

# Observatorio Económico

Asia

## Las sólidas perspectivas de Corea

La inflación es el principal reto, ya que el crecimiento sigue fuerte y la solidez económica mejora

Hong Kong, 23 de marzo de 2011  
Análisis Económico

Asia

*Economista Jefe de Asia*

**Stephen Schwartz**

[stephen.schwartz@bbva.com.hk](mailto:stephen.schwartz@bbva.com.hk)

*Economista*

**Jenny Zheng**

[jenny.zheng@bbva.com.hk](mailto:jenny.zheng@bbva.com.hk)

- **La economía coreana ha experimentado un fuerte repunte desde la crisis financiera mundial de 2008-2009.**

En 2010, el PIB avanzó un 6,1% gracias a la solidez de las exportaciones y de la demanda interna. Los principales factores para esta situación han sido una política preventiva y la recuperación de la demanda global. Las previsiones son que en 2011 el crecimiento se moderará, aunque seguirá fuerte, hasta el 4,5 ó 5% merced a la mejora de la demanda internacional y al avance del consumo privado y de las inversiones.

- **Aunque las perspectivas son favorables, obviamente existen retos**

A nivel macroeconómico, el principal desafío a corto plazo es contener la inflación, que ha traspasado los límites previstos por las autoridades hasta situarse en el 4,5%, como consecuencia del aumento del precio de los alimentos y de las materias primas y, cada vez más, de las presiones de la demanda. El 10 de marzo, el Banco de Corea (BdC) subió los tipos de interés por cuarta vez desde julio pasado. El organismo supervisor dio a entender que se producirán nuevos aumentos de tipos, aunque a un ritmo gradual.

- **Después de la inflación, los principales riesgos a corto plazo son el aumento del precio del petróleo y la desaceleración de la demanda externa**

Los riesgos externos han aumentado como consecuencia de la situación de Japón tras el reciente seísmo. Aunque todavía es pronto para evaluarlo con seguridad, todo apunta a que las secuelas económicas para Corea serán relativamente modestas, consecuencia sobre todo de trastornos temporales en la cadena de suministro. Por otra parte, podría tener efectos positivos, ya que los exportadores coreanos podrían ganar competitividad y cuota de mercado.

- **En la banca, los principales riesgos son la deuda de las familias, la dependencia de la financiación mayorista y el alto endeudamiento exterior a corto plazo**

Estos riesgos son bien conocidos por las autoridades y van disminuyendo con el tiempo. Es de destacar que la autoridad supervisora ha tomado medidas preventivas para reducir los riesgos del sector financiero. En este momento, su accionar político hace hincapié en limitar el incremento del endeudamiento de las familias.

# Observatorio Económico

## Asia

Hong Kong, 23 de marzo de 2011  
**Análisis Económico**

### Asia

*Economista Jefe de Asia*

**Stephen Schwartz**

[stephen.schwartz@bbva.com.hk](mailto:stephen.schwartz@bbva.com.hk)

*Economista*

**Jenny Zheng**

[jenny.zheng@bbva.com.hk](mailto:jenny.zheng@bbva.com.hk)

- **En general, las vulnerabilidades han ido mermando desde la crisis financiera global de 2008-2009.**

El riesgo soberano es bajo, considerando el modesto déficit fiscal y la baja ratio de deuda pública. El sistema bancario está adecuadamente capitalizado, y las vulnerabilidades han retrocedido como consecuencia del sólido crecimiento económico y de la mejora de las condiciones financieras mundiales.

- **El último año se han recrudecido las tensiones con Corea del Norte, que siguen pesando en la confianza de los inversores**

Dicho esto, la actitud de la mayoría de los surcoreanos hacia las relaciones con Corea del Norte sigue siendo de “sin novedad”, y todo apunta a que son muy bajas las probabilidades de que se produzca una escalada significativa del conflicto.

## Evolución económica

### Fuerte crecimiento: la inflación, principal preocupación

Corea fue una de las economías asiáticas más afectadas por la crisis financiera global de 2008-2009, cuyas repercusiones negativas se transmitieron tanto por los canales comerciales como por los financieros. No obstante, también fue una de las que más rápido se recuperó. Una política proactiva y el fuerte repunte de las exportaciones posibilitaron una recuperación "en V": en 2010, la economía avanzó un 6,1% desde el 0,2% de 2009 (Tabla 1 y Figura 1).

