

Colombia: situación actual y perspectivas

BBVA Research Colombia

Mauricio Hernández Monsalve

Mayo de 2012

1

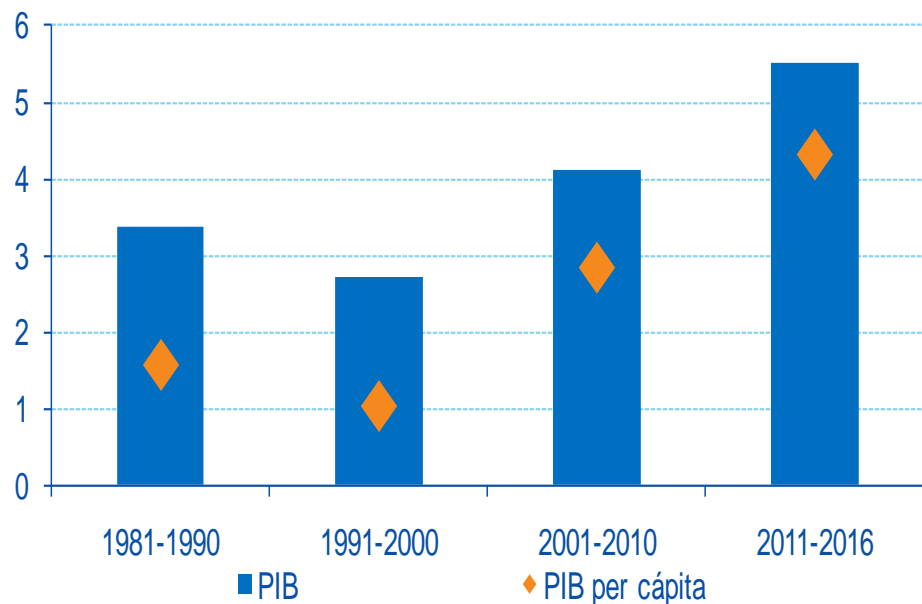
Desempeño macroeconómico

Mejor desempeño económico se traduce en aumento en PIB *per cápita*

- PIB per cápita se duplicó en la última década. En ppp se ubica en US\$10.155
- Población crece a tasas cercanas al 1,2% anual

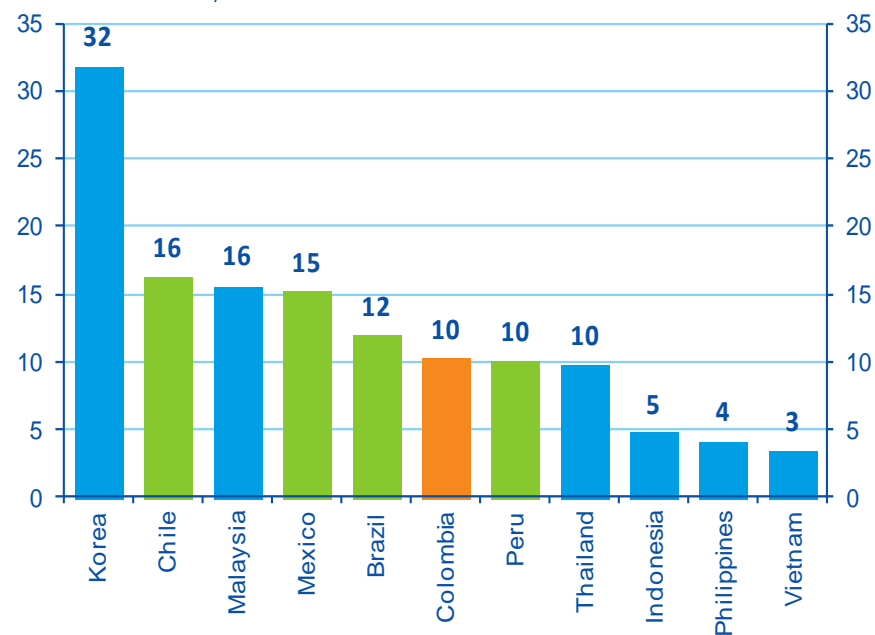
PIB y PIB *per cápita* crecimiento promedio (%)

Fuente BBVA Research y FMI



PIB per cápita (miles de dólares PPP)

Fuente: BBVA Research y FMI



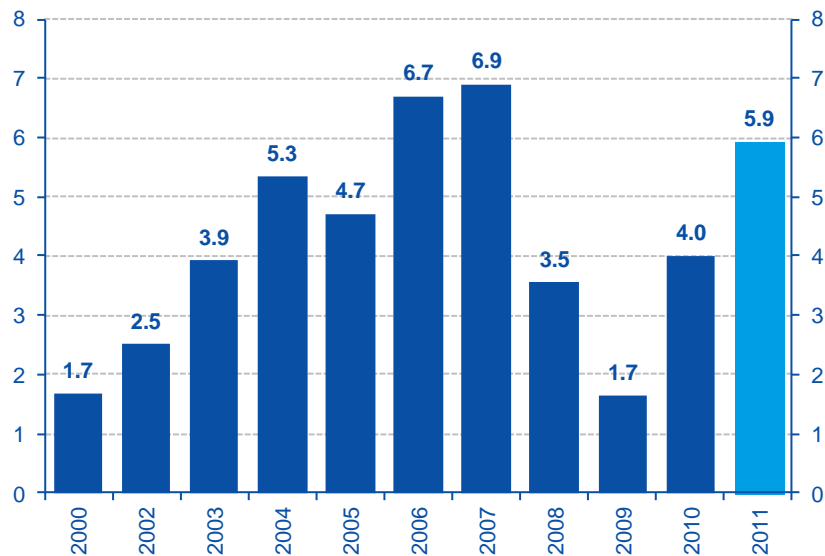
El PIB creció 6,1% anual 4T11 y consolidó un elevado 5,9% para todo el año

- El crecimiento de 2011 fue el mayor de los últimos cuatro años (2008-2011)
- El crecimiento del segundo semestre de 2011 igualó a la expansión del segundo semestre de 2007, el año de mayor crecimiento de la década pasada
- El PIB completó cinco trimestres consecutivos con tasas inter-trimestrales altas

PIB anual (variación anual, %)

(serie ajustada por estacionalidad)

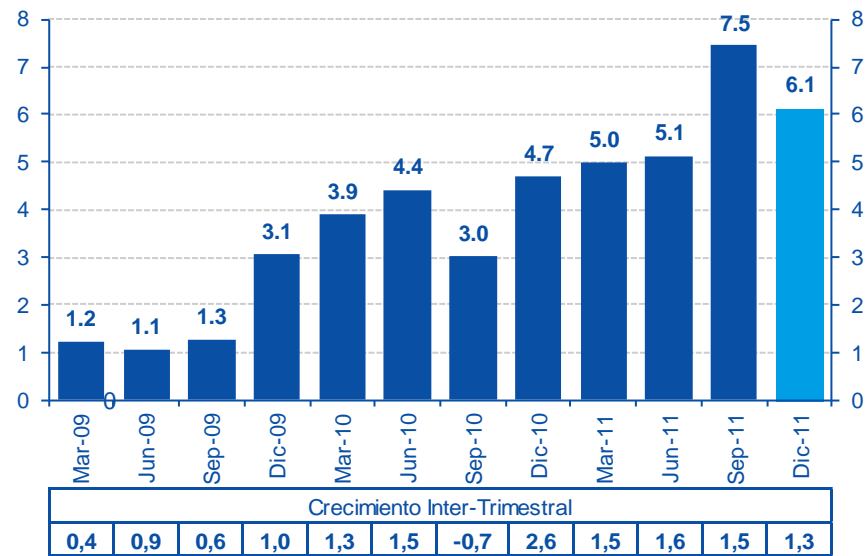
Fuente: DANE y BBVA Research



PIB trimestral (variación anual, %)

(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research

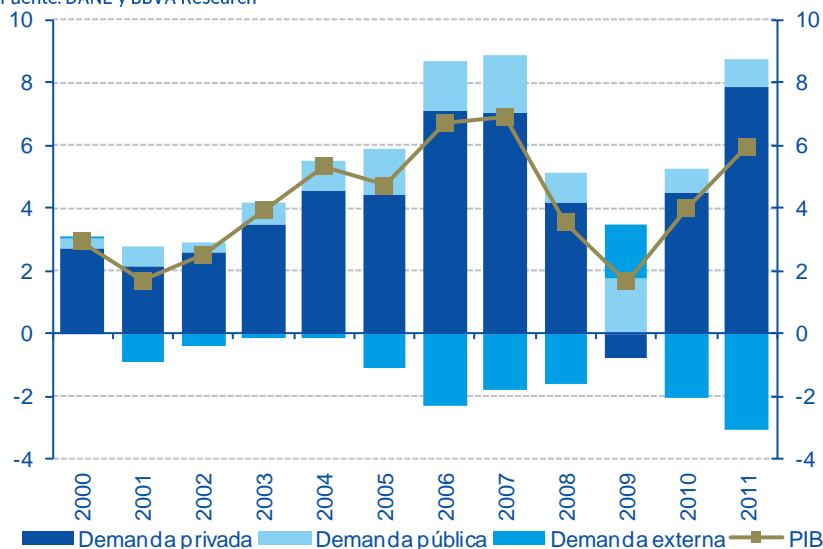


Demanda privada impulsó comportamiento del PIB

- La demanda privada (9,6% anual) se expandió por encima del nivel del PIB en todo el año y se destacó como el componente que más contribuyó al crecimiento de 2011.
- La demanda pública tuvo una contribución negativa en la primera parte de 2011 y terminó impulsando fuertemente el crecimiento al final del año.
- Se amplió la contribución negativa de la demanda externa neta en 2011.

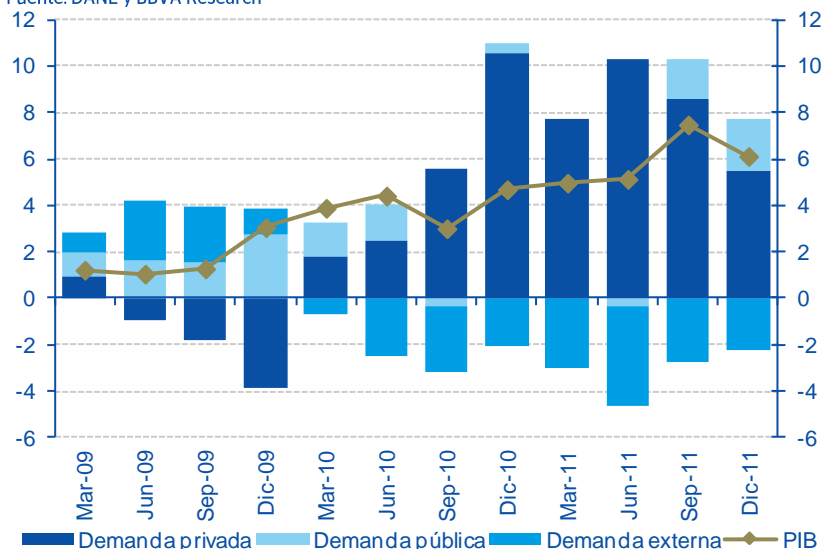
Componentes de la demanda
(contribución a la variación anual, %)
(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research



Componentes de la demanda
(contribución a la variación anual, %)
(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research



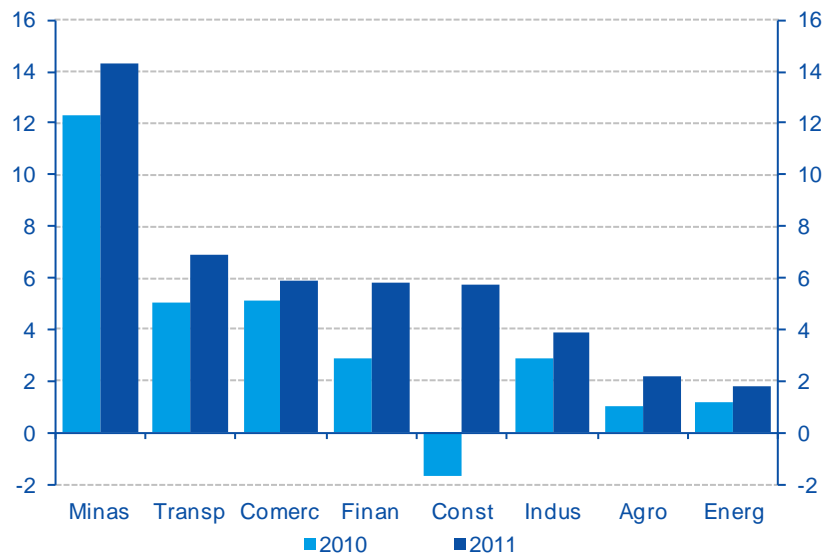
Crecimiento de 2011 estuvo liderado por los sectores no transables y la minería

- Minería y no transables (transporte, comercio, financiero y construcción), que representan el 53% del PIB, lideraron el 2011 con variaciones alrededor del 6% anual.
- Los otros sectores transables (agricultura e industria), si bien aceleraron su expansión con respecto al año 2010, tuvieron variaciones por debajo del total de la economía.

