

## ACTIVIDAD INMOBILIARIA

# Precios de la vivienda en América Latina: fuerte dinamismo, pero sin riesgos significativos

Unidad de Coordinación Latam

- **El rápido aumento en los precios de la vivienda en América Latina no parecería estar relacionado con el surgimiento de una burbuja de precios**
- **El aumento está apoyado en la demanda creciente de vivienda, impulsada por la mejor situación de las clases medias**
- **Puede decirse que habría una sobrevaloración no despreciable en el precio de la vivienda en el caso de Brasil y en alguna medida en Colombia**
- **El impacto macroeconómico de un eventual ajuste sería limitado en virtud del bajo peso del crédito hipotecario como proporción del total**

Como ya alertaba el FMI en 2011 los precios de la vivienda en términos reales en América Latina vienen creciendo a un promedio de 10% anual desde 2005, significativamente por encima de décadas anteriores<sup>1</sup>. ¿Por qué puede preocupar un incremento del precio de la vivienda a este ritmo? El crecimiento en el precio de un activo puede representar un problema cuando dicho crecimiento va más allá del justificado por los fundamentales de oferta y demanda y se sostiene simplemente por la expectativa de precios más elevados en el futuro. Cabe recordar que fuertes caídas en el precio de la vivienda están usualmente asociadas con pérdidas en producción y en nivel de vida el doble de intensas y duraderas que las asociadas, por ejemplo, a correcciones del mercado bursátil<sup>2</sup>. En este artículo se analiza la situación de los precios de la vivienda en varios países y en particular la evolución reciente de los precios de la vivienda en los principales países de América Latina, por si existen indicios de un problema potencial derivado del mercado inmobiliario.

## Identificación de la sobrevaloración en el mercado inmobiliario

Es difícil poder discernir si existe una burbuja en el precio de un activo, y el mercado inmobiliario no es la excepción. Sin embargo existen indicadores que pueden dar indicios sobre una posible sobrevaloración del precio de la vivienda respecto a fundamentales de oferta y demanda. Uno de ellos es la comparación frente a ciclos de precios anteriores para detectar subidas “excesivas”<sup>3</sup>; para países industrializados se han identificado ciclos en precios de vivienda con datos disponibles desde 1970. Desafortunadamente, no existen series de precios de vivienda tan largas en el caso de Latinoamérica como para tener varios ciclos. En cualquier caso, fuertes incrementos de precios de la vivienda como los mencionados anteriormente para América Latina son condición necesaria pero no suficiente para la existencia de una burbuja, pues pueden estar justificados por la evolución de los fundamentales de oferta y demanda. Son necesarios indicadores adicionales que relacionen el precio de la vivienda con sus fundamentales para sustentar cualquier afirmación sobre la existencia de una burbuja.

Entre estos indicadores adicionales sobresalen dos: el que mide la accesibilidad de la vivienda y la comparación del precio de la vivienda con el del alquiler. Dentro de los indicadores de accesibilidad la

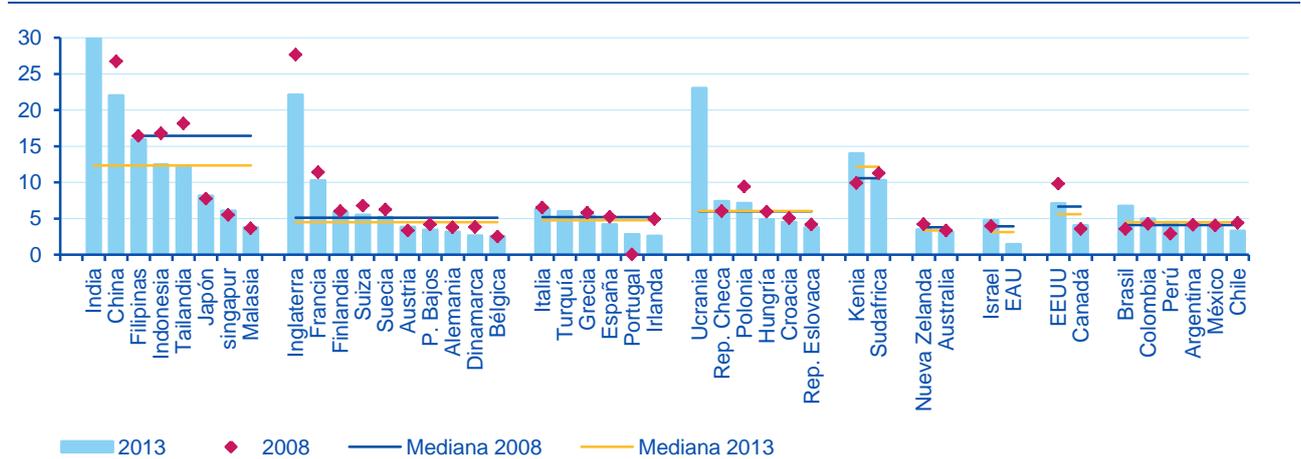
1: FMI, Perspectivas Económicas. Las Américas: atentos al sobrecalentamiento. Abril 2011 pgs 39-44.  
2: FMI, World Economic Outlook 2003, capítulo 2: When Bubbles Burst.  
3: IMF, WEO (2013).

