

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Competitividad sectorial de las exportaciones chilenas ICSE-BBVA al 1T16

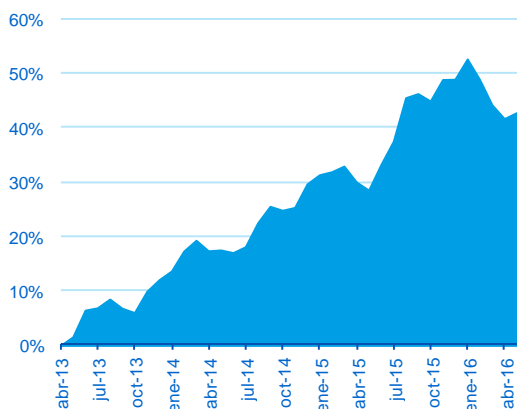
Hermann González / Jorge Selaive

- Construimos un índice de competitividad sectorial de las exportaciones ICSE-BBVA que evidencia que en los últimos 5 años la competitividad de las exportaciones mineras, industriales y agrícolas ha retrocedido. Más aún, ha caído de forma muy significativa en los dos primeros sectores. Es decir, la depreciación del peso ha estado muy lejos de ser la necesaria para contrarrestar las caídas de precios y los aumentos de costos (salarios) que han enfrentado estos sectores.
- El sector agropecuario, silvícola y pesquero (ASP) es el que menos ha perdido competitividad en horizontes de 3 y 5 años, debido a una evolución más favorable de los precios en dólares de sus exportaciones y presenta ganancias de competitividad medidas por el ICSE-BBVA en los últimos 12 meses.
- El bajo dinamismo de las exportaciones se extiende por más de una década y, entre otros factores, la depreciación del tipo de cambio durante los últimos años no ha sido suficiente para permitir un mayor crecimiento de los envíos al exterior.
- Estimamos que el menor crecimiento de las exportaciones estaría restando hasta 2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, de manera que es de crucial relevancia tomar medidas que permitan dinamizarlas.
- El índice de rentabilidad sectorial construido muestra para los últimos 5 años una caída de la rentabilidad de la minería e industria cuando se consideran los salarios como medida de costos. El sector ASP es el único con rentabilidad positiva en 3 y 5 años.
- Por ahora, o se intensifica la depreciación multilateral del peso (devaluación externa) y/o continúa la moderación de las presiones salariales (devaluación interna).
- La política monetaria estaría indiscutiblemente destinada a mantenerse expansiva facilitando el ajuste cambiario, en tanto el debilitamiento observado en el mercado laboral podría contribuir empujando un mayor ajuste salarial.

I. Bajo dinamismo de las exportaciones está restando hasta 2 puntos porcentuales de crecimiento. Una mayor depreciación cambiaria real sería de gran ayuda.

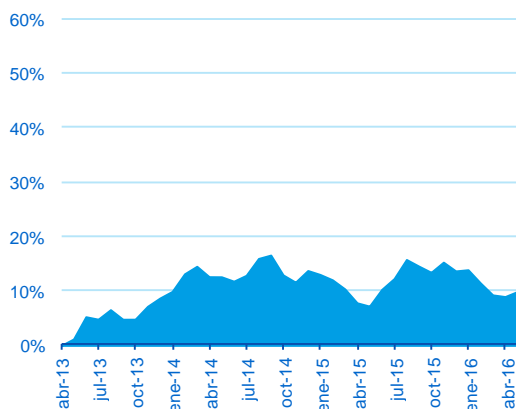
El peso ha experimentado una relevante pérdida de valor frente al dólar en los últimos tres años. Tras alcanzar un promedio de \$472 por dólar el primer trimestre de 2013, el peso se llegó a depreciar más de 50% en su *peak* alcanzado en enero de este año (Gráfico 1). Todo lo demás constante, esta depreciación del peso debería haber tenido efectos positivos sobre la competitividad del sector exportador, el cual podría haber sido un motor del crecimiento en los últimos años, sin embargo esto no ha ocurrido.

