

Colombia acelerará su crecimiento en los próximos dos años

Norte de Santander con potencial de crecimiento

Juana Téllez

Economista Jefe BBVA Colombia

Cúcuta, 3 de abril de 2013

Mensajes principales

- El entorno económico global está mejorando por las menores tensiones financieras en Europa, el acuerdo para evitar el llamado “abismo fiscal” en Estados Unidos y la resistencia de las economías emergentes.
- La economía colombiana acelerará su tasa de crecimiento en 2013 y 2014 a 4,1% y 5,0%, respectivamente, después de haber tocado fondo a finales del año pasado. El consumo privado será el principal determinante de la expansión, conjuntamente con una expectativa positiva de la ejecución de obras de infraestructura en los dos años.
- La inflación se mantendría por debajo del punto medio del rango meta en 2013 y convergería al 3% en 2014. El Banco Central mantendría su postura expansiva en 2013 e iniciaría aumento de tasas en el segundo trimestre de 2014.
- Actividad sectorial balanceada mantiene a Norte de Santander con potencial de crecimiento. Aumentar la conexión de Norte de Santander con el interior del país es el reto de política pública más importante.

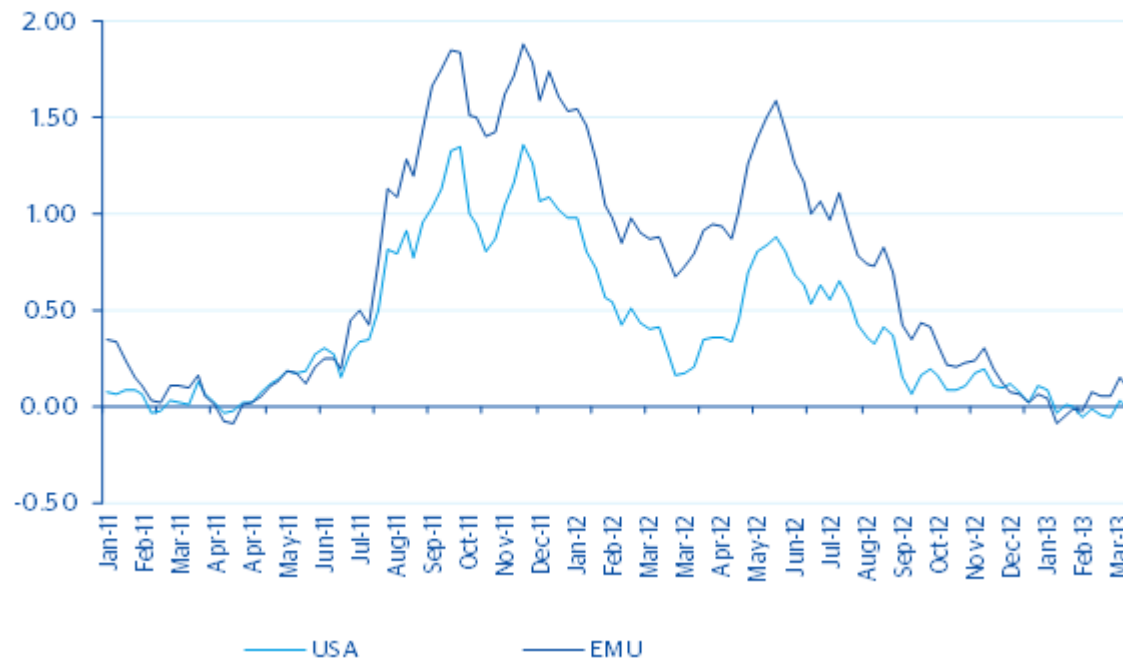
Un entorno internacional más favorable

Mejora la percepción del escenario económico global

La reducción de las tensiones financieras mejora la actividad económica global

Índice BBVA de tensiones financieras

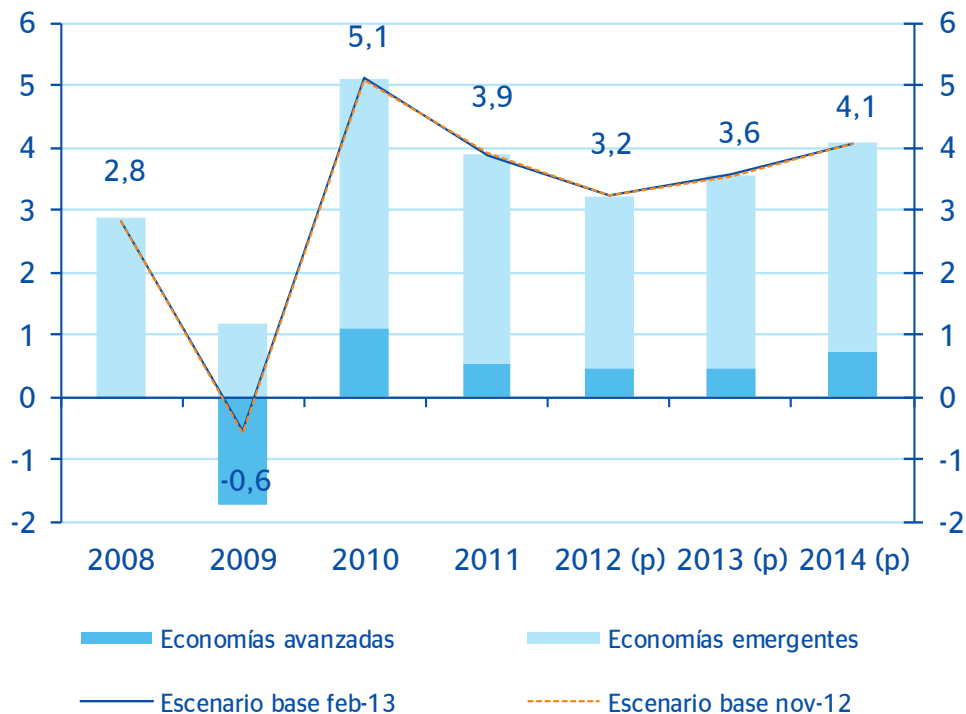
Fuente: BBVA Research



Mejora la percepción del escenario económico global

Crecimiento económico global (%)

Fuente: BBVA Research



La mejora de la confianza se traducirá en una mejora de la actividad

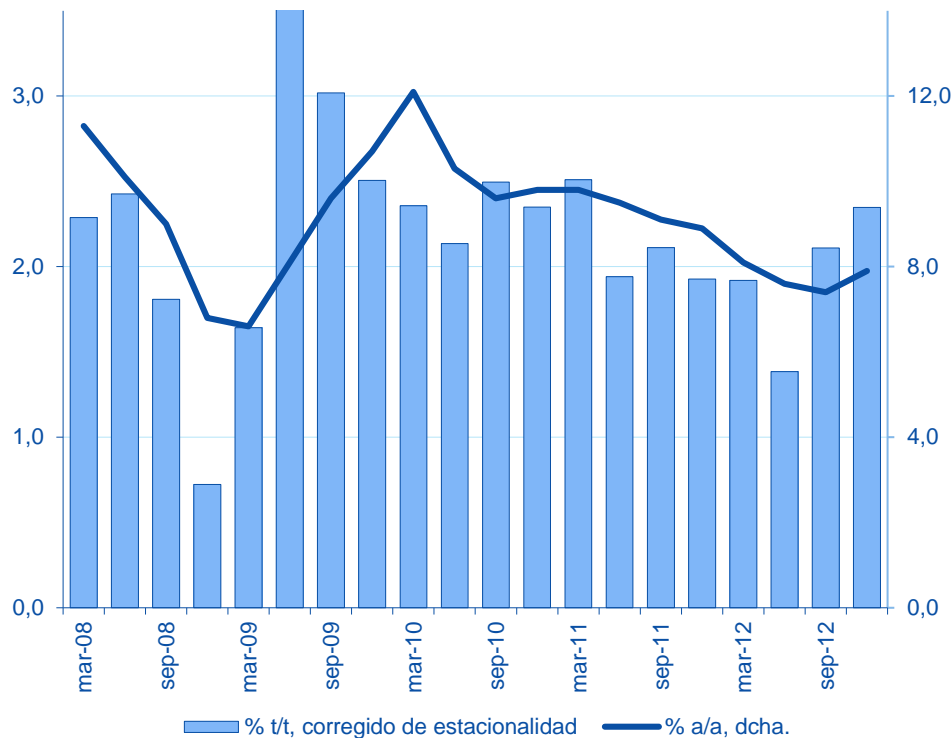
Los avances de gobernanza en Europa y acuerdos adicionales sobre el déficit fiscal en EEUU son condiciones necesarias para la recuperación

Los escenarios de riesgo más extremo son menos probables ahora gracias a la reacción de las políticas económicas

Las economías emergentes mejoran sus expectativas

China: crecimiento del PIB (% a/a)

Fuente: BBVA Research



La mejora de las expectativas de la economía china es un factor de soporte de la economía mundial

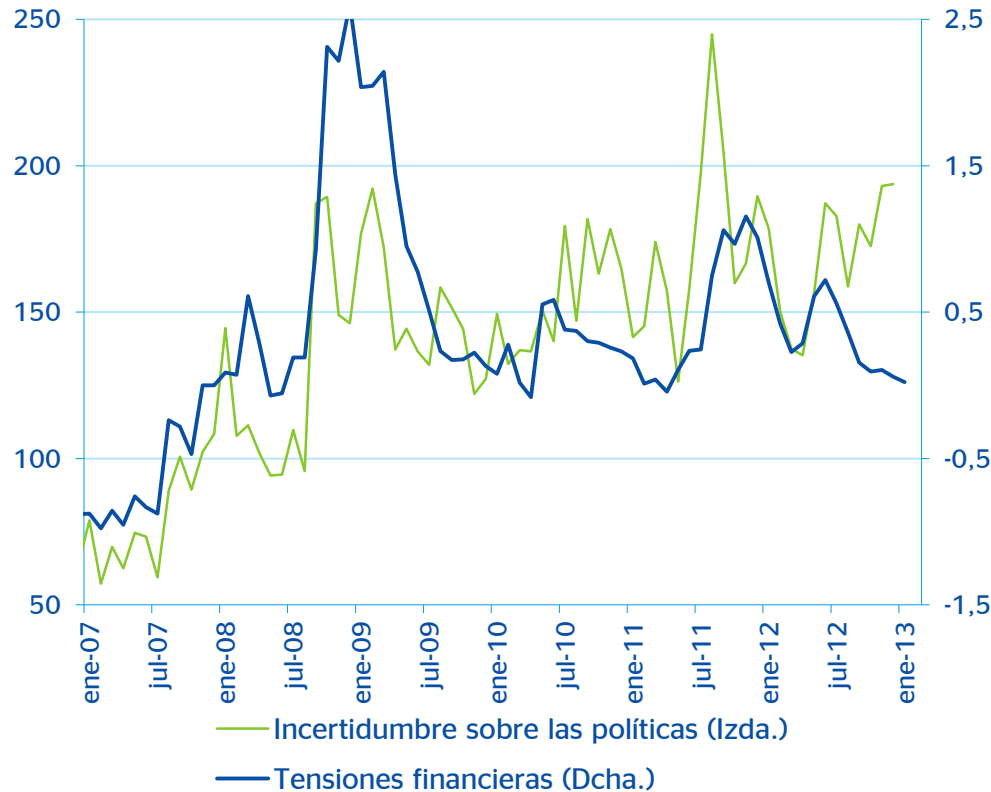
La inversión, respaldada por las políticas de estímulo, y las exportaciones al resto de Asia y EE.UU. están detrás de la reactivación del crecimiento en China

A medio plazo el consumo ha de tomar el relevo como soporte del crecimiento de China

EE.UU. resiste el impacto de la incertidumbre fiscal

EEUU: indicadores de incertidumbre económica

Fuente: BBVA Research a partir de PolicyUncertainty.com



La incertidumbre sobre las políticas económicas no impide la reducción de las tensiones financieras ...