medida más usada es el ratio de precio de la vivienda al ingreso familiar<sup>4</sup>. Otra medida de accesibilidad es el porcentaje del ingreso familiar que representa el depósito inicial para la compra de una vivienda. Un último índice de accesibilidad compara el desembolso anual de una hipoteca promedio con el ingreso anual familiar. En cualquiera de estos casos, una ratio más elevada implica un mayor esfuerzo por parte de las familias para acceder a una vivienda, lo que reduciría la demanda y llevaría finalmente a una presión a la baja sobre su precio<sup>5</sup>.

Por otra parte, al utilizar como indicador adicional la relación entre precio de venta y de alquiler se parte de la base de que el alquiler representa el beneficio implícito de poseer un inmueble, de la misma forma que el dividendo es el beneficio de poseer una acción<sup>6</sup>. El alquiler de una vivienda suele estar más ligado a factores de mercado, por lo que un aumento excesivo del ratio del precio de venta respecto al alquiler (teniendo en cuenta impuestos, gastos de mantenimiento y otros costos) indicaría que el beneficio de un activo inmobiliario para sus dueños es bajo en relación a otros activos y, por tanto, difícilmente se pueda sostener hacia delante. Para que el beneficio de tener un activo inmobiliario aumente a un nivel comparable al de otros activos, su precio tenderá a ajustarse a la baja.

Para el caso de Latinoamérica, las métricas disponibles entre las señaladas arriba apuntan a ratios reducidos frente a otros bloques de países, con la excepción de Brasil. En particular, entre los indicadores de accesibilidad, el ratio de precio a ingreso promedio por familia implica un nivel mediano comparable con el nivel de países de Europa occidental y por debajo de países asiáticos, de Europa del este y Norteamérica (EEUU y Canadá)<sup>7</sup>. La mediana de la muestra de países de Latinoamérica considerados es de 4.5 años (ver gráfico 1), significativamente por debajo de la media de países de Europa del este y particularmente asiáticos, donde, respectivamente, le tomaría a una familia 6 y 12 años de su ingreso para comprar una casa. El tiempo que tarda en promedio una familia en completar el pago de una vivienda es ligeramente mayor en Colombia, y Perú, similar en Argentina y México y algo menor en Chile

Gráfico 1  
Razón precio a ingreso



\* Ajustado por PPP y tamaño promedio de la familia en cada país. Dato de 2008 no disponible para todos los países.  
Fuente: Global Property Guide y BBVA Research

4: El uso de la ratio precio a ingreso como medida de accesibilidad (así como otros frecuentemente usados como deuda a ingreso, o pago a ingreso), ha sido cuestionado porque esta ratio podría subir debido a que las familias accedan a viviendas de mayor precio por el menor costo financiero, en cuyo caso la subida en la ratio se podría interpretar como menor accesibilidad cuando la lectura debería de ser la contraria.

5: Una referencia generalmente usada para la detección de burbujas es el índice S&P/Case-Schiller que mide los cambios en los precios dentro del mercado inmobiliario residencial en 20 regiones de Estados Unidos, el índice se basa en el cálculo de las ventas repetidas o ventas secundarias. Sin embargo esta estadística no está disponible para la mayoría de los países, por lo que se recurre a otros indicadores como el de la razón precio a ingreso.

6: Ver Anexo 1 para notas relevantes sobre este indicador.