Gráfico 1
Depreciación CLP frente al USD acumulada desde mar-13*



*CLP de mayo corresponde al promedio observado al cierre estadístico de este informe. Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 2
Depreciación real del USD acumulada desde mar-13*



*TCR estimado para los meses de abril y mayo de 2016 en base a evolución de TCM e inflación. Fuente: BCCh, BBVA Research

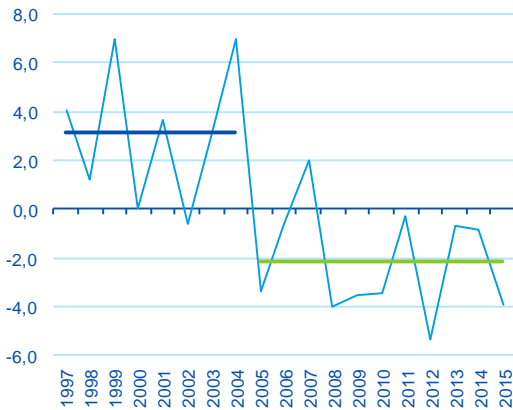
Una de las razones de por qué esto no ha pasado, es que nuestros socios comerciales han experimentado una depreciación cambiaria bastante similar a la del peso, traduciéndose en que indicadores como el tipo de cambio real (TCR) que mide la competitividad de las exportaciones chilenas en relación a un grupo amplio de sus socios comerciales y controlando por diferencias de precios, no se haya depreciado con la misma intensidad que lo hizo la paridad peso-dólar (Gráfico 2).

En efecto, en el momento de máxima depreciación real multilateral el TCR se ubicó 16% sobre su promedio de marzo-2013 (87) y en marzo de este año se ubicó apenas 8,6% sobre el nivel de hace tres años. De esta forma, observamos que la depreciación bilateral del peso frente al dólar de los últimos tres años ha sido insuficiente para apoyar la competitividad de las exportaciones agregadas, enfrentadas a un fenómeno global de fortalecimiento del dólar, alzas de costos locales y menores precios de exportación, aristas que recoge el concepto de tipo de cambio real y no son capturadas por la simple relación peso/dólar.

La depreciación del peso no estaría contribuyendo a la recuperación de las exportaciones como se observa en el Gráfico 3 que muestra la diferencia de crecimiento entre las exportaciones de bienes y servicios y el PIB. En el período 1997-2004 las exportaciones crecían en promedio 3 puntos porcentuales más que el PIB cada año, pero desde 2005 a la fecha –más de una década-, pese a contener este período una gran parte del *boom* del precio del cobre, este dinamismo relativo de las exportaciones no se recuperó y, en promedio, han crecido cada año cerca de 2 puntos porcentuales menos que el PIB. Otra forma de ver lo mismo es que en estos dos períodos no hay diferencias de crecimiento del PIB, sin embargo, las exportaciones de bienes y servicios crecieron sobre 7% en el primer período y menos de 2% en el segundo (Gráfico 4).

Gráfico 3

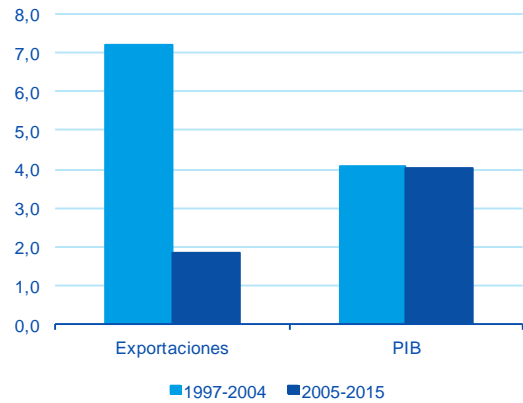
Diferencia entre el crecimiento de las exportaciones y el PIB (1997-2015 en puntos porcentuales)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 4

Crecimiento real de las exportaciones y del PIB en dos periodos (var. % anual promedio)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Una posible explicación para estos desarrollos se encuentra precisamente en el tipo de cambio real, que tuvo un aumento de 33% entre 1997 y 2003 y de 27% entre 1997 y 2004, mientras que en los últimos diez años tomando promedios anuales, la depreciación real no supera el 10%. Como consecuencia de esto, pese a toda la depreciación bilateral que hemos tenido, el año 2015 mientras la economía creció 2,1%, las exportaciones se contrajeron 1,9% en lo que fue la primera caída desde el bienio 2008-2009. **Retomar las tasas de crecimiento de las exportaciones como las del período 1997-2004, significaría del orden de 1,5 a 2 puntos porcentuales de mayor crecimiento del PIB. Ninguna política de incentivo y promoción de las exportaciones -varias de ellas vertidas entre las 22 medidas anunciadas hace algunas semanas por el Gobierno- podrá rendir frutos si no están los precios relativos adecuados.**