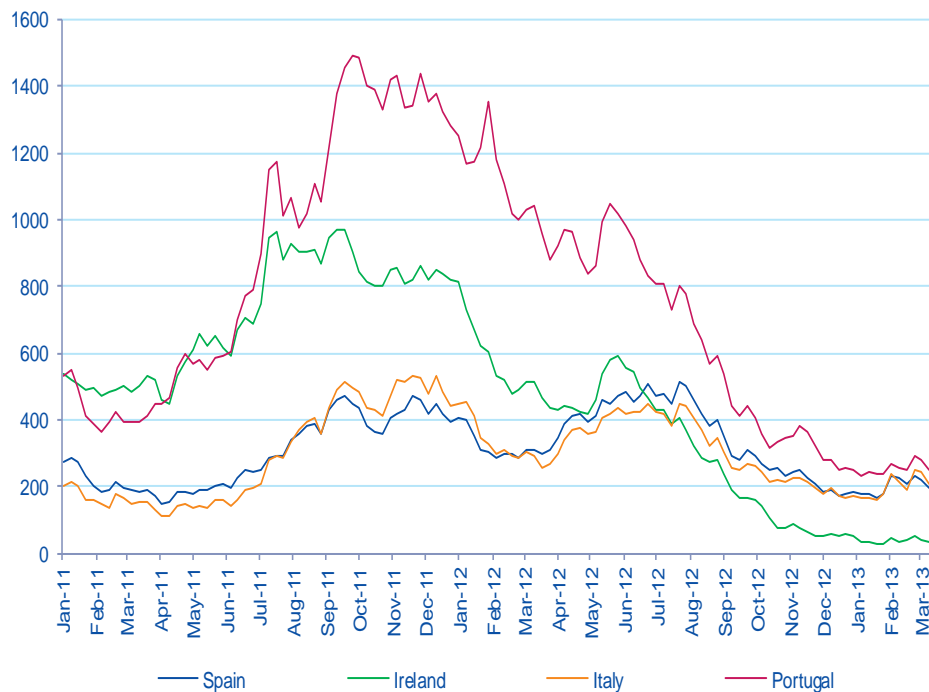
... lo que permite que el consumo privado mantenga crecimientos cercanos a los de antes de la crisis

La extraordinaria expansión monetaria contrarresta el potencial impacto de la incertidumbre fiscal en el desempeño de la economía

UEM: menor percepción de riesgo mientras se avanza hacia la unión bancaria

Stress financiero por países

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



¿Qué ha ocurrido desde julio de 2012?

1. El BCE se compromete a hacer “lo que sea necesario” para preservar el euro

2. Segundo rescate de Grecia: movimiento contundente frente al riesgo de ruptura del euro

3. Consejo de la UE: decisivo y continuo movimiento hacia la unión bancaria

-> los flujos de capital retornan a Europa, y no solo a la periferia; las tensiones financieras se reducen

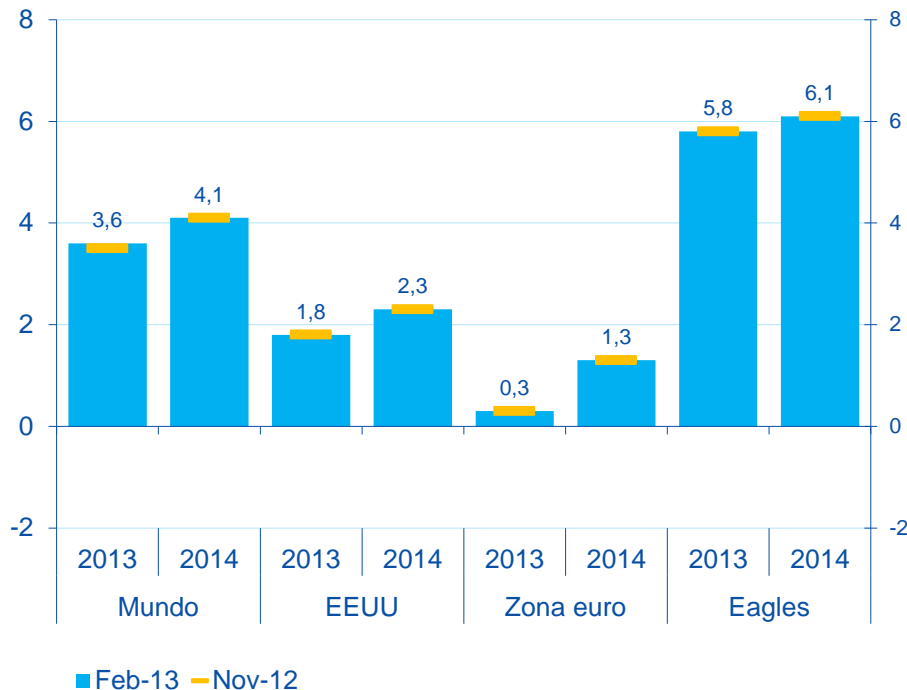
Factores de incertidumbre del escenario global

Zona euro	Cumplimiento de los objetivos de déficit fiscal
	Implementación de acuerdos de unión bancaria y rescate de Chipre
	Incertidumbres electorales
EE.UU.	Acuerdos pendientes: recorte automático de gasto público y techo de deuda
Otros riesgos globales	Tensiones geopolíticas, en especial en el norte África y Oriente próximo
	Desaceleración en China y en otros emergentes

El crecimiento seguirá siendo muy heterogéneo

Crecimiento del PIB (% a/a)

Fuente: BBVA Research



Un mundo a tres velocidades

La elevada dispersión en los ritmos de crecimiento se mantiene

Los EAGLEs han mostrado su resistencia frente a la crisis, reforzando el paradigma de “new normal”

Zona euro: mejoran las expectativas pero la recuperación será lenta, heterogénea y vulnerable

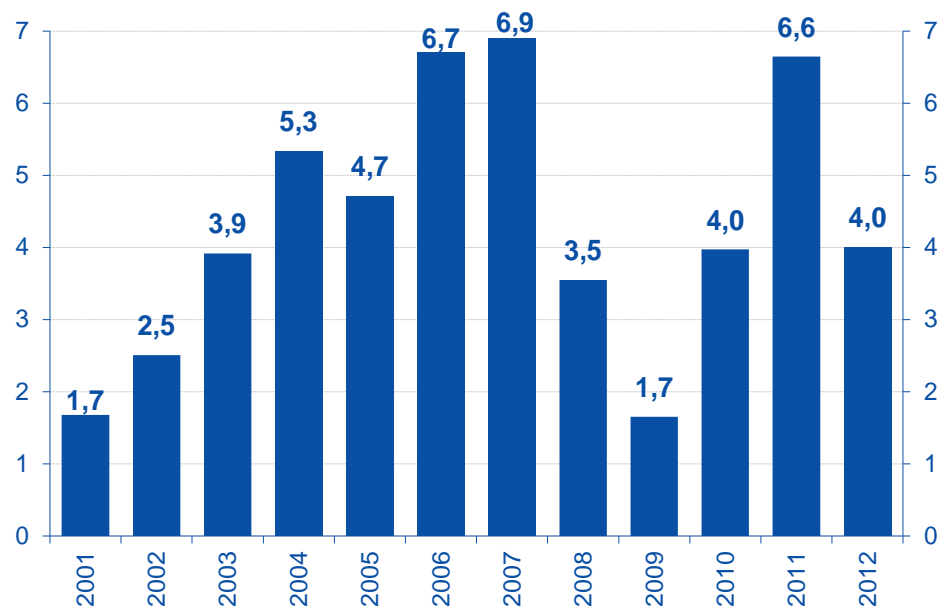
Después de un buen resultado en 2012,
Colombia logrará su crecimiento
potencial en 2014

Crecimiento del PIB de 2012 se ubicó en 4,0%

- Se desaceleró con respecto al resultado de un año atrás (revisado de 5,9% a 6,6%), en línea con las expectativas de BBVA Research
- En 4T el PIB creció 3,1% anual y 1,8% trimestral. Esto es, se aceleró desde un 2,7% anual y -0,7% trimestral en 3T.

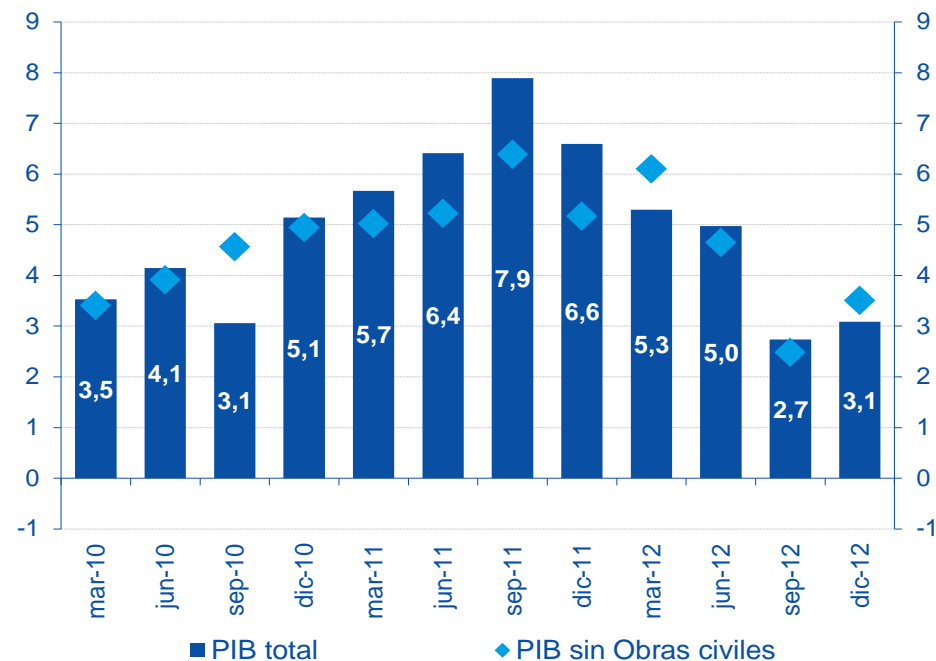
PIB anual total (variación anual)

Fuente: DANE y BBVA Research



PIB trimestral total y sin obras civiles (variación anual)

Fuente: DANE y BBVA Research

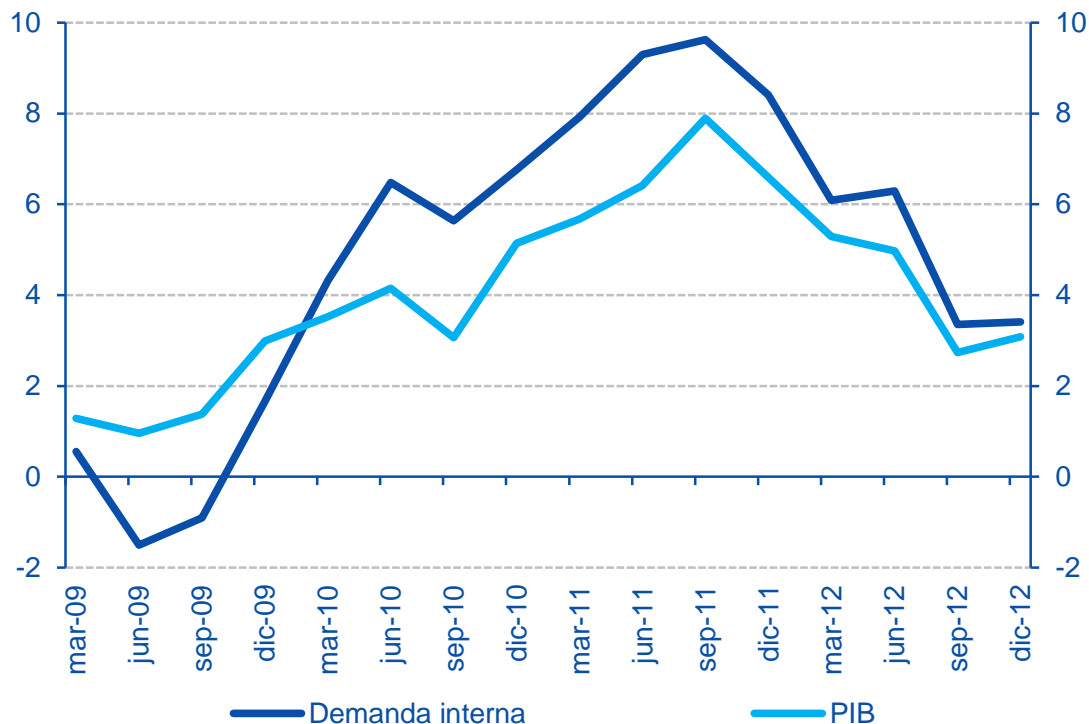


La demanda interna (4,8%) continuó creciendo por encima del PIB...

- ...Sin embargo, conforme a lo esperado, se desaceleró desde el 8,8% de un año atrás.
- La demanda privada creció más que la demanda pública, aunque en ambos casos el resultado fue inferior al de un año atrás.

