBVA Research



Oferta no residencial

(% del total, doce meses a enero de 2012)

Fuente: DANE; y BBVA Research



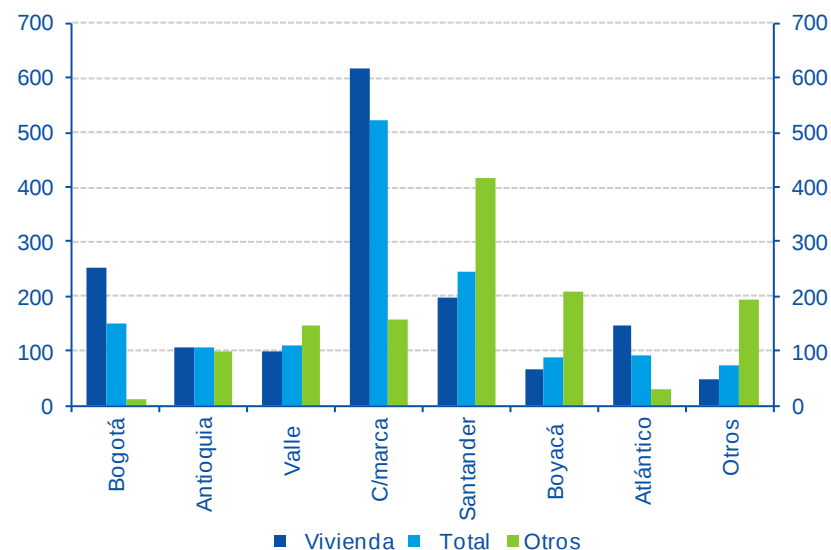
Regiones aportan al aumento de licencias

- En ciudades intermedias los cambios estructurales en la población y los ingresos están determinando una mayor demanda por vivienda de alto valor y edificaciones comerciales
- En las ciudades más grandes la oferta comercial se encuentra menos dinámica de acuerdo con la menor demanda

Licencias de construcción por ciudades

(a/a%, 2000 vs 2010)

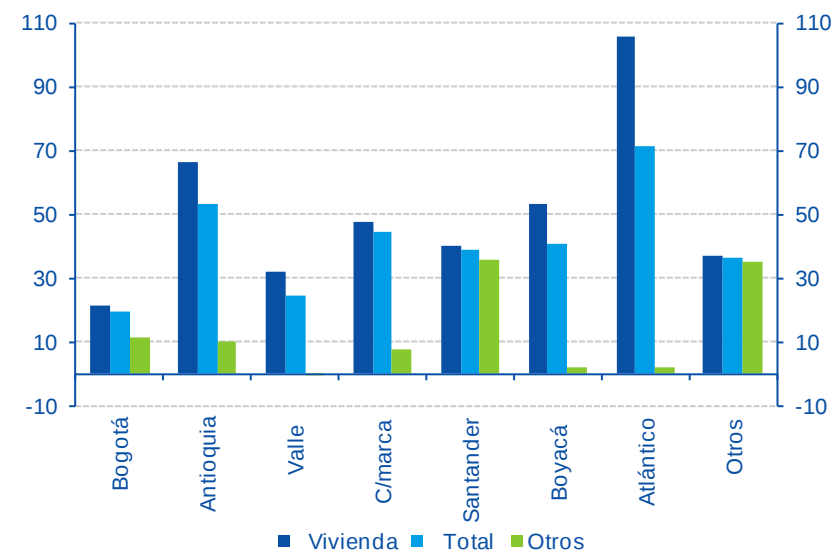
Fuente: DANE; y BBVA Research



Licencias de construcción por ciudades

(a/a%, 2011 vs 2010)