Crecimiento sectorial (variación anual, %)

(serie ajustada por estacionalidad)

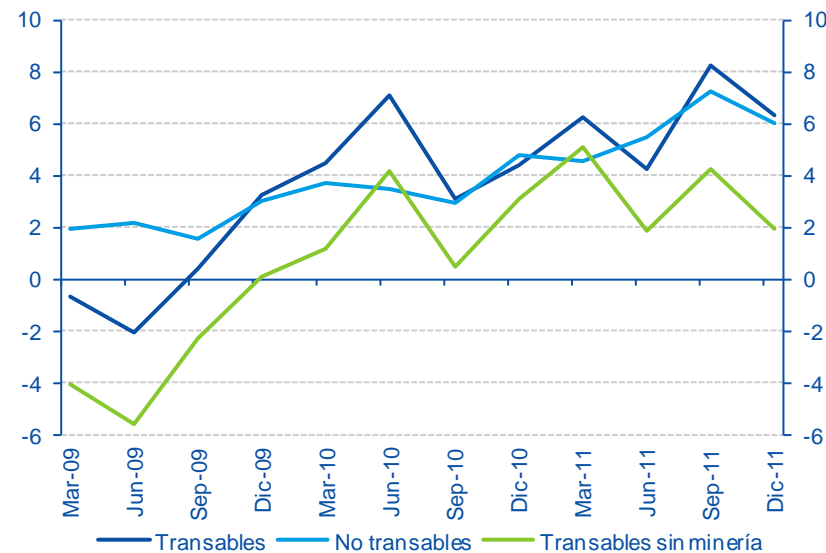
Fuente: DANE y BBVA Research



Crecimiento transables y no transables (variación anual, %)

(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research



Esperamos un crecimiento alrededor de 5% en los próximos años

	2010	2011	2012	2013
PIB (USD Miles de Millones)	289,0	330,2	376,2	409,9
PIB (% a/a)	4,0	5,9	5,0	5,2
Consumo Privado (% a/a)	5,0	6,5	4,8	5,2
Consumo Público (% a/a)	5,5	2,6	3,2	3,5
Inversión Privada (% a/a)	7,4	20,4	10,3	6,9
Inversión Residencial (% a/a)	-2,0	5,3	11,4	4,6
Inversión Pública (% a/a)	-2,0	6,7	11,1	10,0
Inflación (% a/a, fdp)	3,2	3,7	3,4	3,3
Inflación (% a/a, promedio)	2,3	3,4	3,5	3,3
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1926	1934	1800	1810
Tasa de Cambio (vs. USD, promedio)	1899	1848	1763	1760
Tasa REPO (% fdp)	3,00	4,75	5,75	6,50
Tasa REPO (% promedio)	3,13	4,25	5,50	6,44
DTF (% fdp)	3,50	5,12	5,94	6,83
DTF(% promedio)	3,66	4,21	5,50	6,53
Déficit Fiscal (% PIB)	-3,8	-2,9	-2,9	-2,5
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,1	-2,7	-3,0	-3,0

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

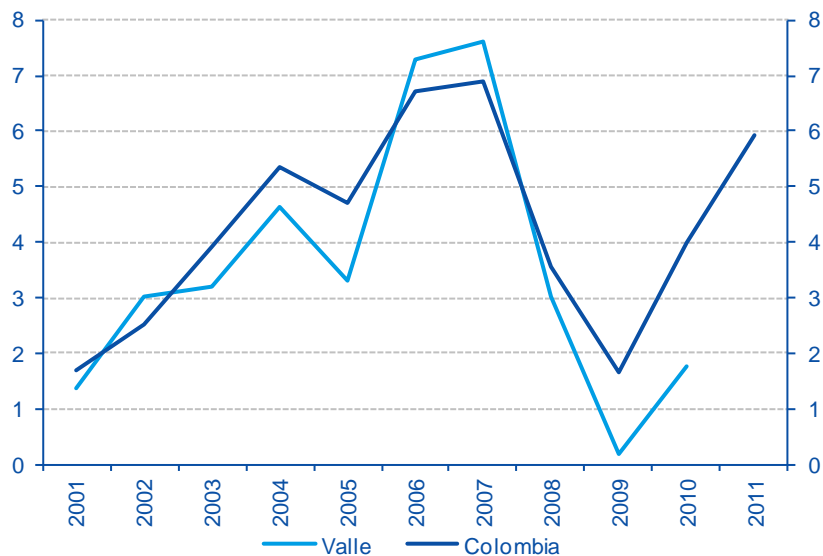
Zoom a Valle: una recuperación difícil luego de la desaceleración de 2008-09

- En la década anterior, Valle creció por debajo del promedio del país (3,5% vs. 4,1%).
- Sobresale la fuerte participación de la industria, sector financiero y el transporte.

PIB del país y del Valle del Cauca (variación anual, %)

(serie ajustada por estacionalidad)

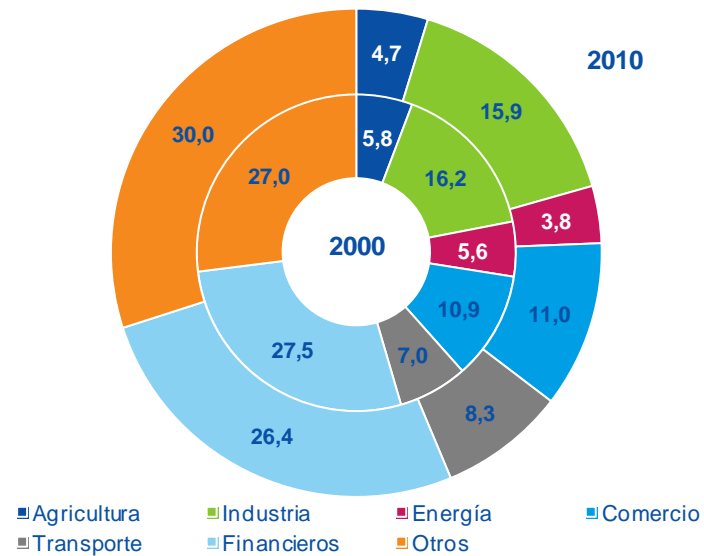
Fuente: DANE y BBVA Research



Composición del PIB del Valle del Cauca (% del PIB)

(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research



2

Desaceleración en algunos indicadores, en línea con previsión

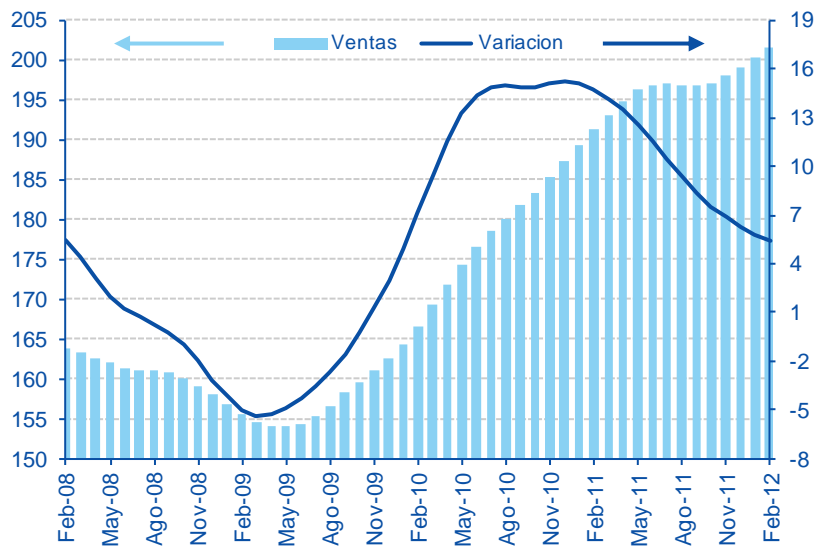
Ventas del comercio se moderan hacia tasas más sostenibles

- Consumo de los hogares se desacelerará por el fin del ciclo expansivo en bienes durables. No obstante, dinámica seguirá siendo positiva en niveles similares a los del PIB de 2012 (5% anual) por menor desempleo y elevada confianza. Será decisiva recuperación del consumo de alimentos, otros no durables y servicios en la expansión del gasto de los hogares

Ventas minoristas

(Índice ajustado por estacionalidad)

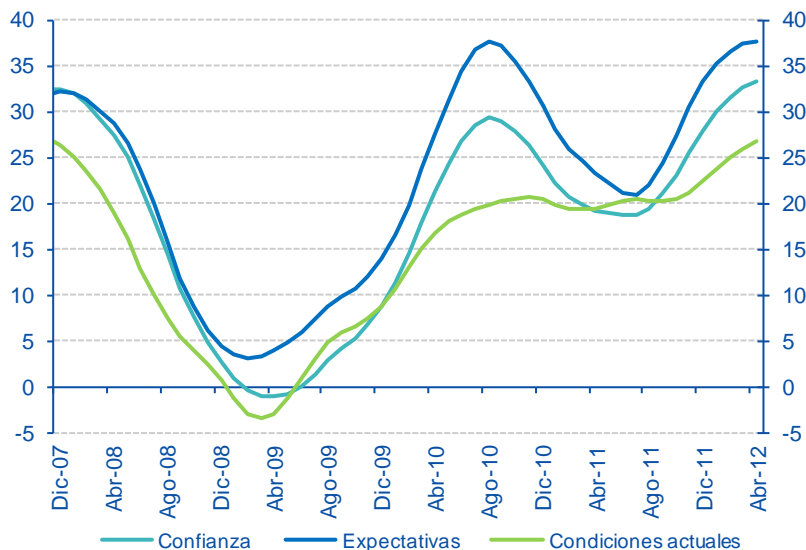
Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research



Confianza de los hogares

(Índice ajustado por estacionalidad)

Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research



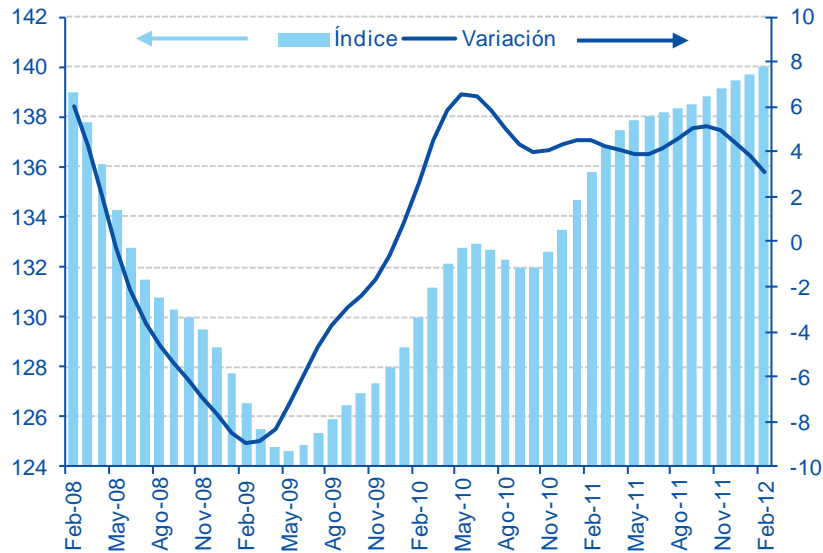
Señales de desaceleración en la industria

- En el segundo semestre de 2011 la producción industrial creció en línea con el PIB.
- Los sectores más exitosos fueron los relacionados con construcción, transporte, químicos y alimentos. El área más rezagada fue maquinaria.
- Las exportaciones industriales siguen creciendo a dos dígitos (13,2% anual a marzo) lo cual mantiene el optimismo sobre el comportamiento del sector.