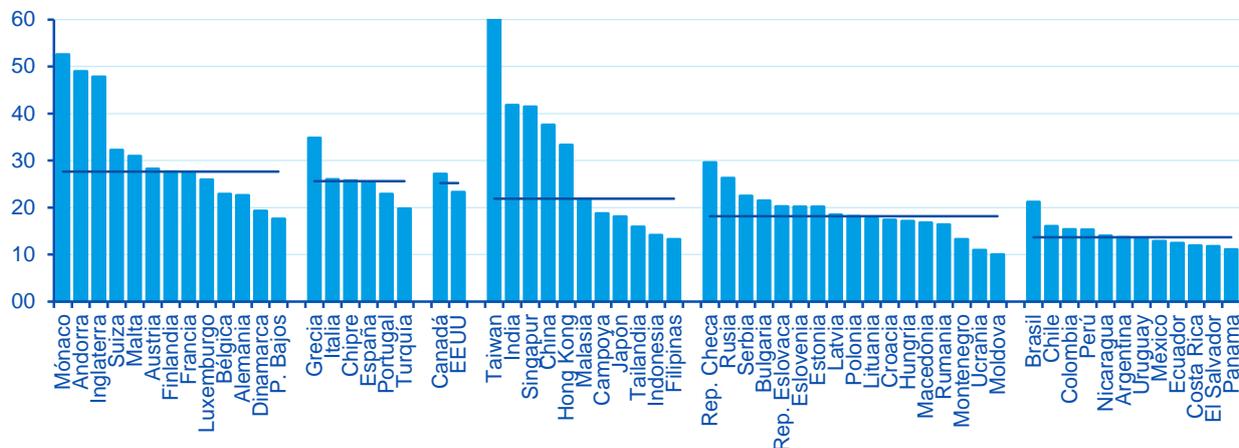
7: Datos basados en Global Property Guide y United Nations statistical division, precios ajustados por PPP y tamaño promedio de la familia. Se considera la mediana en vez de la media para evitar valores extremos, particularmente relevantes en Europa, emergentes europeos y Asia. En el caso de países asiáticos esto es particularmente relevante, ya que la mediana de la muestra disponible es 12.3 y la media 25.3, influido por India. En Latinoamérica mediana y media son 4.5 y 4.7 años, respectivamente.

Si bien la comparación internacional de medidas de accesibilidad deja de lado factores idiosincráticos que puedan explicar las diferencias mencionadas, resulta ilustrativo el considerar la comparación entre la ratio más reciente frente a la observada cinco años antes. Destaca la bajada en la ratio en países asiáticos, y en (mucho) menor medida Norteamérica (sin México), y países del norte y sur de Europa, mientras que en Europa del este no hay variaciones significativas en el ratio. En contraste, esta medida es mayor ahora respecto a hace cinco años en los únicos dos países con datos disponibles de África y en América Latina.

Específicamente para el caso de América Latina, conviene considerar como lo dicho anteriormente, factores idiosincráticos que pudiesen afectar la ratio, tales como el diferente grado de acceso a crédito hipotecario (mayor en países desarrollados o en Europa emergente) o el ritmo de crecimiento demográfico. Así, otra dimensión importante es detectar tendencias crecientes de los indicadores de accesibilidad o desviaciones sustanciales respecto a las medias históricas (además de dos datos puntuales) que puedan dar pie a preocupaciones sobre la sobrevaloración de los mercados inmobiliarios.

Al igual que el indicador de accesibilidad, la razón de precio a alquiler (gráfico 2) es más baja en los países Andinos que en Brasil y que la mediana del resto de economías con esta métrica disponible. Como en el caso del índice de accesibilidad, es importante complementar el análisis transversal con una mirada a las tendencias recientes en la relación precio a alquiler, respecto a la experiencia histórica en cada país, para eliminar elementos idiosincráticos. En este sentido los resultados son similares a la ratio de accesibilidad, con la misma limitación de una serie de tiempo relativamente corta. La evolución y situación actual de la ratio de precio a alquiler apuntaría a una posible tendencia a la desalineación en Brasil, que sobresale del promedio de la región.

Gráfico 2  
Razón precio a alquiler, 2013



Fuente: Global Property Guide y BBVA Research.

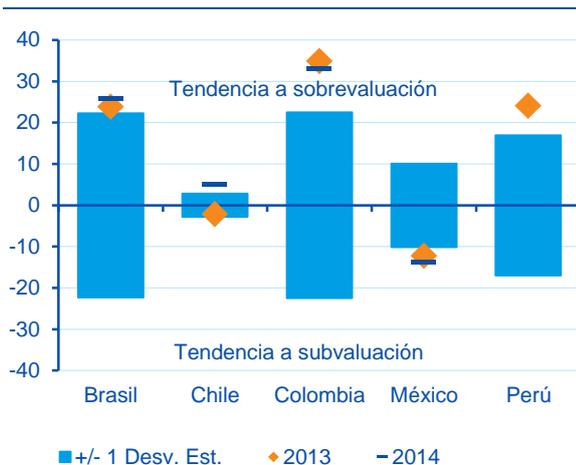
## La evolución reciente de los precios de la vivienda ha estado sostenida por factores adicionales de oferta y demanda

Las medidas de comparación internacional antes descritas apuntan a que no existe, en general, indicios de un aumento de precios de la vivienda más allá del dictado por los fundamentales, excepto en Brasil y, en alguna medida en Colombia. Con todo, conviene analizar la dinámica que estos precios han tenido en los últimos años. En general, es posible decir que si bien se ha observado un incremento sostenido y robusto en el precio de la vivienda, este incremento ha ido de la mano del crecimiento en el ingreso disponible en estos países, con lo que no se advierten signos de desalineamiento relevantes respecto a los fundamentales.