Fuente: DANE; y BBVA Research

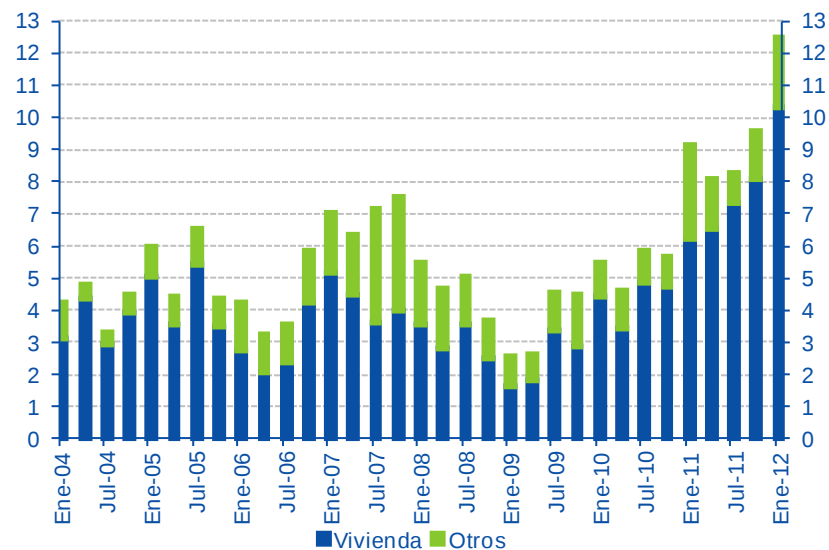


En Antioquia el desempeño es liderado por vivienda

- En 2011 se licenciaron cerca de 300 mil metros cuadrados al mes (vs. 175 mil en promedio 2007-2010) de los cuales un 83% fueron para vivienda (15.700 unidades)
- Fuerte contribución de las obras destinadas al comercio, educación y la administración pública

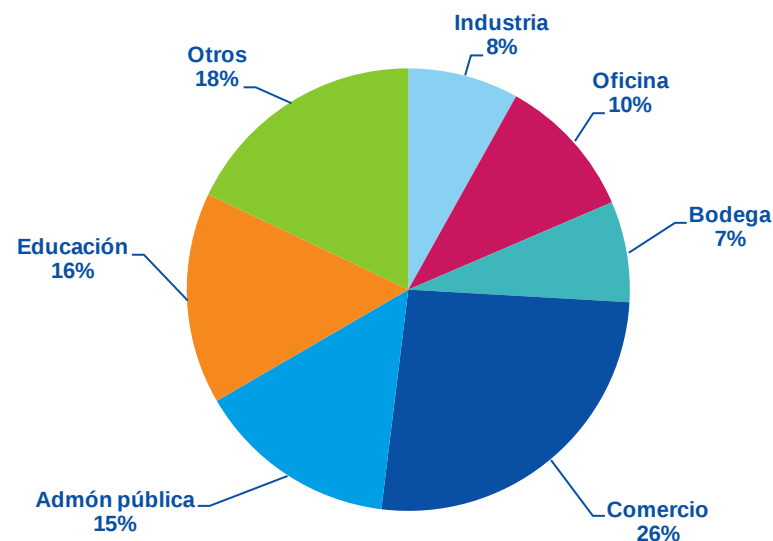
Licencias de construcción por componentes (trimestre móvil, cientos de miles de metros cuadrados)

Fuente: DANE y BBVA Research



Composición de la oferta no residencial (% del total, doce meses a enero de 2012)

Fuente: DANE y BBVA Research



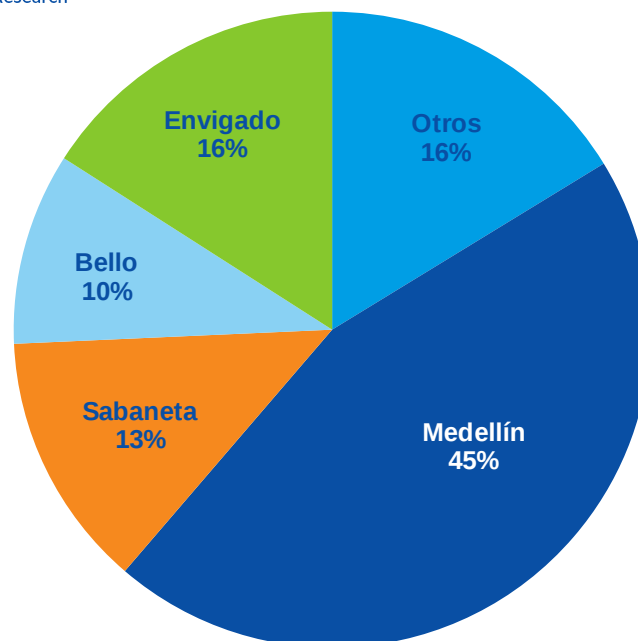
Licencias de construcción se concentran en Medellín, Envigado, Sabaneta y Bello

- Estos municipios concentran el 84% de las licencias actuales.