Producción industrial

(Serie ajustada por estacionalidad)

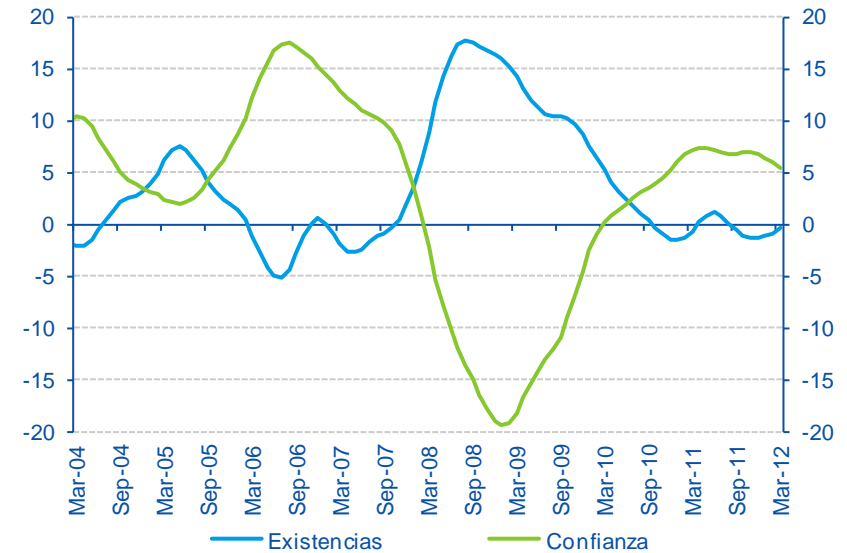
Fuente: DANE y BBVA Research



Confianza industrial y existencias

(balance de respuestas)

Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

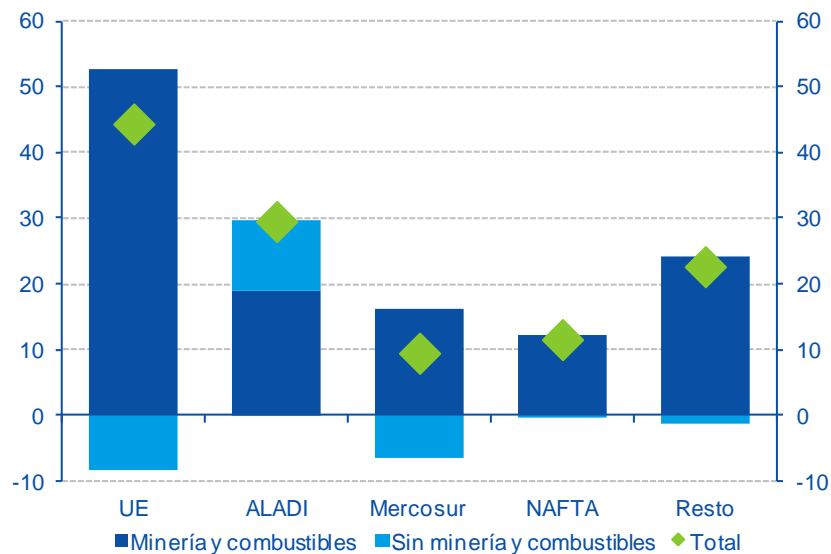


Exportaciones continúan con crecimientos fuertes

- El fuerte crecimiento de las exportaciones de minerales y petróleo hace que estos sectores ganen participación en el total.
- No obstante el comportamiento de las ventas industriales sigue siendo satisfactorio
- Cercanía al principal puerto del Pacífico favorece el comportamiento de las exportaciones de Valle y las hace fuertes a la desaceleración externa

Destino de las exportaciones (Variación anual, año corrido a marzo de 2012)

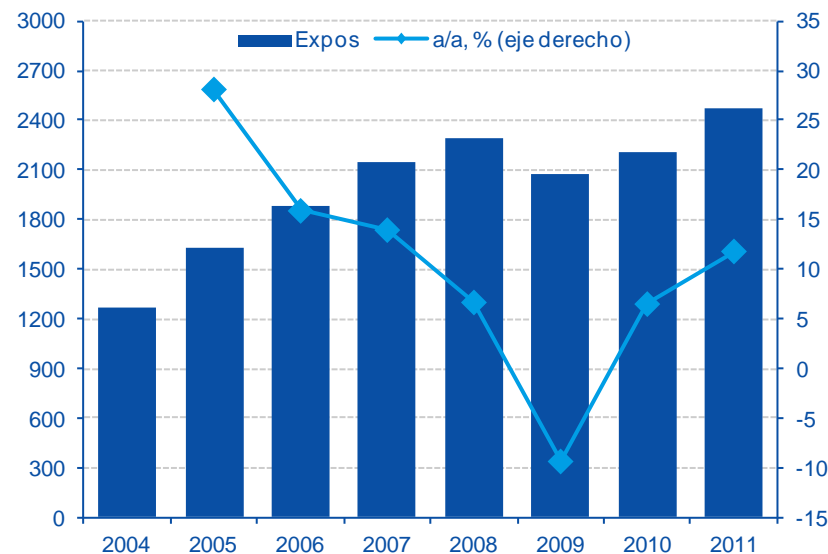
Fuente: DANE, DIAN y BBVA Research



Exportaciones del Valle del Cauca

(Año corrido, millones de USD, a/a, %)

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

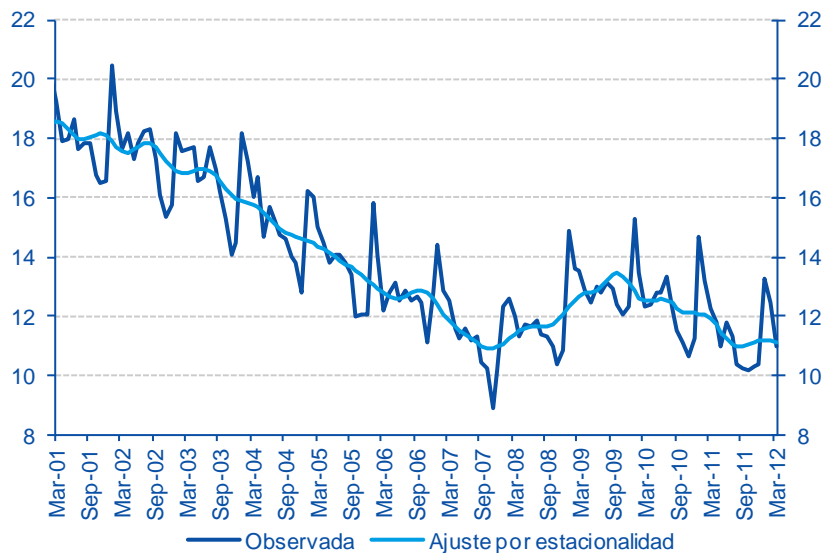


Reducción del desempleo sustenta dinamismo del consumo

- La tasa de desempleo se ubicó en 11% en marzo de 2012, reduciéndose 1,2 pp con respecto al mismo mes de 2011
- Las cifras del mercado laboral muestran a la industria como un importante creador de empleo formal.

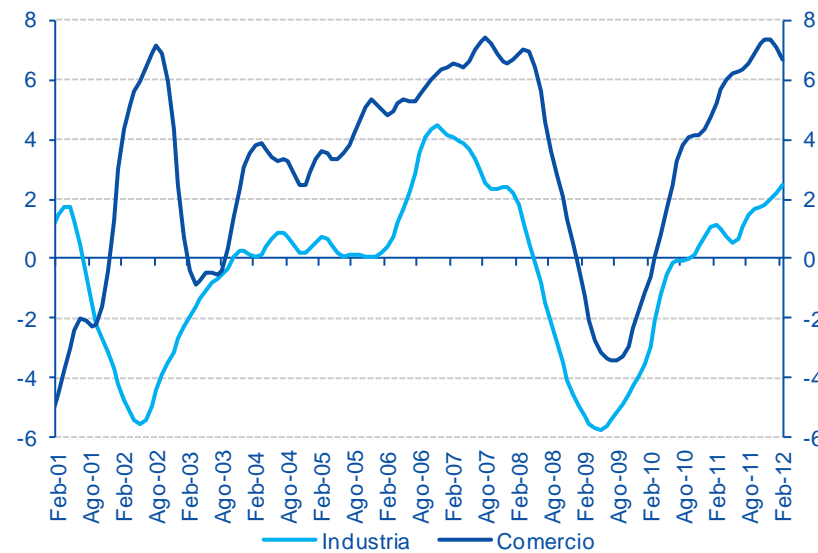
Tasa de desempleo (%)

Fuente: DANE y BBVA Research



Crecimiento del empleo en la industria y el comercio minorista (a/a, %)

Fuente: DANE y BBVA Research

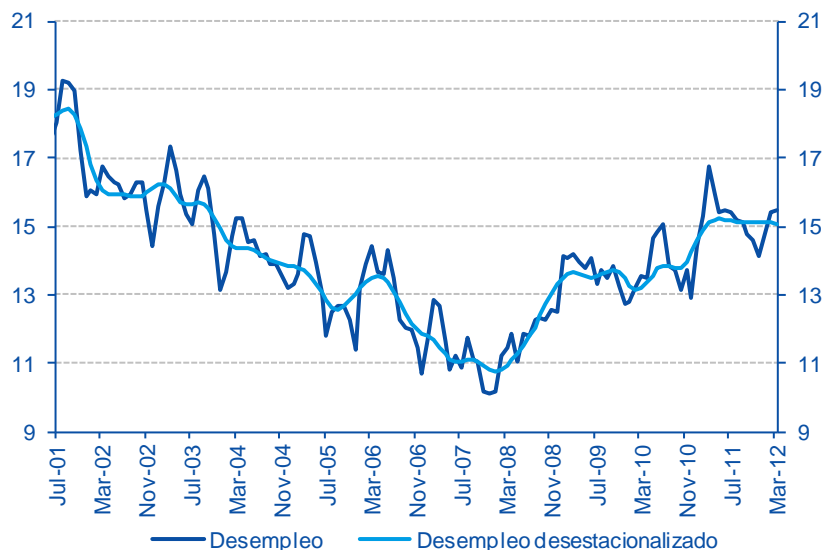


Cali se aproxima de nuevo a la tasa de asalariados promedio nacional...

