

Colombia: perspectivas y oportunidades de los TLC

Zona Franca de Occidente

Julio C. Suárez, Economista Senior, BBVA Research

Bogotá, junio 19 de 2012

Contenido

1. Contexto macroeconómico internacional
2. Colombia: un muy buen 2011 y desaceleración gradual en 2012-13
3. Colombia en un contexto externo
4. Retos para aprovechar los TLC

1

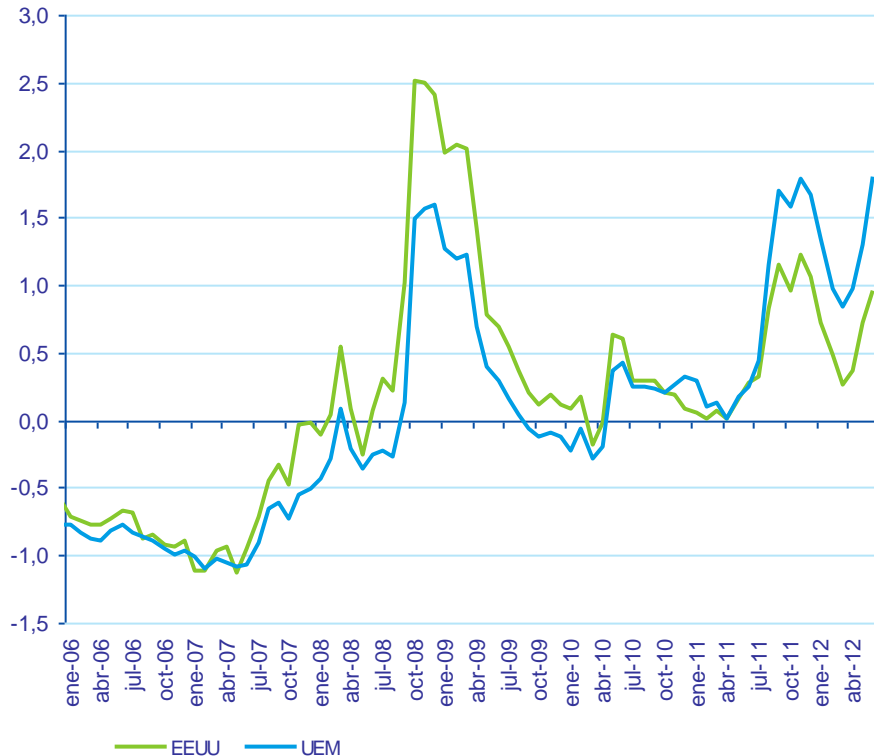
Contexto macroeconómico internacional

Tensiones financieras se mantienen altas

Se ha avanzado en la reestructuración de deuda griega, creación de un fondo permanente de rescate y la provisión de liquidez por parte del BCE, pero aún hay importantes desafíos por delante

Índice BBVA de Stress Financiero

Source: Bloomberg and BBVA Research



Incertidumbre sobre una salida de Grecia del euro

Necesidad de cortafuegos eficientes para evitar contagio

Falta de una agenda de crecimiento con reformas estructurales y planes de ajuste fiscal plurianuales

Se necesita una hoja de ruta clara hacia la integración fiscal y financiera

Europa: una hoja de ruta para avanzar en la integración fiscal y financiera

Avances realizados...

Reformas estructurales

Monitoreo desequilibrios privados

Nuevo Tratado fiscal

Fondo permanente de rescate (ESM)

Reforma de la supervisión bancaria europea

Armonización de niveles de protección

... tareas pendientes

Mutualización de la deuda (Eurobonos)
a cambio de cesión de soberanía fiscal

Fondo de garantía de depósitos único

Supervisor europeo único

Fondo de rescate europeo único (ESM
muy rígido para liquidez)