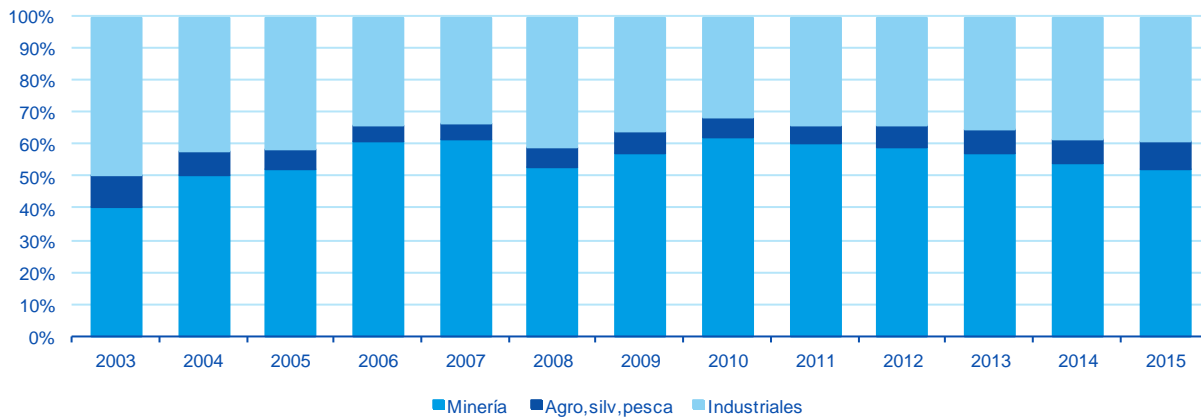
Vamos a nivel sectorial. Más allá de este diagnóstico agregado, nos interesa conocer si existe alguna diferencia a nivel sectorial en la competitividad de las exportaciones y, dado que no existe un indicador sectorial calculado por una fuente de información oficial, en la siguiente sección calculamos indicadores para las tres grandes agrupaciones de exportaciones.

II. Indicadores de competitividad sectorial de las exportaciones

Para ahondar en lo que ocurre con la competitividad de las exportaciones a nivel sectorial, en esta sección construimos indicadores para los tres grandes grupos de exportaciones: minería, industria y ASP, las que el año 2015 representaron 52%, 39% y 8%, respectivamente del total exportado (Gráfico 5).

Gráfico 5

Composición de las exportaciones

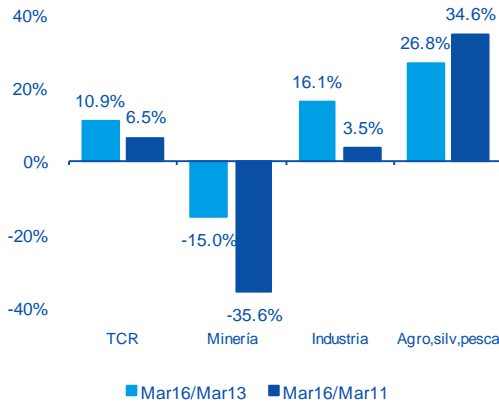


Fuente: BCCh, BBVA Research

Una primera aproximación para medir qué tan rentable está siendo exportar para cada uno de estos sectores, corresponde a calcular el valor en pesos de sus exportaciones y descontar algún indicador de costos de producción. En este caso, lo que hacemos es llevar a pesos los índices de valor unitario de las exportaciones y descontar el aumento general de precios medido por el IPC. Este primer indicador puede calificarse como un índice de rentabilidad más que de competitividad, toda vez que no toma en cuenta la situación relativa de las exportaciones chilenas respecto de los socios comerciales de nuestro país, sino más bien considera la diferencia entre ingresos y costos de producción en pesos.