- ...pero no logra una senda decreciente de la tasa de desempleo en los años recientes
- Desaceleración de 2008 y 2009 desmejoró ostensiblemente la tasa de asalariados en Cali porque el sector con mayor afectación fue la industria

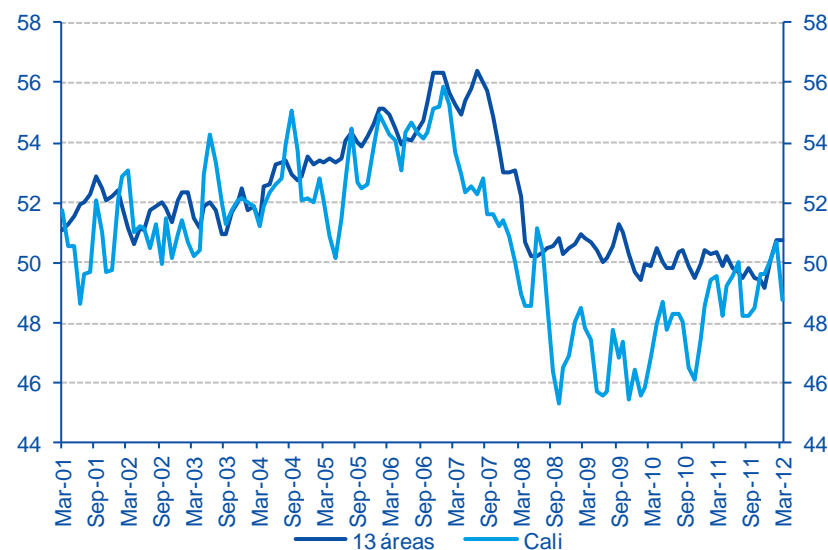
Tasa de desempleo en Cali (%)

Fuente: DANE y BBVA Research



Tasa de asalariados (%)

Fuente: DANE y BBVA Research

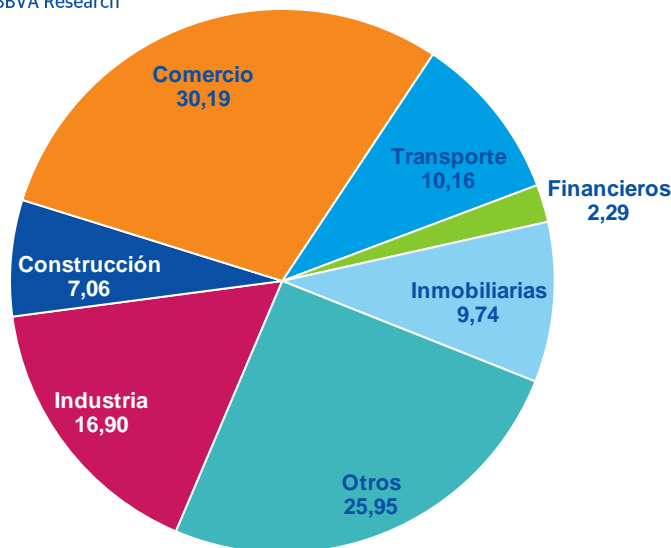


El sector comercio gana participación en el total de ocupados

- Cambio estructural a favor del empleo en el sector servicios, con disminuciones en la industria.
- En Valle, la industria es un importante creador de empleo. Uno de cada cinco empleos en Cali y Yumbo son creados en este sector.

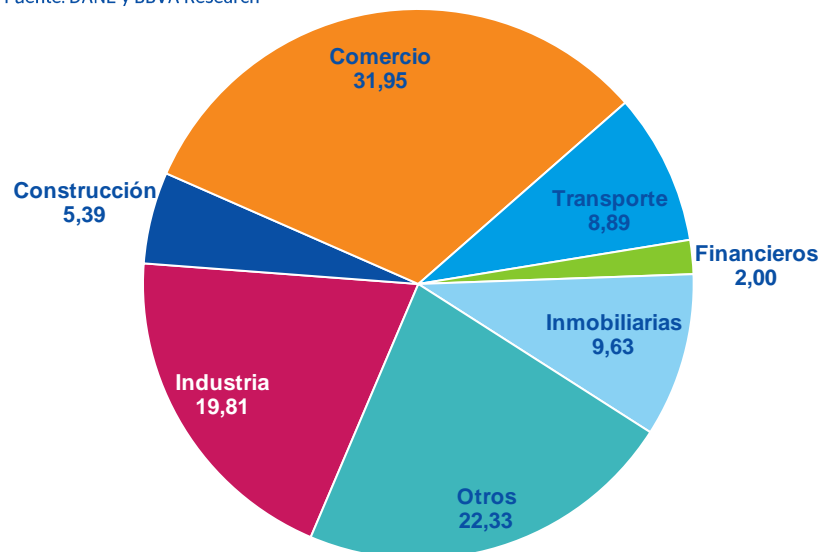
Clasificación sectorial de empleo en Colombia (% total 13 áreas a marzo de 2012)

Fuente: DANE y BBVA Research



Clasificación sectorial del empleo en Cali y Yumbo (% a marzo de 2012)

Fuente: DANE y BBVA Research



3

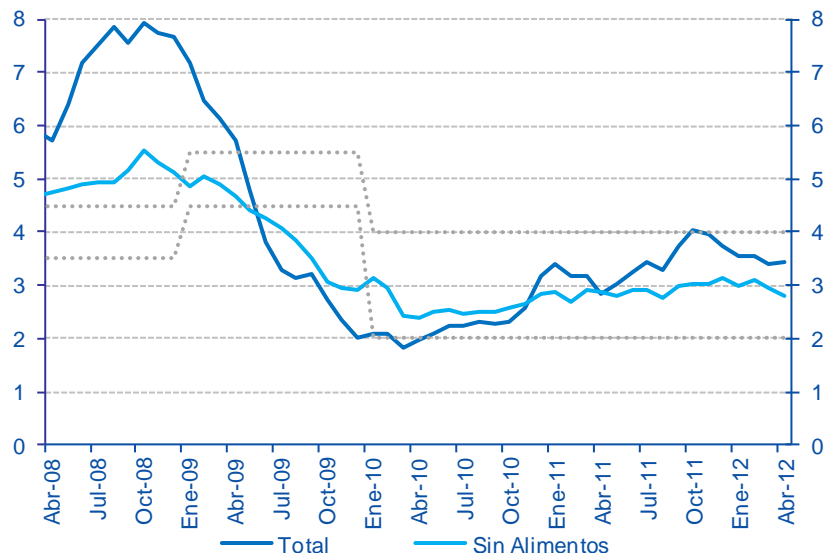
Inflación y política económica

Inflación acumulada al inicio del año es de las más bajas de la historia

- Inflación mensual se ubicó por debajo de lo esperado: 0,14% mensual; 3,43% anual.
- Indicadores de inflación básica se ubican en línea con el objetivo inflacionario. En particular, inflación sin alimentos se moderó de 2,95% a 2,81%

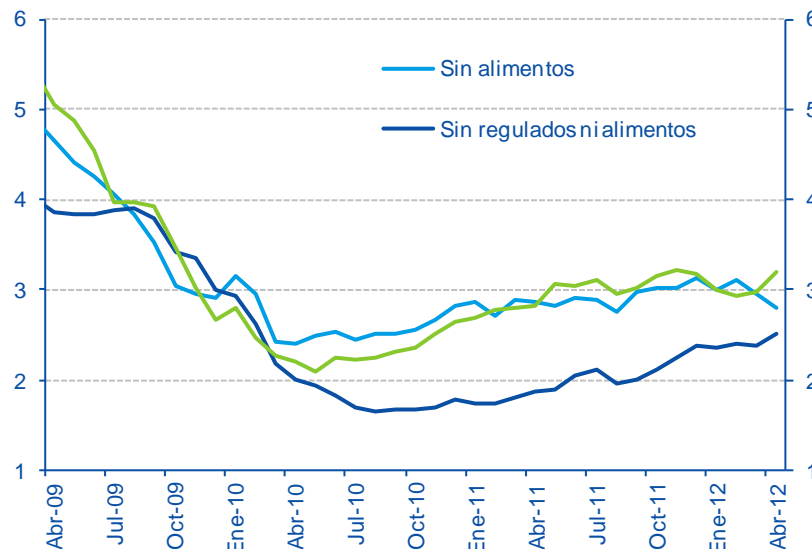
Inflación total y sin alimentos (Var. % anual)

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research



Indicadores de inflación básica (Var. % anual)

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research



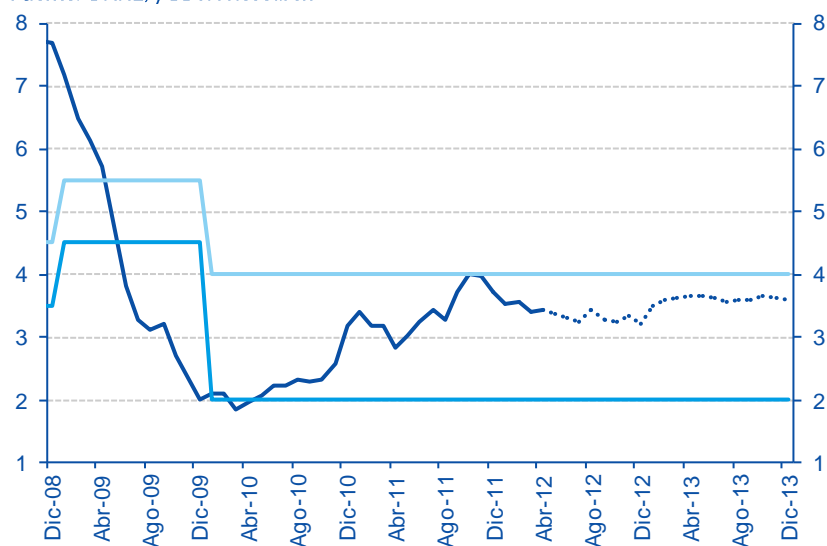
Sobresaltos recientes de la inflación no alteran su perspectiva de largo plazo

- A pesar de los choques de oferta de la segunda mitad de 2011 y auge de la demanda interna, la inflación ha logrado volver a su rumbo de largo plazo.
- El banco central logró controlar las expectativas del mercado, permitiendo que en el largo plazo la inflación continúe en el rango meta 2%-4%
- Principales riesgos: expectativas y ajustes salariales, aumentos adicionales en el precio del petróleo.