El principal motor del crecimiento han sido las exportaciones, que aprovecharon la ventaja competitiva de una moneda depreciada (el won) y del prestigio de sus marcas, gracias al cual sus productos de consumo gozan de atractivo no solamente en los mercados occidentales, sino también en el rápidamente creciente mercado de consumo chino (China se ha convertido en el mayor socio comercial de Corea). A su vez, el fuerte aumento de las exportaciones ha espoleado la demanda interna, sobre todo el consumo privado y la inversión en instalaciones en el sector informático.

Tabla 1:

#### Perspectivas económicas de Corea (escenario de referencia)

|                                  | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 (P) | 2011 (P) | 2012 (P) |
|----------------------------------|------|------|------|----------|----------|----------|
| Crecimiento del PIB real (% a/a) | 5,1  | 2,3  | 0,2  | 6,1      | 4,5      | 4,4      |
| Consumo privado (% a/a)          | 5,1  | 1,3  | 0,2  | 4,3      | 4,8      | 4,6      |
| Inversión (% a/a)                | 4,2  | -1,9 | -0,2 | 8,1      | 6,7      | 7,8      |
| Inflación (% a/a, media)         | 2,5  | 4,7  | 2,8  | 2,9      | 3,1      | 3,0      |
| Tipo de cambio (KRW/USD, fdp)    | 931  | 1362 | 1163 | 1100     | 1000     | 988      |
| Tipo de referencia (% fdp)       | 5,0  | 3,0  | 2,0  | 2,5      | 3,5      | 4,0      |
| Déficit fiscal (% del PIB)       | -0,4 | 1,5  | 4,1  | 1,4      | 0,8      | 0,4      |
| Cuenta corriente (% del PIB)     | 0,6  | -0,6 | 5,1  | 2,6      | 2,5      | 2,4      |

Fuente: BBVA Research

Corea disfruta desde 1999 la calificación de grado de inversión otorgada por las principales agencias de calificación. En reconocimiento a su sólida recuperación y sus saneadas finanzas públicas, el pasado abril Moody's la calificación de su deuda soberana desde A2 a A1. Por su parte, Fitch y S&P han mantenido sus clasificaciones de A+ y A, respectivamente. Las tres agencias mantienen perspectivas estables.

En los últimos meses, la inflación se ha convertido en la principal preocupación. Al igual que en el resto de la región, las presiones inflacionistas se están acelerando como consecuencia de factores de la oferta y de la demanda. La inflación general de los dos primeros meses del año ha superado el objetivo del gobierno, una banda del 2 al 4%. En febrero, la inflación se aceleró hasta el 4,5% a/a, muy por encima de las previsiones. Uno de los principales factores ha sido el creciente precio de los alimentos desde septiembre pasado, consecuencia de las adversas condiciones de un verano duro y de la reciente aparición de una epidemia de aftosa. También el fuerte aumento de los precios del petróleo ha contribuido al avance de la inflación. En cuanto a la demanda, el fuerte crecimiento y la desaparición del diferencial de producción han generado presiones, como se ha visto por el repunte de la inflación subyacente, hasta el 3,1% a/a, de febrero.

Como respuesta, las autoridades han cambiado la prioridad desde el crecimiento a la estabilidad de los precios. El Banco de Corea (BdC) se mostró reacio a comenzar a aumentar los tipos de interés, en parte porque su prioridad era que la recuperación llegase a ser sostenible, y en parte por las repercusiones del aumento del coste del crédito para las finanzas familiares. Pero eso ha cambiado una vez que el crecimiento

ha cobrado impulso. El gobierno ha declarado “la guerra contra la inflación” y ha dado su apoyo tácito a los graduales aumentos de los tipos de interés anunciados por el BdC. Desde julio pasado, el BdC ha aumentado cuatro veces los tipos de interés, 100 pb en total, hasta situarlos en el 3,0%. El organismo supervisor dio a entender que se producirán nuevos aumentos de tipos, aunque a un ritmo gradual. Por su parte, el gobierno ha implementado medidas complementarias a nivel de la demanda para reducir la inflación, incluyendo la estabilización de los precios controlados y la liberalización de determinadas importaciones de alimentos.