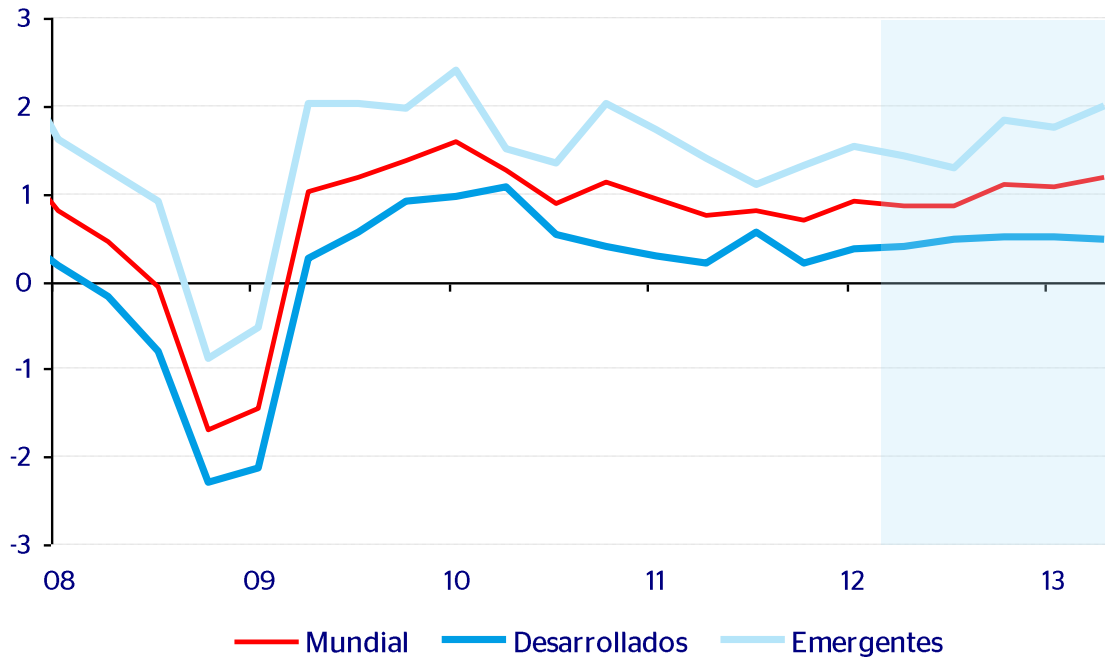
La gran ausencia: un comprador de última instancia de deuda soberana

Moderado crecimiento mundial con riesgos a la baja

Mayor divergencia de crecimiento entre países desarrollados frente a emergentes y entre EEUU y Europa

Crecimiento mundial (%trimestral)

Fuente: BBVA Research y Haver Analytics



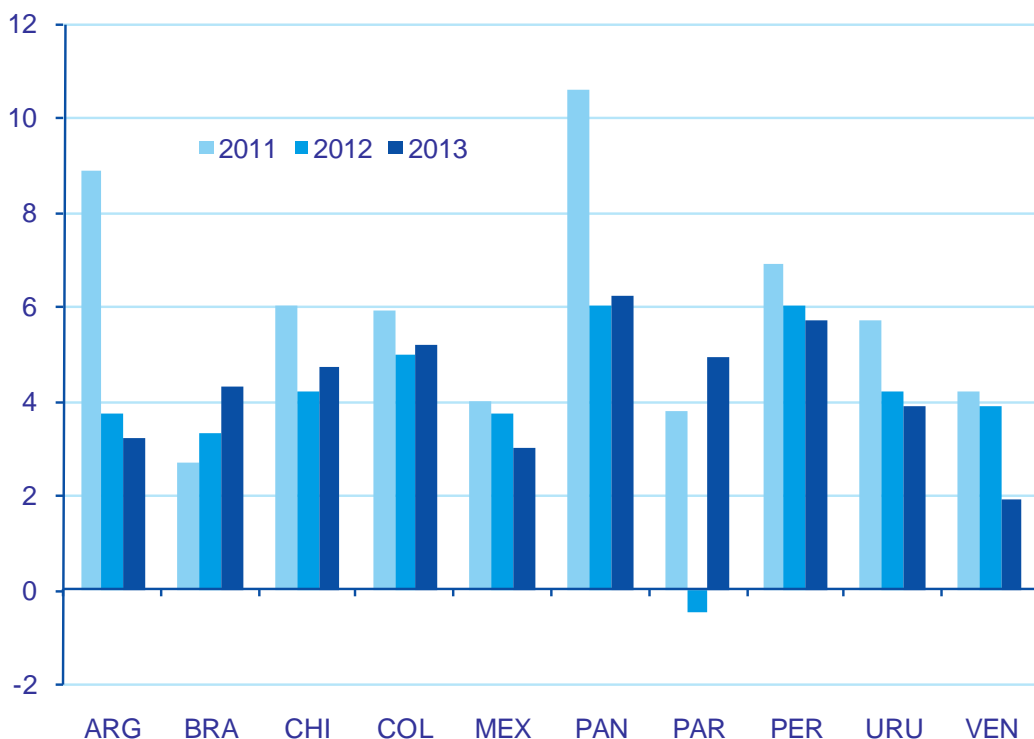
Previsiones crecimiento, 2012		
	PIB	Sesgo
EEUU	2.3	~
Eurozona	-0.2	↓ ↓
China	8.3	↓
LatAm5	4.4	~
Mexico	3.7	~

Latam: el crecimiento en la región continuará aterrizando suavemente hacia su potencial

Reduciendo el riesgo de sobrecalentamiento de 2011

Países Latam: Crecimiento del PIB (%)

Fuente: BBVA Research



La desaceleración en 2012 y 2013 es consistente con la moderación global y el endurecimiento de las políticas

La demanda interna seguirá creciendo más que el PIB, sostenida por la confianza

Brasil: aceleración después del estancamiento del segundo semestre de 2011 con apoyo de políticas económicas.