Crecimiento del PIB y la demanda interna (variación anual)

Fuente: DANE y BBVA Research



Variaciones por componente en todo el año (variación anual)

Fuente: DANE y BBVA Research

	Crecimiento		Contribución	
	2011	2012	2011	2012
Pública	9,2	4,2	2,2	1,0
Privada	8,1	5,0	6,8	4,2
Externa	-	-	-2,8	-1,2
PIB*	6,6	4,0	6,6	4,0

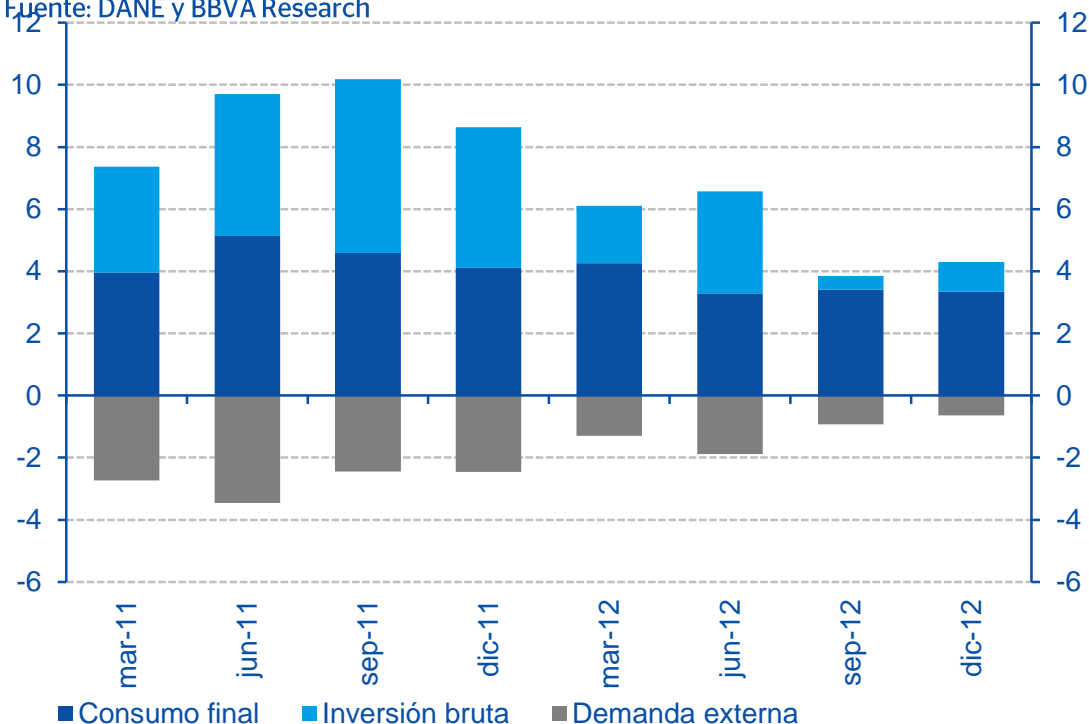
* No se incluyen errores de medición

Expansión de gasto de hogares y empresas privadas fue acompañado de un mayor consumo público

- Consumo en 4T fue impulsado por empleo asalariado, ahora 52% de ocupados totales (vs. 50% previo), bajas tasas de interés y creciente confianza.
- La inversión fue el componente que más se desaceleró: de 18,7% a 6,0% entre 2011 y 2012

Contribución del consumo y la inversión fija en 2012 (variación anual)

Fuente: DANE y BBVA Research



El consumo del Gobierno se aceleró a 5,1% en 2012 desde 3,6% en 2011.

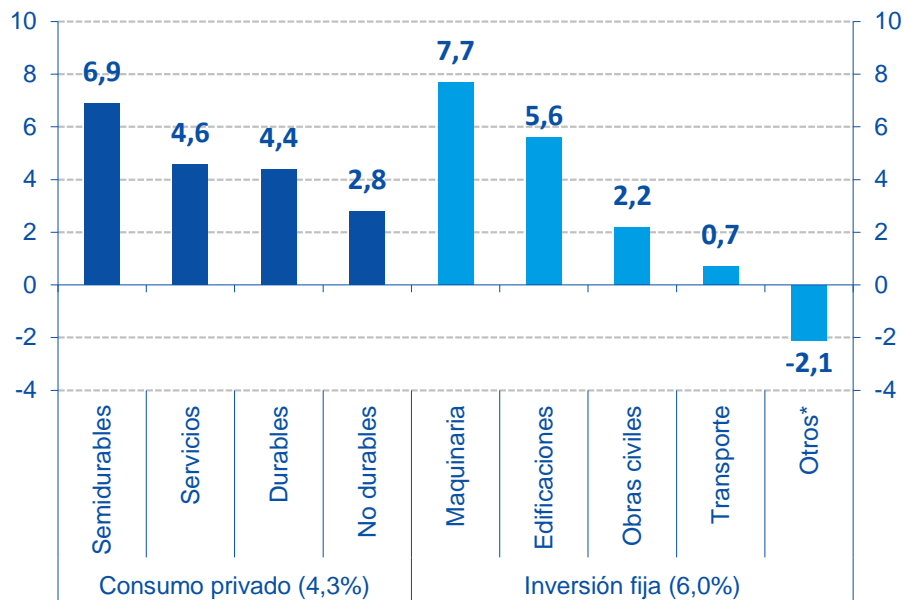
La tasa de inversión sigue creciendo. Al cierre de 2012 se ubicó en 27,5% del PIB.

Sobresale la aceleración de los bienes durables y las edificaciones en el cuarto trimestre

- Bienes durables terminaron el año al alza, pero en todo el año tuvieron un comportamiento moderado.
- Una recuperación sostenida del consumo requerirá la aceleración de los bienes no durables, los cuales tuvieron la menor variación en todo el año y en el 4T12.

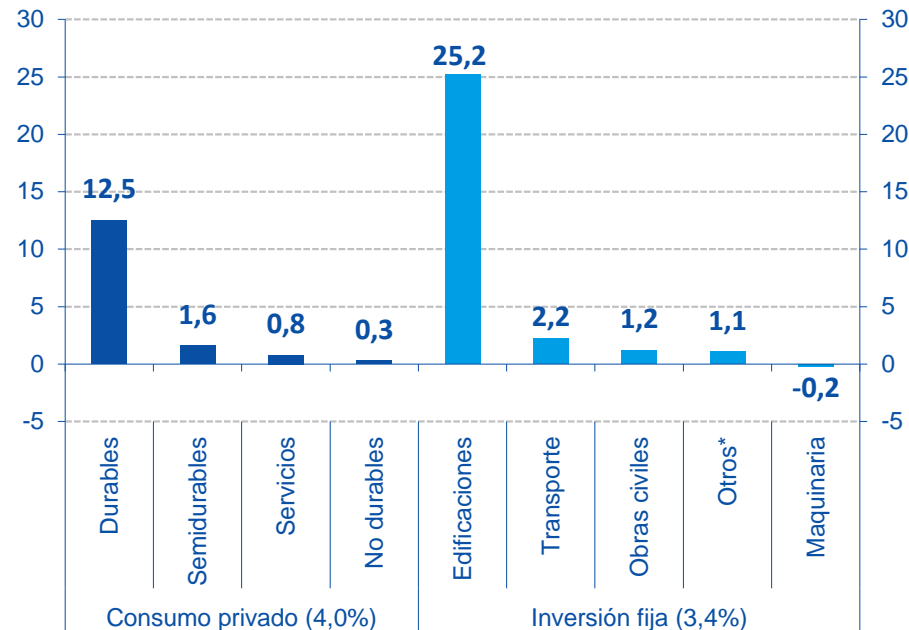
Crecimiento del consumo y la inversión fija en 2012

(variación anual) Fuente: DANE y BBVA Research *Agro y servicios



Crecimiento del consumo y la inversión fija en 4T12

(variación anual) Fuente: DANE y BBVA Research *Agro y servicios

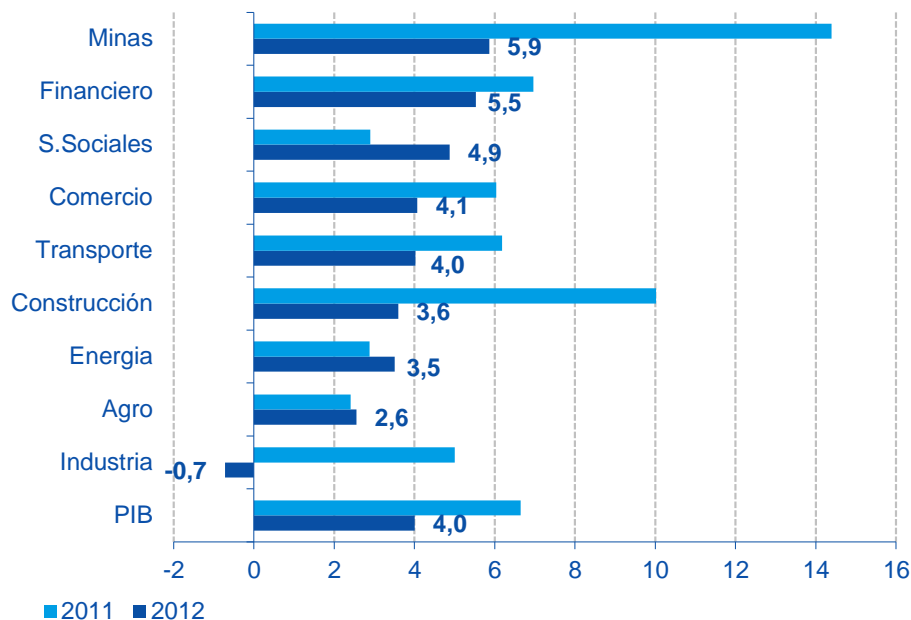


Los sectores que lideraron el crecimiento en 2012 fueron minería y servicios, excepto energía

- Cinco sectores (62% del PIB) crecieron al menos como el PIB, es decir, por encima del 4%. Sobresalen, entre otros factores, el elevado gasto corriente del Gobierno, el mejor balance del consumo de bienes durables como impulso al comercio minorista y al crédito y la demanda moderada por servicios de transporte proveniente del comercio exterior.

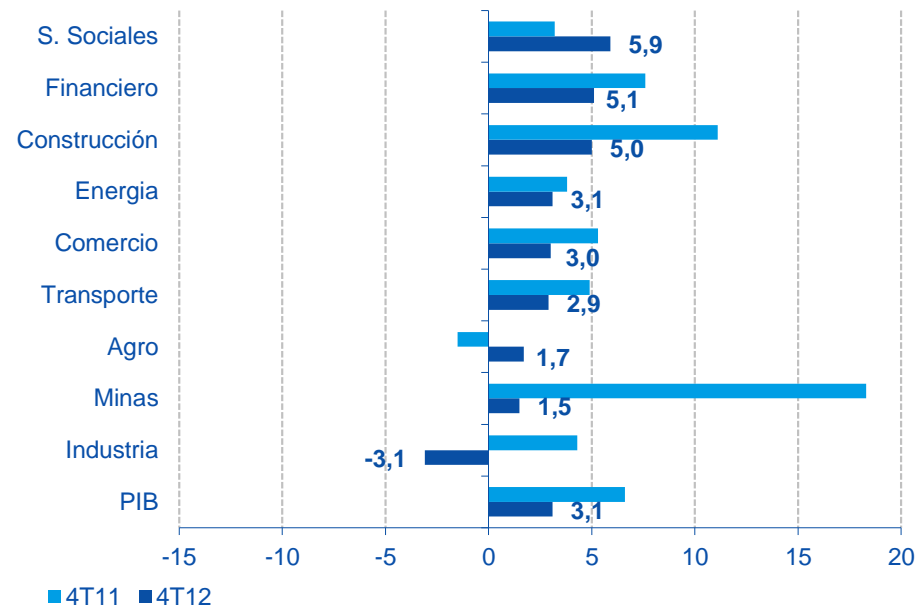
PIB por oferta en 2012 (variación anual)