Licencias de construcción por Municipio

(acumulado 12 meses a enero)

Fuente: DANE y BBVA Research

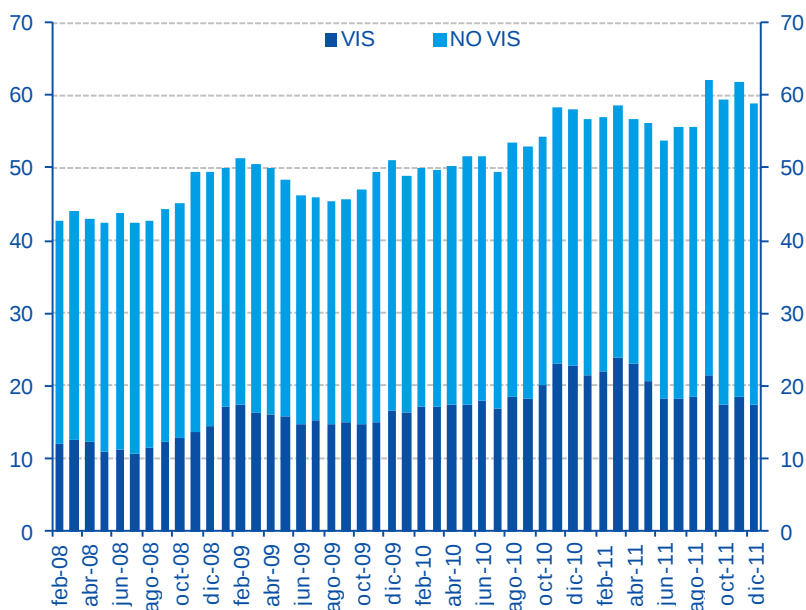


Dinamismo de licencias mantiene un nivel estable de oferta de vivienda

- En el mercado existen cerca de 60 mil unidades disponibles para la venta de las cuales cerca de 18 mil son de tipo VIS. Bastarían 5 meses para vender la disponibilidad total.
- En Medellín tenemos 14000 unidades, 3100 VIS. Se venden en 9 meses.
- Sobresale el estado saludable de la oferta. En Medellín más del 76% está pre-vendida

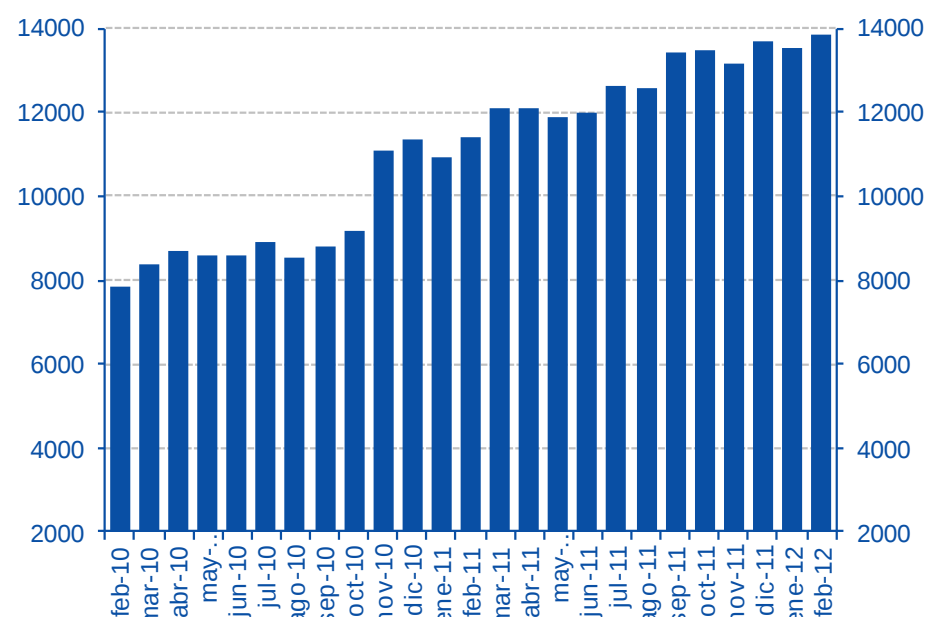
Oferta por tipo de vivienda (Miles de unidades en 12 regionales)