Del mismo modo, la política fiscal está siendo normalizada tras las medidas de estímulo de los años 2008 y 2009. El déficit fiscal de 2010 fue equivalente al 1,5 del PIB (estimado), un descenso desde el 4,1% de 2009 (sin incluir las aportaciones a la seguridad social) como consecuencia de la retirada de las medidas temporales de estímulo. La ratio deuda pública/PIB sigue bajando, aunque desde niveles bastante modestos, y hoy se sitúa en torno al 32% del PIB.

A pesar de persistentes superávits por cuenta corriente, la apreciación de la moneda ha sido tardía en relación con las divisas de la región, lo cual ha ayudado a los exportadores coreanos a obtener una ventaja competitiva (Figura 2). Las importantes entradas de flujos de capital en 2009 y 2010 contribuyeron a una rápida acumulación de reservas cuando el BdC intervino para frenar la apreciación y reponer reservas. Sin embargo, desde entonces las entradas de capital se han moderado a resultados de la aversión generalizada a correr riesgos, y también como consecuencia de las tensiones con Corea del Norte. Otro de los factores pueden ser las recientes medidas de prudencia macroeconómica para frenar los flujos de capitales (véase a continuación).

Las autoridades han defendido estas medidas alegando que son útiles para reducir la vulnerabilidad ante salidas repentinas de capitales, como ocurrió en 1997 y 2008. Estas medidas han incluido: (i) una retención fiscal del 14% sobre compras de bonos del gobierno por extranjeros, anunciada en noviembre pasado (que tuvo mínimas repercusiones considerando los tratados en materia tributaria con los países de la mayoría de los inversores); (ii) en junio pasado se impusieron límites más estrictos en las posiciones a plazo en divisas extranjeras (50% del capital) y bancos extranjeros (250% del capital); y (iii) una propuesta de tasa a los bancos sobre los pasivos (no depósitos) en moneda extranjera (se trata de una medida controvertida que todavía no ha sido aprobada por el parlamento).

## Perspectivas para 2011 y a medio plazo

### Crecimiento sostenido por la sólida demanda interna y externa

Creemos que la demanda externa e interna tendrán una aportación casi igual al crecimiento económico de Corea en los próximos tiempos. Estimamos que en 2011 el crecimiento del PIB se moderará en torno al 4,5-5,0%. El consumo privado se sostendrá por el alto optimismo de los consumidores y el bajo índice de paro (en torno al 3,5%, próximo a su mínimo histórico). Además, lo más probable es que continúen las importantes inversiones en instalaciones dentro del sector informático. Las exportaciones mantendrán su solidez, consecuencia de las conquistas de cuota de mercado y de la diversificación de las exportaciones coreanas de los últimos años. Los sectores exportadores más potentes son los de astilleros, automoción, telecomunicaciones, petroquímico, semiconductores y siderúrgico.

El objetivo oficial de crecimiento para 2011 es del 5%, y el BdC revisará al alza sus anteriores proyecciones de crecimiento (4,5%) debido a las favorables tendencias de las exportaciones e inversiones, así como a las mejoras de las perspectivas globales. Se

estima que el potencial de crecimiento se situará en torno al 4% o más en los próximos años.

La inflación es la principal nube en el horizonte. En este momento, nuestras anteriores proyecciones de la inflación de 2011 (3,4% de media) parecen haberse quedado cortas. Según las previsiones, la inflación se mantendrá en niveles elevados al menos hasta el segundo semestre del año: el BdC cree que la inflación superará el objetivo del 2-4% durante el primer semestre y que se moderará hacia el 3% en el segundo.

Como ya hemos expuesto, creemos que la política monetaria se irá ajustando gradualmente en el transcurso del año. Esperamos dos aumentos más (de 25 pb) de los tipos de interés. El BdC se moverá con prudencia, en especial como consecuencia de la incertidumbre que ha provocado el seísmo japonés.