Fuente: DANE y BBVA Research



PIB por oferta en 4T12 (variación anual) Fuente: DANE y BBVA Research

Fuente: DANE y BBVA Research

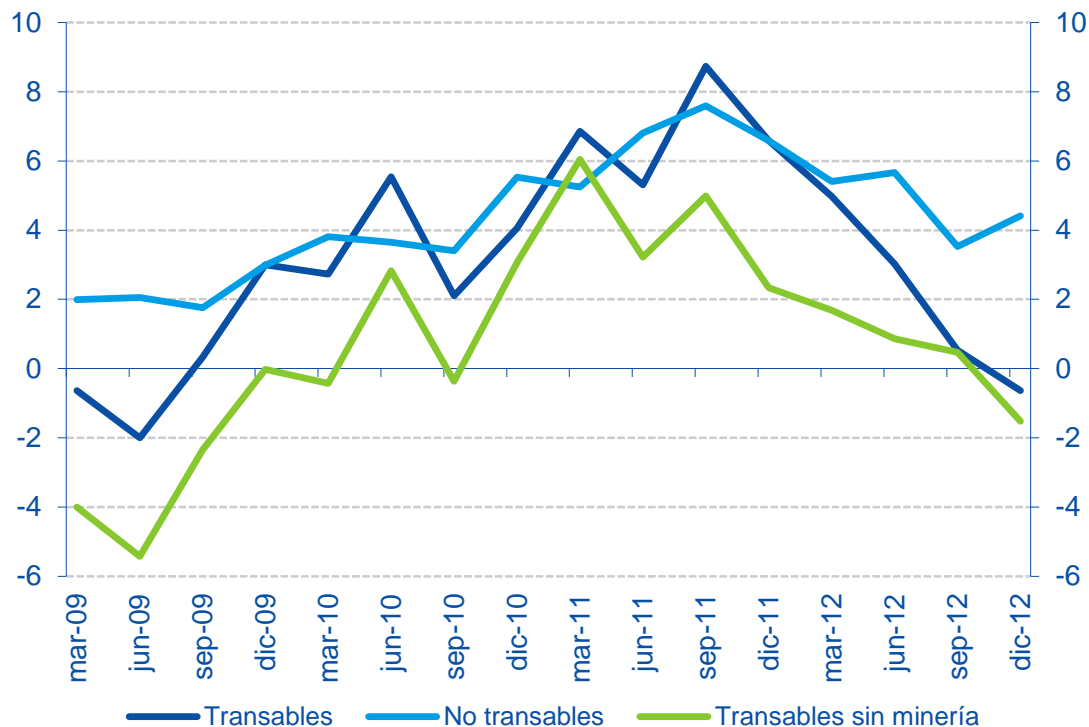


El crecimiento sectorial al cierre del año no estuvo bien balanceado

- El reto de la economía es impulsar el sector industrial. Este sector cayó 0,7% en 2012, siendo el único sector con balance negativo.
- Se dio una significativa diferencia entre los sectores transables (1,9%) y no transables de la economía (4,7%) en todo el año.

Crecimiento sectores transables y no transables (variación anual)

Fuente: DANE y BBVA Research



Por primera vez desde junio de 2009, el sector transable cayó en el cuarto trimestre de 2012

Al respecto, el Gobierno presentará en los próximos días un plan fiscal anti-cíclico

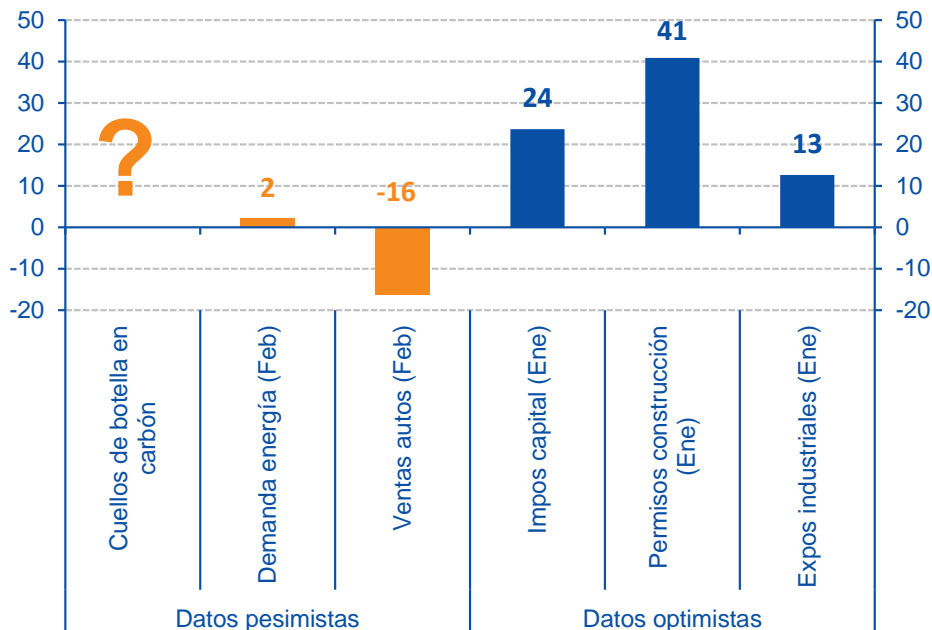
La prioridad será dar impulso a los sectores transables diferentes a la minería (industria y agricultura) y a la construcción de vivienda

Resumen de los indicadores económicos -IGAE- sugiere una recuperación gradual de la economía

- Un dato que moverá el crecimiento en el segundo semestre son las licencias de construcción, tanto en VIS como en No VIS.

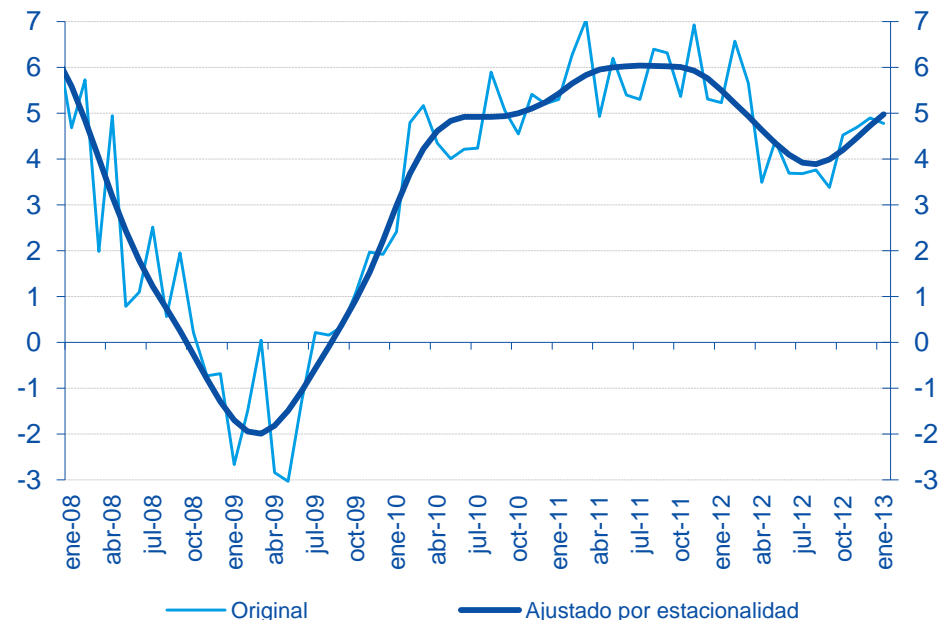
Indicadores líderes en primer trimestre (anual, %, año corrido)

Fuente: DANE y BBVA Research



IGAE (índice compuesto de indicadores líderes)

Fuente: BBVA Research

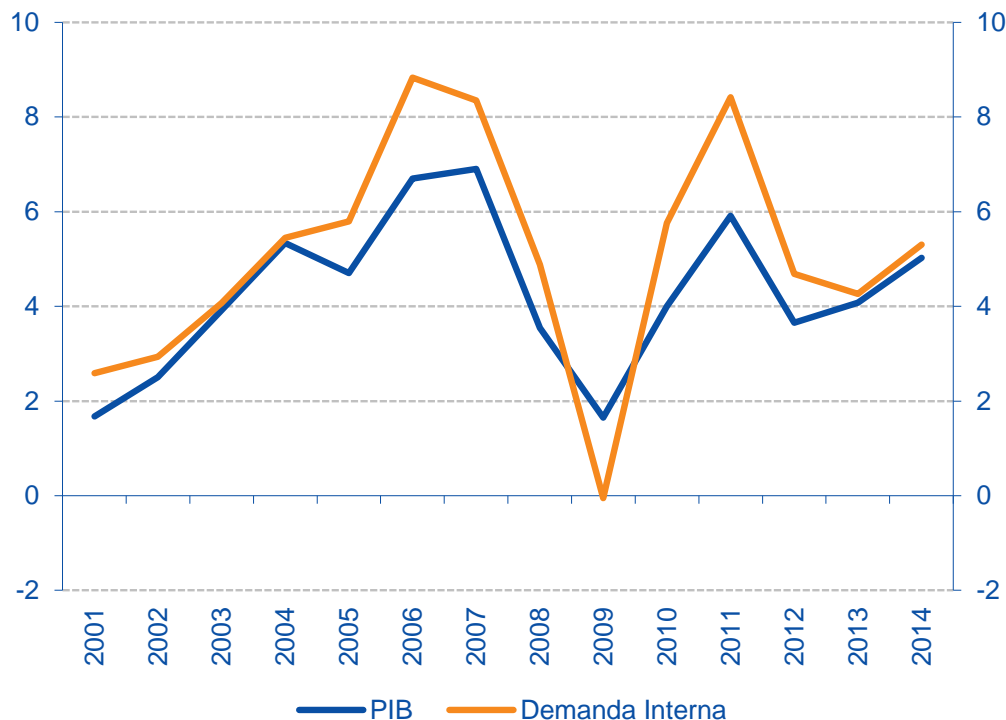


Economía crecería 4,1% y 5,0% en 2013 y 2014

- Tracción de la economía estará impulsada por el consumo de los hogares y por la mayor ejecución de obras civiles: demanda interna continuará siendo un soporte a la expansión

PIB total y demanda interna (variación anual, %)

Fuente: DANE y BBVA Research



La inversión en infraestructura y los recursos de regalías sumarán más de COP 20 billones en los próximos dos años.

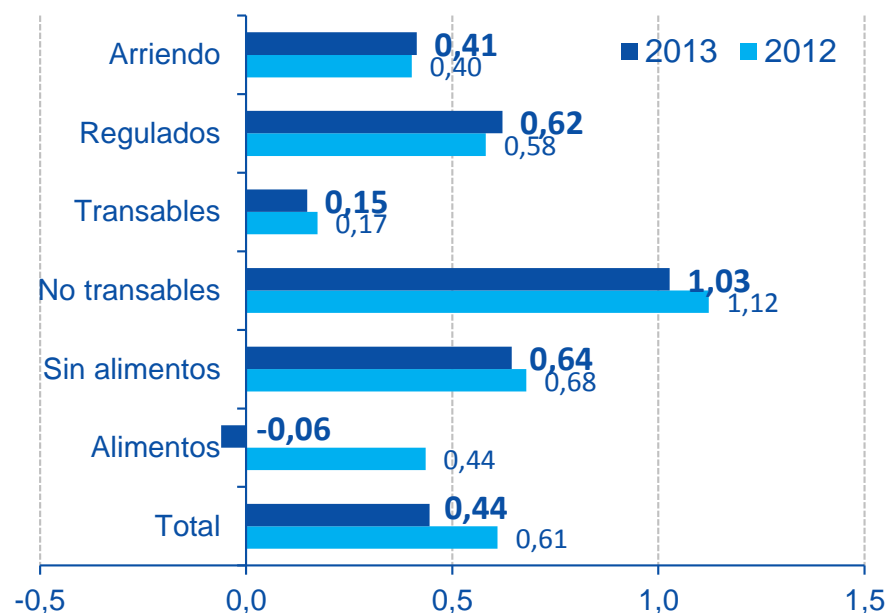
Banco central mantendrá una postura expansiva en 2013

Esperamos que la inflación en marzo retorne al rango meta

- La inflación se ubicó por debajo del rango meta inflacionario, apoyado en buena parte por menores precios de alimentos. Inflación sin alimentos sorprendió al alza.
- Para Marzo esperamos que la inflación se ubique en 2,01% a/a (0,3% a/a). Hacia adelante se espera que se mantenga en el rango meta.