Con el límite que impone la escasa historia de datos en América Latina, la ratios de accesibilidad en 2013 y lo disponible de 2014 estaba especialmente por encima del promedio histórico en Brasil, Colombia y Chile<sup>8</sup>. En contraste en México se encuentra ligeramente por debajo de su promedio histórico. Con todo, hay que recordar que la tendencia a la reducción de las tasas de interés de largo plazo en la región favorecería un aumento de la ratio de precio a ingreso al hacer financieramente más accesibles viviendas de mayor valor, incluso cuando el tamaño del mercado hipotecario es relativamente reducido en la región (ver más adelante).

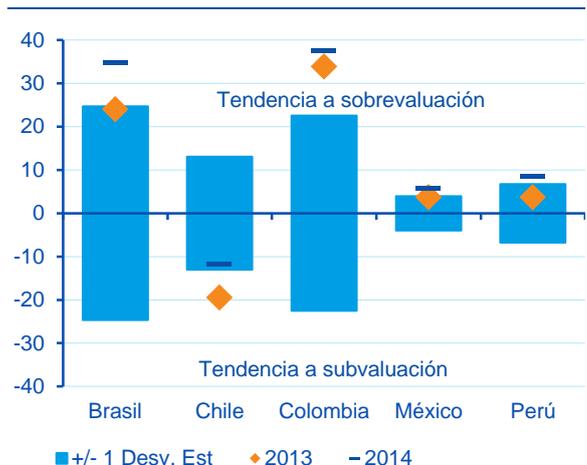
En Brasil, la brecha entre el crecimiento reciente del precio de la vivienda y del ingreso sugiere la existencia de un desalineamiento de precios no despreciable. Pese a las señales de sobrevaluación, la evidencia disponible apunta a que el problema estaría concentrado en algunas regiones como las de Rio de Janeiro y Sao Paulo. Además, también hay que tener en cuenta que el fuerte aumento del precio de la vivienda refleja en el caso brasileño un nivel de partida muy debilitado debido al práctico estancamiento del mercado de viviendas en el país. Finalmente, hay señales recientes de moderación en los precios: tras crecer a tasas superiores al 20% en términos reales hace pocos años, en los meses más recientes el crecimiento fue inferior a 5% incluso en los mercados más dinámicos. Es deseable que este proceso de moderación continúe en los próximos años para evitar un desalineamiento aún mayor de los precios (Gráficos 3 y 4).

Gráfico 3  
Razón precio a ingreso como % del promedio histórico\*



\* El período con datos disponibles es de enero 08 a nov 2013 en el caso de Brasil, 1T01 – 3T14 en el caso de Chile, 1T98 a 2T14 en el caso de Colombia, 1T00 a 4T14 (estimado) en México, 1T07 a 2T13 en Perú.  
Fuente: Global Property Guide y BBVA Research

Gráfico 4  
Razón precio a alquiler como % del promedio histórico\*



\* El período con datos disponibles es de enero 08 a nov 2013 en el caso de Brasil, 1T01 – 3T14 en el caso de Chile, 1998 a 2014 (estimado) en el caso de Colombia, 2000 a 2014 (estimado) en México, 2007 a 2013 en Perú.  
Fuente: Global Property Guide y BBVA Research

En el caso de Colombia, los precios de la vivienda aumentaron en el orden de 8.5% en términos reales en 2013 y 7% en lo conocido de 2014, aunque destaca la amplia dispersión entre ciudades y un impulso a los precios en Bogotá, de la mano de significativas restricciones para la ampliación de la oferta habitacional, lo cual apunta a que el incremento en precios no es un fenómeno generalizado. El indicador de precio a ingreso se ha mantenido estable desde 2011 aunque por arriba de los niveles de la década anterior, lo que estuvo aparejado con el mayor poder adquisitivo de la población, mejores sistemas de transporte y bajas tasas de interés. El mercado hipotecario, que se perfila crecientemente hacia viviendas de mayor valor, refleja el auge de las clases medias. Hacia adelante se estima una moderación en los precios producto de menores incentivos públicos a la vivienda media. Se calcula que los precios han de observar crecimientos

8: Ver Anexo 2 para gráficos de ambas medidas por país.

por debajo del 6% real en los próximos años para compensar la sobrevaloración moderada enfocada en algunas ciudades del país<sup>9</sup>.