Además, lo más probable es que la política fiscal siga normalizándose (como ya hemos señalado), y en 2011 el déficit posiblemente llegue a ser el 1,5% del PIB. El gobierno pretende conseguir el equilibrio fiscal hacia 2013-2014, sobre todo mediante restricciones del gasto. Dicho esto, los retos para las perspectivas fiscales a medio plazo se derivan del envejecimiento de la población y de los costes asociados con una eventual (pero de ningún modo segura) reunificación con Corea del Norte. Existen también pasivos contingentes asociados con avales de créditos y empresas públicas. Aunque los datos son limitados, se cree que dicha deuda puede girar en torno al 35% del PIB, y que un tercio de la misma es atribuible a la Korea Land and Housing Corporation. Este pasivo se considera manejable, y recientemente el gobierno ha comenzado a ejercitar un mayor control sobre la gestión de la deuda de las empresas públicas. La omnipresente Korea Land and Housing Corporation, que ofrece vivienda a precios asequibles, ha sido señalada como un organismo que posiblemente necesita ayuda del gobierno en el futuro.

No creemos que el reciente seísmo japonés, y sus consecuencias, tengan una repercusión negativa significativa para las perspectivas económicas de Corea. En primer lugar, se cree que las repercusiones económicas en el propio Japón serán limitadas (véase [Impacto económico del terremoto de Japón](#)), y en segundo lugar, Japón solamente recibe el 6% de las exportaciones coreanas. Los créditos tomados a los bancos japoneses ascienden a 40.400 millones de dólares (datos del BIS), una suma significativa (el total de la deuda externa alcanza los 360.000 millones), aunque no se espera que se retiren las líneas de crédito de Japón. Un motivo de preocupación es la posibilidad de trastornos en la oferta, dado que algunos exportadores coreanos de tecnología punta necesitan componentes importados de Japón. Por otra parte, la apreciación del yen y las difíciles condiciones para los exportadores japoneses abren oportunidades para las empresas coreanas de los sectores competidores.

## Riesgos del entorno exterior y del alto endeudamiento de las familias

Los principales riesgos para estas perspectivas se derivan, desde fuera, de la posibilidad de un aumento sostenido del precio del petróleo, de la desaceleración de la demanda exterior y de las tensiones con Corea del Norte. En cuanto al interior, además de la alta inflación (que podría necesitar medidas más decisivas de parte del BdC sobre los tipos de interés), los principales riesgos son el alto nivel de endeudamiento de las familias (véase a continuación):

- Riesgos externos: como en otros países importadores de petróleo, un aumento sostenido del precio de los hidrocarburos podría frustrar las iniciativas de contención de la inflación y desacelerar el impulso de crecimiento. Sin embargo, los riesgos para la balanza de pagos son mínimos, considerando los abundantes superávits por cuenta corriente y el alto nivel de reservas de Corea. Si la recuperación mundial afloja, las exportaciones podrían sufrir, con los consiguientes efectos sobre la demanda interna. Considerando su apertura y su

alta dependencia del crédito extranjero (a finales de 2010, la deuda externa ascendía a los 360.000 millones de dólares), Corea sigue siendo vulnerable a una brusca interrupción de flujos de capitales mundiales. Con todo, dichas vulnerabilidades se han reducido desde 2008-2009 gracias a las políticas de refuerzo del sector financiero (véase a continuación) y al aumento de las reservas de divisas (298.000 millones de dólares).

- Riesgos internos: un elemento fundamental de la política económica es el alto endeudamiento de las familias. La deuda de las familias ha venido aumentando continuamente, alcanzando los 770 billones de won en el tercer trimestre de 2010, equivalentes a más del 60% del PIB, lo cual supone una relación deuda/renta del 153%, por encima de Japón (135%) y EE.UU. (128%), aunque menor que el Reino Unido (169%). Este alto nivel de endeudamiento supone un riesgo sistémico para el sector bancario en caso de producirse una brusca desaceleración económica o una abrupta caída del precio de la vivienda (la deuda hipotecaria representa más del 70% de la deuda de las familias), motivo por el cual el BdC se muestra reacio a aumentar más decididamente los tipos de interés. Dicho esto, actualmente las tasas de morosidad son bajas y se cree que la deuda se concentra en los hogares de elevados niveles de renta, con alta capacidad de devolución.