Fuente: Camacol ; y BBVA Research



Oferta de vivienda disponible en Medellín

Fuente: La Galería Inmobiliaria; y BBVA Research

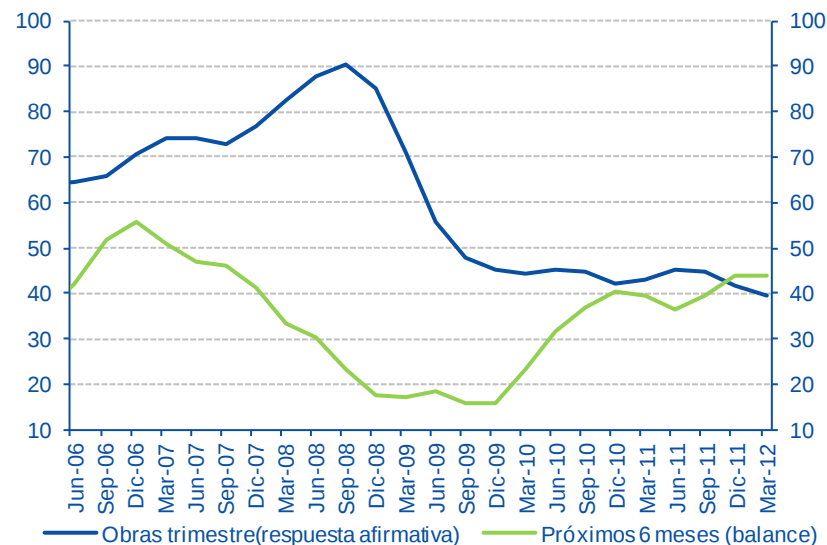


Sector mantiene optimismo con buenas perspectivas a futuro

- Cerca de la mitad de los empresarios consideran que en los dos últimos trimestres la actividad del sector ha aumentado
- Todos los tipos de vivienda se encuentran muy dinámicos, pero sobresale el mayor repunte de la vivienda de alto valor
- La producción y los despachos de cemento están creciendo a un ritmo de 15% a/a

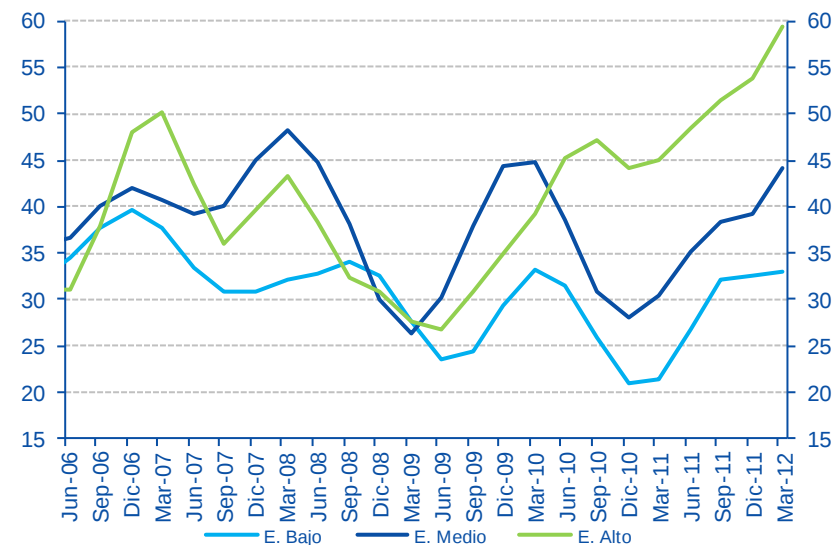
Actividad de la construcción (Índices, serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research



Actividad en vivienda por rango de precios (Índices, serie ajustada por estacionalidad, respuestas afirmativas)

Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research



5

Demanda inmobiliaria y sus determinantes

Principales indicadores de la economía regional

	2007	2008	2009	2010	2011
PIB (Antioquia)					
a/a, %	7,7	2,2	0,5	3,6	
% del nacional	14,0	13,5	13,7	13,4	
Población (Medellín)					
Habitantes (Millones)	2,27	2,29	2,31	2,32	2,34
Laboral (Medellín y AM)					
Desempleo (% de PEA, %)	10,1	12,1	14,2	12,3	10,9
Empleados (Miles)	1.449	1.434	1.539	1.592	1.673
% nacional	16,8	16,6	16,8	16,6	16,7
Pobreza (% del total)					
Medellín		25,0	23,9	22,0	
Antioquia		38,4	35,2	31,3	
Inflación (Medellín y AM)					
Fin de año (%)	6,7	7,7	2,5	3,6	4,1

Indicadores de demanda potencial de vivienda

- Retos importantes en materia de déficit de vivienda.
- Grandes diferencias regionales en el departamento.

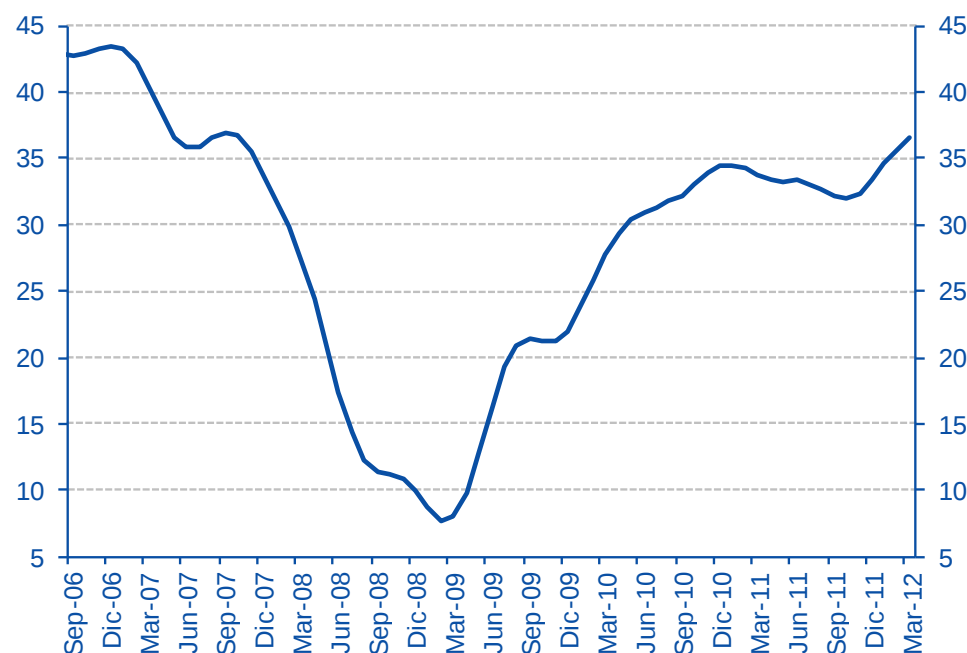
	1993	2005	2008	2010
Densidad familiar				
Hogares por vivienda		1,0	1,0	1,0
Personas por hogar	4,4	3,8	3,7	3,6
Déficit vivienda				
Cuantitativo (% del total)	7,1	6,6	6,5	
Número (miles)		40,7	56,4	
Cualitativo (% del total)	30,9	19,9	12,8	

Alta disposición a comprar vivienda

- Los indicadores de sentimiento económico se recuperaron rápidamente durante 2010 y actualmente se encuentran muy cercanos a los niveles máximos.
- La disposición para la compra de vivienda se mantuvo estable en niveles altos en el inicio del año 2012.