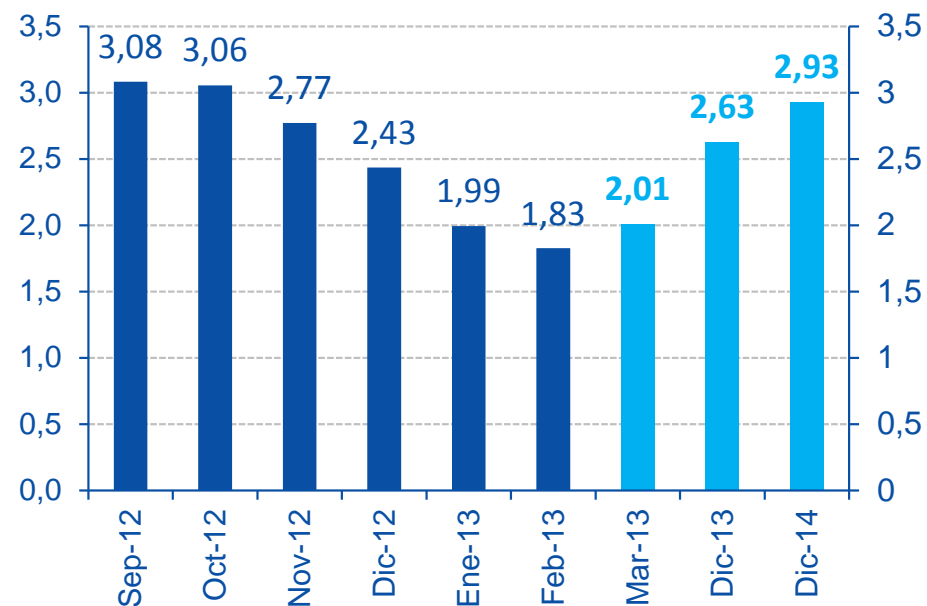
Cambios intermensuales de la inflación por componentes Feb. 2012 y 2013 (%)

Fuente: DANE y BBVA Research



Inflación anual observada y proyectada (%)

Fuente: BanRep y BBVA Research



BanRep recortó su tasa de intervención en 50 pbs

Decisión por unanimidad

Recorte superior al esperado por el mercado (25 pbs)

Énfasis sobre necesidad de regresar al potencial. Crecimiento actual y de próximos trimestres estaría por debajo del potencial. No hay claridad de cuándo se regresaría al potencial

Inflación observada y proyectada se sitúan por debajo de la meta del 3%

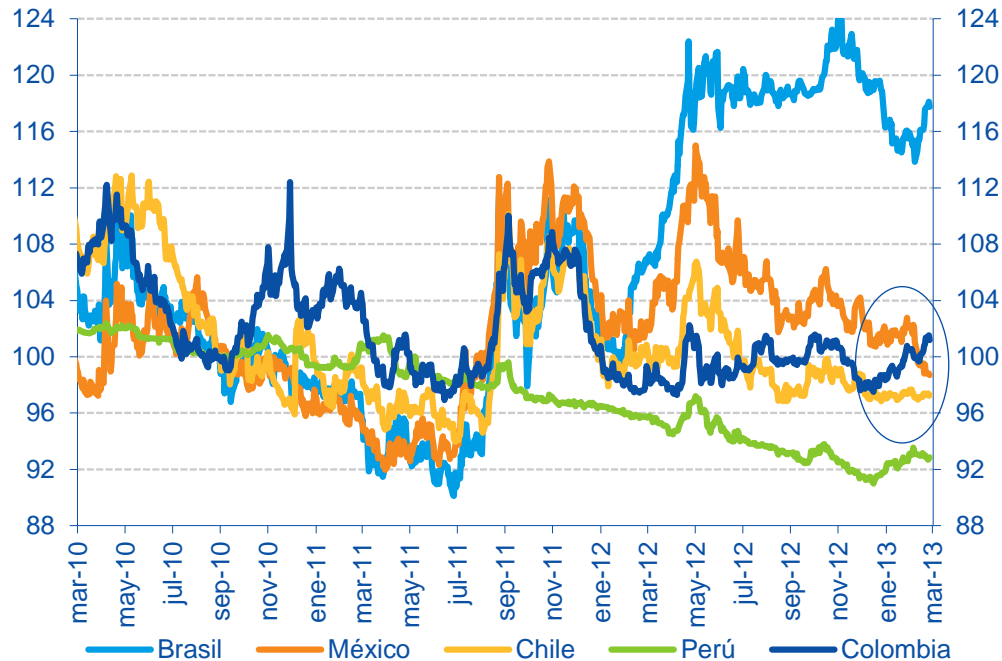
Factor nuevo: Deterioro de expectativas del comercio, confianza del consumidor y ventas de automóviles, sugieren una menor dinámica del consumo privado

Postura monetaria contribuiría a moderar presiones apreciativas

- Debilidad del peso va más allá de coyuntura externa.
- Peso se ha depreciado en mayor medida que otras monedas Latam.

Índice de tipo de cambio de Colombia y monedas Latam (Índice 100= 14 Sep 2010)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

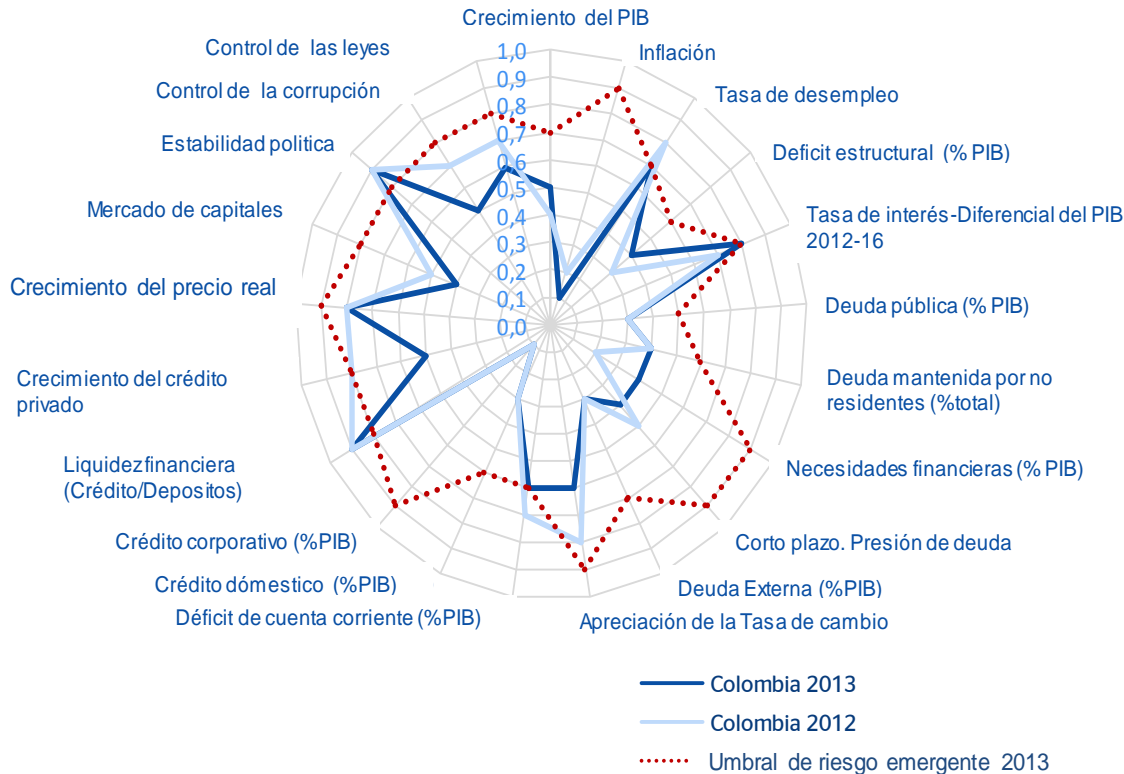


- Postura intervencionista del BanRep se mantiene, con posible expansión de reservas internacionales. Apoyo del Gobierno.
- Deuda local pierde marginalmente atractivo de portafolios offshore ante recorte no anticipado de intereses
- Debilidad de flujos de divisas de exportaciones y reducción de términos de intercambio

Revisión de Fitch y DBRS de la calificación explicada por factores estructurales

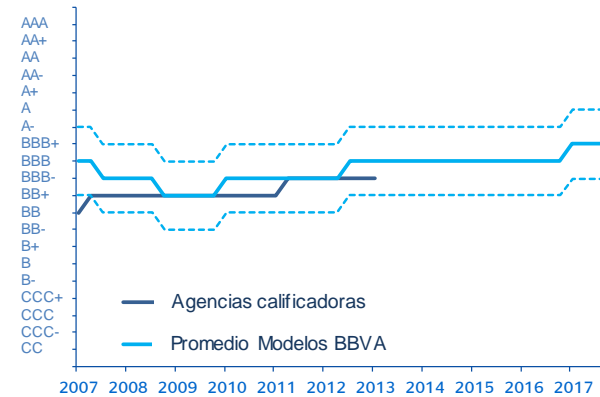
Colombia: Radar de vulnerabilidades 2013

(Todos los datos de 2012, Posición relativa a los países de Mercados desarrollados. Max Riesgo=1, Min Riesgo=0)



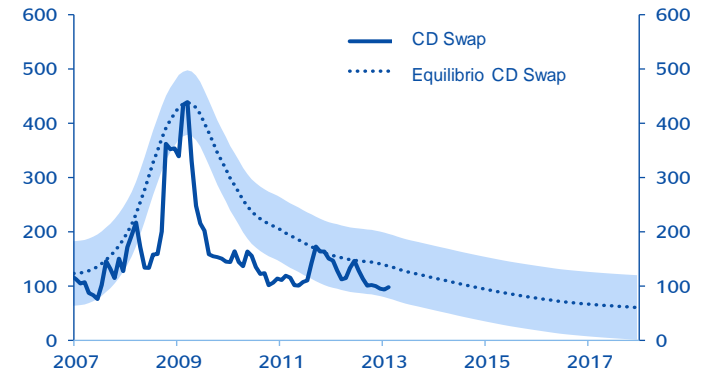
Colombia: BBVA Research Proyecciones de Riesgo País

(Por calificación, Bandas de incertidumbre +/-2)



Colombia: CD Swap 5 year

(En valores, Bandas de incertidumbre +/-0.5 Desviaciones estandar)

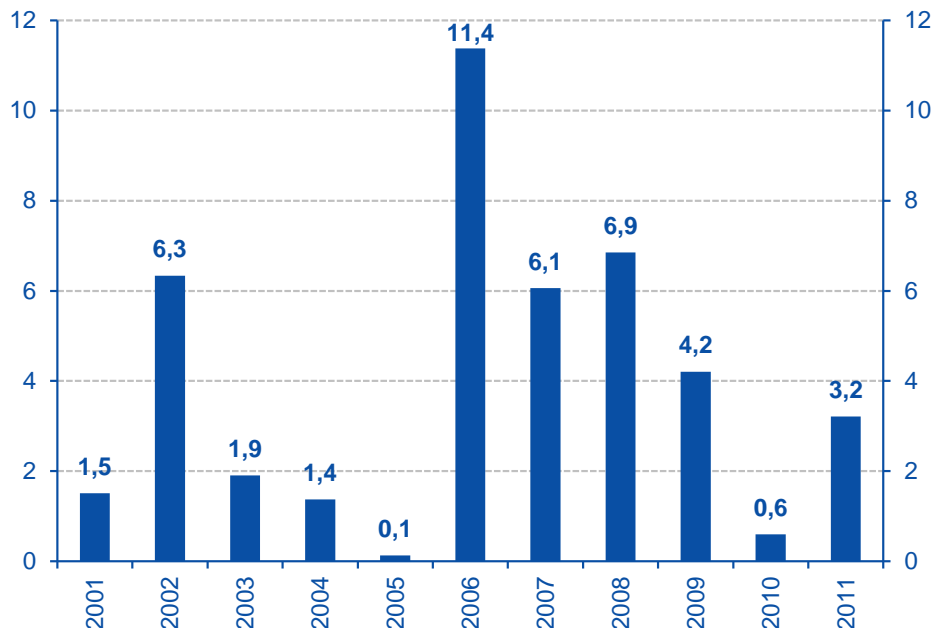


Perspectivas de recuperación en Cúcuta y Norte de Santander

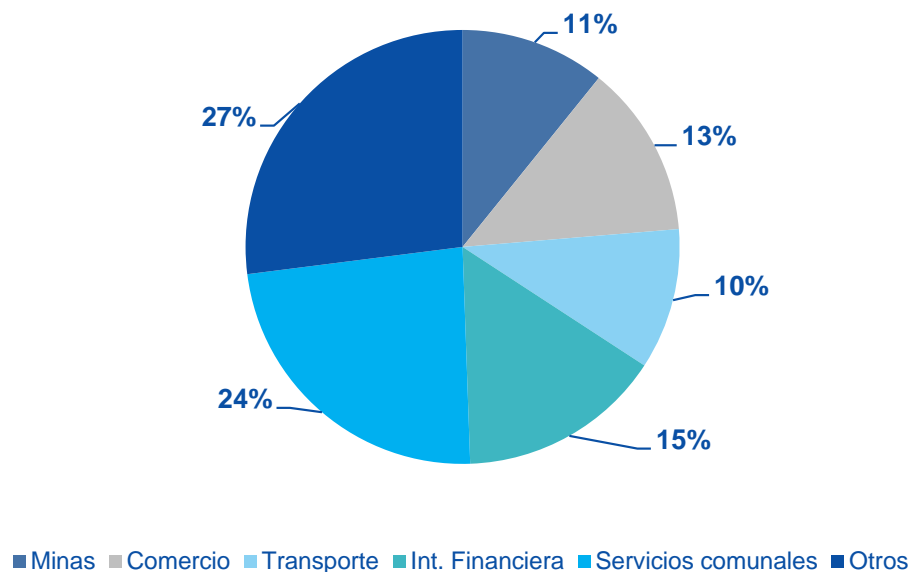
Norte de Santander tiene una dinámica similar al del total del país, con diversidad en la actividad