## Relaciones con Corea del Norte

### Sin novedad, a pesar de las crecientes tensiones

Técnicamente, Corea del Norte y Corea del Sur siguen en estado de guerra desde 1953. Pese a que periódicamente la aislada Corea del Norte se ha comportado de forma beligerante, no ha estallado ningún conflicto a gran escala desde el fin de la guerra coreana y ambas partes se las han arreglado para coexistir pacíficamente con poco frecuentes escaramuzas militares.

A pesar del reciente aumento de las tensiones (véase a continuación), los surcoreanos parecen considerar al empobrecido Norte más como un incordio que como una seria amenaza militar. La esperanza de muchos surcoreanos es ser testigos de una posible reunificación, a pesar de que las tensiones siguen presentes y a que el coste financiero a medio plazo de la reunificación podría ser enorme (tal como sucedió con las Alemanias, Oriental y Occidental). La situación económica de Corea del Norte suele describirse como tremenda. No obstante, el régimen tiene una considerable capacidad de resistencia, considerando la amplitud de la represión y el apoyo político de China.

En los dos últimos años, las relaciones intercoreanas empeoraron por el hundimiento de un buque de la Armada surcoreana (en abril) y por los ataques de artillería a una isla surcoreana, próxima a la frontera (en noviembre). Los motivos de la agresión de Pyongyang nunca han quedado claros, aunque se atribuyen a los esfuerzos del régimen por atraer la atención y obtener prebendas en forma de ayuda económica, en especial durante los períodos de penuria económica interna.

A diferencia de su predecesor, el gobierno surcoreano dirigido por el presidente Lee Myung-bak ha adoptado una posición firme frente al Norte y ha sido objeto de crecientes críticas internas por no reanudar las conversaciones (la legislatura acaba a principios de 2013, y las elecciones presidenciales están previstas para 2012). Las tensiones han menguado desde el cañoneo de noviembre, aunque pueden restablecerse en cualquier momento. El régimen del Norte es impredecible, y lo que suceda estará influido por la sucesión política del actual líder, Kim Jong-il, en su hijo menor, Kim Jong-un.

## Perspectivas del sector financiero

### Las vulnerabilidades disminuyen como consecuencia de la mejora de las condiciones económicas y de políticas firmes

Las perspectivas del sector financiero han experimentado una marcada mejoría tras las dificultades afrontadas durante la crisis de 2008-2009. La crisis expuso las vulnerabilidades derivadas de la dependencia de la banca de la financiación mayorista y el endeudamiento externo. A la sazón, las autoridades adoptaron una serie de medidas para flexibilizar las presiones de financiación y garantizar una solvencia bancaria apropiada. A partir de entonces, las medidas se dirigen a reducir gradualmente la vulnerabilidad del sector, y en este momento los riesgos son manejables.

Las tendencias de mejora han continuado durante todo el año pasado, y la mayoría de los indicadores de solidez se han mantenido estables (Figura 2). El sistema está bien capitalizado, con un coeficiente de solvencia medio del 14,6% a finales de 2010. La ratio de impagados es baja (1,3%), aunque todavía superior a la que sería del gusto de las autoridades. En el segundo semestre de 2010 la morosidad aumentó ligeramente debido a que la autoridad supervisora ajustó las normas de clasificación de créditos en el aquejado sector de la construcción. Los ratios préstamos-depósitos han seguido bajando, y el gobierno ha impuesto un límite del 100% hasta finales de 2013 (en este momento, los ratios se sitúan en torno al 100%). Las autoridades consideran que Basilea III tendrán repercusiones limitadas, ya que los bancos tienen coeficientes de solvencia altos. No obstante, algunos de ellos deberán ajustarse a ratios de cobertura de liquidez más estrictas.

