

# Situación inmobiliaria 2015

## Evolución y perspectivas

Mauricio Hernández Monsalve

Economista Senior - BBVA Research Colombia

Pasto

Octubre de 2015

# Agenda

1. Contexto macroeconómico
2. Economía regional y local
3. Desempeño reciente de la construcción
4. Estructura del mercado inmobiliario y factores que fundamentan su potencial
5. Evolución y perspectivas del mercado inmobiliario: la vivienda de interés social liderará la dinámica
6. Tabla con pronósticos

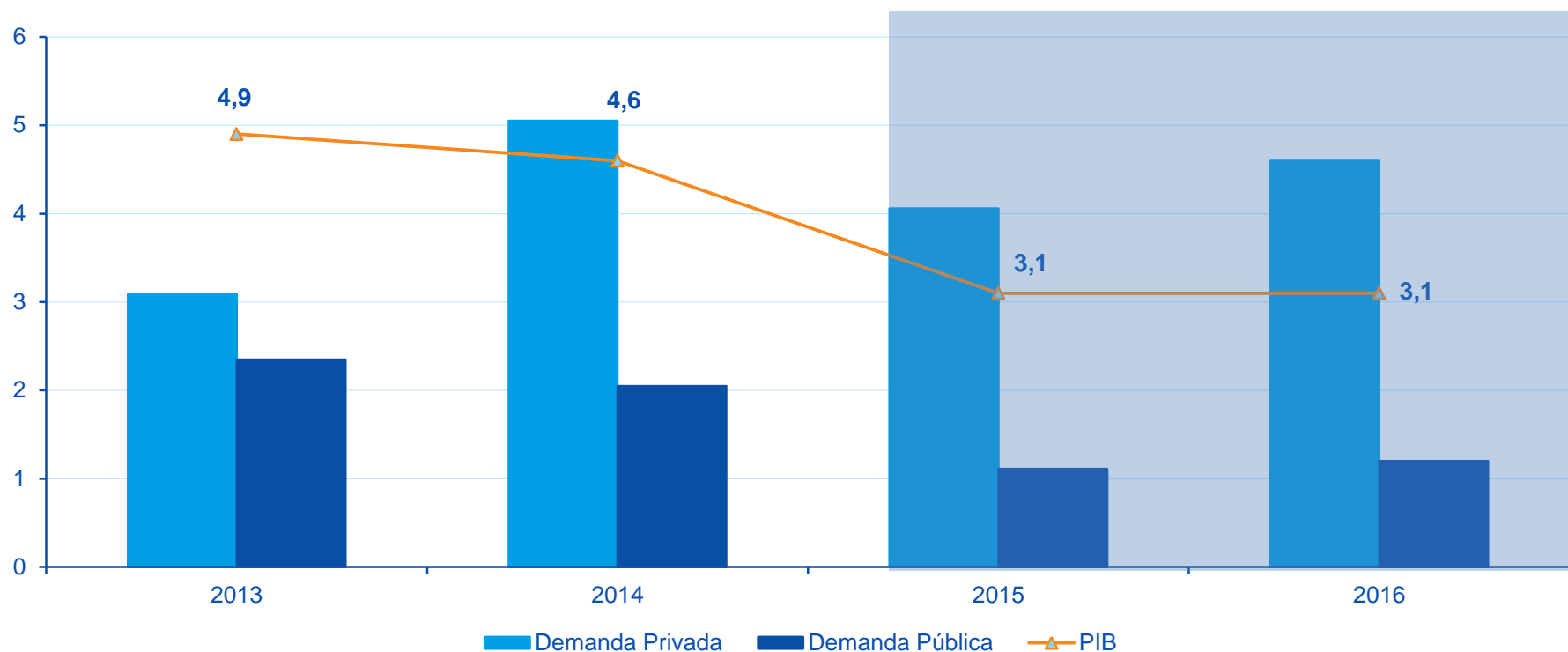
Contexto macroeconómico

# Nuevos ajustes en crecimiento se explican por menor inversión pública y ajuste en el consumo privado

Confianza del consumidor se deterioró, las cuentas fiscales exigen un recorte en inversión y el Banco de la República incrementó su tasa de interés

## Contribución al Crecimiento del PIB por tipo de demanda (variación anual, %)

Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research \* 2015 contribución a Junio

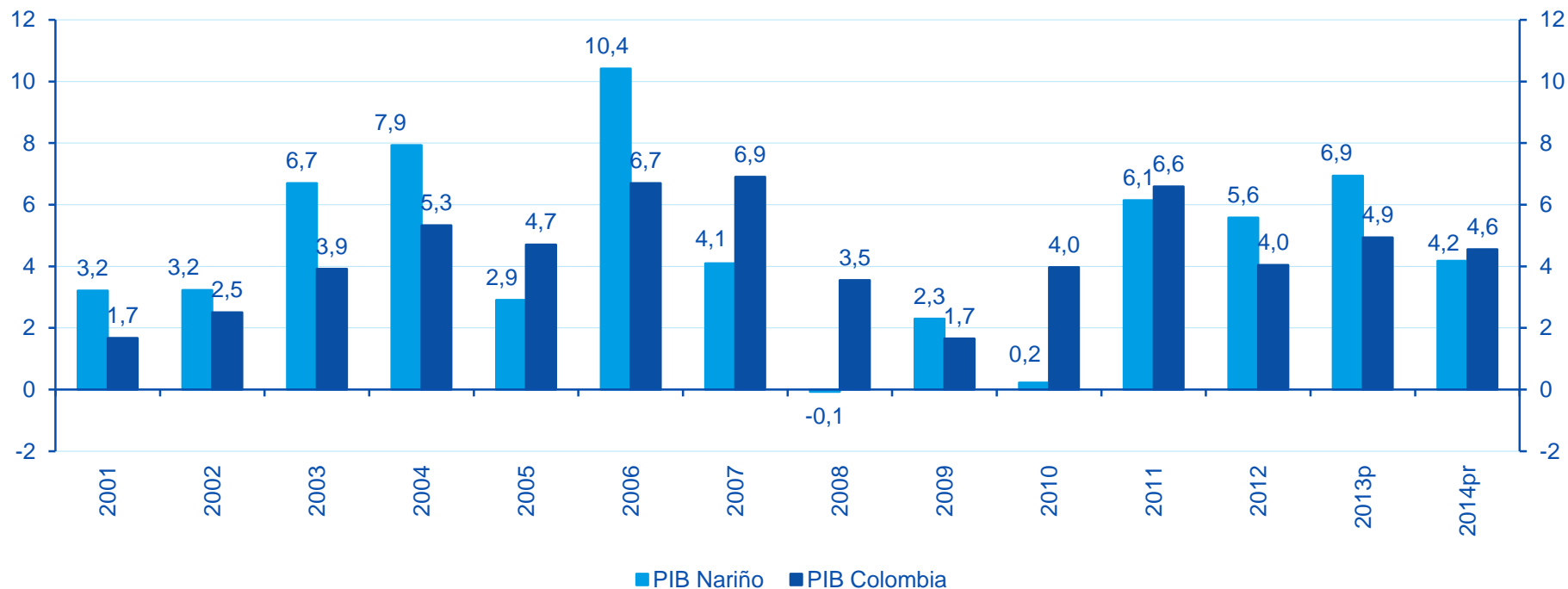


# Economía regional y local

# Durante 2014 la economía de Nariño alcanzó un crecimiento de 4,2%

## Crecimiento económico de Nariño vs. Colombia

Fuente: DANE y BBVA Research

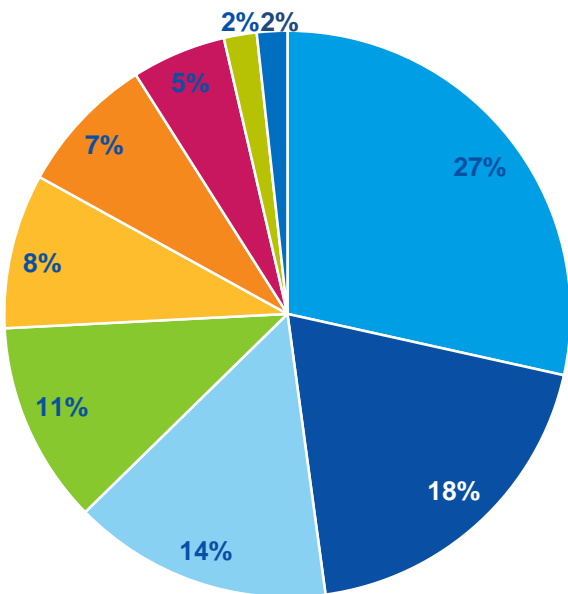


# ¿Cómo es la actividad de Nariño?

## Participación de los sectores económicos en el PIB

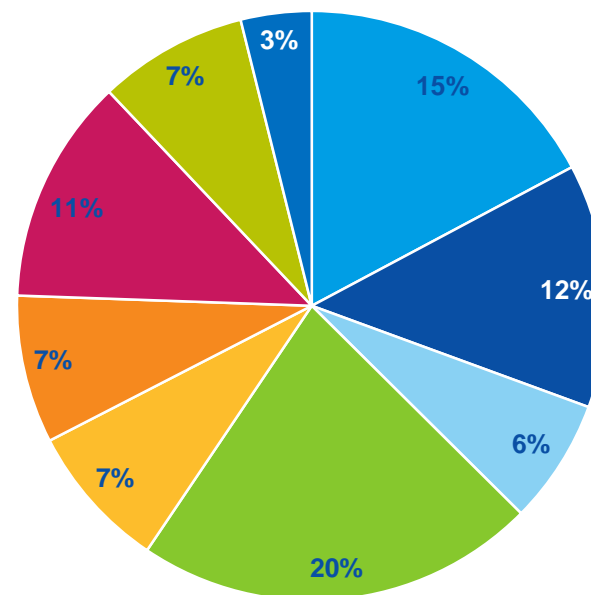
Fuente: DANE y BBVA Research \* 2014 provisional

### Nariño



- S. sociales
- Comercio
- Agro
- Financiero
- Construcción
- Transporte
- Industria
- Minas
- S. Públicos

### Nacional

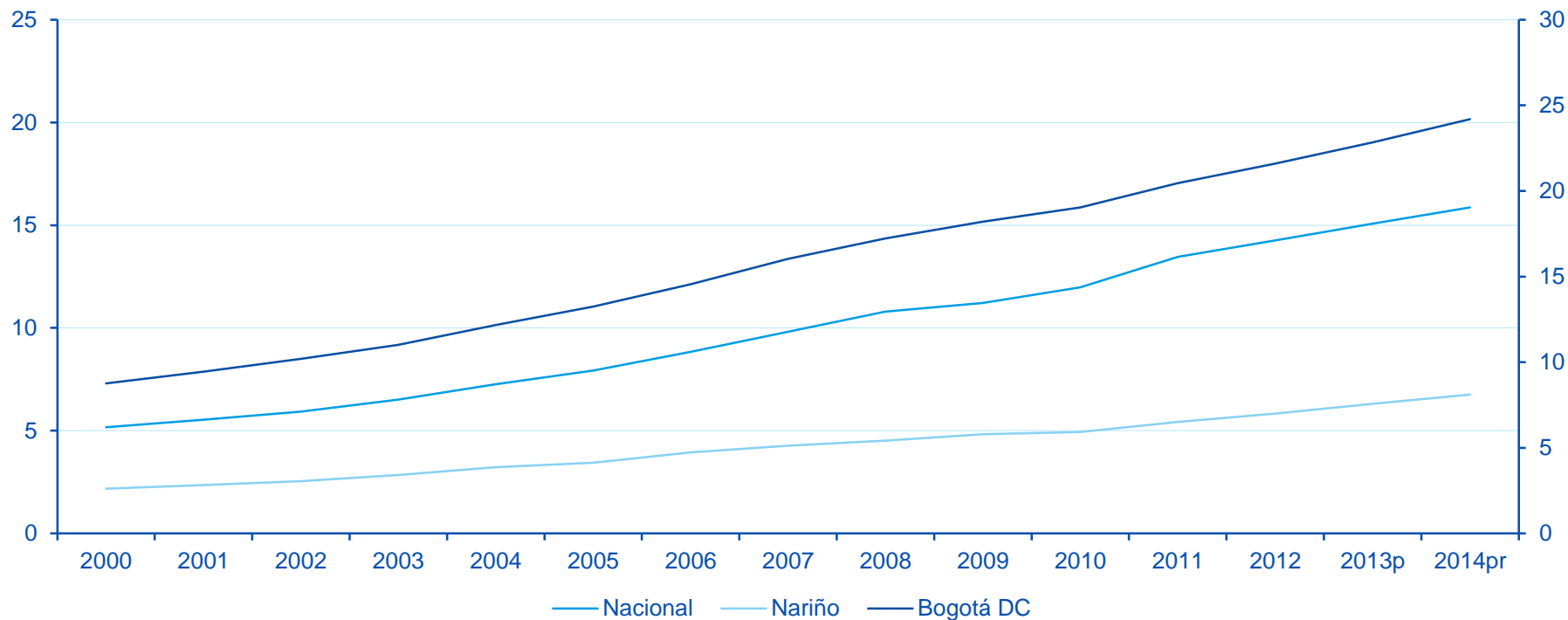


- S. sociales
- Comercio
- Agro
- Financiero
- Construcción
- Transporte
- Industria
- Minas
- S. Públicos