- Entre 2001 y 2011, Norte de Santander creció 4,0% anual en promedio, comparado con un crecimiento nacional de 4,3% anual. El PIB del departamento es el 1,7% del total del país.
- El sector servicios tiene un elevado peso en la economía regional. Al contrario del país, la minería no aumentó su participación e industria se mantuvo alrededor del 8% del PIB.

Crecimiento del PIB de Norte de Santander (variación anual) Fuente: DANE y BBVA Research



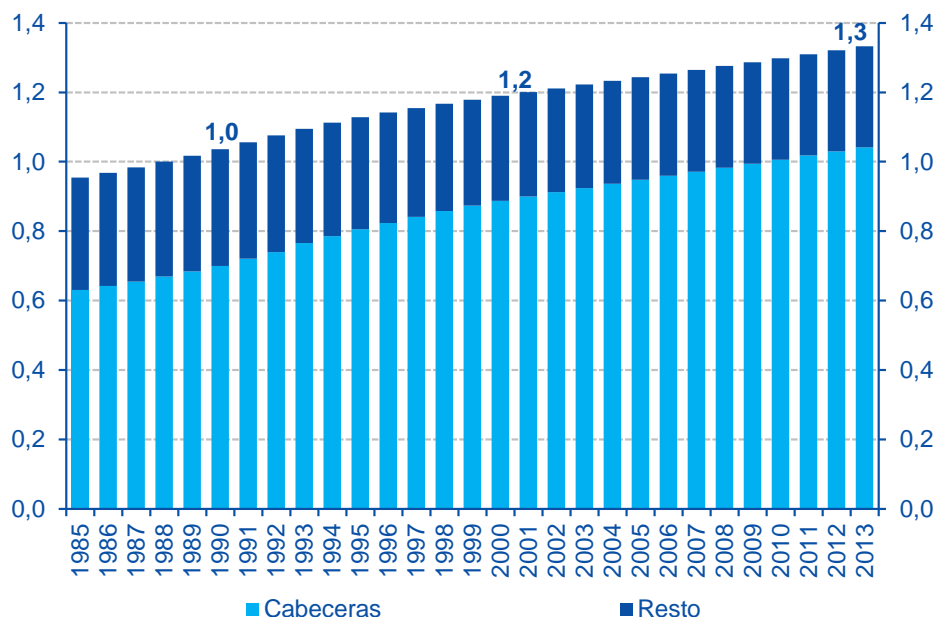
Participación de los sectores productivos (% del PIB) Fuente: DANE y BBVA Research *Industria, servicios y construcción



Población de Norte de Santander representa el 2,8% del país

- El 78% de la población vive en las cabeceras. Cúcuta agrupa el 47,8% de la población del departamento.
- El 64% de la población se encuentra en edad de trabajar y en 2020 esta población significará el 66%.

Población de Norte de Santander por ubicación (millones de personas) Fuente: DANE y BBVA Research



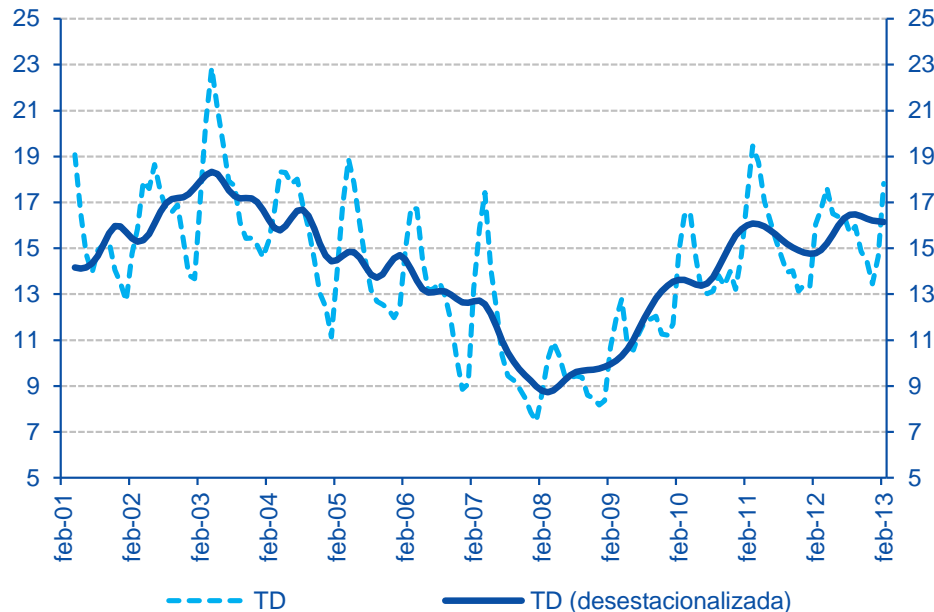
- Un hogar característico en el departamento tiene 3,5 personas por hogar y el 69% tiene un jefe masculino
- 46% de los hogares son propietarios de la vivienda
- En 2005 había 30.572 hogares en déficit cuantitativo de vivienda (10,3% del total)

Reducir la tasa de desempleo es un reto en Cúcuta, Villa del Rosario, Los Patios y El Zulia (Cúcuta AM)

- Actualmente, Cúcuta AM parece tener una tasa estructural cercana al 16% vs el 11% del promedio urbano nacional
- Además, se debe profundizar la formalización laboral del departamento. Actualmente, el 70% de los ocupados son informales

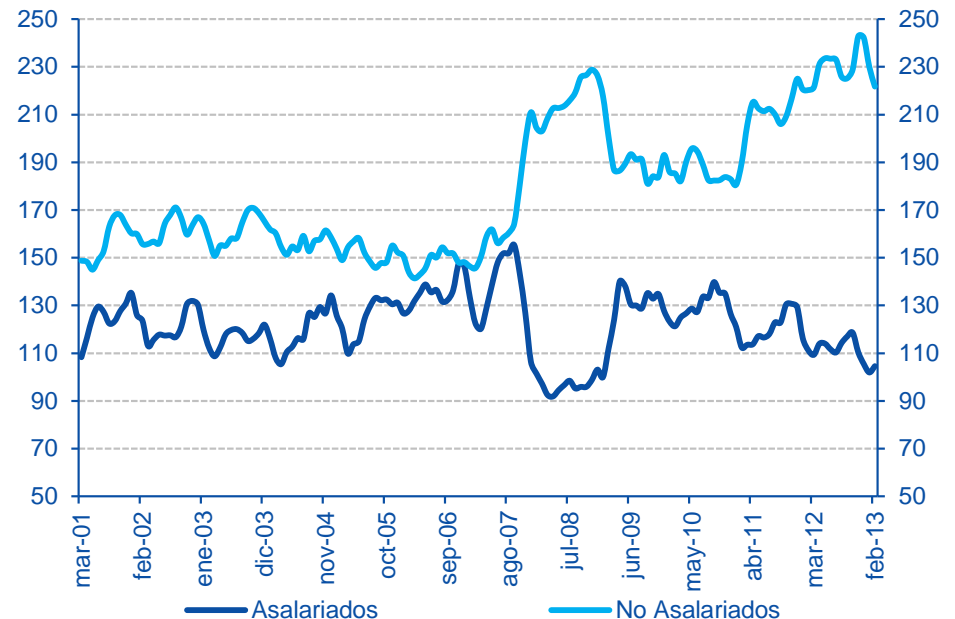
Tasa de desempleo de Cúcuta AM (% de la PEA)

Fuente: DANE y BBVA Research



Distribución del empleo (miles de personas)

Fuente: DANE y BBVA Research

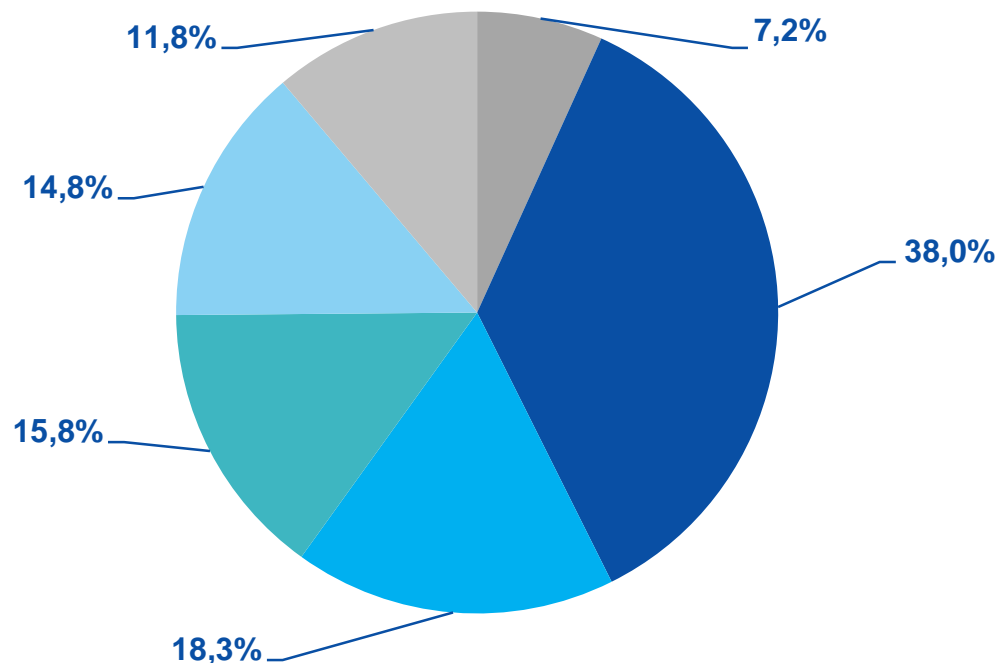


El comercio es el principal creador de empleo en Cúcuta AM

- Comercio es promovido por la actividad de frontera
- En este momento Cúcuta AM tiene un nivel de ocupados similar al de 2008, pero con una mayor población

Composición del empleo sectorial (% del total)

Fuente: BBVA Research



■ Inmobiliario ■ Comercio ■ Servicios comunales ■ Otros ■ Industria ■ Transporte

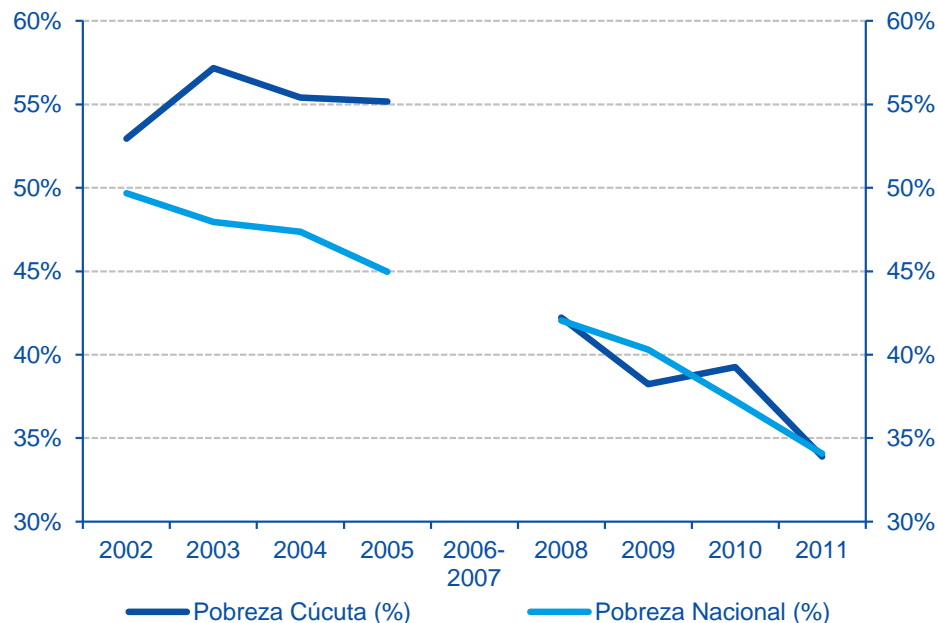
- Una reducción de la tasa de desempleo pasa por consolidar el crecimiento de los servicios...
- ...y la actividad inmobiliaria y constructora
- Sector industrial aporta al empleo casi el doble de lo que aporta al PIB. Por lo tanto, es necesario promover este sector

Cúcuta mantiene buenos indicadores de pobreza y de acceso a bienes y servicios

- Cúcuta cerró la brecha de pobreza que mantenía con el país al inicio de la década anterior gracias a la bajas tasas de desempleo previas a 2009.
- El ritmo de caída de la pobreza se redujo entre 2009 y 2010 y se retomó su senda de caída en 2011.