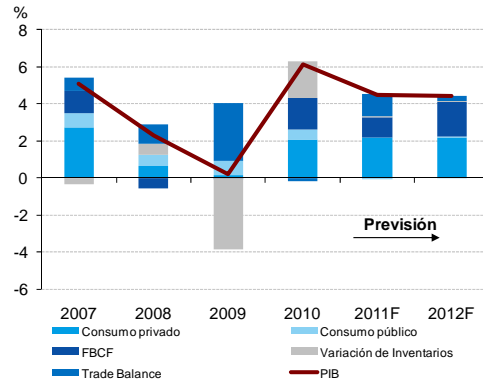
Una de las áreas de vulnerabilidad más recientes ha sido el sector de bancos de ahorro. En este momento hay poco más de 100 bancos de ahorros en todo el país, desde los 200 de hace una década. Algunos de estos bancos han sufrido retiradas masivas de depósitos debido a la iliquidez derivada de la deficiente calidad de los créditos en los sectores de la construcción e inmobiliario. El mes pasado, ocho de ellos fueron suspendidos. Las autoridades han anunciado medidas para mejorar la gobernanza y la supervisión del sector, así como para crear un fondo que apoye su reestructuración. El sector de bancos de ahorro constituye aproximadamente el 5% del total de los activos del sistema bancario y, por tanto, no supone un riesgo sistémico.

El crecimiento del crédito sigue siendo lento, aproximadamente el 2-3% a/a, en especial en comparación con el repunte del crédito de otras economías asiáticas. Esto refleja, sobre todo, un proceso de desapalancamiento y la desaceleración de los préstamos a las pymes en particular tras los altos índices de crédito antes de la crisis. Otros segmentos del crédito, como las hipotecas y préstamos corporativos, han crecido con más rapidez.

A medio plazo, las autoridades han iniciado planes para convertir a Seúl y a Pusan en ejes financieros del norte de Asia. No parecen querer competir con centros financieros establecidos, como Hong Kong y Singapur, sino atraer a mercados nicho, como los de gestión de activos y financiación de navieras.

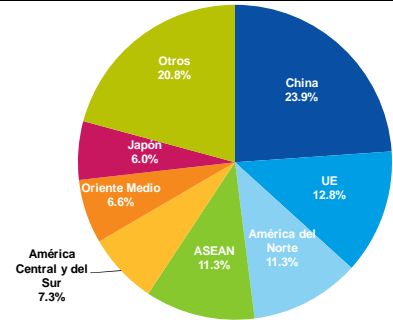
Figura 1  
Evolución económica reciente

El crecimiento del PIB se está moderando a un nivel relativamente alto



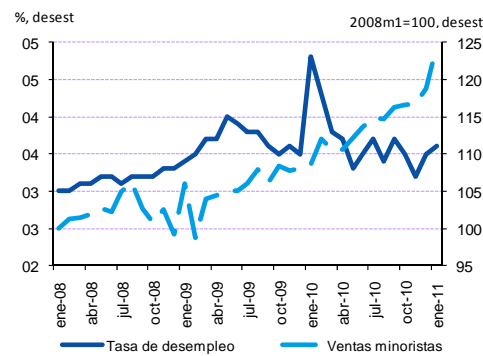
Fuentes: CEIC y BBVA Research

China es el principal mercado de las exportaciones de Corea, en tanto que la cuota de Japón es relativamente pequeña



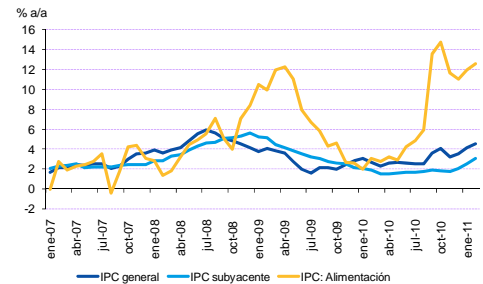
Fuentes: CEIC y BBVA Research

La demanda interna (ventas minoristas) mantiene su impulso, mientras que mejoran las condiciones del mercado de trabajo