# Aumentó el ingreso en el departamento, aunque todavía tiene retos importantes

## PIB per cápita nacional y por departamento (Millones de pesos)

Fuente: DANE y BBVA Research

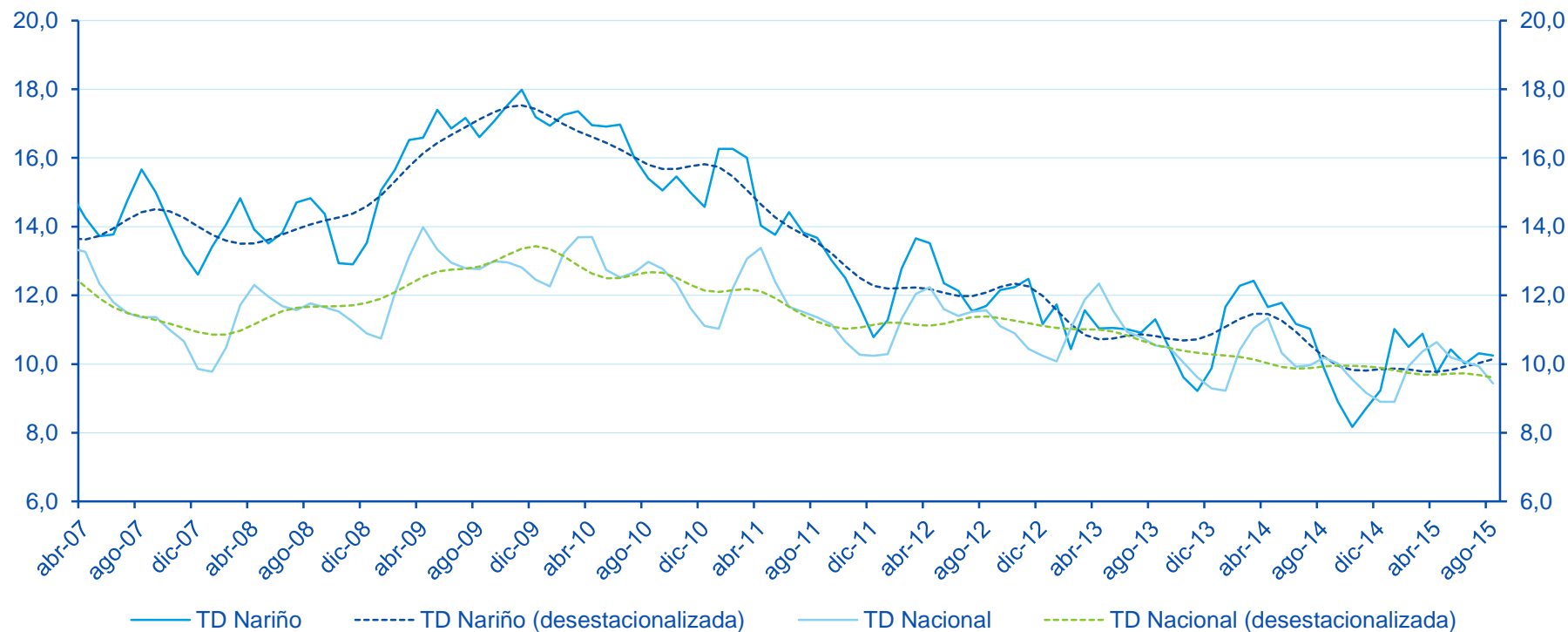




# Tasa de desempleo se mantiene similar al promedio nacional

## Tasa de desempleo de Pasto y Nacional

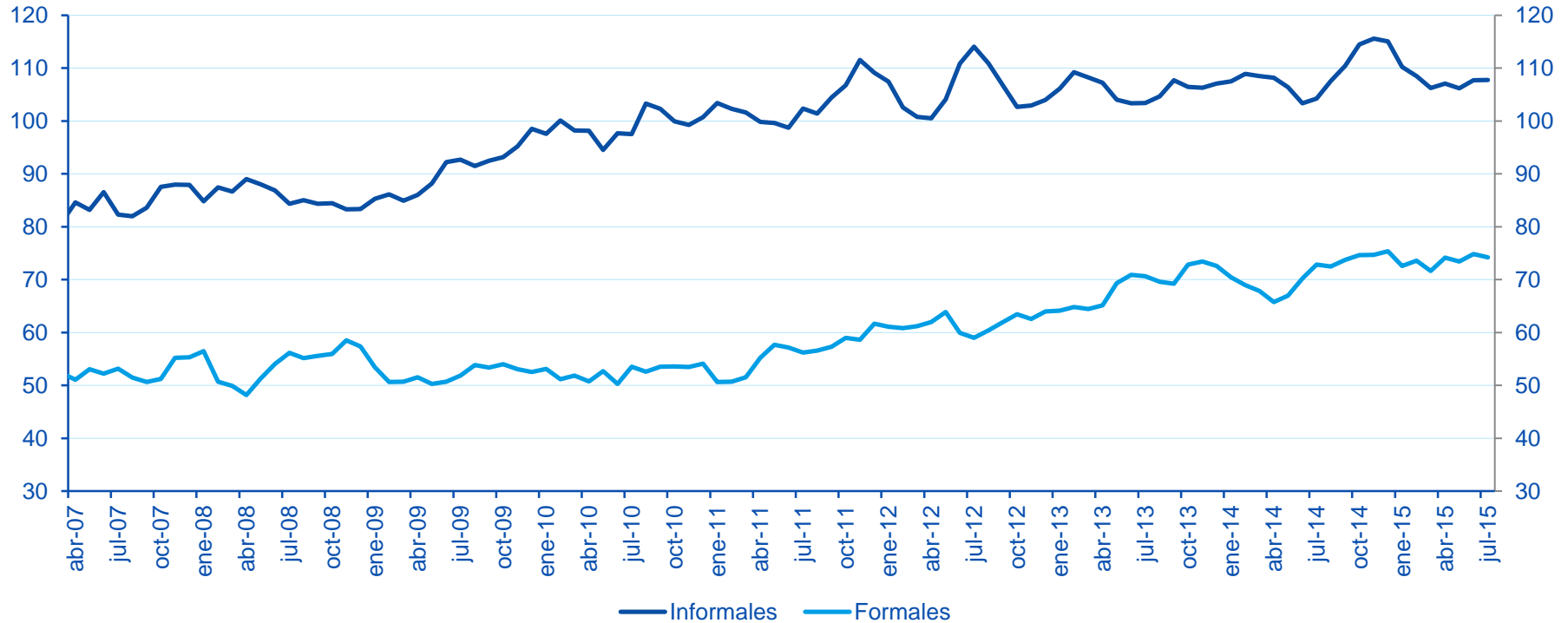
Fuente: DANE y BBVA Research



# Gran parte de empleo es informal

## Empleo por tipo en Pasto (miles de empleados)

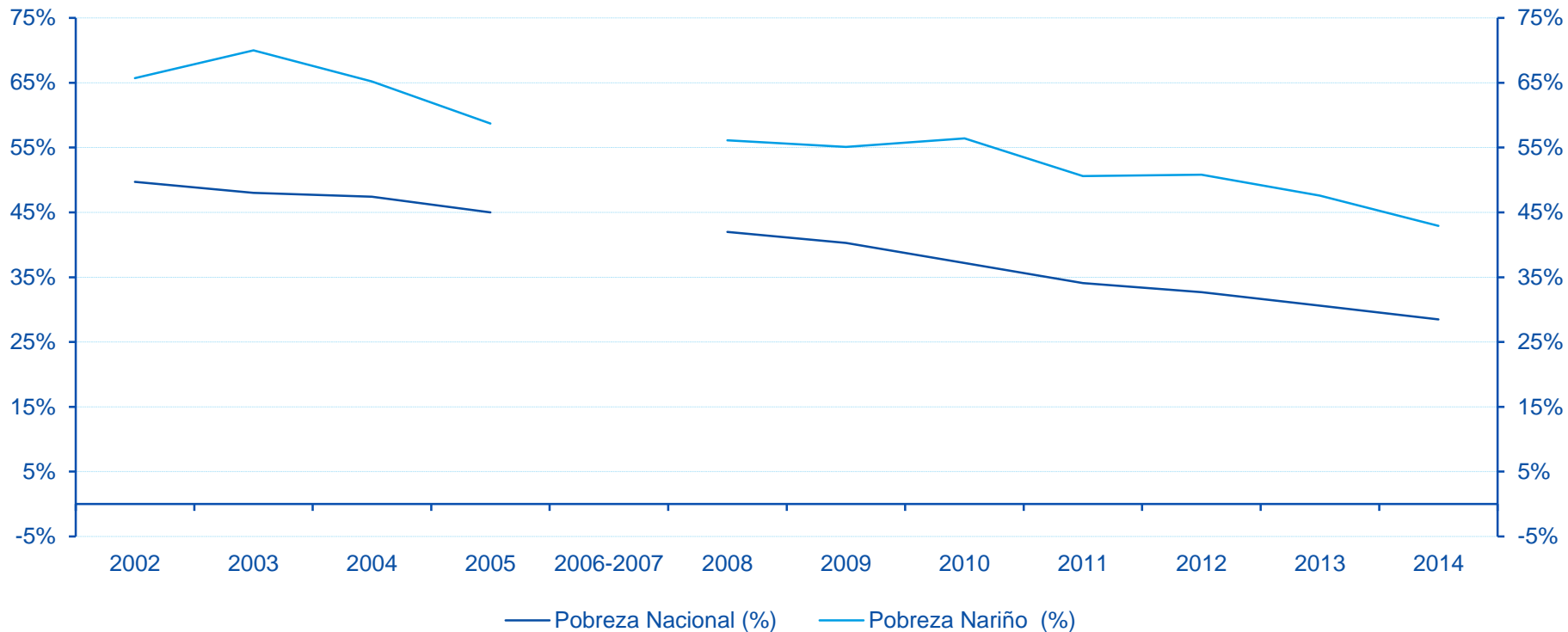
Fuente: DANE y BBVA Research



# Mejoras en pobreza son similares a las del total del país

## Pobreza (% del total de los habitantes) \* Pobreza en Nariño es de 42,9%

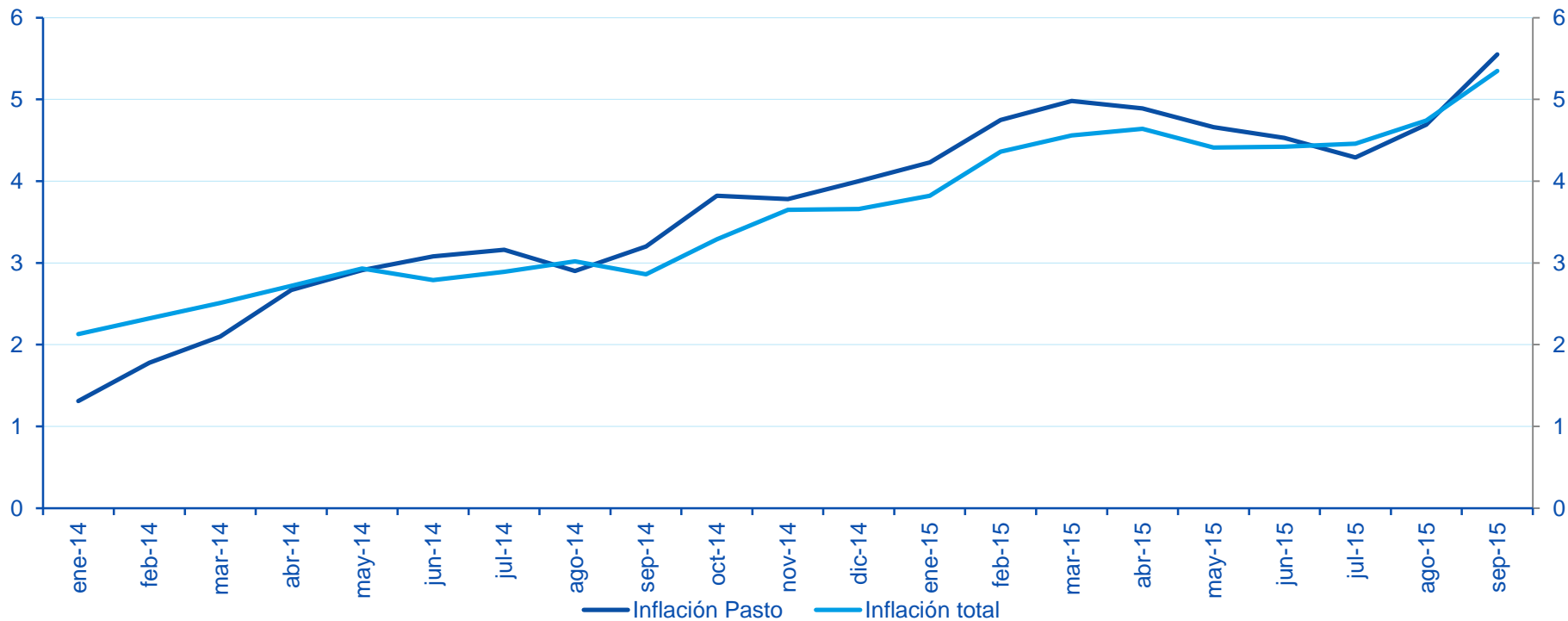
Fuente: DANE y BBVA Research



# Inflación similar con respecto a la nacional

## Inflación (%)

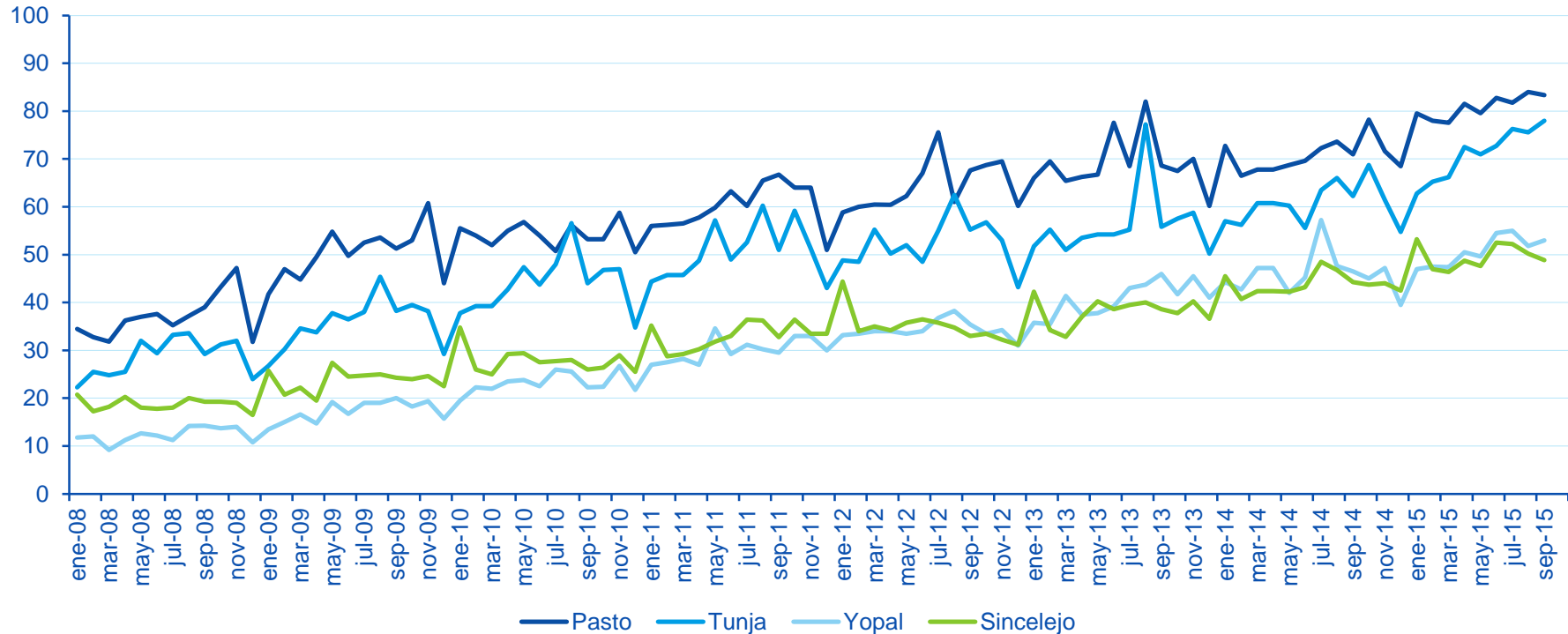
Fuente: DANE y BBVA Research



# Búsquedas de Pasto son crecientes

## Índice de búsquedas en Google (índice)

Fuente: Google trends y BBVA Research



# Licencias de construcción se estabilizaron en niveles altos, con mayor impulso de la vivienda de alto valor

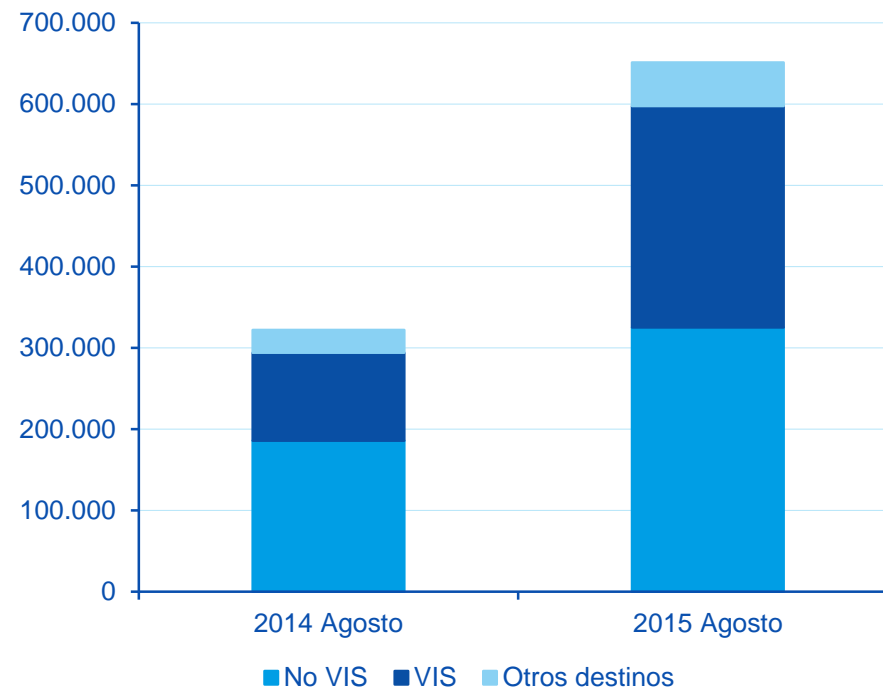