En Chile y Perú el mercado se ha caracterizado por el dinamismo en las ventas y aumentos sostenidos en el precio en términos reales que en los últimos datos disponibles alcanzaron 9.9% en Chile y 11.9% en Perú (cifras de junio y segundo trimestre, respectivamente) aunque en este último caso muy influido por la significativa depreciación del tipo de cambio en un mercado inmobiliario fuertemente dolarizado<sup>10</sup> pero con significativa heterogeneidad entre regiones. En Chile el aumento en las ventas ha reducido el acervo existente lo que ha contribuido a mantener los precios altos pero con menores crecimientos que en el pasado. En ambos casos las zonas con los mayores incrementos han sido las destinadas a ingresos medios, lo que es congruente con el crecimiento en la población en los sectores medios y medios altos. Hacia adelante estimamos que continúe el crecimiento en precios pero a menor ritmo que en el periodo 2008-2012. Destaca el caso de Chile, donde la ratio de accesibilidad ha observado un repunte importante en 2014. Este movimiento sin embargo ha estado concentrado en regiones específicas y no es generalizado.

Por último en México la situación es algo distinta, ya que los precios de la vivienda han crecido en términos reales en los últimos años en torno al 4% anual, similar al índice nacional de precios al consumidor. Por el lado de la demanda no ha habido mayor impulso aunque las condiciones de financiamiento son las mejores históricamente. La relación precio a ingreso está en el nivel más bajo que se tiene registro, ayudada por la amplia competencia entre bancos y bajas tasas de interés<sup>11</sup>. Continúan los efectos del fenómeno de exceso de oferta de vivienda particularmente de unidades nuevas en inventario en sectores de interés social. Así, los precios en segmentos medios y residenciales han crecido a mayor ritmo que los del segmento de “vivienda social”, reflejando mayor preferencia por viviendas usadas<sup>12</sup>.

En términos de riesgos macroeconómicos derivados de un hipotético ajuste en el mercado inmobiliario, cabe mencionar que el principal canal de contagio al resto de sectores suele ser a través del impacto negativo sobre la calidad del crédito hipotecario, que afecte a su vez a la salud del sistema financiero. En el caso de América Latina en general el crédito hipotecario representa aún una proporción relativamente reducida del crédito total (Gráfica 5 y 6). Salvo en el caso de Chile (18.7% del PIB), en el resto de economías de la región, el crédito hipotecario representa una proporción muy reducida: del orden del 9.1% en México, 7.7% en Brasil, 5.4% en Colombia y 4.9% en Perú<sup>13</sup>. Por ello, una eventual —pero poco probable— situación de sobrevaloración en el sector y posterior corrección de precios tendría un impacto muy acotado en el sector financiero de la región.

---

9: Hay que considerar además que la disponibilidad de datos de Colombia que se inicia en 1998 tiene en cuenta la peor crisis hipotecaria de la historia del país. Los precios de la vivienda cayeron en términos reales en esa crisis de finales del siglo XX cerca del 50% en términos reales. Esto influye en que la comparación de los datos actuales frente a un promedio histórico bajo resulte en ratio significativamente por arriba del promedio. En el corto plazo se observa una corrección en la vivienda de mayor valor; la política de vivienda social del gobierno implicará que en 2015 y 2016 sea la vivienda de menor valor la que lidere el crecimiento.

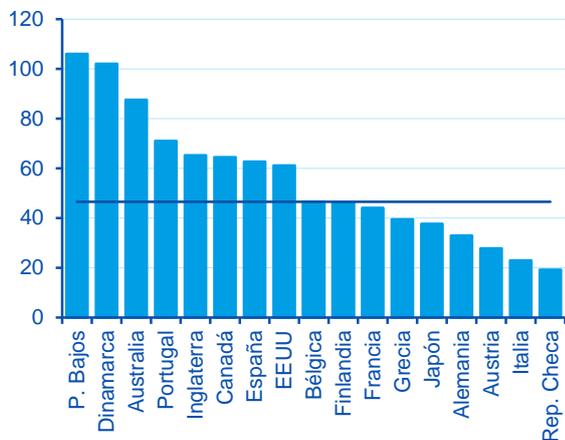
10: El incremento de precios en Perú fue de 10.5% en dólares.