Disposición a comprar vivienda (Serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

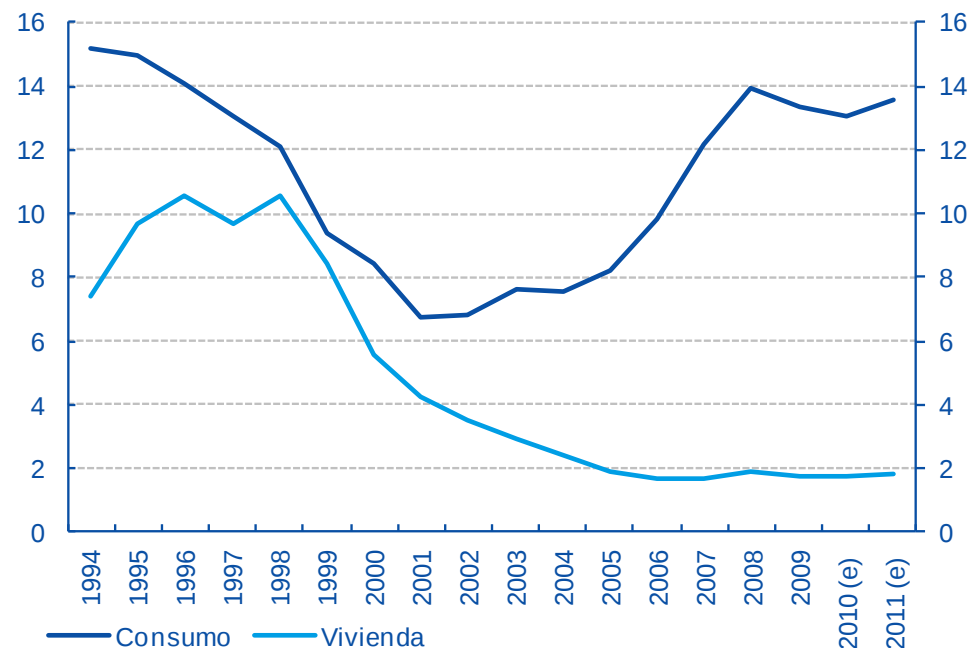


Bajos niveles de endeudamiento favorece la demanda

- La carga financiera de los hogares en niveles bajos gracias a una combinación de menores tasas y aumento en el ingreso.
- Demanda reciente menos apalancada. La cartera hipotecaria es solo el 4% del PIB ahora frente a más de 10% del PIB en los noventa.

Carga financiera de los hogares (Amortizaciones e intereses, %)

Fuente: Banco de la República y BBVA Research

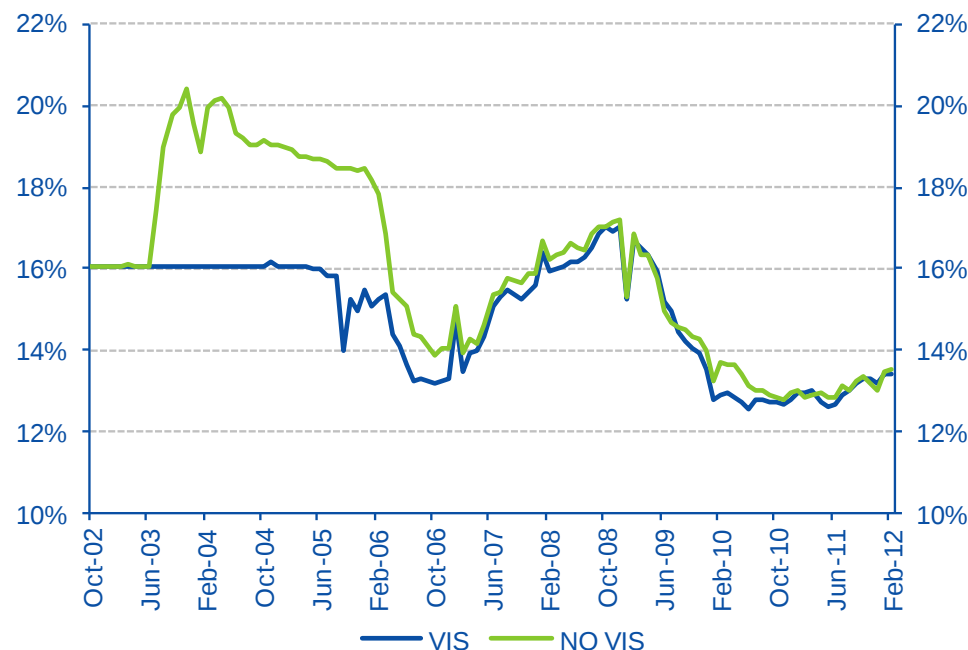


Bajas tasas de interés también la favorecen

- A pesar del aumento reciente de la tasa de intervención del BanRep, las tasas hipotecarias se mantienen en mínimos históricos
- Política de cobertura de tasas ha impulsado la demanda. A enero de este año se dieron 134 mil créditos con subsidio de tasas.