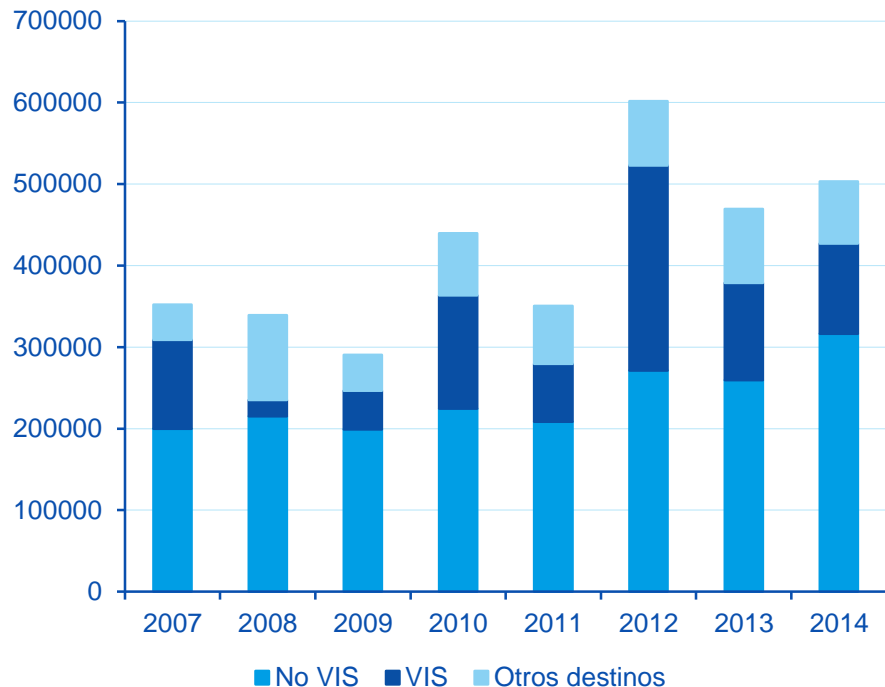
## Licencias de construcción de Nariño (Área (m2), acumulado anual)

Fuente: DANE y BBVA Research

**Unidades 2013:**  
**VIS:** 1.298  
**No VIS:** 2.443  
**Total:** 3.741

**Unidades 2014:**  
**VIS:** 1668  
**No VIS:** 3.234  
**Total:** 4.902

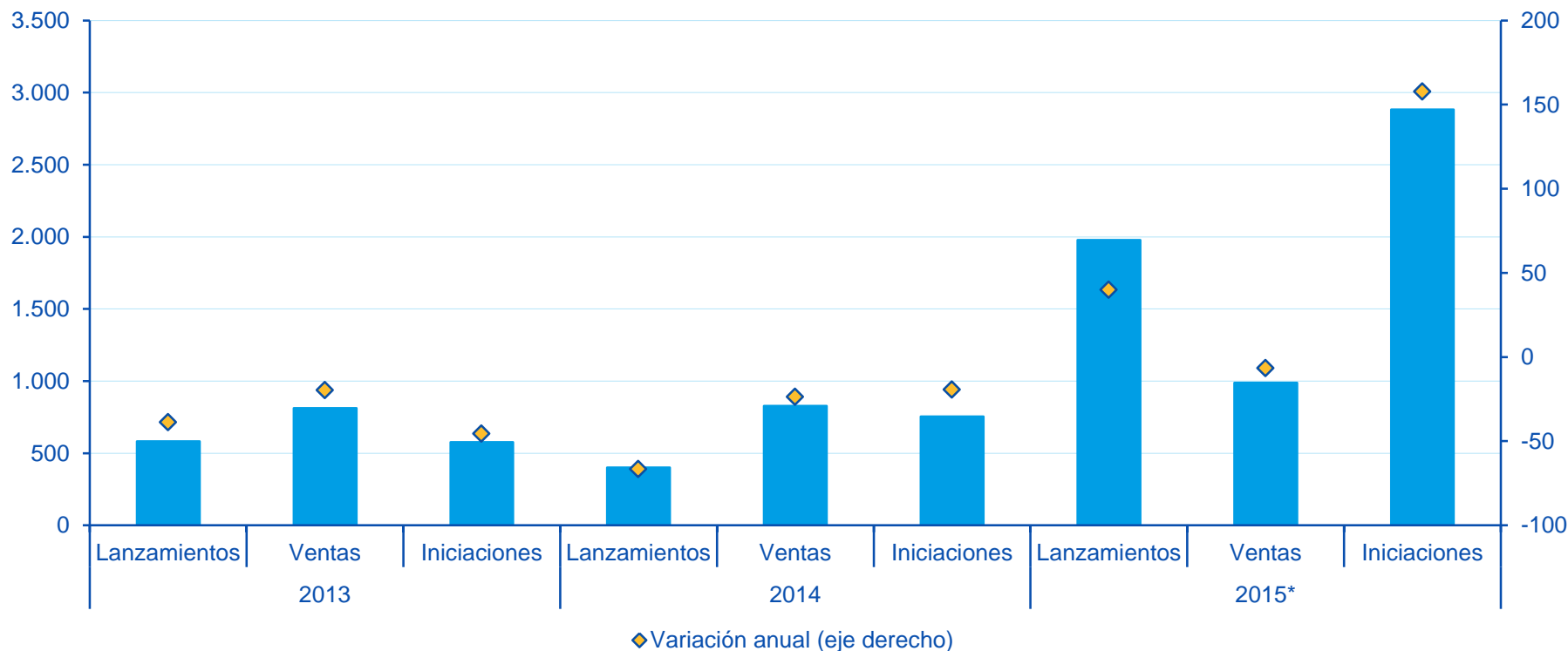
**Unidades a Agosto 2015:**  
**VIS:** 2300  
**No VIS:** 3.178  
**Total:** 5.478



# Las ventas e Iniciaciones crecen a tasas muy positivas

## Mercado inmobiliario en Nariño (unidades y variación anual)

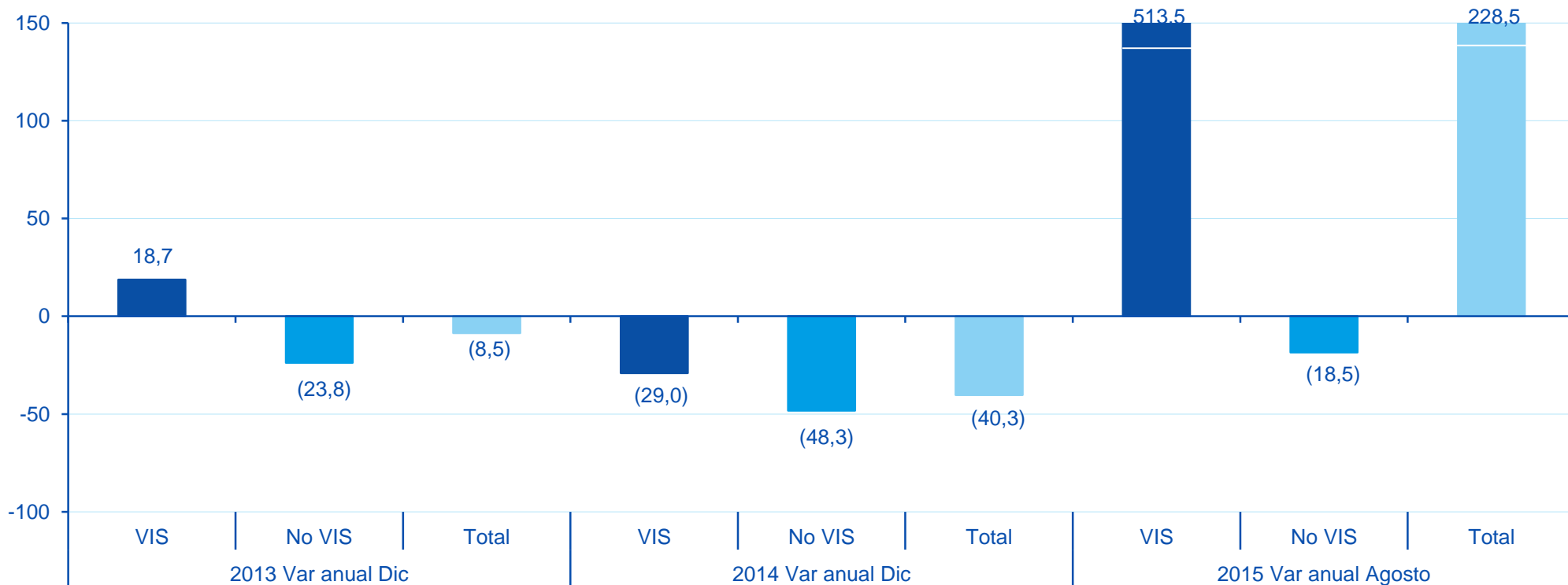
Fuente: Camacol y BBVA Research \*Para 2015 es el acumulado entre Septiembre de 2014 y Agosto de 2015



# La vivienda VIS lidera el incremento de la oferta

## Oferta de vivienda en Nariño (variación anual)

Fuente: Camacol y BBVA Research



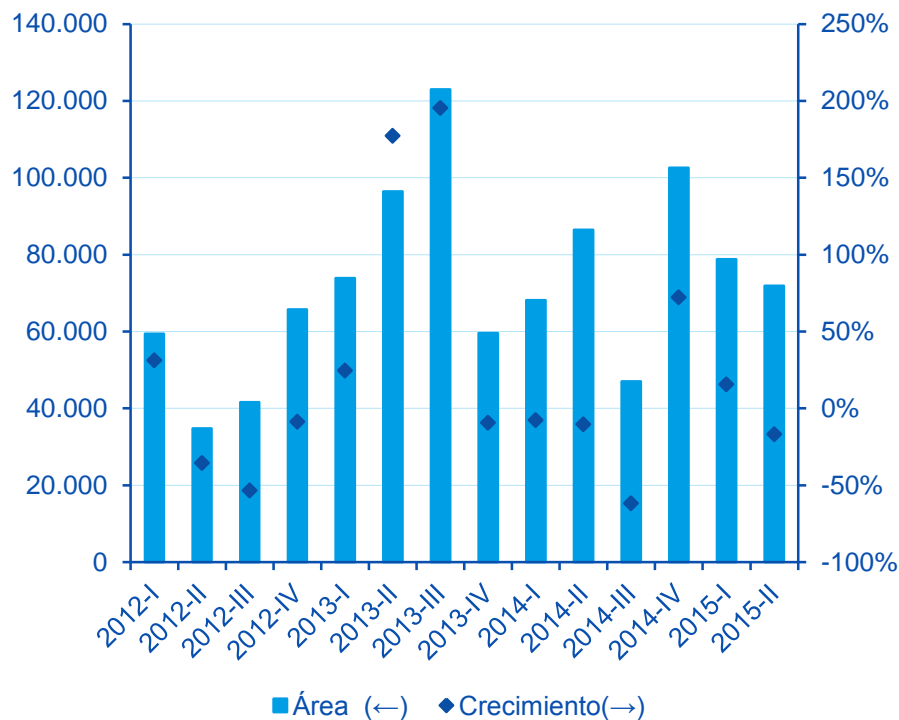


# Obras nuevas también anticipan buena actividad para Pasto en 2015 y 2016

Aunque hay una caída en el crecimiento de las obras nuevas, los niveles en metros cuadrados se mantiene alto