Inflación total y rango meta del Banco Central

(%, a/a)

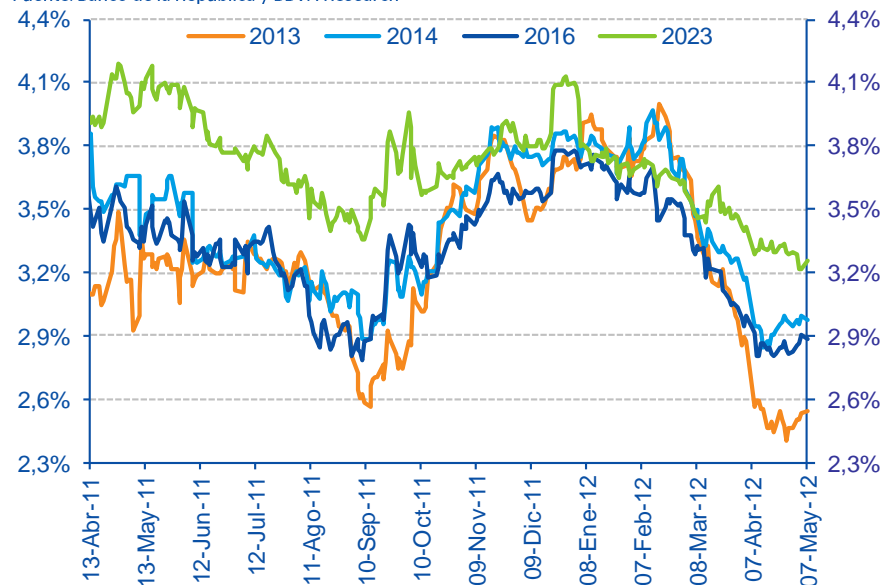
Fuente: DANE, y BBVA Research



Expectativas implícitas en los bonos del Gobierno

(Var. % anual)

Fuente: Banco de la República y BBVA Research

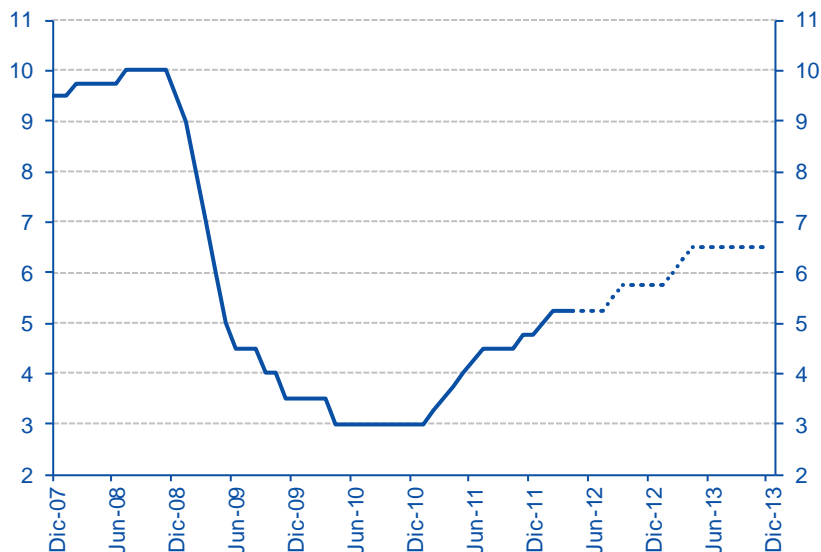


Pausa en el ciclo de incrementos en la tasa de referencia

- Banco Central da más peso en su decisión a la desaceleración esperada de los indicadores adelantados de actividad que al buen desempeño del 2011 y el dinamismo de la cartera. Minutas reflejan divergencias en torno a la necesidad de ajustes adicionales en la tasa de interés. Aunque se estudian propuestas para moderar el auge del crédito, sólo un codirector apoyó su implementación.

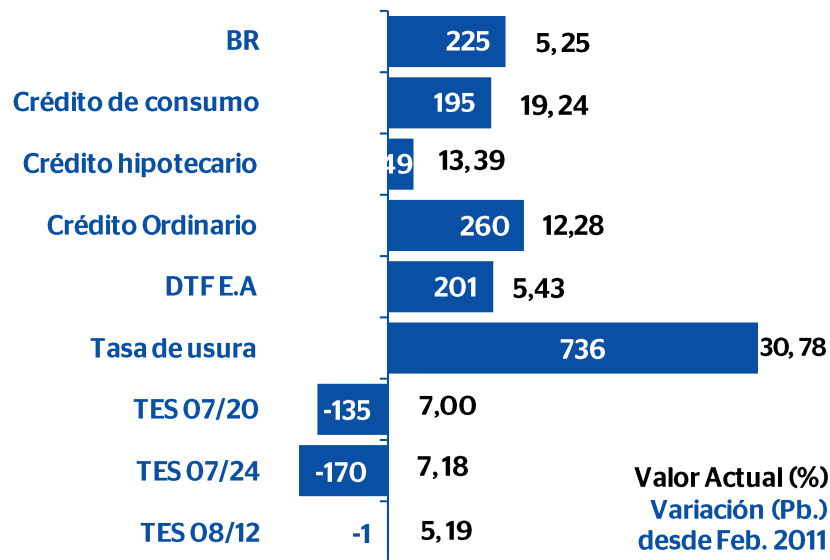
Tasa de intervención (%)

Fuente: DANE, y BVA Research



Transmisión a las tasas de mercado (%)

Fuente: DANE, y BBVA Research



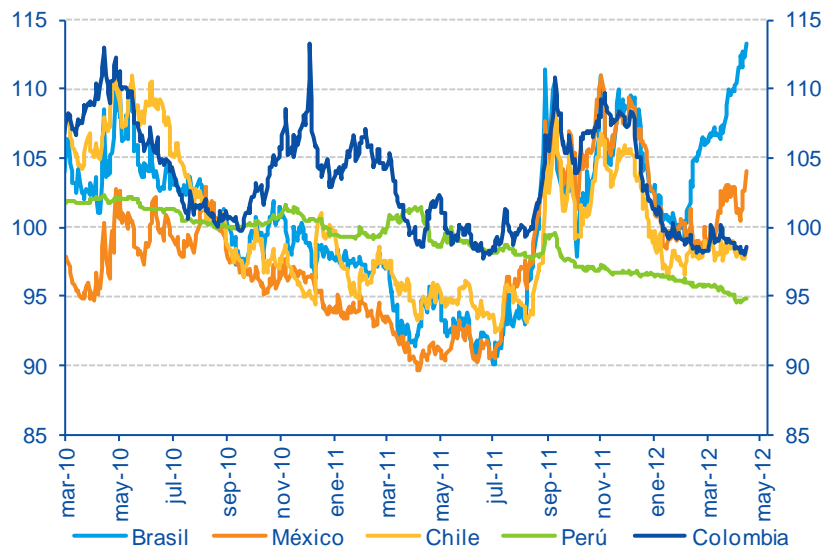
Apreciación reciente consistente con fortaleza del peso en el mediano plazo

- Perspectiva favorable de los términos de intercambio y continuidad en los flujos de IED siguen sustentando la fortaleza de la moneda local.
- Intervención cambiaria suaviza apreciación del peso, pero no afecta la tendencia de apreciación esperada a mediano plazo.

Tasa de cambio Colombia y LatAm

(Índice 14Sept10 = 100)

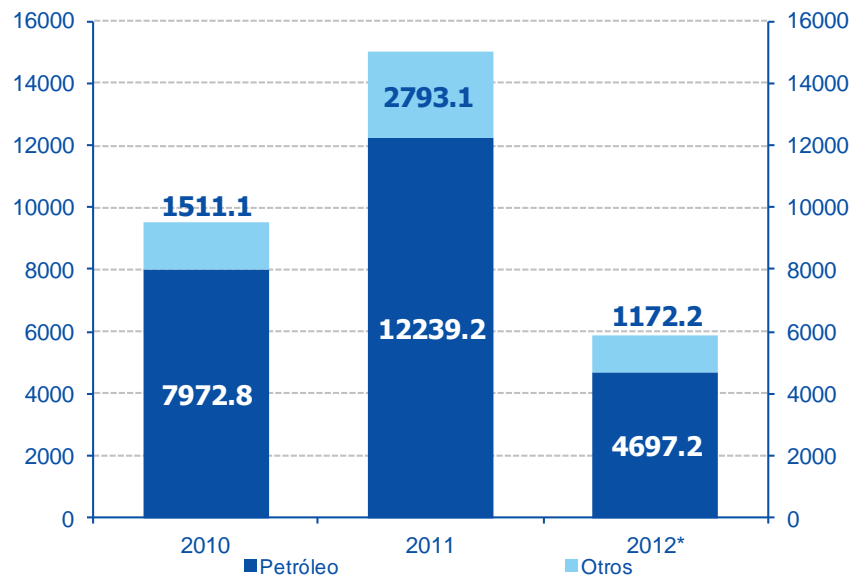
Fuente: DANE, y BBVA Research



Inversión extranjera directa

(millones de dólares, año corrido, *datos a 27 de Abril)

Fuente: Banco de la República y BBVA Research



Agenda ambiciosa de reformas

- Amplia capacidad legislativa y consenso político entorno a las principales reformas constituyen un ambiente favorable para los retos en materia de política económica
- Foco en la sostenibilidad fiscal, la competitividad y las condiciones sociales

Sostenibilidad Fiscal

Esquema de regalías: fondo de ahorro y mejor distribución

Ley de sostenibilidad fiscal

Regla fiscal

Competitividad

Reforma tributaria, empleo formal y primer empleo

Reforma arancelaria

Reformas institucionales en el sector de infraestructura

Prosperidad Social

Reformas al sistema pensional y de salud

Compensaciones a víctimas del conflicto interno

Proyecto para la vivienda social y prioritaria

4

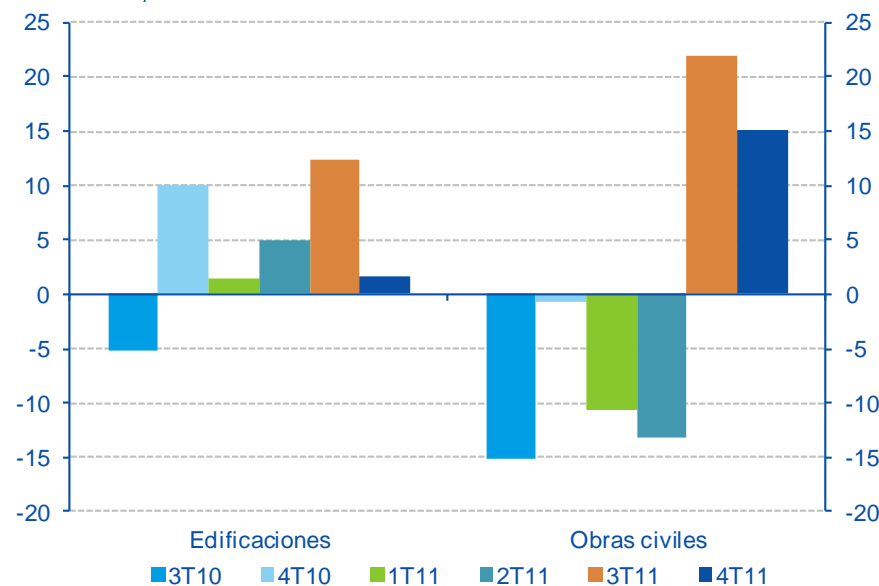
La oferta inmobiliaria integral

Balance del sector de la construcción

- Se materializaron mejoras en indicadores líderes del sector de edificaciones
- Sector de edificaciones presentó una variación positiva por quinto trimestre consecutivo.
- En otros sectores, los no transables (construcción, comercio, transporte y servicios financieros) y la minería (53% del total) lideraron la variación del PIB en 2011.