Tasas de interés hipotecario (E.A., %)

Fuente: Banco de la República, CAMACOL y BBVA Research

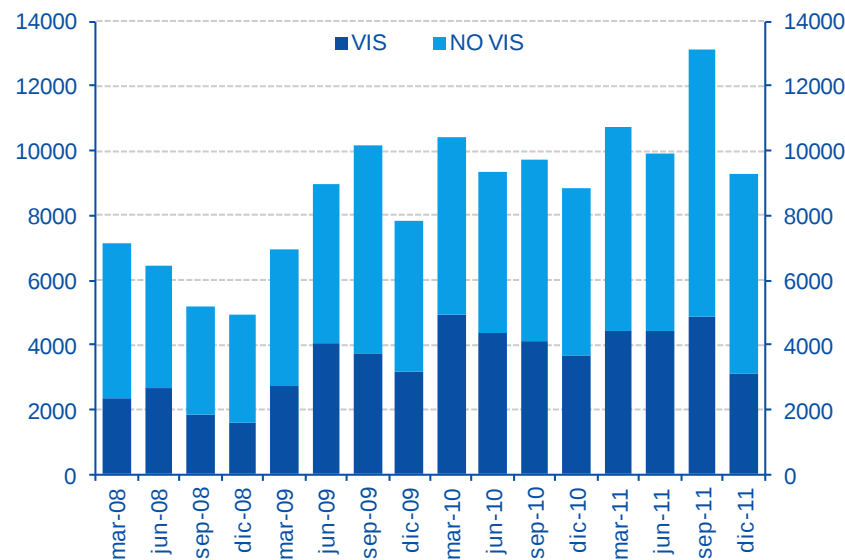


Ventas se estabilizan en máximos

- Fuerte estacionalidad de las ventas en diciembre.
- Rotación de inventarios en Medellín se mantiene estable por incremento equivalente en la oferta y en la demanda.

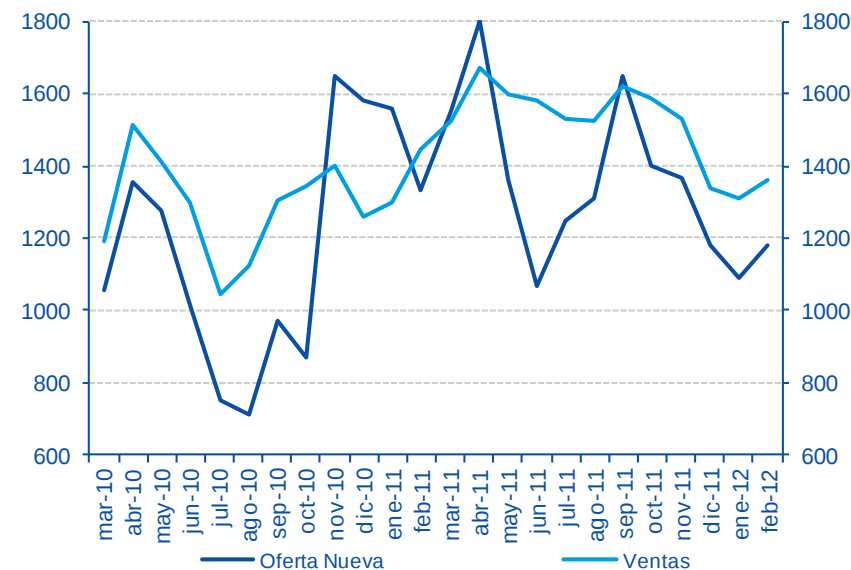
Ventas de vivienda (trimestrales, 12 seccionales de Camacol)

Fuente: Camacol y BBVA Research



Ventas y oferta de vivienda en Medellín (promedio trimestral)