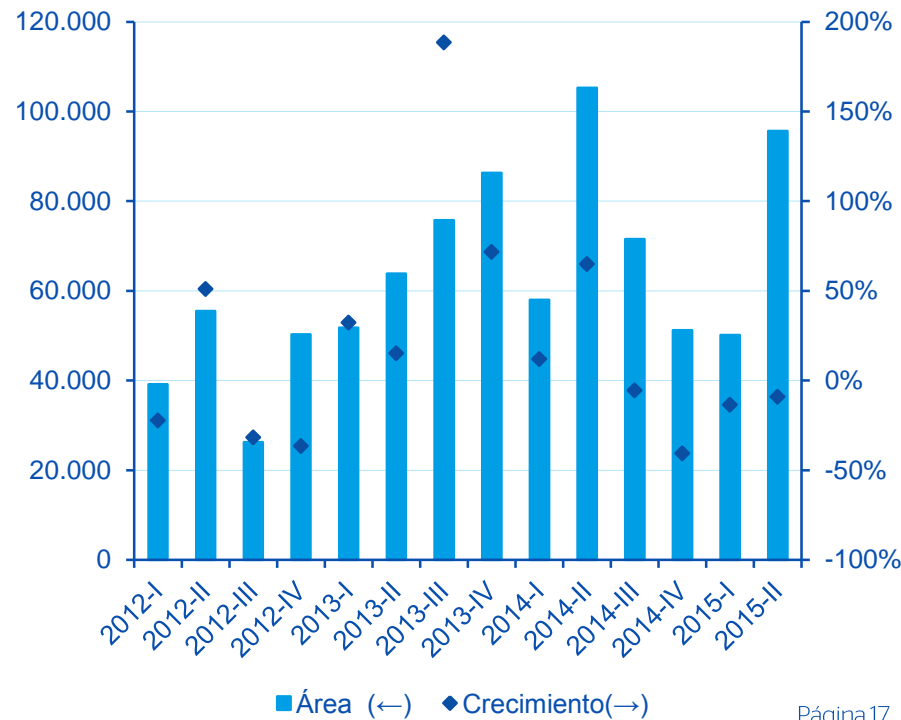
## Obras nuevas en construcción (área en m2 y crecimiento en % Anual)

Fuente: DANE y BBVA Research



## Obras terminadas (área en m2 y crecimiento en % Anual)

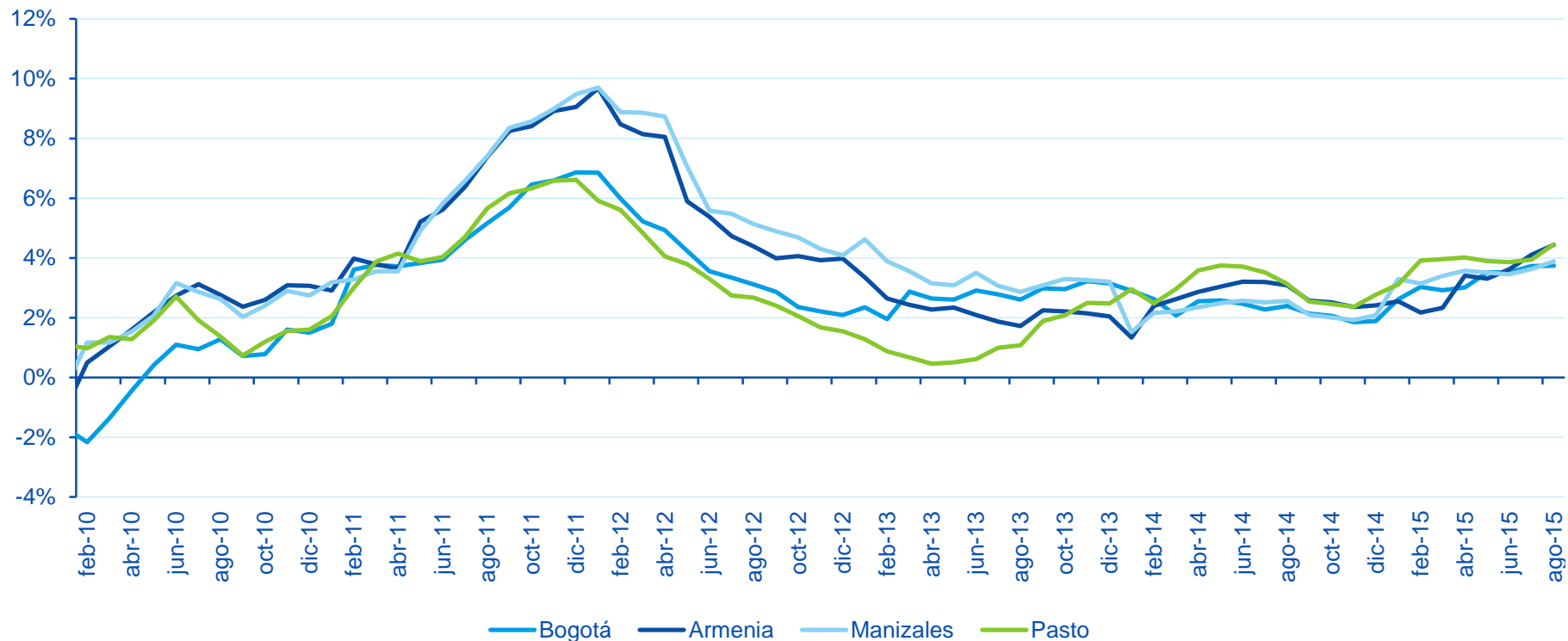
Fuente: DANE y BBVA Research



# Costos de la materia prima de la construcción se mantienen bajos, pero con tendencia al alza

## Índice de costos de la construcción de vivienda (% anual)

Fuente: DANE y BBVA Research

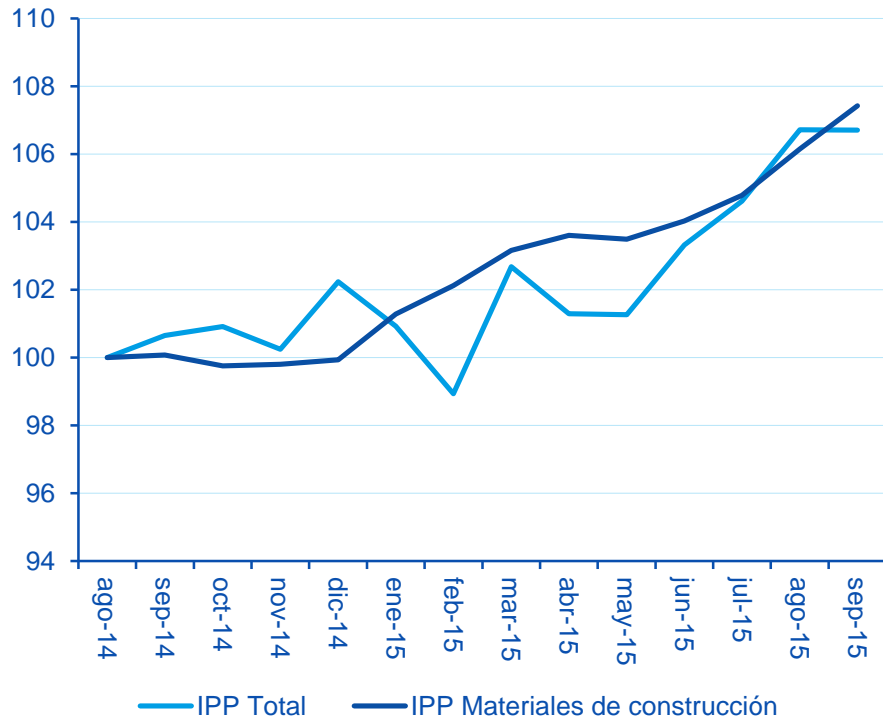


# Los costos de producción crecen a la par de otros sectores y los precios de vivienda nueva suben

Crecimientos positivos son sintomáticos de que la demanda se mantiene en lo corrido del año

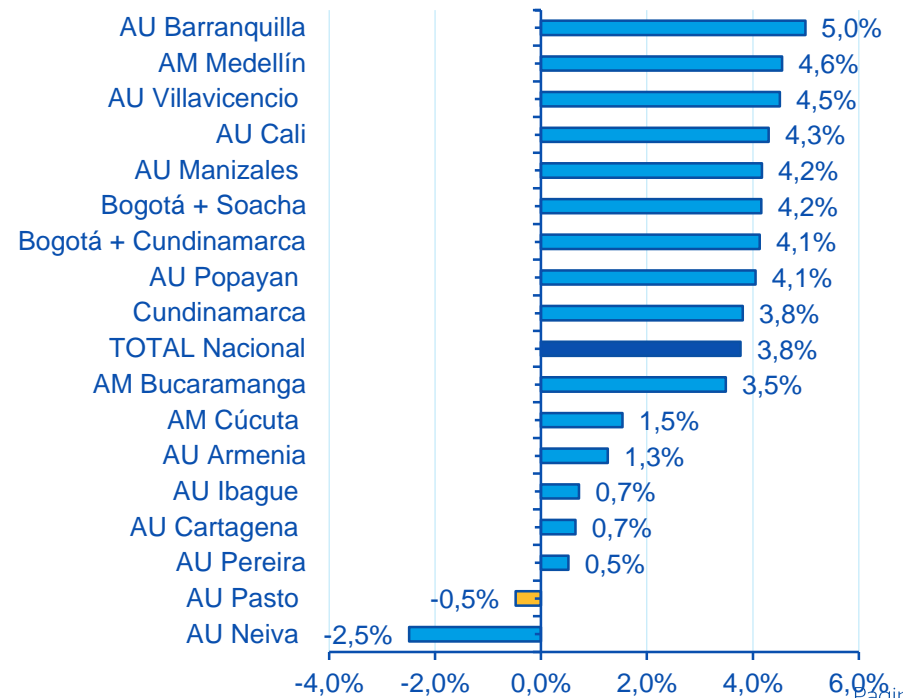
## Índice de precios al productor (Índice, ago-14 = 100)