Fuentes: CEIC y BBVA Research

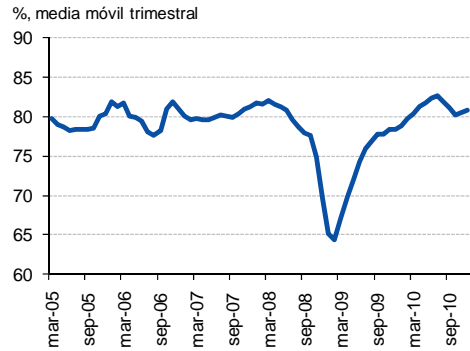
La inflación se aceleró inicialmente por el precio de los alimentos, aunque el avance de la inflación subyacente indica que ahora han entrado en juego las presiones de la demanda



Fuentes: CEIC y BBVA Research



**Los índices de utilización de la capacidad se sitúan en los niveles históricos, o por encima de los mismos, lo cual indica una mínima o ninguna capacidad ociosa**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

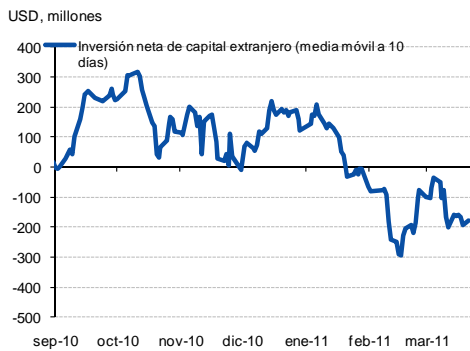
**Figura 2**  
**Evolución de los mercados de activos**

**Los diferenciales de los CDS coreanos han bajado notablemente**



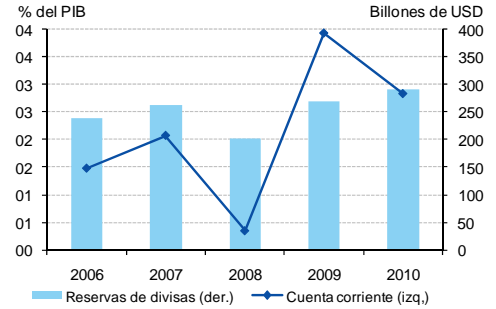
Fuentes: CEIC y BBVA Research

**Los flujos de renta variable se han moderado como consecuencia de la aversión a asumir riesgos y de las tensiones con el Norte**



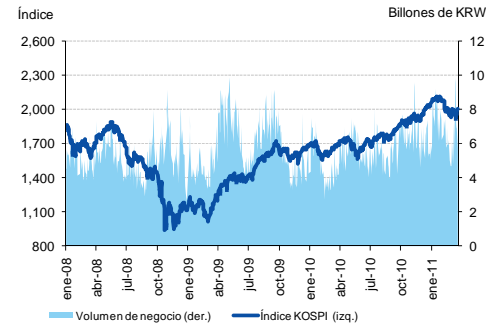
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

**Las reservas extranjeras han aumentado desde 2008, y la cuenta corriente presenta superávit**



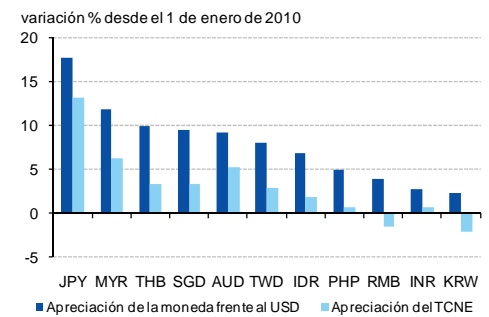
Fuentes: CEIC y BBVA Research

**Las favorables perspectivas de crecimiento y los flujos de capitales empujaron a las bolsas en 2010, aunque recientemente han sufrido un correctivo**



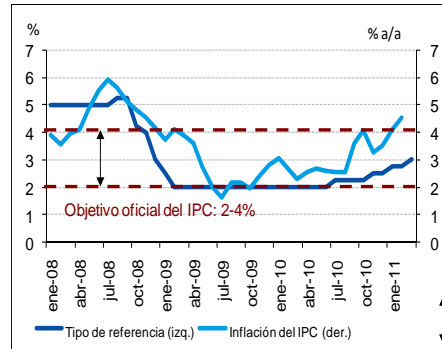
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