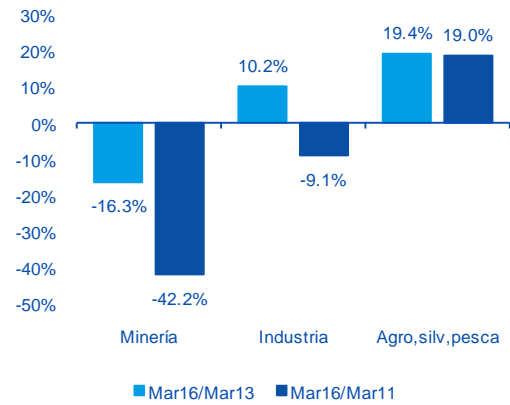
Con esa consideración en mente, los resultados obtenidos son bastante reveladores en mostrar las diferencias sectoriales que no es posible apreciar en un indicador agregado como el tipo de cambio real. Como se muestra en el gráfico 6 a continuación, la rentabilidad de las exportaciones mineras ha sido muy negativa, mientras que la rentabilidad del sector industrial es positiva y similar a la que se desprende de la lectura del TCR. Por su parte, los sectores ASP presentan una relevante rentabilidad positiva.

Gráfico 6
TCR e Índice de rentabilidad de las exportaciones usando IPC (var. % en 3 y en 5 años)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 7
Índice de rentabilidad de las exportaciones usando salarios (var. % en 3 y 5 años)



Fuente: BBVA Research

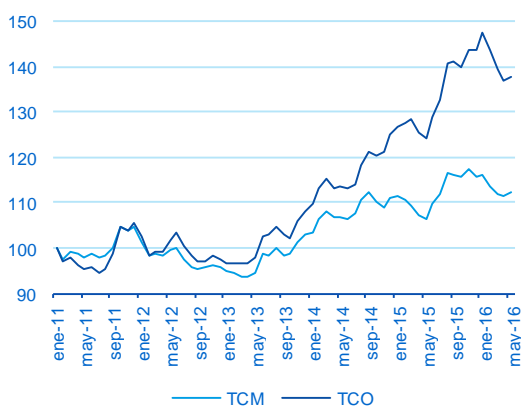
Se podría argumentar que el IPC no es un indicador representativo de los costos de producción, siendo una mejor alternativa usar los salarios para construir un indicador de rentabilidad de las exportaciones sectoriales. Por lo tanto, construimos un indicador alternativo de rentabilidad de las exportaciones que usa como indicador de costos el índice de remuneraciones nominales (IREM) publicado mensualmente por el INE y que incluye una desagregación sectorial, que es de gran utilidad para considerar diferencias en la evolución de las remuneraciones en la minería y en la industria. Para el caso del sector ASP, usamos el índice de remuneraciones agregado.

Los resultados se muestran en el gráfico 7. Si bien las conclusiones generales no cambian, vemos cómo los resultados se deterioran para los tres sectores e incluso vemos que la industria pasa a tener una rentabilidad negativa. Los resultados del sector minero no cambian significativamente, reflejando que el aumento de las remuneraciones no divergió sustancialmente del incremento del nivel general de precios, mientras que el sector ASP sigue teniendo rentabilidades positivas, aunque significativamente menores que cuando consideramos el IPC como indicador de costos. El aumento de salarios durante los últimos años fue importante y complejo para sectores tradicionales exportadores. **Recuperar la competitividad sectorial en sectores llamados a empujar el crecimiento en esta nueva etapa del ciclo hace indispensable contener cualquier dinámica de aceleración en los costos salariales. Cabe preguntarse entonces cómo conversa esta visión con mayores alzas de salario mínimo y con la reforma laboral.**

Índice de competitividad sectorial de las exportaciones (ICSE-BBVA)

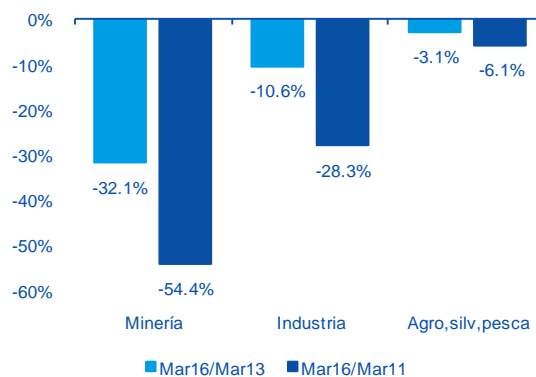
Para medir competitividad más que rentabilidad de las exportaciones debemos considerar de alguna manera cómo evoluciona el peso no solo frente al dólar, sino que respecto de un subconjunto de monedas que correspondan a los principales socios comerciales de Chile. Este concepto es recogido por el tipo de cambio multilateral (TCM). El TCM se calcula como el promedio ponderado de los tipo de cambio de las monedas de los principales socios comerciales respecto del peso chileno y se expresa como un índice relativo al período base (2 de enero de 1998=100)¹. En línea con lo que veíamos antes para el TCR, observamos que al considerar la evolución del CLP no solo frente al USD, sino que frente a una canasta de monedas, el diagnóstico respecto de una eventual ganancia de competitividad de las exportaciones asociada a la depreciación del peso se modifica sustancialmente (Gráfico 8).