Fuente: DANE y BBVA Research



## Crecimiento del precio de vivienda nueva en lo corrido del año a junio (%)

Fuente: DANE y BBVA Research

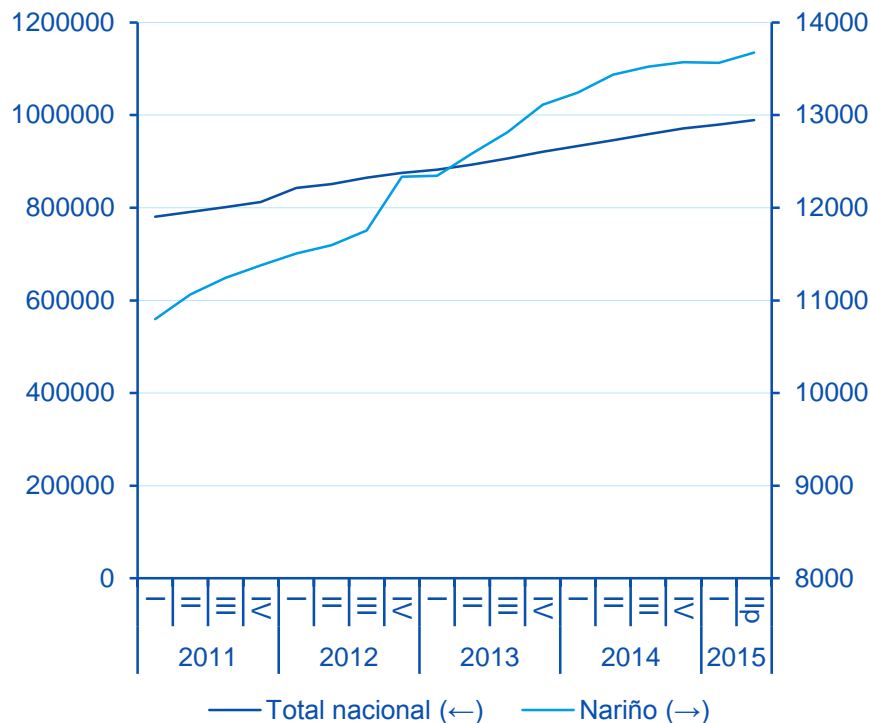


# Los créditos para compra siguen dinámicos y las tasas permanecen bajas

Las tasas para compra están en niveles históricamente bajos

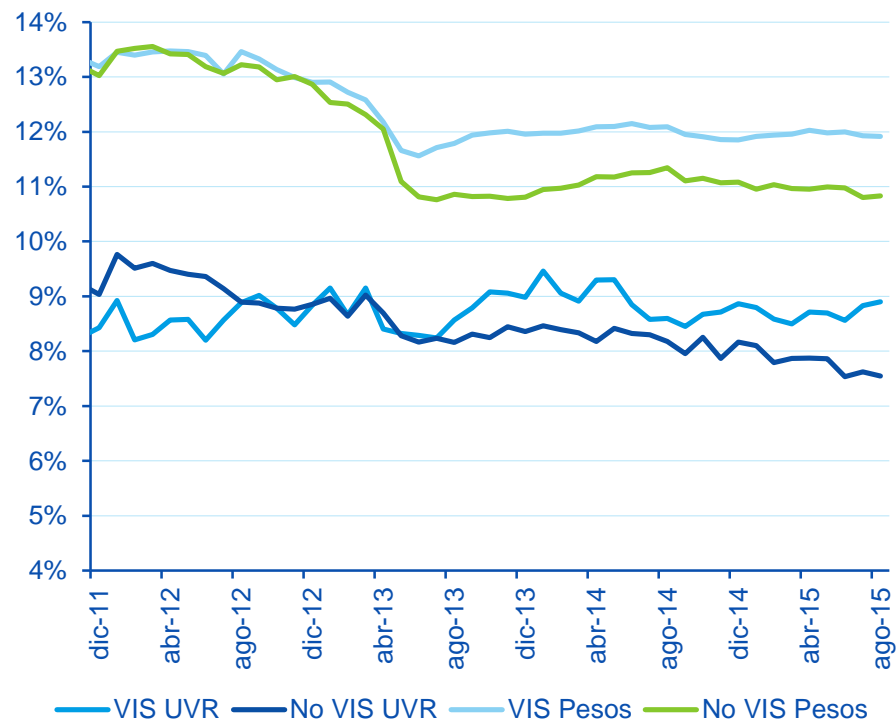
## Número de créditos desembolsados

Fuente: DANE y BBVA Research



## Tasa de interés nominal para la compra de vivienda (efectiva anual)

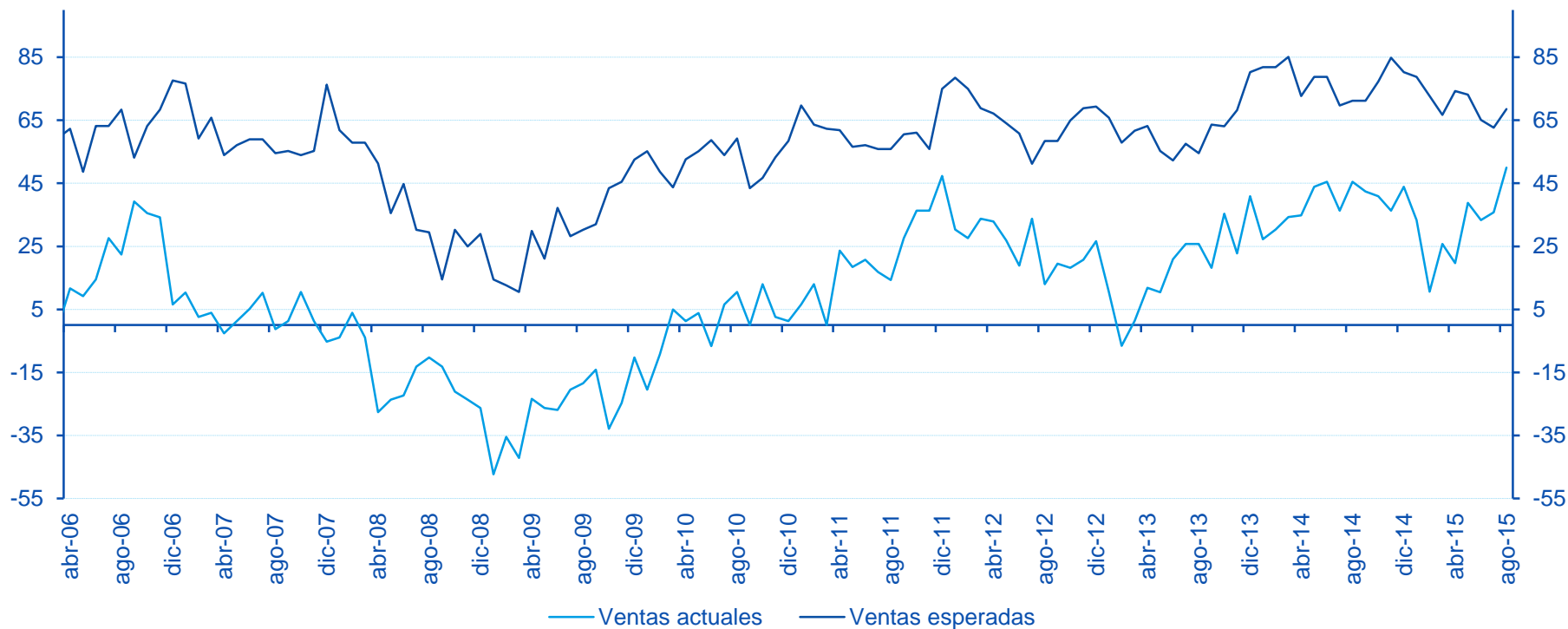
Fuente: DANE y BBVA Research



# Confianza se mantiene en terreno positivo

## Perspectivas del comercio en el Sur Occidente (balance de respuestas)

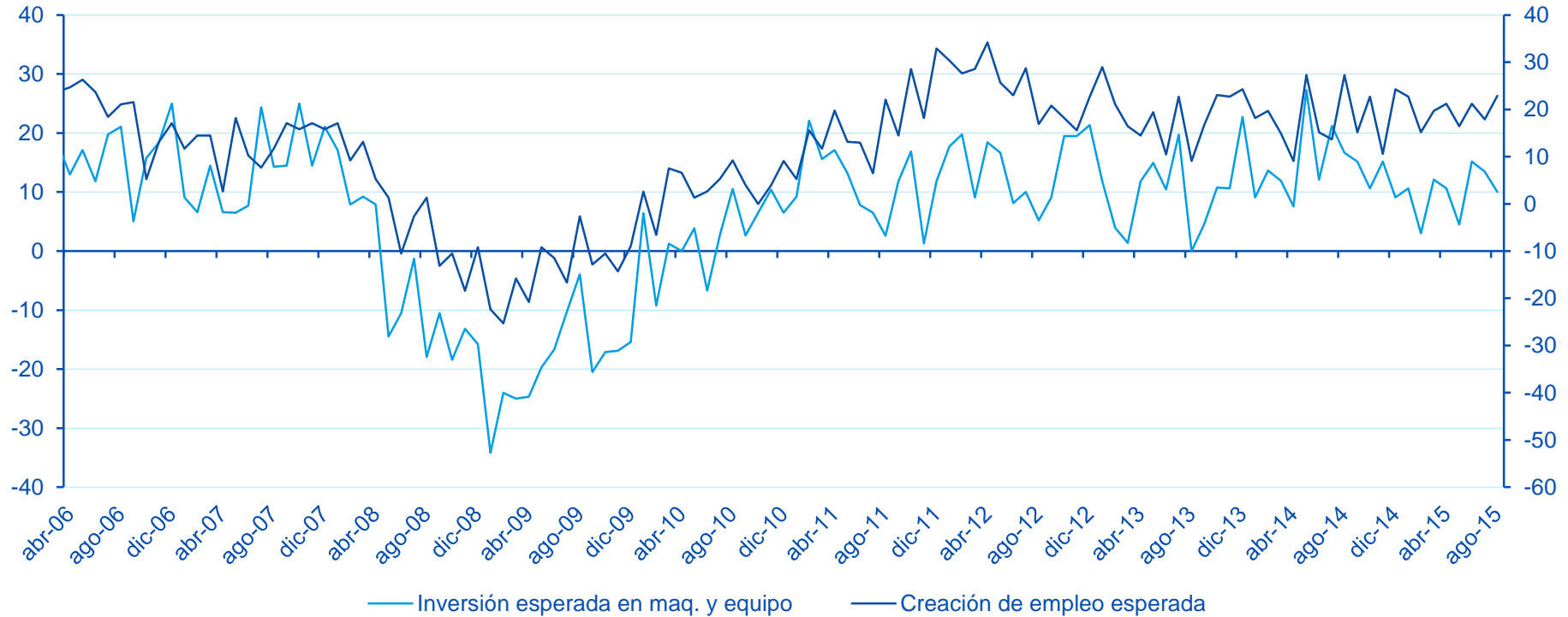
Fuente: BanRep y BBVA Research



# Industriales permanecen optimistas

## Perspectivas de la industria en el Sur Occidente(balace de respuestas)

Fuente: BanRep y BBVA Research



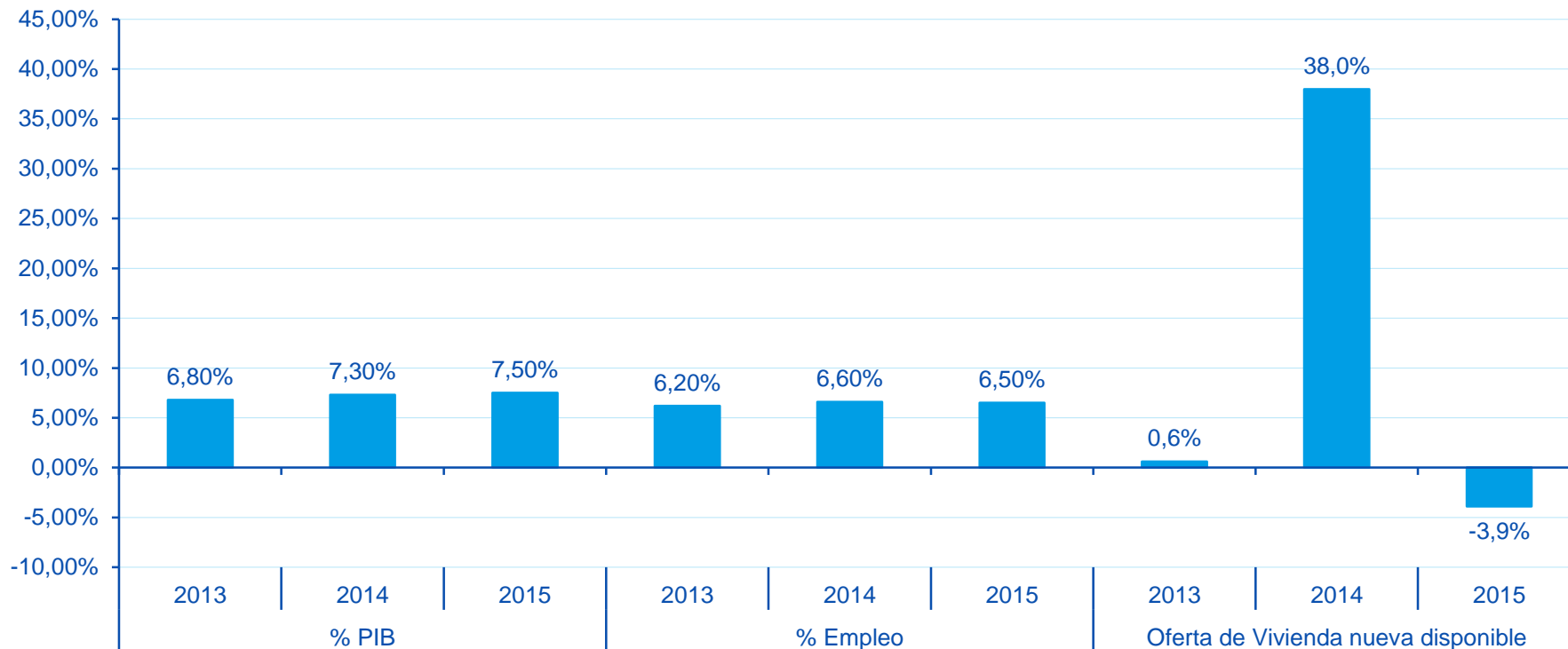
Estructura del mercado inmobiliario:  
elevado potencial de crecimiento

# Construcción (edificaciones y obras civiles) significa un importante apoyo a la actividad económica

Actualmente, el sector de la construcción es el 7,0% del PIB. De este porcentaje, el 44% es edificaciones (viviendas, locales comerciales, oficinas, bodegas, hospitales, colegios, entre otros).

## Indicadores del sector de la construcción (% del PIB y variación porcentual)

Fuente: DANE, Camacol y BBVA Research \*Incluye Obras civiles.. Datos para 2015 están a Junio para PIB, a Julio para empleo, y a Julio para oferta.





# Una demanda potencial elevada

## Déficit de vivienda (27%, 1.647.093 unidades)

- A 2012 el déficit cuantitativo de vivienda se ubicó en 554.087 unidades (5,5% del total de hogares vs. 12,6% en 2005). Al tiempo, la población creció durante ese período 8,6% y los hogares 21,8%
- Se redujo el número de personas por hogar desde 3,9 en 2005 a 3,5 en 2012
- En 2012, déficit cualitativo se ubicó en 1.093.006, una reducción de 7,8% y 92 mil unidades desde 2005

## Aumento en ingresos y demanda potencial

- PIB per cápita del país es USD 13.460 (PPP, 2014). Una familia promedio colombiana, con 3,5 personas por hogar, tiene una renta mensual promedio de COP 1,9 millones (pesos 2013).
- Porcentaje de personas en clase media, media alta y alta pasó del 13% al 20% entre 2006 y 2014. Esto significó un aumento en 3,1 millones de personas en estos niveles de ingreso durante los ocho años.
- A 2013, en el 20% de los hogares con mayores ingresos del país, el 35,3% vivía en arriendo.