Sector construcción (ajustado por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research



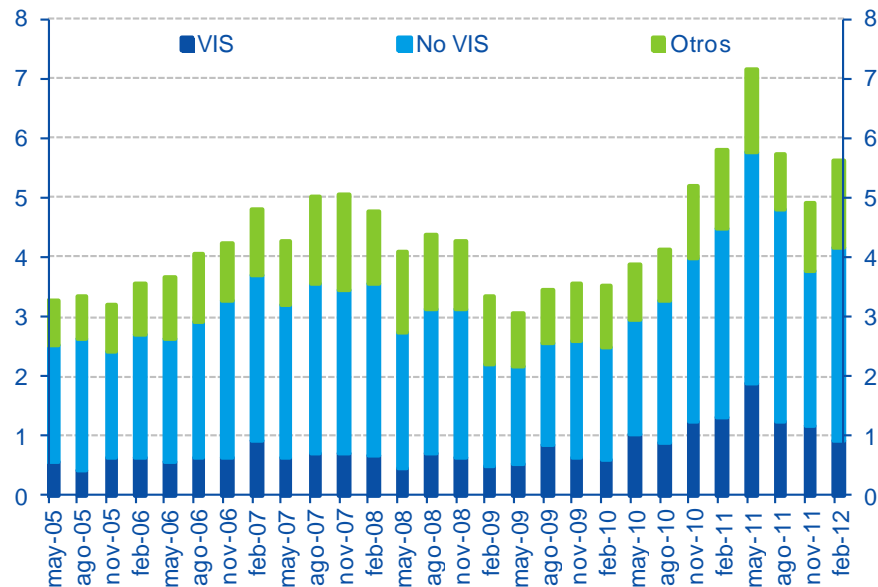
Niveles máximos de metros licenciados y aumento de vivienda No VIS

- Entre enero y diciembre de 2011 se licenciaron cerca de 2 millones de metros cuadrados al mes, de los cuales un 79% son para vivienda. Esto representó más de 200 mil unidades de vivienda en un año
- Repunte de la vivienda No VIS y moderación del componente VIS
- Gran aporte de licencias para el comercio dentro de la oferta no residencial

Licencias de construcción por componentes

(trimestre móvil, millones de metros cuadrados)

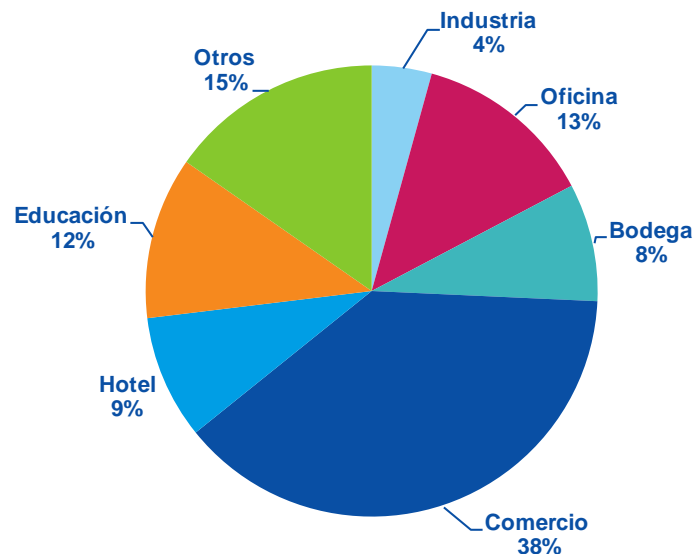
Fuente: DANE y BBVA Research



Oferta no residencial

(% del total, doce meses a febrero de 2012)

Fuente: DANE; y BBVA Research



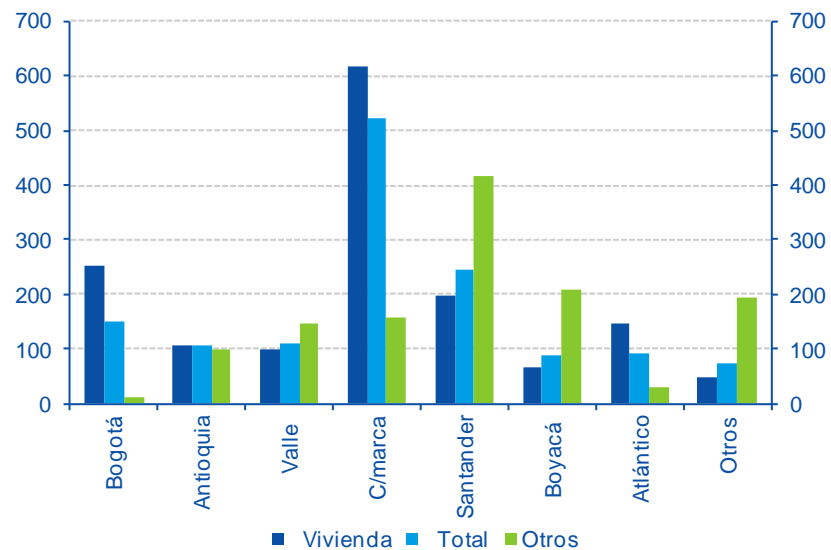
Regiones aportan al aumento de licencias

- En ciudades intermedias los cambios estructurales en la población y los ingresos están determinando una mayor demanda por vivienda de alto valor y edificaciones comerciales
- En las ciudades más grandes la oferta comercial se encuentra menos dinámica de acuerdo con la menor demanda

Licencias de construcción por ciudades

(a/a%, 2000 vs 2010)

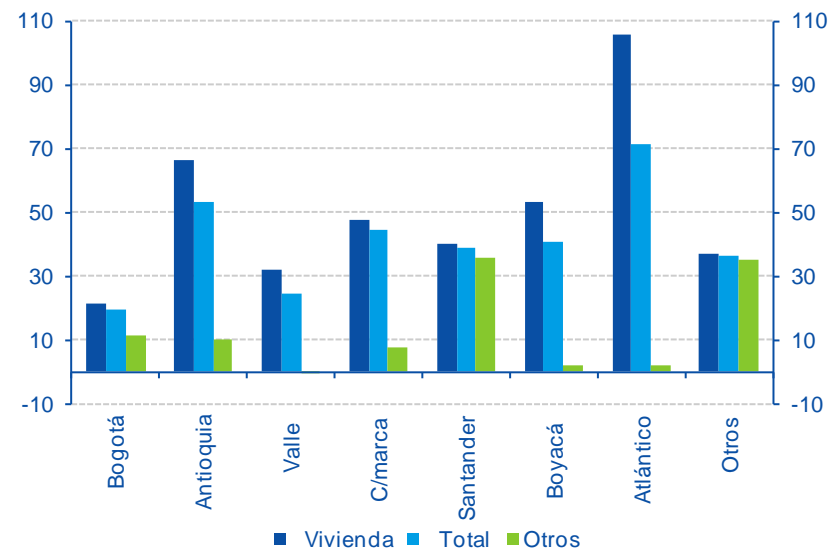
Fuente: DANE; y BBVA Research



Licencias de construcción por ciudades

(a/a%, 2011 vs 2010)

Fuente: DANE; y BBVA Research



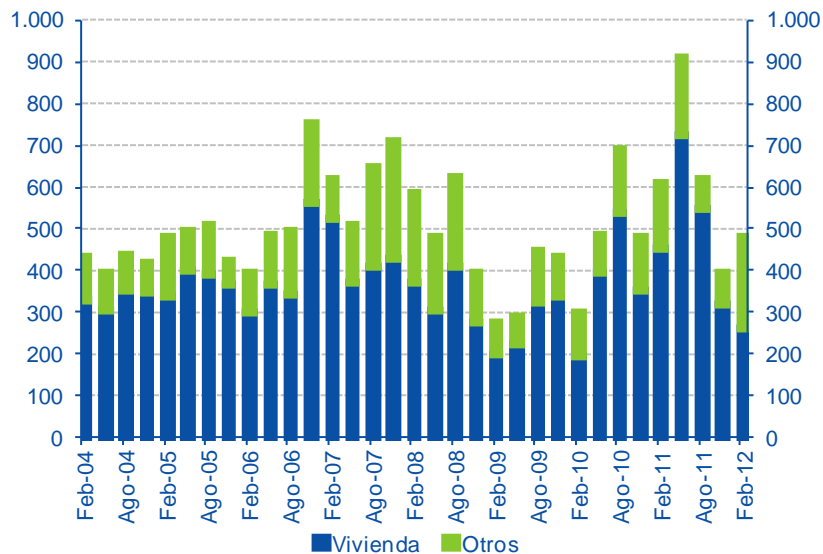
En Valle el desempeño es liderado por vivienda

- En 2011 se licenciaron cerca de 209 mil metros cuadrados al mes (vs. 150 mil en promedio 2008-2010) de los cuales un 80% fueron para vivienda (21.870 unidades)
- Fuerte contribución de las obras destinadas al comercio y bodegas, si bien no crecieron respecto al 2010

Licencias de construcción por componentes

(trimestre móvil, miles de metros cuadrados)

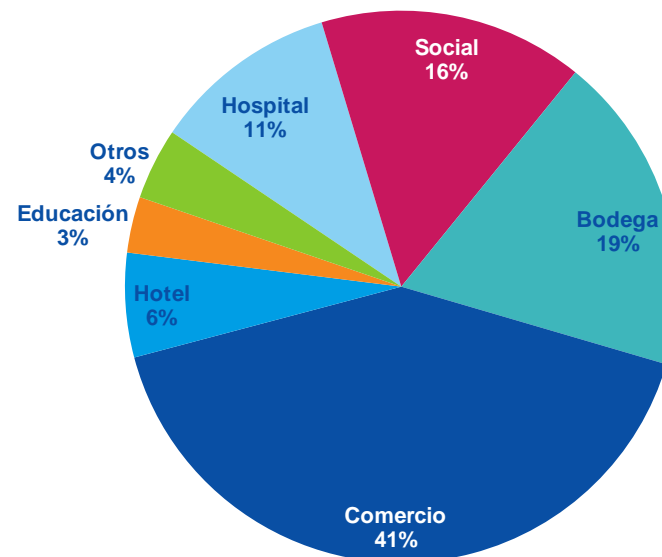
Fuente: DANE y BBVA Research



Composición de la oferta no residencial

(% del total, doce meses a febrero de 2012)

Fuente: DANE; y BBVA Research

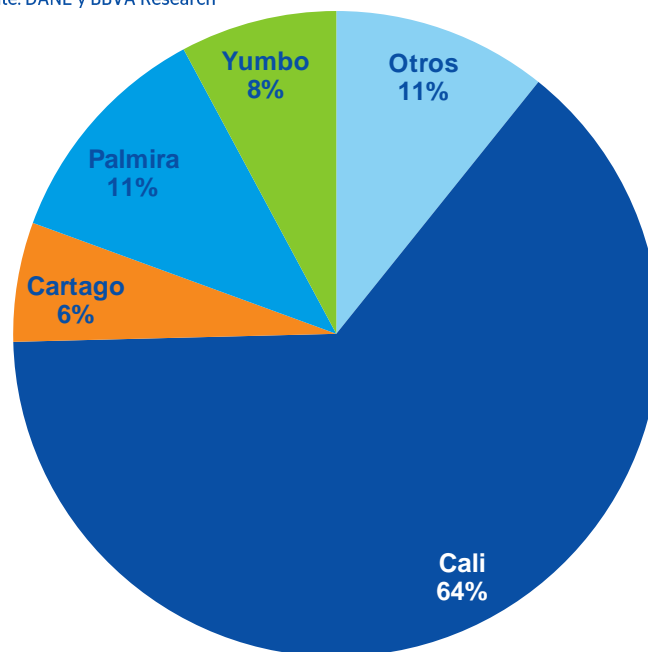


Licencias de construcción de Valle se concentran en cuatro ciudades

- Cali, Palmira, Yumbo y Cartago concentran el 89% de las licencias actuales.
- Cali tiene el más bajo nivel de vacancia en vivienda usada entre las grandes ciudades del país

Licencias de construcción por Municipio (acumulado 12 meses a febrero)