Gráfico 8
TCM y TCO (índices ene-11=100)*



*TCM y TCO de mayo corresponde al promedio observado al cierre estadístico de este informe. Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 9
Índice de competitividad sectorial de las exportaciones (ICSE) usando salarios (var. % en 3 y 5 años)



Fuente: BBVA Research

Usando el TCM construimos indicadores de competitividad de las exportaciones y el diagnóstico que se obtiene de hacer esto es que en los últimos 3 y 5 años la competitividad de los tres grandes tipos de exportaciones ha retrocedido y lo ha hecho con especial intensidad en los sectores minero e industrial. **Es decir, la depreciación multilateral del peso ha estado muy lejos de ser la necesaria para contrarrestar las caídas de precios en dólares de las exportaciones y los aumentos de costos (salarios) que han enfrentado estos sectores.** El sector ASP registra una caída acotada de su competitividad usando este índice, contrastando con las ganancias de rentabilidad que mostraban los indicadores calculados previamente (Gráfico 9).

El indicador ICSE-BBVA muestra que al cierre del primer trimestre de este año, las exportaciones mineras y manufactureras presentan retrocesos interanuales en su competitividad de 18,2% y 11,9%, respectivamente. Mientras que el sector minero presenta una acotada ganancia de competitividad de 1,5% en los últimos doce meses.

Finalmente, avanzamos un paso más en la medición de la competitividad de las exportaciones y calculamos un TCM para cada uno de los sectores. De esta forma, nos hacemos cargo de la heterogeneidad en los destinos de los distintos tipos de exportaciones. Así por ejemplo, el TCM del sector minero corresponde a un ponderado de paridades del peso con respecto a las monedas de destino de las exportaciones,

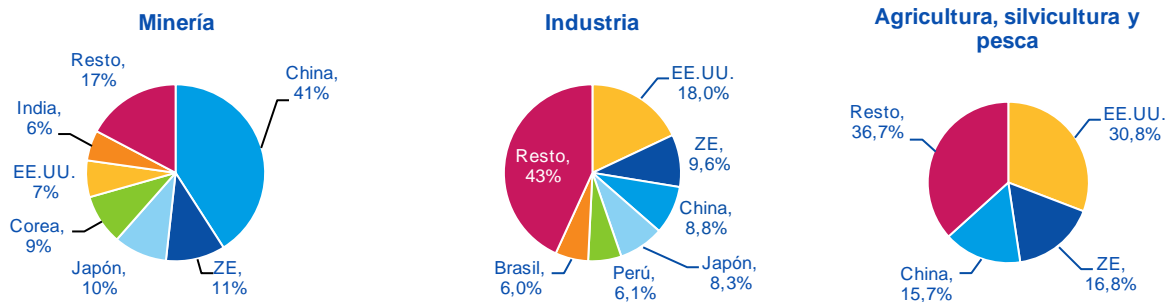
1: Ver http://si3.bcentral.cl/estadisticas/Principal1/Metodologias/EC/PARIDADES/Indices_tipo_cambio_precios_externos_distintas_medidas.pdf

considerando como ponderador la participación de las exportaciones mineras a ese país sobre el total de las exportaciones mineras.

A continuación se muestran las diferencias existentes en los destinos de las exportaciones de los distintos sectores económicos para el año 2015 (Gráfico 10). En tanto, el gráfico 11 muestra las diferencias resultantes en la construcción de los TCM sectoriales para el período mar-2003 a mar-2016.