**La apreciación del won tardó bastante más que la de las monedas regionales**



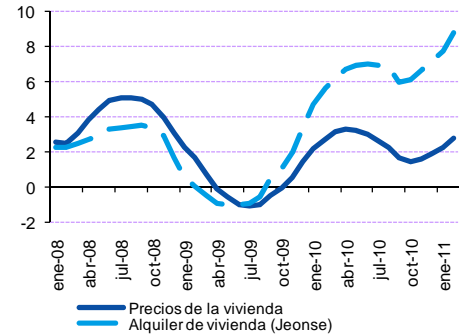
Fuentes: CEIC y BBVA Research

**El aumento de los tipos de interés ha ido a la zaga del repunte de la inflación**



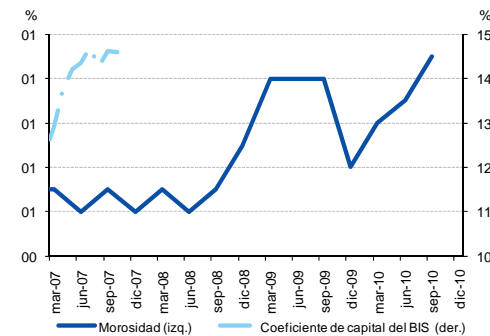
Fuentes: CEIC y BBVA Research

**En el sector inmobiliario, los alquileres nacionales han superado a los precios de compra, ya que los ciudadanos prefieren alquilar a comprar.**



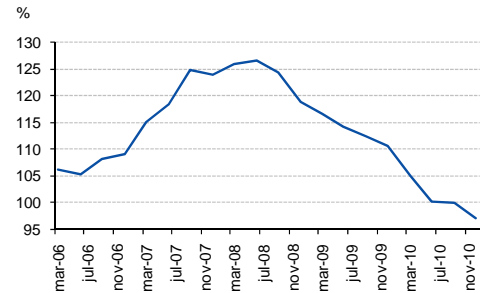
Fuentes: CEIC y BBVA Research

**Figura 3**  
**Perspectivas del sector financiero**  
**El sistema bancario está bien capitalizado y la morosidad es baja...**



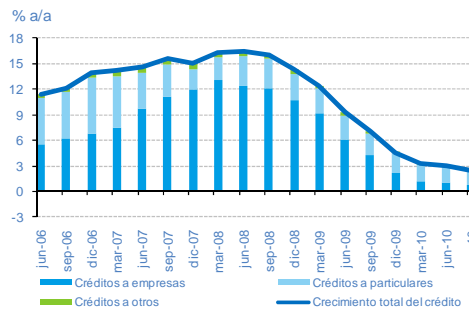
Fuentes: CEIC y BBVA Research

**... y el descenso de las ratios préstamos-depositos contribuye a reducir la vulnerabilidad**



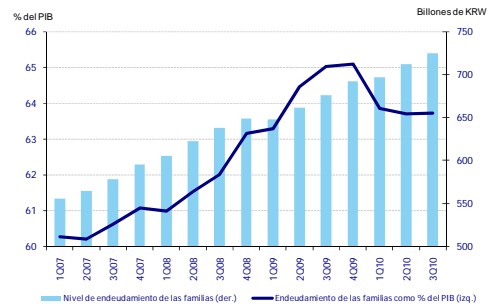
Fuentes: CEIC y BBVA Research  
Nota: la ratio préstamos-depositos se calcula a partir de los créditos y depósitos (excluyendo CD) denominados en won de la banca comercial

**El crecimiento del crédito se ha estancado debido a la cautela de los préstamos a empresas, especialmente pymes**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

**El endeudamiento de los hogares es alto**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, 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 publicación 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 tomados en consideración para la elaboración del presente informe.** Por lo tanto, debe tomar 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 ni 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. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.**

BBVA o cualquier otra entidad filial, 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 o de sus filiales 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 filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización 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.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. 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, que a su vez incluyen los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

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

**"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: [www.bbva.com / Corporate Governance](http://www.bbva.com / Corporate Governance)".**

**BBVA es un banco sujeto a la supervisión del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y está inscrito en el Banco de España con el número 0182.**