Fuente: DANE y BBVA Research

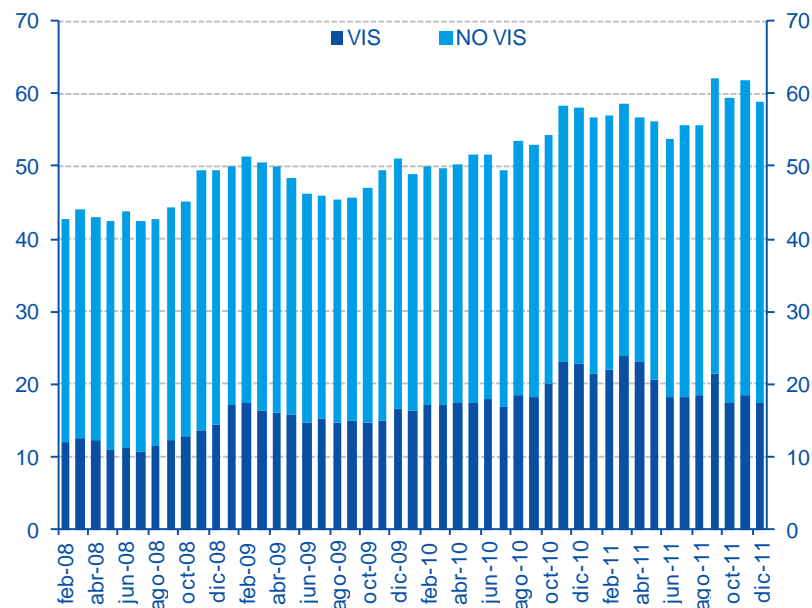


Mercado de ventas de vivienda nueva suma más de \$1 bn en Cali

- En el mercado nacional existen cerca de 60 mil unidades disponibles para la venta, de las cuales 18 mil son de tipo VIS. Bastarían 5 meses para vender la disponibilidad total.
- En Cali tenemos 4.900 unidades, 2.450 VIS. Se venden en 6 meses.
- Sobresale el estado saludable de la oferta. En Cali el 81% está pre-vendida

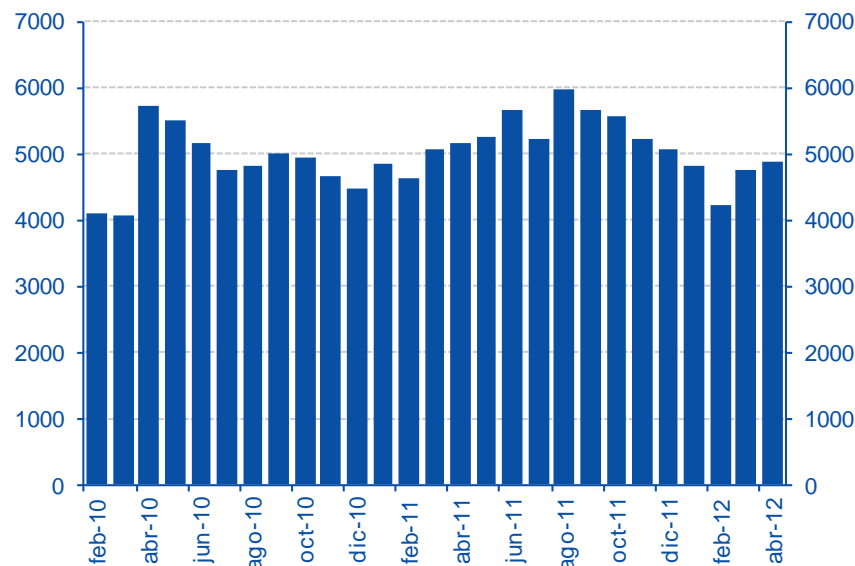
Oferta por tipo de vivienda (Miles de unidades en 12 regionales)

Fuente: Camacol y BBVA Research



Oferta de vivienda disponible en Cali

Fuente: La Galería Inmobiliaria; y BBVA Research

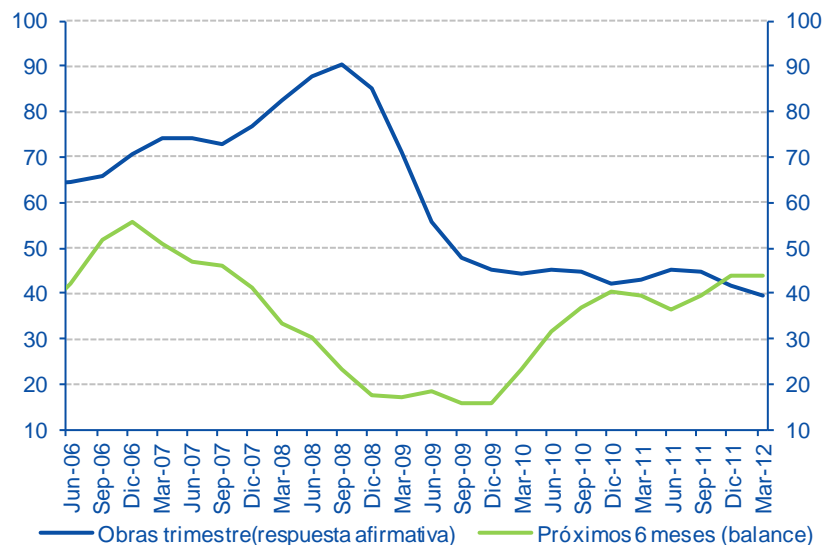


Sector mantiene optimismo con buenas perspectivas a futuro

- Cerca de la mitad de los empresarios consideran que en los dos últimos trimestres la actividad del sector ha aumentado
- Todos los tipos de vivienda se encuentran muy dinámicos, pero sobresale el mayor repunte de la vivienda de alto valor
- La producción y los despachos de cemento están creciendo a un ritmo de 15% a/a

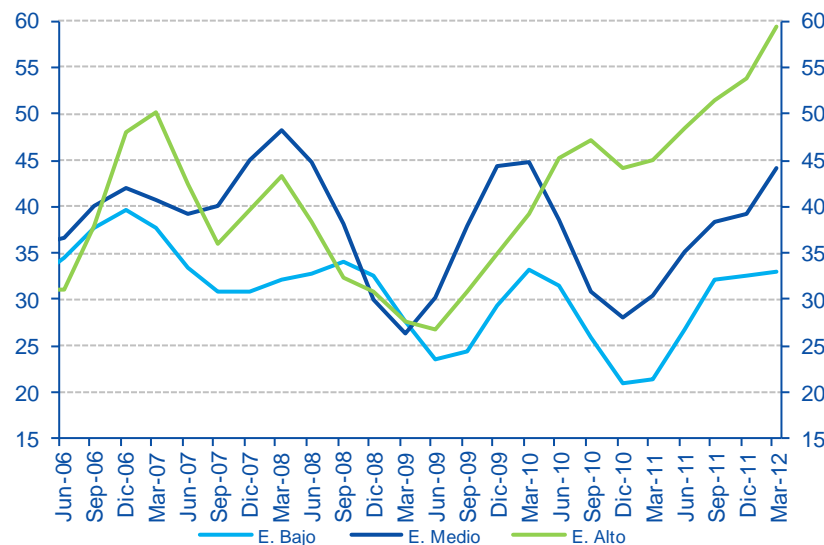
Actividad de la construcción (índices, serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research



Actividad en vivienda por rango de precios (índices, serie ajustada por estacionalidad, respuestas afirmativas)

Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research



5

Demanda inmobiliaria y sus determinantes

Principales indicadores de la economía regional

	2007	2008	2009	2010	2011
PIB (Valle)					
a/a, %	7,6	3,0	0,2	1,8	
% del nacional	10,4	10,0	10,1	9,7	
Población (Cali)					
Habitantes (Millones)	2,16	2,19	2,22	2,24	2,27
Laboral (Cali y Yumbo)*					
Desempleo (% de PEA)	10,1	12,5	12,7	12,9	14,1
Empleados (Miles)	1.061	1.049	1.103	1.087	1.072
% nacional	12,3	12,1	12,0	11,4	10,7
Pobreza (% del total)					
Cali		28,4	28,2	26,1	
Valle		33,0	33,0	30,6	
Inflación (Cali y Yumbo)					
Fin de año (%)	5,0	7,6	1,2	2,5	3,2

Indicadores de demanda potencial de vivienda

- Anualmente en promedio se forman más de 12.000 hogares en la ciudad, de estos aproximadamente 10.000 corresponden a los estratos 1, 2 y 3.
- En promedio se construyen 3.400 viviendas de interés social al año.

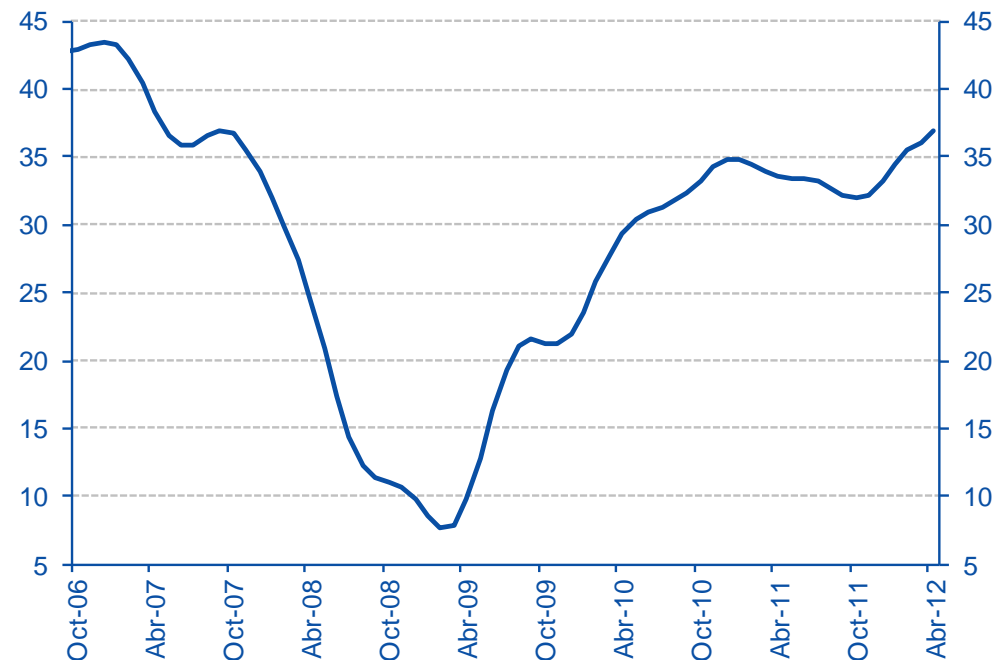
	1973	1993	2005	2008	2010	2011
Densidad familiar						
Hogares por vivienda		1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Personas por hogar		4,5	3,8	3,5	3,5	3,5
Déficit vivienda						
Cuantitativo (% del total)	26,9	24,8	12,2			
Número (miles)		100	67		90,5	110
Cualitativo (% del total)		16,7	5,7			

Alta disposición a comprar vivienda

- Los indicadores de sentimiento económico se recuperaron rápidamente durante 2010 y actualmente se encuentran muy cercanos a los niveles máximos.
- La disposición para la compra de vivienda se mantuvo estable en niveles altos en el inicio del año 2012.

Disposición a comprar vivienda (Serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

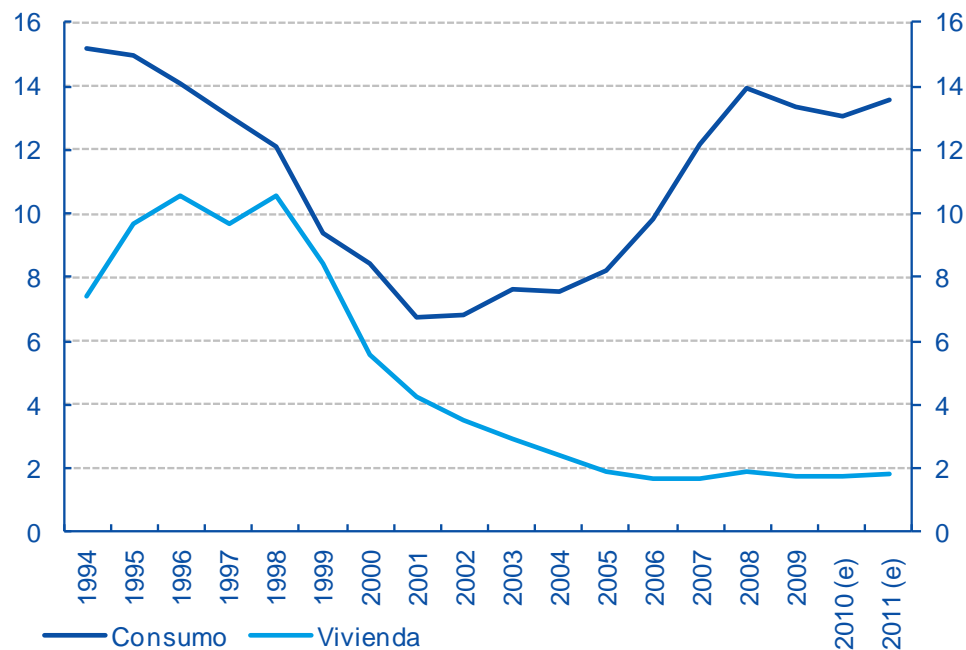


Bajos niveles de endeudamiento favorece la demanda

- La carga financiera de los hogares en niveles bajos gracias a una combinación de menores tasas y aumento en el ingreso.
- Demanda reciente menos apalancada. La cartera hipotecaria es solo el 4% del PIB ahora frente a más de 10% del PIB en los noventa.