Gráfico 10

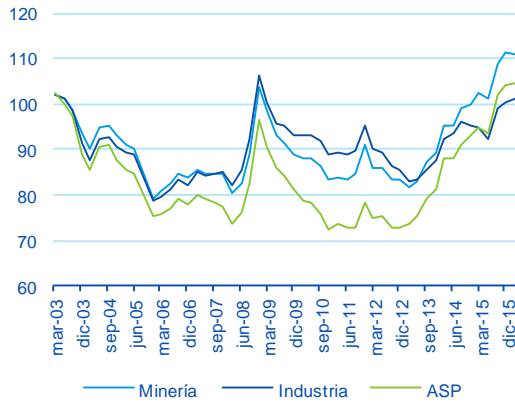
Destino de las exportaciones 2015: principales sectores



Fuente: BCCh, BBVA Research

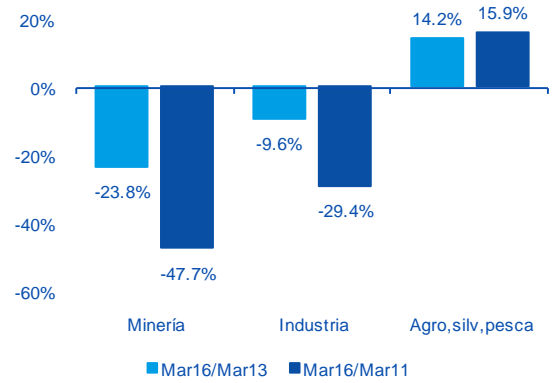
Como se observa en el gráfico 12 a continuación, al utilizar este indicador de TCM sectorial en lugar de un TCM agregado, **el diagnóstico no cambia para los sectores minero e industrial para los cuales se observan relevantes retrocesos de competitividad en magnitudes que no difieren significativamente de las calculadas previamente.** Sin embargo, las exportaciones de los sectores ASP tienen una ganancia de productividad, probablemente reflejando la mayor importancia relativa de EE.UU. como destino de este tipo de exportaciones, aunque también debemos señalar que fue ASP el sector que más pérdida de competitividad experimentó posterior a la caída de Lehman hasta ya entrado el 2013, lo que pudo haber dañado capacidad productiva que requiere tiempo y permanencia de precios relativos adecuados para recuperarse.

Gráfico 11
Índices TCM sectoriales (ene-03=100)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 12
Índice de competitividad sectorial de las exportaciones (ICSE) usando salarios (var. % en 3 y 5 años)



Fuente: BBVA Research

Este indicador muestra que al cierre del primer trimestre de este año, las exportaciones mineras y manufactureras presentan retrocesos interanuales en su competitividad de 14,3% y 9,0%, respectivamente. Mientras que el sector minero presenta una ganancia de competitividad de 8,4% en los últimos doce meses.