11: La razón cae para el segmento de interés social, donde está el exceso de oferta; en términos relativos los precios de este segmento crecen a menor ritmo que la media.

12: [Situación Inmobiliaria Colombia 2013](#), [Situación Inmobiliaria Perú 2013](#), [Situación Inmobiliaria México 1er semestre 2014](#), [Situación Inmobiliaria Chile 2014](#).

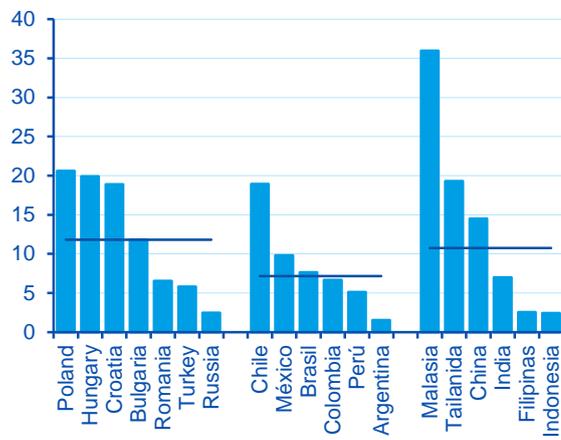
13: En el caso de México este porcentaje considera únicamente crédito bancario. Si se consideran los institutos públicos de vivienda (Infonavit y Fovissste) la participación es del 9.4% del PIB.

Gráfico 5  
**Crédito Hipotecario como % del PIB: economías desarrolladas**



Fuente: BBVA Research.y Housing Finance Network (HOFINET).

Gráfico 6  
**Crédito Hipotecario como % del PIB: economías emergentes**



Datos de 2013 para México, Brasil, Colombia Chile y Perú; 2012 para Argentina.

Fuente: BBVA Research.y Housing Finance Network (HOFINET)

## Conclusión

A la vista de los indicadores de accesibilidad y de rentabilidad de la propiedad inmobiliaria, el rápido aumento en el precios de la vivienda en América Latina no parecería estar relacionado con el surgimiento de una burbuja de precios, sino que estaría apoyado en buena medida en la demanda creciente de vivienda, impulsada en la mejor situación económica particularmente de las clases medias de estos países, combinado con una oferta relativamente inelástica en el corto plazo, especialmente en algunas ciudades que han visto los mayores incrementos de precios en los últimos años. Puede decirse, eso sí, que habría una sobrevaloración no despreciable en el precio de la vivienda en el caso de Brasil y en alguna medida en Colombia, pero que no sería lo suficientemente elevado como para augurar una corrección brusca de precios. En todo caso, incluso en el hipotético caso de que se produjera un ajuste sustancial del precio de la vivienda, el impacto macroeconómico de ese ajuste sería limitado, a diferencia de lo ocurrido hace 6 años en EEUU o en España, pues el crédito hipotecario representa una fracción pequeña del crédito total (salvo en Chile). En el contexto de la mayor estabilidad y fortaleza de los fundamentales existe importante espacio de desarrollo del sector hipotecario en la región bajo condiciones de financiamiento adecuadas.

## Anexo 1

### Razón alquiler a precio: renta equivalente del propietario

La renta implícita del propietario equivale al alquiler que un propietario habría de pagar para rentar una vivienda como la suya, o la renta que recibiría de alquilarla. Una advertencia sobre este indicador es que no considera cambios en las tasas de interés (una bajada en tasas de interés podría hacer más atractivo comprar que alquilar). Cambios en el esquema de tributación sobre vivienda en propiedad también podrían influenciar cambios en la decisión de alquilar vs comprar. Así, se maneja también un ratio ajustado de alquiler a precio.

Una advertencia sobre este indicador es que no considera cambios en las tasas de interés (una bajada en tasas de interés podría hacer más atractivo comprar que alquilar). Cambios en el esquema de tributación

sobre vivienda en propiedad también podrían influenciar cambios en la decisión de alquilar vs comprar. Así, se maneja también un ratio ajustado de alquilar a precio.