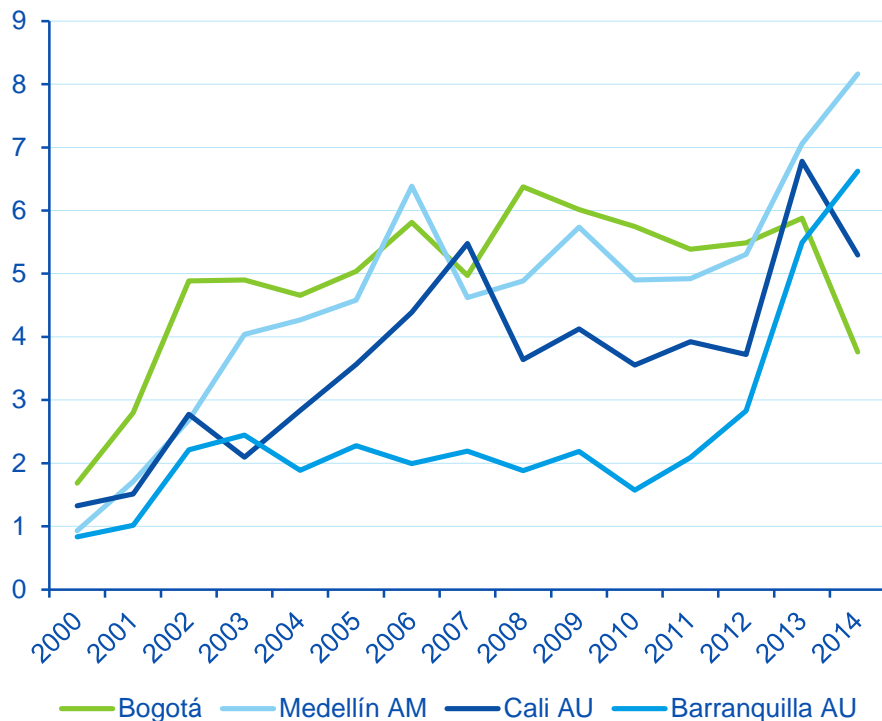
## Más mujeres en el mercado laboral

- Participación de la mujer en el mercado laboral alcanza en este momento niveles superiores al 54%, duplicándose respecto a hace treinta años
- Mujeres nacidas después de 1954, lograron tener más educación que los hombres. De cada 4 hombres entre 25 y 40 años con un título universitario hay 5 mujeres universitarias. Hombres desertan más.
- La proporción de los ingresos laborales que son reportados por mujeres son el 45% en el país

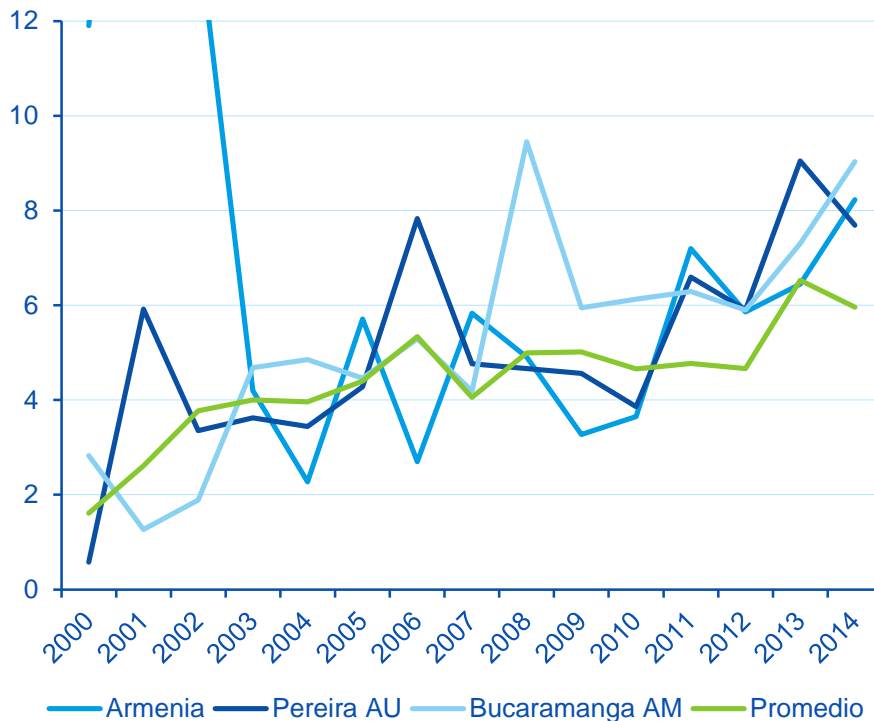
# Colombia aún mantiene bajos niveles de construcción por habitante (I)

Por cada mil habitantes se construyen 6,0 viviendas al año. Desempeño reciente explicado por ciudades intermedias. En 2013, en Chile (que casi no tiene déficit) se construyeron 118,8mil casas, a razón de 6,7 por mil hab.

**Construcción de vivienda anual por cada mil habitantes (%)** Fuente: BBVA Research



**Construcción de vivienda anual por cada mil habitantes (%)** Fuente: BBVA Research

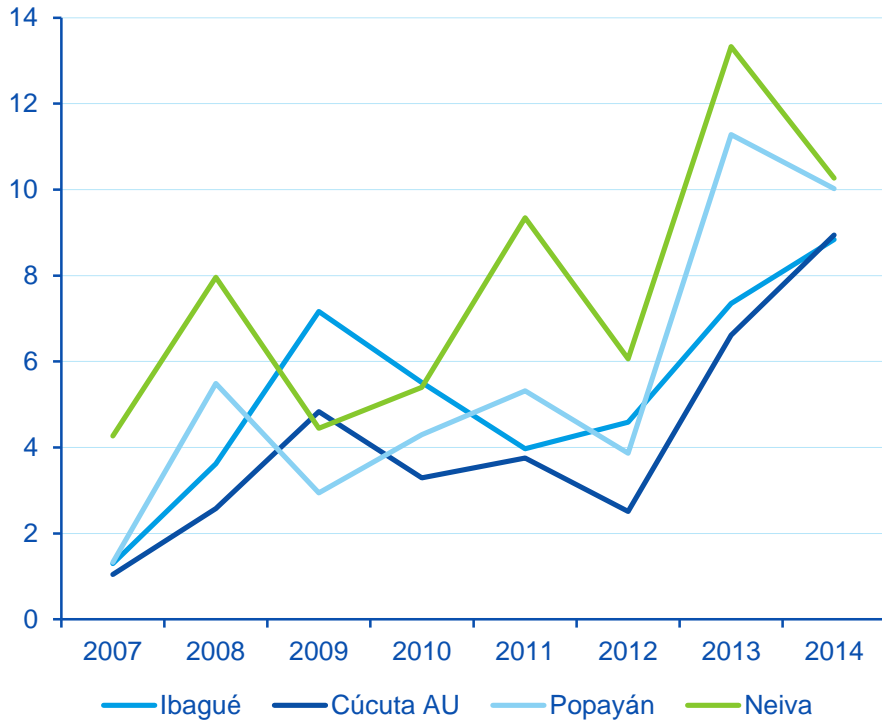


\*Disponibile desde 2000. **Promedio:** Bogotá, Medellín, Armenia, Pereira, Bucaramanga, Cali y Barranquilla desde 2000. Desde 2007, incluye además Cartagena, Manizales AU, Popayán, Neiva, Villavicencio, Pasto, Cúcuta AU e Ibagué. Fuente: BBVA Research

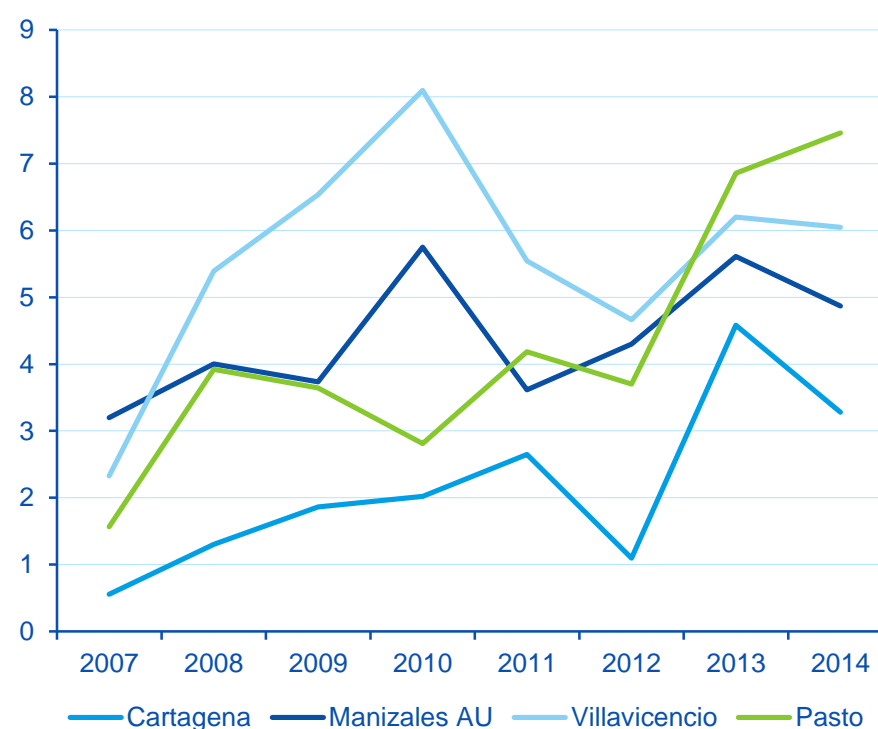
# Colombia aún mantiene bajos niveles de construcción por habitante (II)

Construcción de vivienda en 230 mil viviendas formales (licenciadas) al año. Bogotá agrupa el 29% (34% si se incluye Cundinamarca), luego Antioquia (12,7%), Atlántico (6,6%), Santander (6,5%) y Valle (6,5%)

**Construcción de vivienda anual por cada mil habitantes (%)** Fuente: BBVA Research



**Construcción de vivienda anual por cada mil habitantes (%)** Fuente: BBVA Research



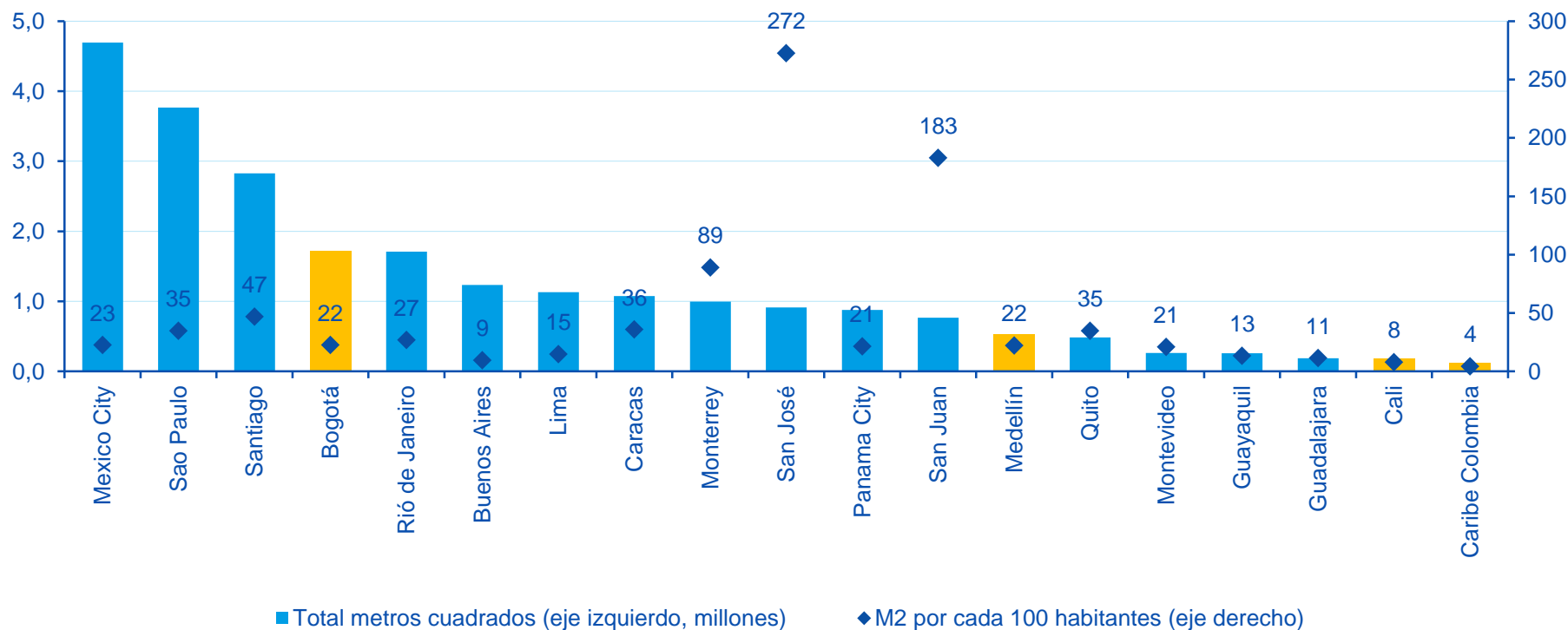
\*Datos disponibles desde 2007

# La oferta no residencial tiene espacio para aumentar su dinámica

En centros comerciales, Chile tiene mayor área arrendable en LatAm (0,177 m<sup>2</sup> x hab.) Colombia se encuentra en el intermedio con 0,074 m<sup>2</sup> x hab. Medellín tiene la mayor penetración en locales. También en oficinas la penetración es baja en comparación con otras ciudades de la región.