Anexo

Tabla A.1

Indicadores de rentabilidad y competitividad de las exportaciones chilenas

	TCN*PXi/IPC (prom 2003=104)				TCM*PXi/IPC (prom 2003=104)			TCN*PXi/Wi (prom 2003=104)			TCM*PXi/Wi (prom 2003=104)			TCMi*PXi/Wi (prom 2003=104)			TCM	TCN
	TCR	Minería	Industria	Agro, silv, pesca	Minería	Indus.	Agro, silv, pesca	Minería	Indus.	Agro, silv, pesca	Minería	Indus.	Agro, silv, pesca	Minería	Indus.	Agro, silv, pesca		
mar-10	92,4	245,3	95,9	92,9	273,2	106,9	103,6	183,0	85,6	81,4	203,9	95,5	90,7	216,8	108,2	87,7	104,1	518,8
jun-10	93,4	242,7	101,6	88,6	265,7	111,3	97,1	182,6	90,3	77,3	199,9	99,0	84,7	211,8	111,5	81,1	104,6	530,2
sep-10	91,1	268,0	99,5	77,7	296,5	110,2	86,1	200,4	87,8	67,4	221,8	97,3	74,6	236,0	111,0	71,0	102,0	511,7
dic-10	88,5	294,3	94,4	83,3	332,4	106,8	94,2	216,4	82,3	71,6	244,5	93,1	81,0	262,6	107,0	76,8	97,8	480,4
mar-11	90,9	300,5	96,6	74,8	341,8	110,1	85,2	213,1	83,5	63,7	242,5	95,1	72,5	259,4	108,8	69,1	98,7	481,6
jun-11	90,9	267,1	96,7	82,5	310,2	112,4	95,9	192,5	82,8	70,3	223,7	96,3	81,8	239,3	110,5	77,8	98,2	469,5
sep-11	91,1	251,8	96,0	80,9	292,1	111,5	93,9	180,1	81,0	68,3	209,0	94,1	79,3	226,1	108,6	75,1	98,5	471,1
dic-11	95,3	270,4	100,9	85,2	304,7	113,9	96,1	192,7	85,0	71,8	217,2	95,9	81,0	238,5	111,1	77,8	104,1	512,5
mar-12	91,2	257,8	93,4	75,9	290,5	105,4	85,7	176,0	78,0	63,3	198,4	88,0	71,4	215,3	100,9	68,8	99,4	489,4
jun-12	91,2	239,7	95,0	85,5	265,8	105,5	94,9	165,5	78,8	70,8	183,6	87,6	78,7	200,0	99,6	76,5	99,2	496,2
sep-12	88,6	234,5	90,3	75,5	258,7	99,8	83,4	158,3	73,9	61,6	174,7	81,6	68,0	190,9	92,8	66,0	96,0	482,6
dic-12	88,0	242,0	88,1	82,0	268,9	98,1	91,2	162,4	71,4	66,4	180,6	79,5	73,9	198,3	90,0	72,1	95,7	477,7
mar-13	87,3	227,6	86,1	79,4	251,9	95,4	88,0	147,2	68,8	63,5	163,0	76,3	70,3	178,0	84,9	70,2	94,2	472,5
jun-13	88,6	210,8	91,7	83,8	230,3	100,3	91,6	136,5	73,0	66,4	149,2	79,9	72,6	163,3	88,3	73,3	95,5	484,9
sep-13	91,4	216,4	95,4	82,4	233,7	103,2	89,1	142,6	75,9	65,0	154,0	82,1	70,3	170,7	90,1	72,2	98,7	507,4
dic-13	92,7	224,7	97,9	87,9	243,3	106,1	95,3	148,9	77,8	69,0	161,3	84,3	74,8	180,1	92,8	77,4	100,8	516,5
mar-14	97,6	229,1	103,2	102,7	243,8	110,0	109,4	149,9	81,2	80,0	159,6	86,5	85,2	180,9	95,6	90,9	105,8	551,8
jun-14	97,4	217,5	103,0	99,4	231,6	109,9	105,9	141,8	81,2	77,6	151,1	86,6	82,7	170,3	96,3	87,7	106,4	554,4
sep-14	99,9	217,4	105,9	86,8	229,8	112,0	91,9	142,5	82,7	67,2	150,7	87,5	71,1	170,7	96,9	75,4	109,9	576,9
dic-14	97,9	217,8	105,4	98,7	221,9	107,6	100,7	142,6	81,8	76,3	145,4	83,5	77,8	166,2	91,6	84,3	109,9	598,5
mar-15	97,2	213,7	103,7	90,4	209,2	101,6	88,6	138,1	79,0	68,5	135,2	77,4	67,1	158,3	84,4	73,9	110,1	624,3
jun-15	94,2	189,8	99,8	98,1	183,7	96,7	95,0	123,5	77,0	75,0	119,6	74,6	72,7	141,5	80,9	80,7	107,7	617,4
sep-15	99,2	189,8	105,8	93,0	178,5	99,6	87,6	124,5	81,7	71,2	117,1	76,9	67,0	139,6	84,1	76,2	114,6	676,7
dic-15	99,2	189,3	103,1	109,6	174,7	95,3	101,3	123,4	79,6	83,8	113,9	73,5	77,4	137,4	80,6	88,9	116,0	697,9
mar-16	96,8	193,4	100,0	100,7	173,7	89,9	90,5	123,2	75,9	75,8	110,6	68,2	68,1	135,6	76,8	80,1	113,7	702,7
Mar16/ Mar13	10,9%	-15,0%	16,1%	26,8%	-30,7%	-0,2%	15,1%	-16,3%	10,2%	19,4%	-32,1%	-10,6%	-3,1%	-23,8%	-9,6%	14,2%	23,1%	47,7%
Mar16/ Mar11	6,5%	-35,6%	3,5%	34,6%	-48,9%	-13,4%	18,9%	-42,2%	-9,1%	19,0%	-54,4%	-28,3%	-6,1%	-47,7%	-29,4%	15,9%	17,5%	44,9%

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 (highyieldsecurities) 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 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.