Pobreza por ingresos (% de la población)

Fuente: DANE y BBVA Research



El ingreso per cápita de Norte de Santander se ubica en COP 7,8 millones (vs. COP 13,3 millones a nivel nacional en 2011)

Sólo el 2% de la población (vs. 2,4% nacional) no tiene acceso a servicio de energía eléctrica

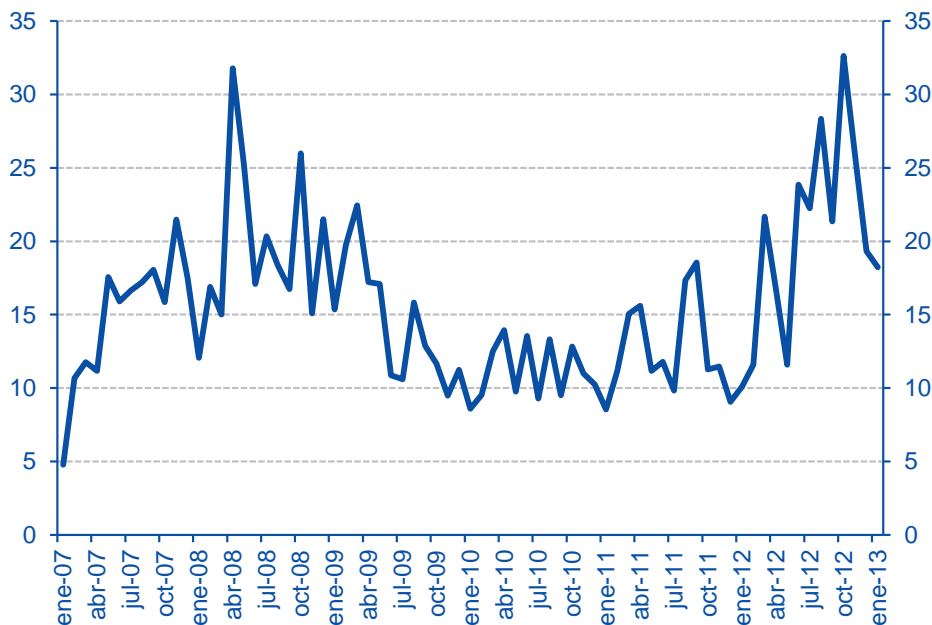
El 14% de los hogares tiene un carro particular (vs. 13,7% nacional)

Estos indicadores le permiten a Norte de Santander mantener una elevada capacidad de compra...

- ...Incluso comparada con los máximos observados a finales de 2007, según muestran las importaciones mensuales del departamento
- Asimismo, los empresarios mantienen expectativas positivas acerca de las ventas que realizan en la zona nor-oriental del país.

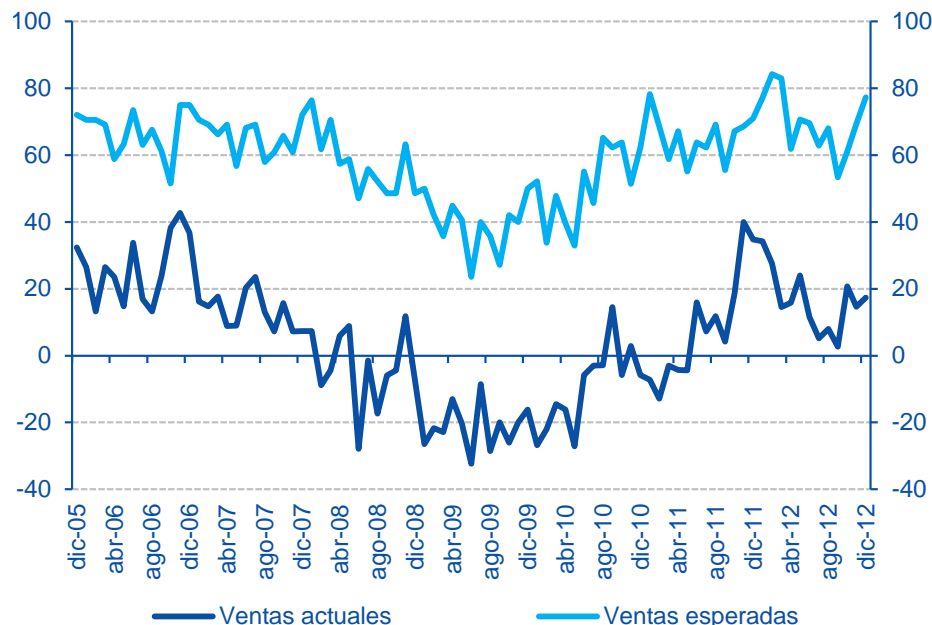
Importaciones de Cúcuta (millones de dólares)

Fuente: DANE y BBVA Research



Situación actual y expectativas de ventas empresariales en Nororiente (balance de respuestas)

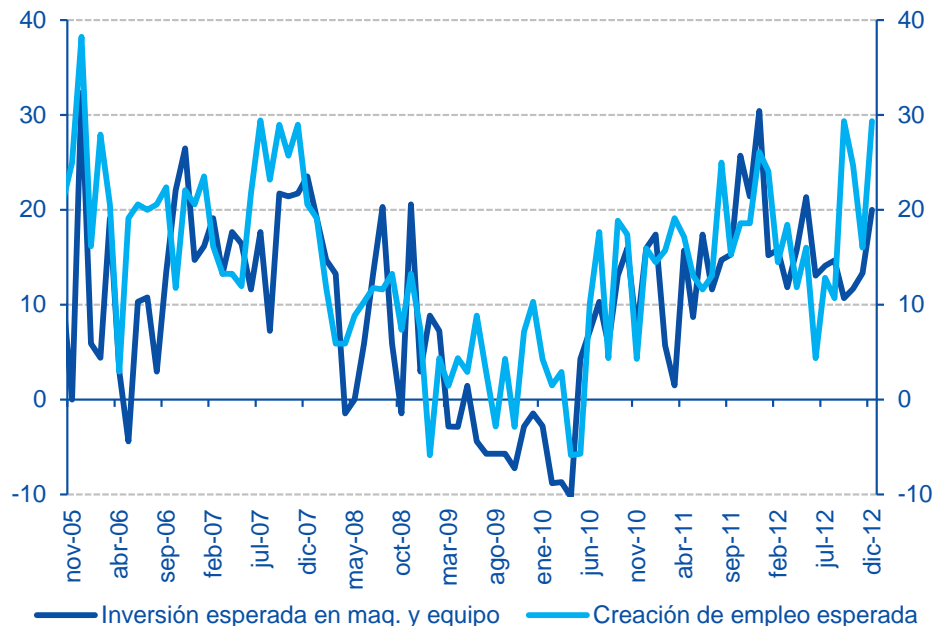
Fuente: BanRep y BBVA Research



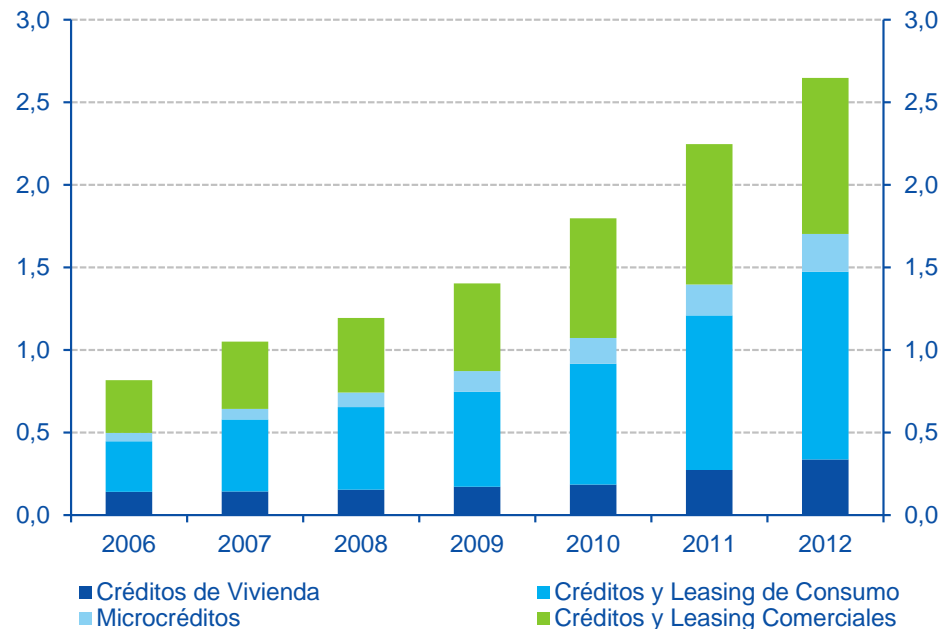
Acompañados de buenas perspectivas de inversión y creación de empleo en los empresarios

- Además, con un constante apoyo del crédito del sistema financiero, tanto en la actividad empresarial como el dirigido a los hogares

Expectativas de inversión y empleo Nor-Oriente (balance de respuestas) Fuente: BanRep y BBVA Research



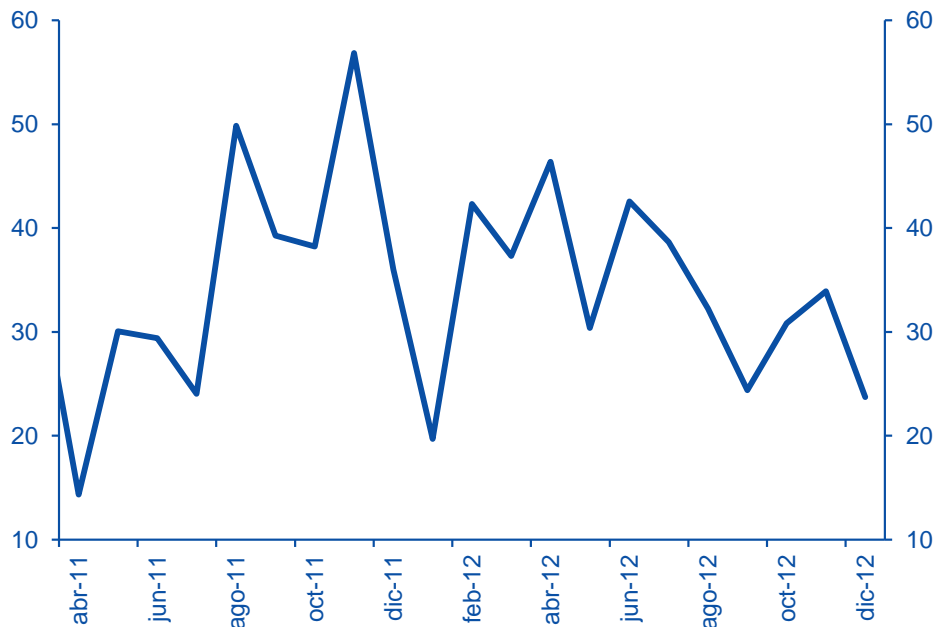
Saldo de crédito por destino Norte de Santander (billones de pesos) Fuente: BanRep y BBVA Research