## Metros cuadrados en oficinas por ciudad y proporción por cada mil habitantes

Fuente: BBVA Research y A Kearney (2014)



Desempeño reciente de la construcción

# Una mirada rápida a la oferta de vivienda

## ¿Cómo se divide la oferta?

- **Oferta está dividida en un 32% en VIS y en un 68% en NO VIS** en las ocho principales ciudades del país (Bogotá y aledaños, Medellín, Cali, Bucaramanga, Barranquilla, Cartagena, Santa Marta y Villavicencio)
- **Proporción VIS es mayor en Bogotá (41%), Medellín (30%) y en Barranquilla (29%) y en menor medida aledaños Bogotá (1%), Villavicencio (0%), Cartagena (0%) y Santa Marta (0%) Bucaramanga (0%).**

## ¿Dónde está la oferta?

- **Oferta disponible por estratos está concentrada en la vivienda de clase media y media-baja.** El 77% se circunscribe a los estratos 2 (18%), 3 (31%) y 4 (28%). El porcentaje restante viene a ser de 5% en el estrato 1, un 11% en el estrato 5 y 7% en el estrato 6

## Tendencias recientes

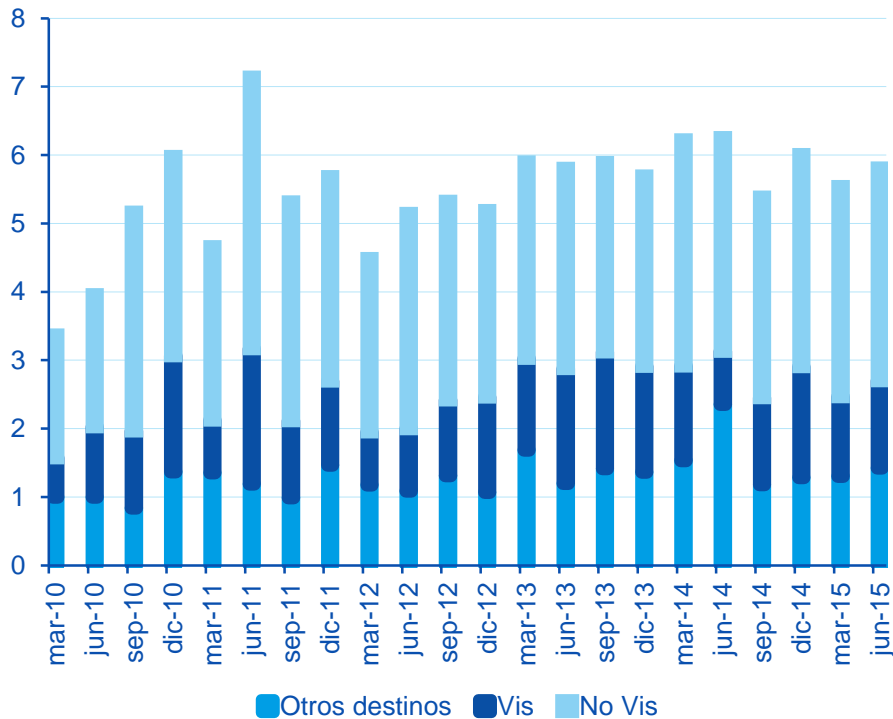
- **Modificación en los hábitos de la construcción hacia proyectos con más unidades, aunque más pequeñas en metros cuadrados.** Esta tendencia es más evidente en Bogotá y municipios cercanos, Bucaramanga, Santa Marta y Barranquilla. Sólo difiere en Villavicencio
- **Migración hacia municipios cercanos a las grandes ciudades.** En Bogotá a ciudades del norte. En Cali, a Dapa, en Bucaramanga a Floridablanca y Girón, y en Medellín hacia Envigado, Sabaneta (sur) y Bello (norte)

# Desaceleración de las licencias de construcción contribuyó a equilibrar el mercado de vivienda

Caldas sigue agotando sus inventarios. Esto anticipa una actividad positiva en el corto plazo. Inventarios sin vender son bajos (<6% en todas ciudades)

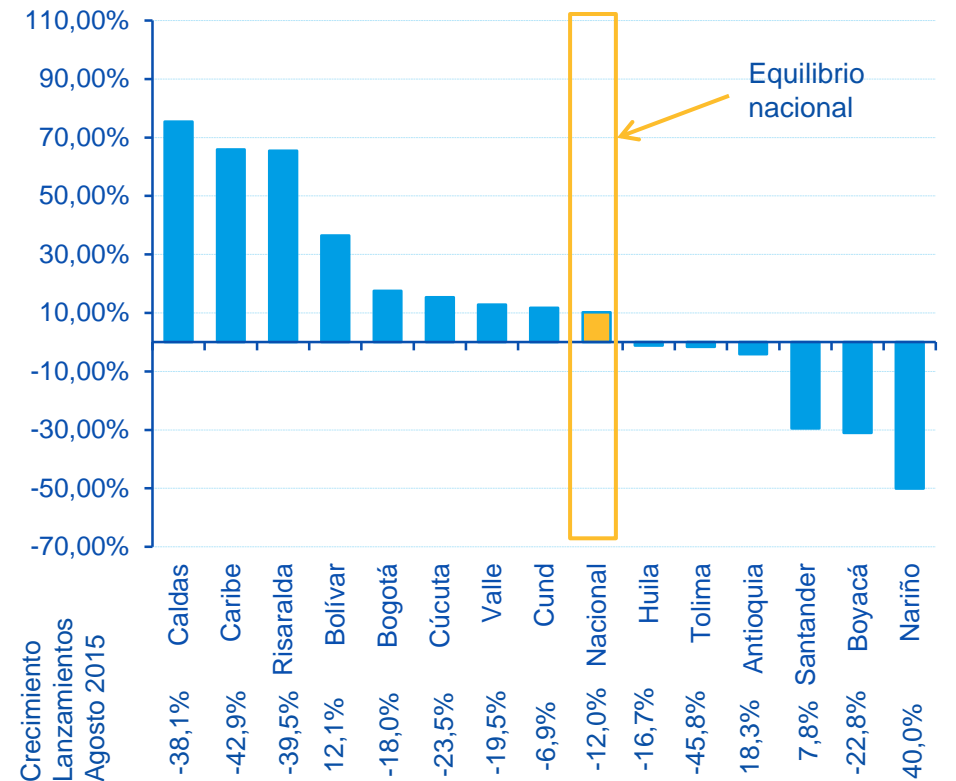
## Licencias de construcción por tipo (acumulado trimestral)

Fuente: DANE y BBVA Research



## Brecha entre ventas y lanzamientos(2015, %)

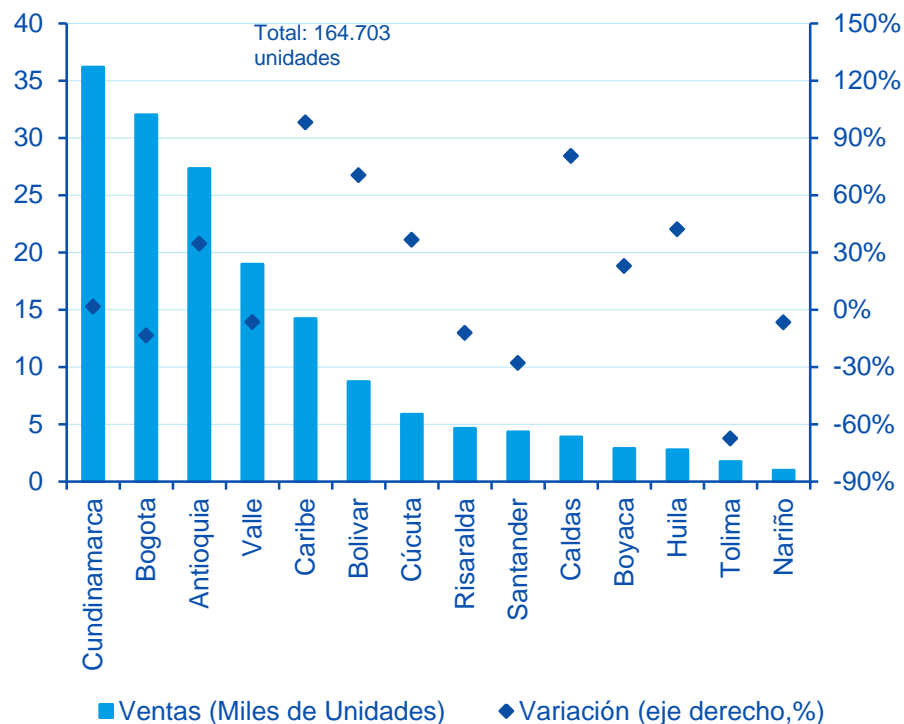
Fuente: BBVA Research \*Una cifra positiva significa que las ventas fueron superiores a los lanzamientos



# Ventas de vivienda en Nariño sobresale a nivel nacional

Ventas de vivienda crecieron 11% en 2014 (Camacol). En el último año a septiembre, las ventas crecieron 6,8%, empujadas por ventas de VIP de 16% (Coordenada Urbana).

**Ventas de vivienda por ciudad (miles de unidades y variación anual, Sep. 14-Ago 15, 2015)** Fuente: La Galería Inmobiliaria, Camacol y BBVA Research



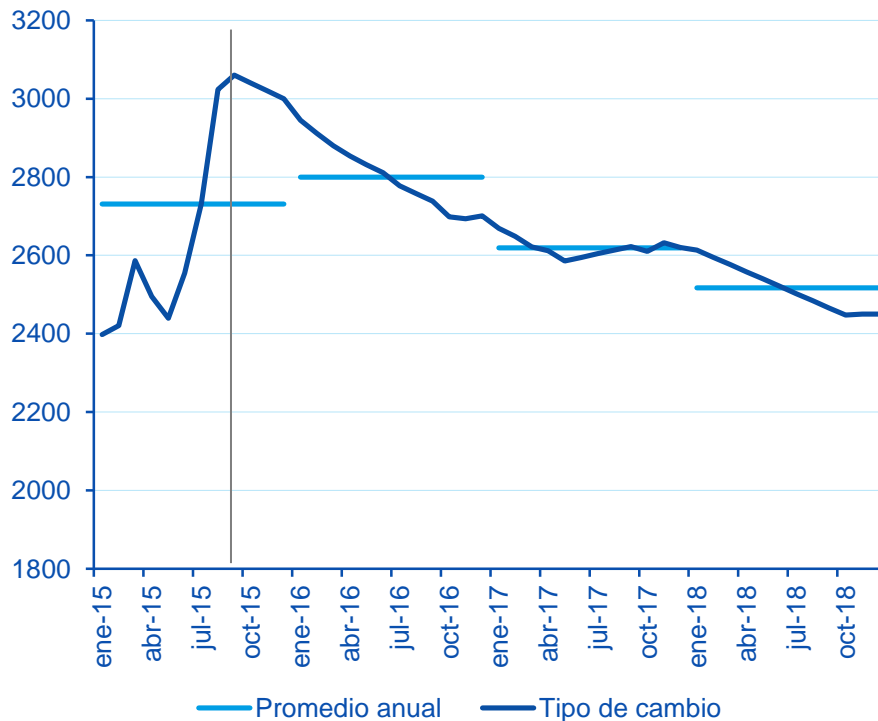


Evolución y perspectivas del mercado  
inmobiliario: la vivienda de interés social  
liderará la dinámica

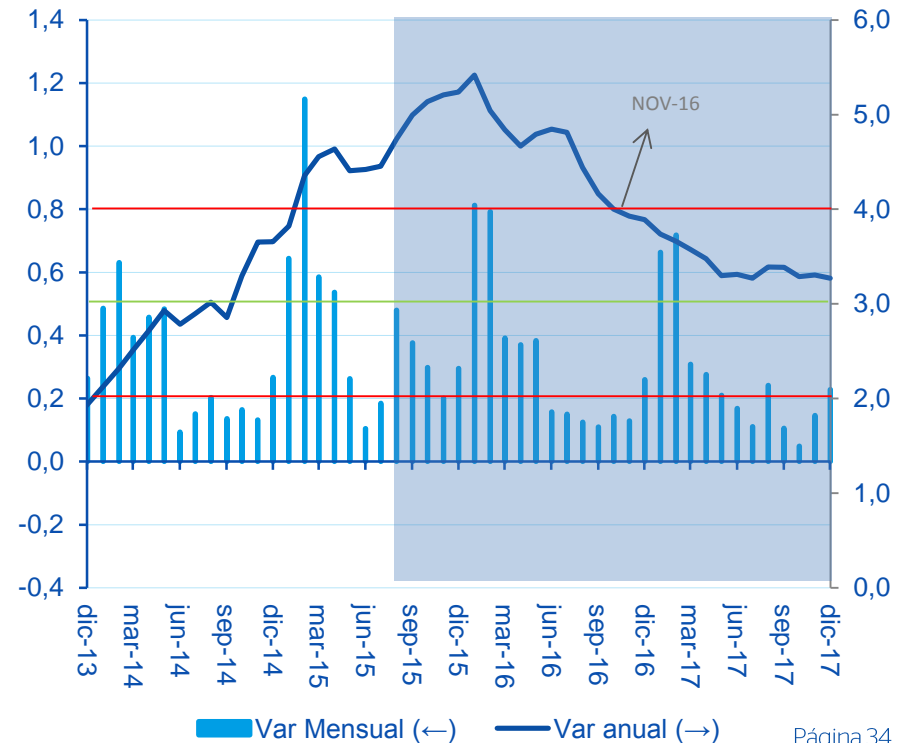
# Tasa de interés subirá ligeramente y aumento en costos se moderará por corrección en tipo de cambio

El aumento de precios es temporal y por ello el banco central no subirá drásticamente sus tasas. Las condiciones de crédito actuales se mantendrán

**Tasa de cambio observada y pronósticos)** Fuente: La Galería Inmobiliaria y BBVA Research



**Inflación observada y pronósticos)** Fuente: BBVA Research



# Planes contra-cíclicos dinamizarán la construcción

El espacio fiscal es limitado, pero algunas medidas que se implementarán han comprobado su éxito en el pasado

## Vivienda

**50 mil coberturas** a la tasa de interés hipotecaria de vivienda nueva de clase media

**130 mil viviendas subsidiadas a clase baja** mediante el programa MiCasaYa

**60 mil viviendas rurales.**

**Éxito comprobado** en el pasado

## Regalías

**Liberación de recursos** de vigencias anteriores y del FONPET

**Prioridad a proyectos con alto impacto** en OCAD's

**Éxito medio** por capacidad de ejecución de Gobiernos locales

## Industrial

**Reducción aranceles.** 3 mil partidas de bienes de capital y materias primas no producidas en Colombia

**Renueva política vigente.** Compensa parcialmente la mayor devaluación

**Cambios institucionales.** Aduana, DIAN, Ley Anti-contrabando y se extiende Ley de infraestructura a la minería

## Colegios

**31 mil aulas** por un costo de COP 5 Billones

**Tiene un éxito incierto.** Su impacto está incluido muy marginalmente en el PIB

# Esperamos una desaceleración en el crecimiento de los precios de la vivienda

1.

**Menor demanda por vivienda en precios altos** por desaceleración económica. Si bien, la cobertura a la tasa anunciada en PIPE 2.0 podría impulsar los precios de la vivienda en precios medios.

2.

**Las viviendas adquiridas por compradores inversionistas de los años anteriores** seguirán entrando progresivamente al mercado a competir con la oferta de construcciones nuevas (compraron sobre planos)

3.

**Reducción del arriendo como % del precio del inmueble** hace más rentable a corto plazo el arrendamiento sobre la compra de vivienda.

4.