Carga financiera de los hogares (Amortizaciones e intereses, %)

Fuente: Banco de la República y BBVA Research

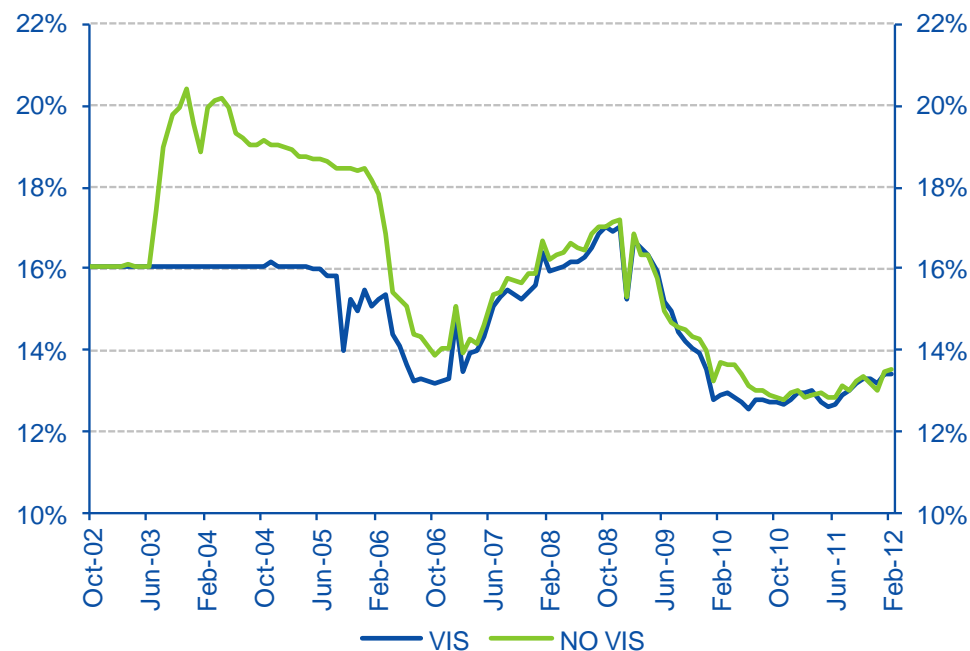


Bajas tasas de interés también la favorecen

- A pesar del aumento reciente de la tasa de intervención del BanRep, las tasas hipotecarias se mantienen en mínimos históricos
- Política de cobertura de tasas ha impulsado la demanda. A enero de este año se dieron 136 mil créditos con subsidio de tasas.

Tasas de interés hipotecario (E.A., %)

Fuente: Banco de la República, CAMACOL y BBVA Research

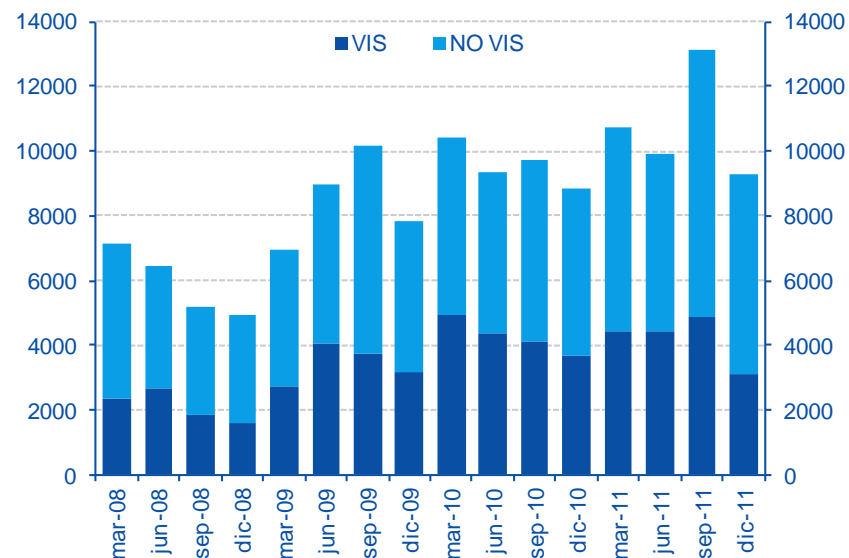


Ventas nacionales se estabilizan en máximos

- En Cali, al igual que en todo el país, lideran las ventas de vivienda de alto valor.
- En Cali el 60% de las viviendas se encuentran en los estratos 2 y 3, por debajo de Bogotá y Medellín (más del 70% del total). En Bucaramanga sólo aportan el 47%.
- El estrato 4 agrupa al 11% de la oferta en Cali, igual a Medellín y Bogotá, por debajo de Bucaramanga con 32%.

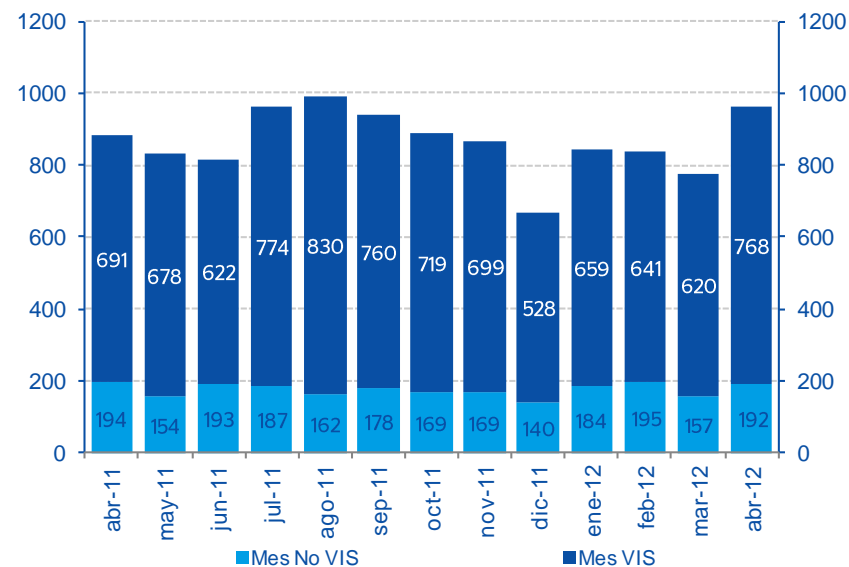
Ventas de vivienda (trimestrales, 12 seccionales de Camacol)

Fuente: Camacol y BBVA Research



Evolución de ventas en Cali (Unidades)

Fuente: La Galería Inmobiliaria y BBVA Research

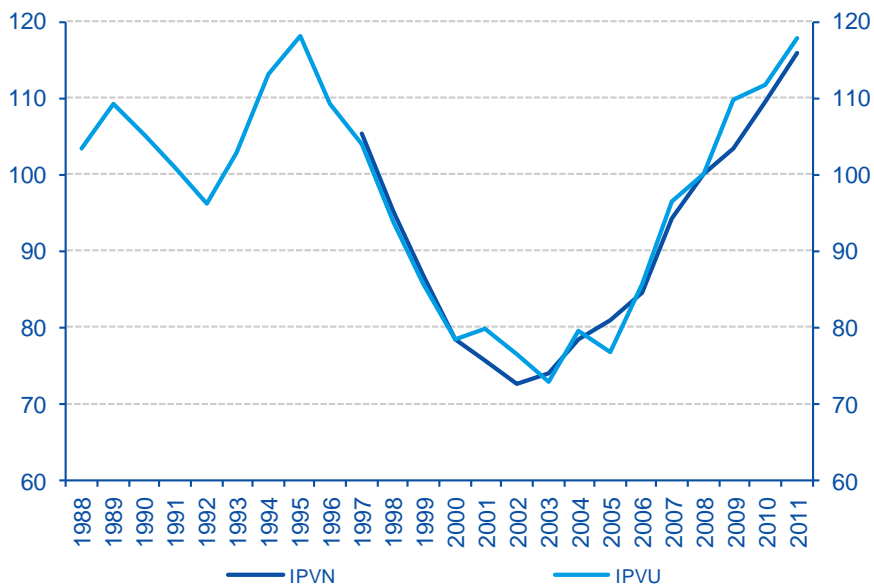


Precios aumentan por una combinación de factores

- En 2011 los precios de la vivienda nueva aumentaron 5,8% anual real en Colombia y 1,2% anual real en Cali (DANE).
- Los precios de Cali aumentaron por debajo del promedio del país durante toda la década pasada.
- Se espera una moderación del ritmo de incremento en los precios en todo el país.

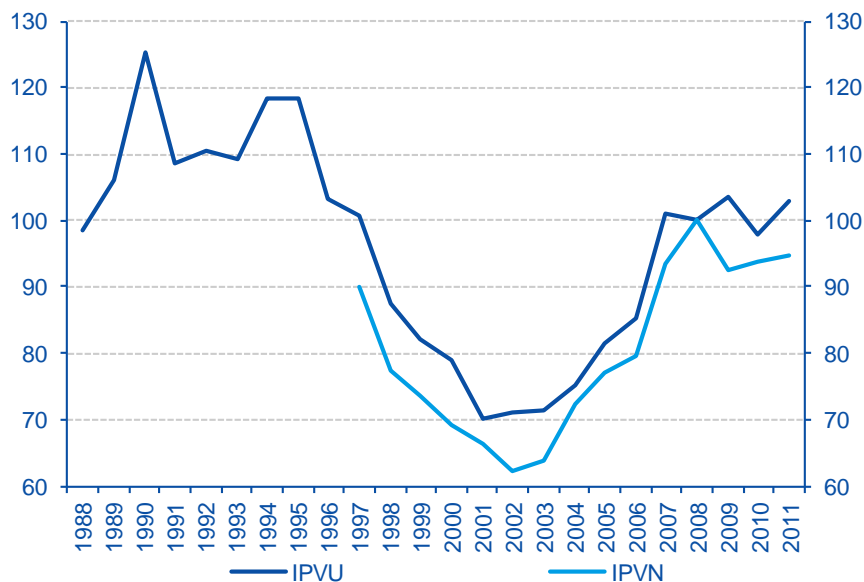
Precios reales de la vivienda (Índice 2008=100)

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research.



Precios reales de vivienda en Cali (Índice 2008=100)

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research.



Contactos

Colombia

Juana Téllez

Economista Jefe

juana.tellez@bbva.com

Equipo

María Paola Figueroa

mariapaola.figueroa@bbva.com

Mauricio Hernández Monsalve

mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes

maria.llanes@bbva.com

Julio César Suárez

julio.suarezl@bbva.com

Estudiantes de economía en práctica profesional

Laura Rincón

laura.rincon2@bbva.com

Rafael Ricaurte

rafael.ricaurte@bbva.com

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 / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/Gobierno_Corporativo)".

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