Para tomar en cuenta estos efectos se usa una ratio ajustada, donde se usa la condición de arbitraje entre la compra y el alquiler, por lo que el beneficio marginal de tener la vivienda (la renta obtenida) debe ser igual al costo de uso de la casa. Este costo de uso se define como el costo de oportunidad después de impuestos de mantener el activo (intereses más impuestos a la propiedad no recibidos) más depreciación y reparaciones, menos la ganancia de capital esperado sobre el activo (aumento esperado en los precios). La relación de arbitraje se puede expresar entonces como:

$$R_t = P_t [(1 - \tau_{tY})(i + \tau_{tP}) + \delta - E(\pi_{tH})]$$

Reagrupando los términos, se obtiene el indicador alquiler a precio que toma en cuenta tasas de interés y cambios en impuestos:

$$\frac{R_t}{P_t} - [(1 - \tau_{tY})(i + \tau_{tP}) + \delta] = -E(\pi_{tH})$$

Esta ratio es inversamente proporcional al aumento esperado en precios de vivienda. Un valor bajo o negativo de esta ratio sugeriría que los participantes del mercado esperan una apreciación. Un inconveniente de este indicador ajustado es que solo es posible calcularlo cuando tanto los alquileres como los precios están disponibles en términos monetarios y no solo como índices, lo que es posible solo en Perú y Colombia.

Para mas detalles ver McCarthy and Peach (2004): "Are Home Prices the next Bubble?"

## Anexo 2

### Medida de accesibilidad: ratio precio a ingreso

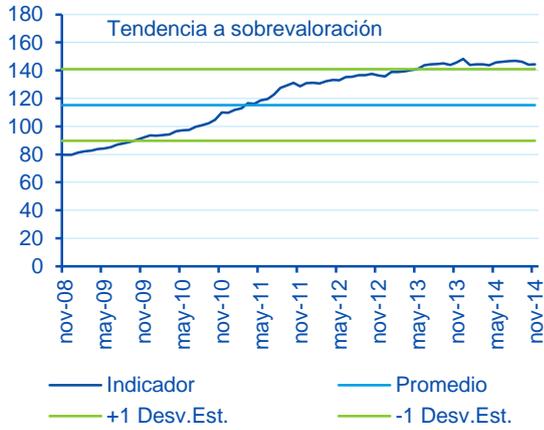
La ratio se expresa para Colombia México y Perú en términos de años de ingreso familiar. En índice en Brasil y Chile. Altos valores del índice apuntarían a sobrevaloración. Líneas horizontales señalan una desviación estándar alrededor de la media histórica.

La ratio se expresa para Colombia México y Perú en términos de años de ingreso familiar. En índice en Brasil y Chile. Altos valores del índice apuntarían a sobrevaloración. Líneas horizontales señalan una desviación estándar alrededor de la media histórica.

### Razón alquiler a precio: renta equivalente del propietario

Una baja relación alquiler a precio sugeriría que la rentabilidad sobre del activo es bajo en relación con otros activos; así bajos niveles de alquiler a precio apuntarían a sobrevaluación. Cuando los alquileres o precios solo están disponibles como índice todo el ratio se calcula como índice.

Gráfico 7  
Brasil: razón precio a ingreso (índice 2010=100)



Fuente: BBVA Research.y BCB

Gráfico 8  
Brasil: razón alquiler a precio (índice 2010=100)



Fuente: BBVA Research.y BCB

Gráfico 9  
Chile: razón precio a ingreso (índice mar01=100)



Precios de la vivienda nacionales reales de CChC (Índice Mar-01 = 100). La renta real disponible de los hogares se deduce de las Cuentas Nacionales (Mar-01 = 100)  
Fuente: BBVA Research, BCCh, INE

Gráfico 10  
Chile: razón alquiler a precio (índice 1T07=100)



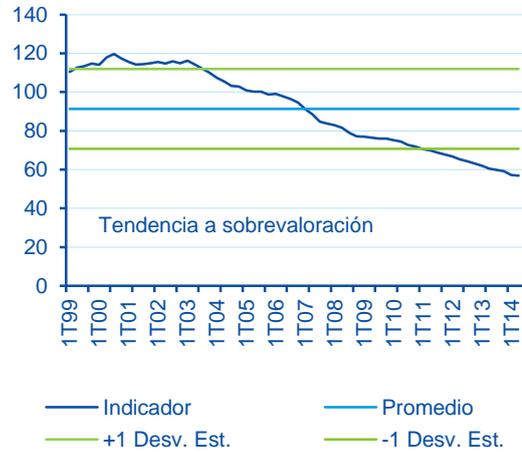
Precios de los alquileres de Bienes de las principales ciudades de Portal Inmobiliario (Índice base a mar-07 = 100). Precios de la vivienda nacionales reales de CChC.  
Fuente: BBVA Research, y Portal Inmobiliario