**Menor crecimiento económico, aumento leve del desempleo y reducción en el indicador de confianza de los hogares.**

**El ingreso nacional se reducirá por los menores ingresos petroleros,** y ciertas ciudades con mayor dependencia de este combustible verán una menor demanda por vivienda

# En perspectiva: dinámica sostenida se centrará en la vivienda de interés social por política pública

## Política pública se enfoca en VIS (400 mil)

- **Mi Casa Ya:** 100 mil viviendas de hasta COP 86 millones.
- **En total, COP 8 bn. de inversión pública en 4 años.** Seguirá vigente el programa VIPA - 86 mil viviendas, la donación de 100 mil viviendas y el subsidio a la tasa de interés para 130 mil viviendas nuevas

## Vivienda de alto valor y otras edificaciones

- **Oficinas y locales comerciales tendrán una tendencia inercial positiva en 1S15, determinada por licencias aprobadas anteriormente.** Son el tipo de obras que aportan más al PIB del sector
- **Vivienda No VIS podría empezar a tener un mejor comportamiento desde finales de 2015 y en 2016,** pues la economía, el empleo y los ingresos de los hogares tendrán un impulso importante por la recuperación de las exportaciones y el crecimiento de la industria

## Sector de edificaciones en el PIB

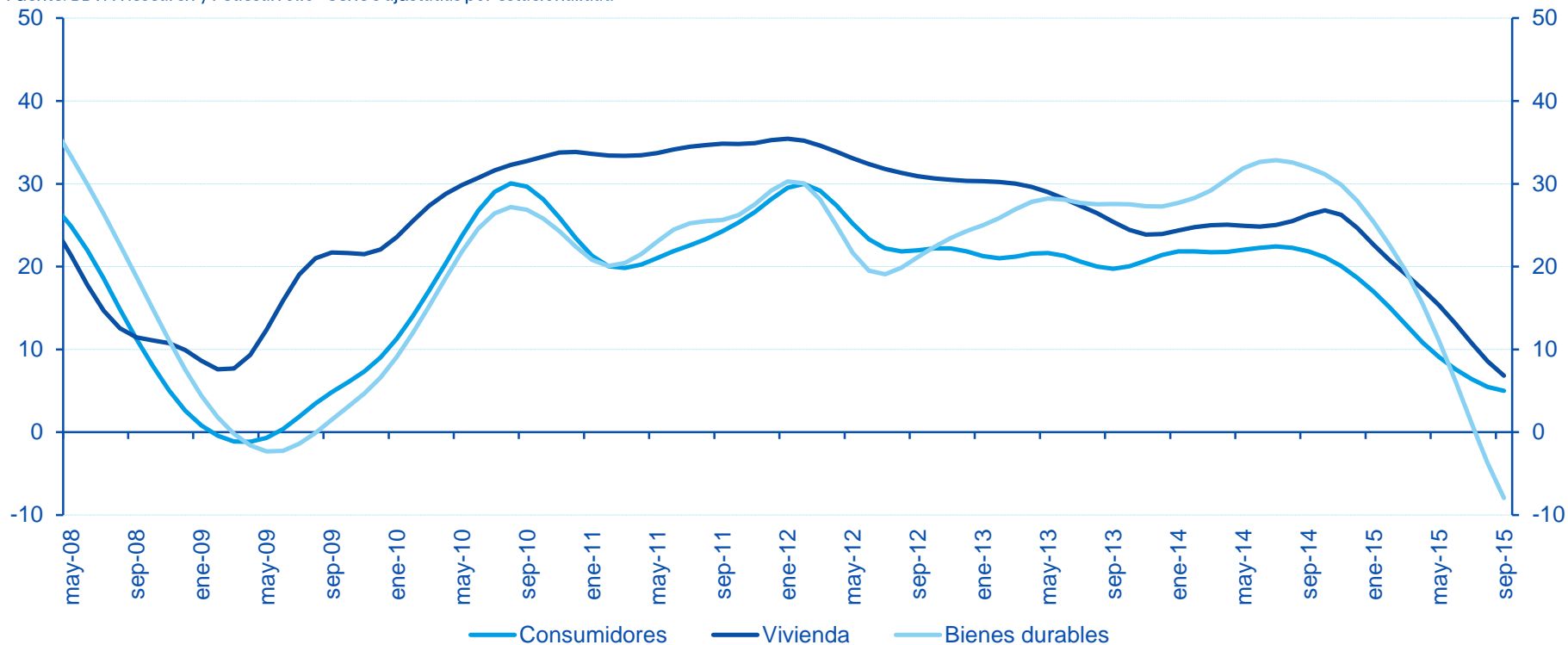
- **En 2015-2016, inversión en edificaciones crecerá en promedio 5,5% por año** (vs. 10,5% anual en 2013-2014)
- **En período 2017-2019 creemos que el crecimiento de la inversión se acelerará a 7,2% en promedio anual**
- **Los principales retos de esta previsión son la provisión de suelo urbano en ciudades con restricciones geográficas** (tales como Bogotá, Bucaramanga y Medellín) y la consolidación del transporte urbano

# Mantenimiento de la confianza en niveles altos es esencial para mantener buenas ventas en vivienda

Los hogares mantienen un bajo temor a perder el empleo. La disposición a comprar bienes durables y vivienda se encuentra por encima de los promedios históricos, aunque hay una tendencia reciente al deterioro, en línea con nuestro escenario conservador de crecimiento

## Confianza de los consumidores y disposición de compra de vivienda y bienes durables

Fuente: BBVA Research y Fedesarrollo\* Serie s ajustadas por estacionalidad



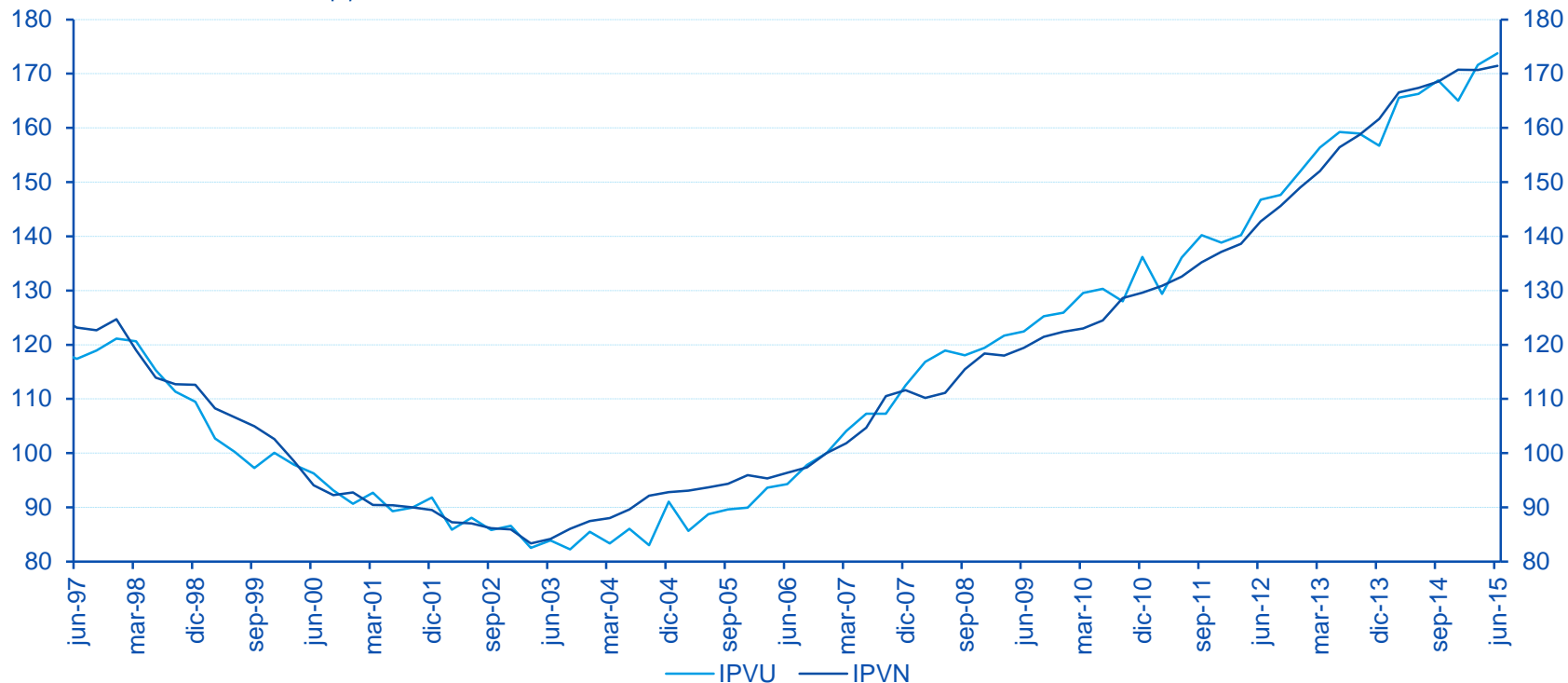
Precios y financiamiento: esperamos  
desaceleración de los precios y bajas  
tasas de interés

# Precios de la vivienda nueva en 2015

...al segundo trimestre de 2015 los precios reales crecieron 2,4% anual, una cifra inferior al 7,0% de 2014. Por su parte, los precios de la vivienda usada al segundo trimestre de 2014, se situaban en 4,4% anual real y en Junio de 2015 se observan en 4,5%

## Precios reales de la vivienda nueva y usada

(Índice Dic06=100) Fuente: DANE, BanRep y BBVA Research





# Se mantiene la capacidad adquisitiva de los hogares para comprar una vivienda

Por primera vez desde 2010 no se dieron aumentos en el número de años necesarios para comprar vivienda (índice de capacidad): se redujo desde 3,9 años en 2013 a 3,8 años en sep-14. Primera cuota de un crédito de vivienda como porcentaje del ingreso se mantuvo en 26%

**Medidas de asequibilidad de la vivienda** (Capacidad: ingreso anual promedio de un hogar / precio promedio de una vivienda en Colombia. Esfuerzo: Primer cuota hipotecaria / ingreso promedio anual de un hogar. Fuente: BBVA Research

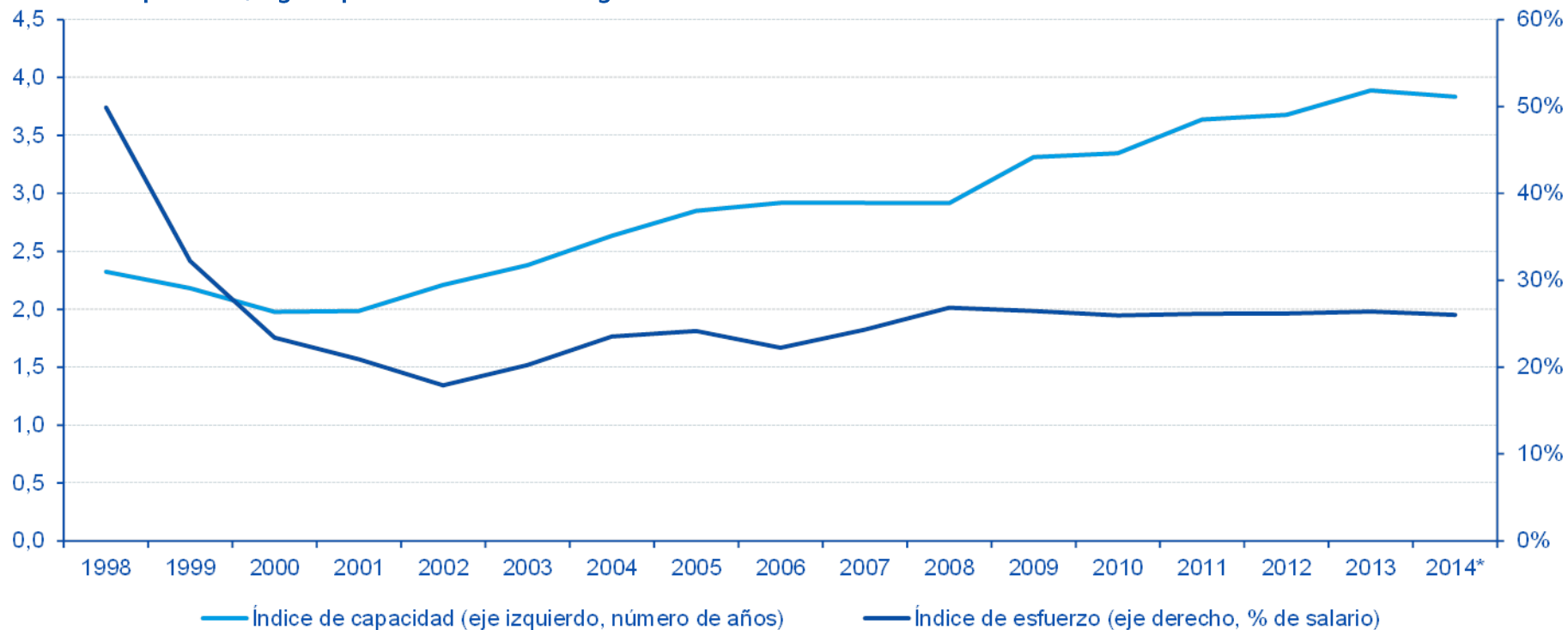


Tabla de proyecciones

# Previsiones económicas

	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (%a/a)	3,1	3,1	4,3	4,5	4,8
Consumo Privado (%a/a)	3,1	3,5	4,6	4,8	4,8
Consumo Público (%a/a)	2,7	3,0	4,4	4,7	4,5
Inversión Privada (%a/a)	3,5	5,2	5,5	7,1	7,3
Inflación (%a/a, fdp)	5,9	3,7	3,3	3,2	3,0
DTF (%fdp)	5,0	5,2	5,3	5,3	5,3
Cuenta Corriente (%PIB)	-6,3	-5,4	-4,7	-3,9	-3,7

Gracias

# Contactos

**Colombia****Juana Téllez**

Economista Jefe

[juana.tellez@bbva.com](mailto:juana.tellez@bbva.com)

+57 1 347 1600 ext 11416

## Equipo

**Fabián García**

Economista Senior

[fabianmauricio.garcia@bbva.com](mailto:fabianmauricio.garcia@bbva.com)**Mauricio Hernández**

Economista Senior

[mauricio.hernandez@bbva.com](mailto:mauricio.hernandez@bbva.com)**María Claudia Llanes**

Economista Senior

[maria.llanes@bbva.com](mailto:maria.llanes@bbva.com)**José Vicente Romero**

Economista Principal

[Josevicente.romero@bbva.com](mailto:Josevicente.romero@bbva.com)

Juan Sebastián León

Estudiante en práctica

[Juansebastian.leon@bbva.com](mailto:Juansebastian.leon@bbva.com)[www.bbvaresearch.com](http://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](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.