Pese a la moderación en el volumen del comercio exterior

- Mientras que Norte de Santander exportaba USD 104 millones mensuales en promedio durante 2008, en 2012 exportó USD 34 millones

Exportaciones mensuales (sin petróleo y derivados) (USD millones) Fuente: BanRep y BBVA Research

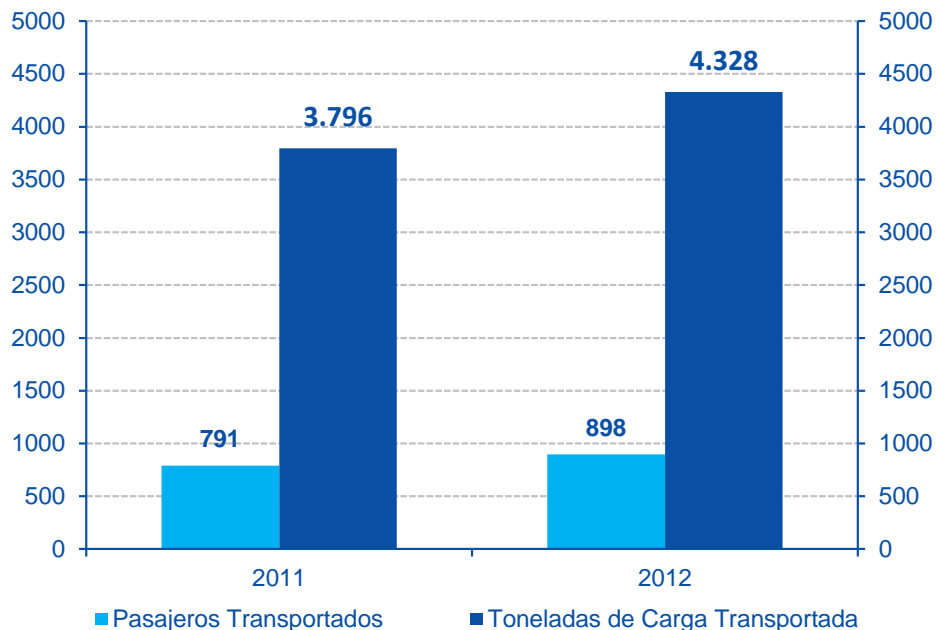


- Concentra exportaciones en extracción y aglomeración de carbón, productos de coque, cobre y aluminio
- Norte de Santander registró 42 países socios comerciales en 2012 y Venezuela sólo es el 27% del total
- Norte de Santander mantiene un superávit comercial en su balanza comercial

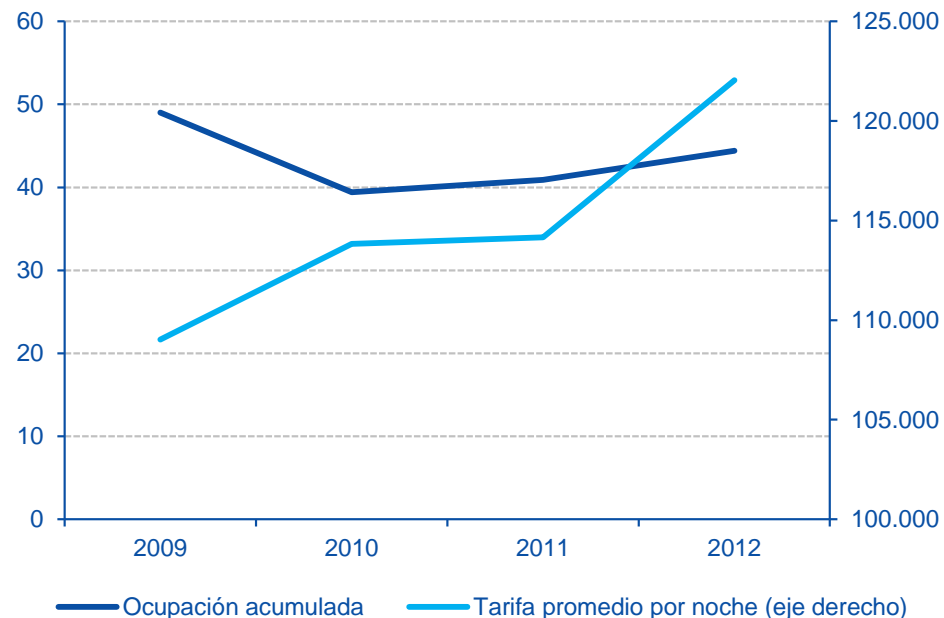
Un potencial importante de la región es el turismo y el transporte de mercancías

- Con una actividad hotelera que aumenta gradualmente su ocupación y mantiene tarifas competitivas a nivel nacional
- Actividad de pasajeros y mercancía continúa creciendo. Cúcuta ya significa el 15,1% de la actividad aeroportuaria de pasajeros en Bogotá.

Movimiento de pasajeros y mercancía por el aeropuerto (miles de personas y toneladas) Fuente: BanRep y BBVA Research



Ocupación hotelera y tarifa promedio por noche (% y COP) Fuente: BanRep y BBVA Research

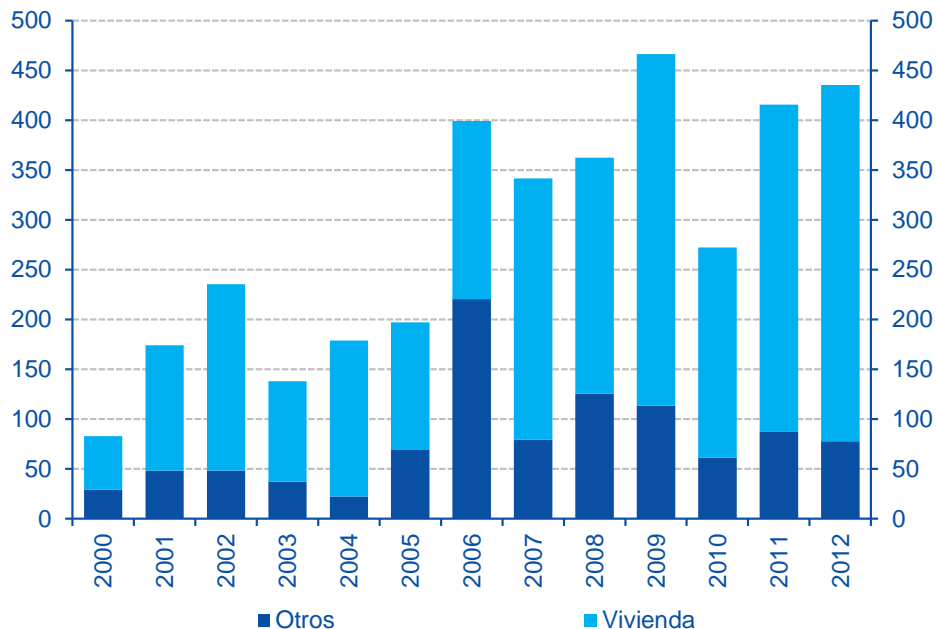


Conjuntamente con la actividad residencial que se mantiene en máximos

- En 2012 se licenciaron 5.422 viviendas en Cúcuta, el máximo nivel desde 2008.
- El 62% de las construcciones del departamento se encuentran en Cúcuta.

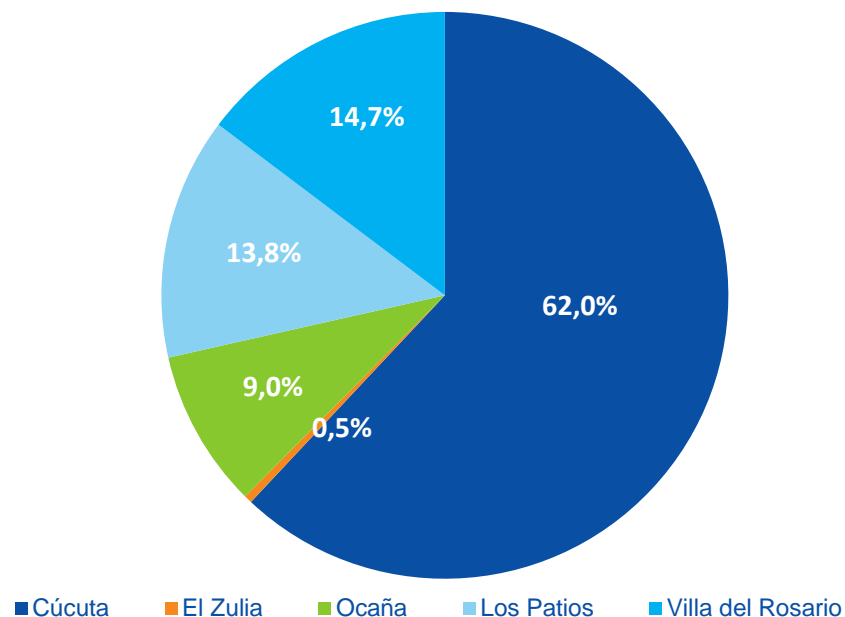
Licencias de construcción (miles de metros cuadrados anuales)

Fuente: DANE y BBVA Research



Distribución de las licencias de construcción (%)

Fuente: DANE y BBVA Research



Plan de reactivación para la zona con buenas perspectivas

Línea especial de financiamiento por COP 100 mM para todos los sectores productivos, excepto los agrícolas y agropecuarios, que se distribuirán así: consolidación de pasivos (40%), capital de trabajo (30%) e inversión fija (30%). Los créditos, en el caso de las mipymes, tendrán garantía con el Fondo Nacional de Garantías.

Gobierno prepara una inversión de COP 230 mM para un nuevo acueducto del que se beneficiará toda el área metropolitana. Además se mantienen los bajos costos de producción por los menores costos de la gasolina externa e interna.

Zona Franca en estudio para atraer talento y capitales nacionales y extranjeros

Y se espera mejorar la conexión del departamento con el resto del país



En el Grupo 5 de carreteras, que comprende la conexión centro-nororiente, el Gobierno espera invertir COP 9,8 billones y construir 1.408 km de carreteras.

Esto significará un avance importante en términos de competitividad para la región

Previsiones de la economía colombiana

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIB (USD Miles de Millones)	336,4	369,6	392,7	424,9	451,7	477,7
PIB (% a/a)	6,6	4,0	4,1	5,0	5,2	5,5
Consumo Privado (% a/a)	5,9	4,3	4,7	4,8	5,2	5,5
Consumo Público (% a/a)	3,6	5,1	5,0	4,8	3,5	3,9
Inversión Privada (% a/a)	17,1	7,6	4,7	6,0	7,0	6,8
Inversión Residencial (% a/a)	3,7	5,6	-0,3	4,1	5,5	5,6
Inversión Pública (% a/a)	22,8	2,2	10,9	9,7	9,1	7,0
Inflación (% a/a, fdp)	3,7	2,4	2,6	2,9	3,0	3,0
Inflación (% a/a, fdp)	3,7	3,2	2,3	2,8	3,0	3,0
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1934	1795	1805	1800	1835	1895
Tasa de Cambio (vs. USD, promedio)	1848	1798	1789	1784	1818	1868
Tasa REPO (% fdp)	4,75	4,25	3,25	4,50	5,25	5,25
Tasa REPO (% promedio)	4,25	4,94	3,35	3,77	5,19	5,25
DTF (% fdp)	5,12	5,22	4,26	5,15	5,76	5,83
DTF(% promedio)	4,21	5,34	4,48	4,57	5,66	5,81
Déficit Fiscal (% PIB)	-2,9	-2,3	-2,3	-2,6	-2,4	-2,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,0	-3,1	-2,9	-2,4	-2,6	-3,1

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

Gracias

Contactos

Colombia**Juana Téllez**

Economista Jefe

juana.tellez@bbva.com

Equipo

Mauricio Hernándezmauricio.hernandez@bbva.com**María Claudia Llanes**maria.llanes@bbva.com**Julio César Suárez**julio.suarezl@bbva.com

Estudiantes de economía en práctica profesional

María Camila Francomariacamila.franco@bbva.com.co**Lizeth Fernanda Fúquene**lizethfernanda.fuquene@bbva.comwww.bbva.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.