Gráfico 11  
**Colombia: razón precio a ingreso (años de ingreso familiar)**



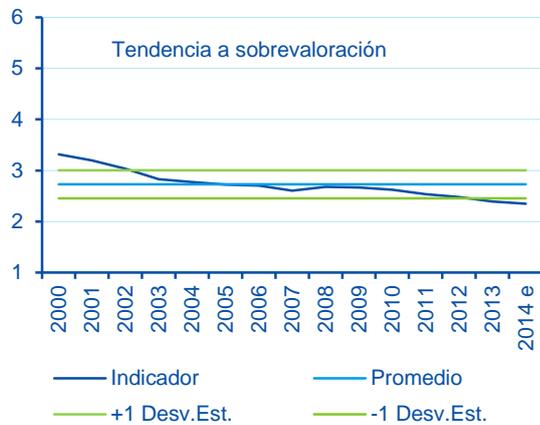
Precios de la vivienda se refieren crédito promedio de sistema financiero corregido por el loan-to-value. El ingreso es el ingreso familiar medio que se infiere de Cuentas Nacionales.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 12  
**Colombia: razón alquiler a precio (índice 2005=100)**



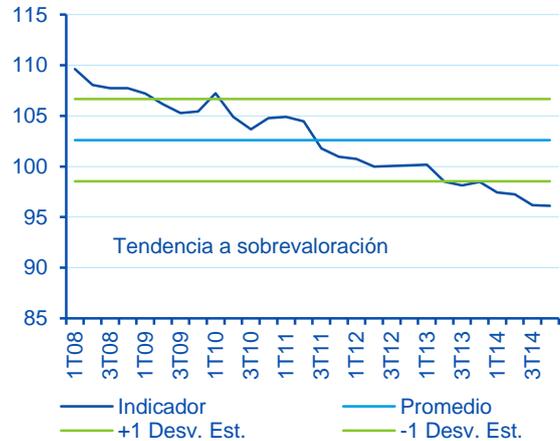
Los precios de alquiler (IA) del IPC. Precios de la vivienda se refieren a las principales ciudades (Índice 2005 = 100).  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 13  
**México: razón precio a ingreso (años de ingreso familiar)**



Precios de vivienda de 50mts2, segmento de bajos ingresos. Promedio de la renta personal anual teniendo en cuenta el salario mínimo diario. El nivel de ingresos corresponde con el código de región "A" (centro de México).  
Fuente: BBVA Research

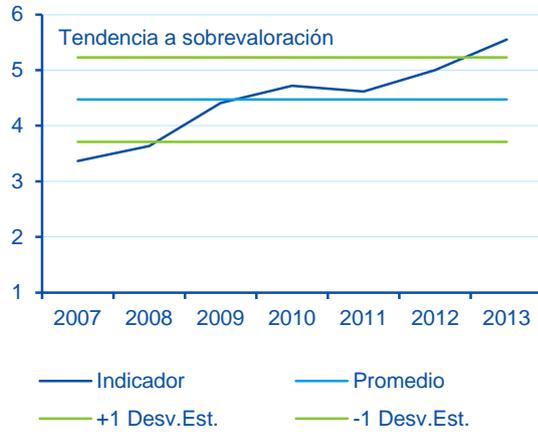
Gráfico 14  
**México: razón alquiler a precio (índice 2012=100)**



Ratio se deriva de los índices de alquiler y precios publicadas por el INEGI, y el índice de vivienda por la Sociedad Hipotecaria Federal  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 15

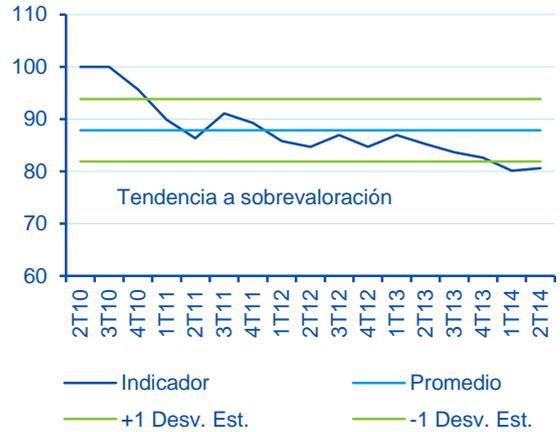
**Perú: razón precio a ingreso (años de ingreso familiar)**



Precios de la vivienda de 100 mts<sup>2</sup>, el ingreso es el promedio familiar de los propietarios de vivienda (que se infiere de encuestas familiares). Distritos de altos ingresos de la ciudad capital (Lima Metropolitana).  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 16

**Perú: razón alquiler a precio (índice 2T10=100)**



Distritos medios y altos de la capital (Lima Metropolitana). Ratio ajustado por impuestos sobre la renta, depreciación y la tasa de interés de corto plazo.  
Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente

se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

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

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

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

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

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