Fuente: La Galería Inmobiliaria y BBVA Research

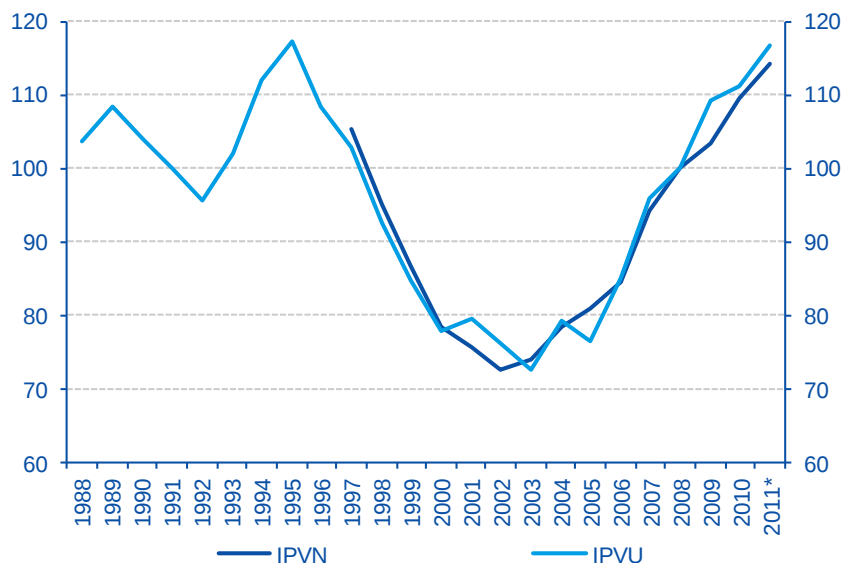


Precios aumentan por una combinación de factores

- En 2011 los precios de la vivienda nueva aumentaron 5,8% anual real en Colombia y 5,5% anual real en Medellín (DANE).
- Los precios de Medellín aumentaron por debajo del promedio del país durante toda la década pasada.
- Se espera una moderación del ritmo de incremento en los precios en todo el país.

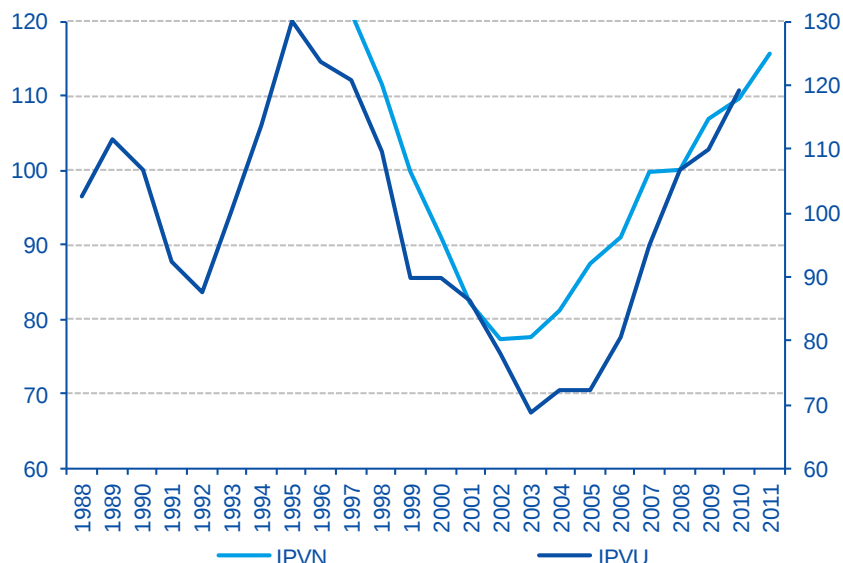
Precios reales de la vivienda (Índice 2008=100)

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research.*BanRep hasta septiembre de 2011.



Precios reales de vivienda en Medellín (Índice 2008=100)

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research.*BanRep hasta septiembre de 2011.



Contactos

Colombia

Juana Téllez

Economista Jefe

juana.tellez@bbva.com

Equipo

María Paola Figueroa

mariapaola.figueroa@bbva.com

Mauricio Hernández Monsalve

mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes

maria.llanes@bbva.com

Julio César Suárez

julio.suarezl@bbva.com

Estudiantes de economía en práctica profesional

Laura Rincón

laura.rincon2@bbva.com

Rafael Ricaurte

rafael.ricaurte@bbva.com

www.bbvaresearch.com

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 / Gobierno Corporativo".

BBVA, S.A. 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.