Argentina: factores idiosincráticos profundizan la desaceleración

Uruguay: La sequía y la salida de servicio de ANCAP fueron factores extraordinarios que afectaron el crecimiento del IVT-11 y también tendrán algún efecto sobre el IQ-12

2

Colombia: un muy buen
2011 y desaceleración
gradual en 2012-13

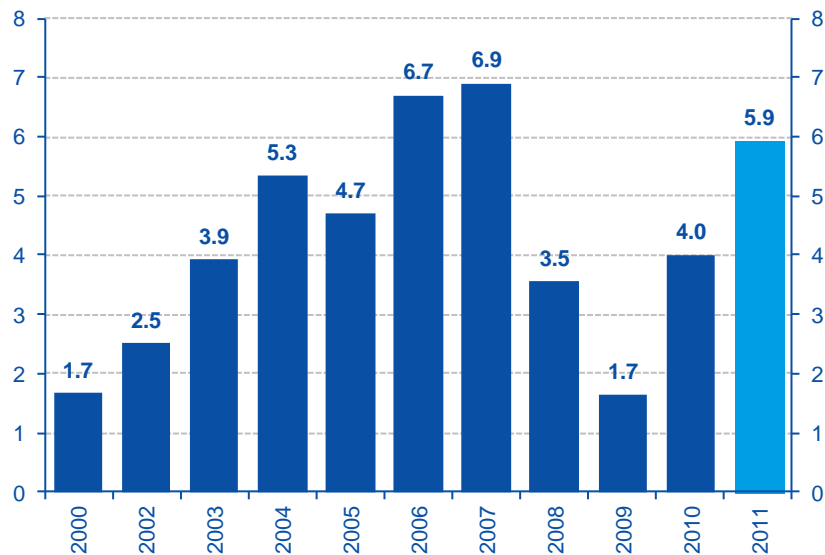
El PIB creció 6,1% anual 4T11 y consolidó un elevado 5,9% para todo el año

- 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)

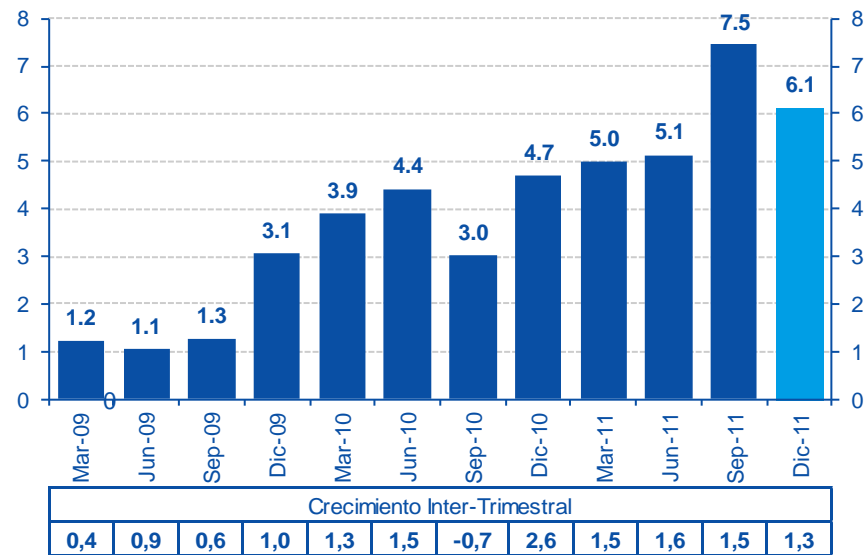
Fuente: DANE y BBVA Research



PIB trimestral (variación anual, %)

(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research

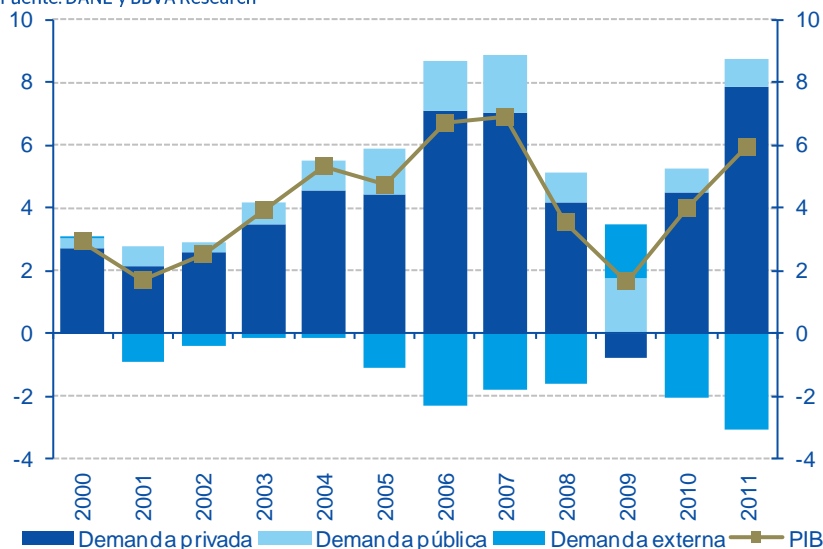


Demanda privada impulsó crecimiento del PIB

- 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.

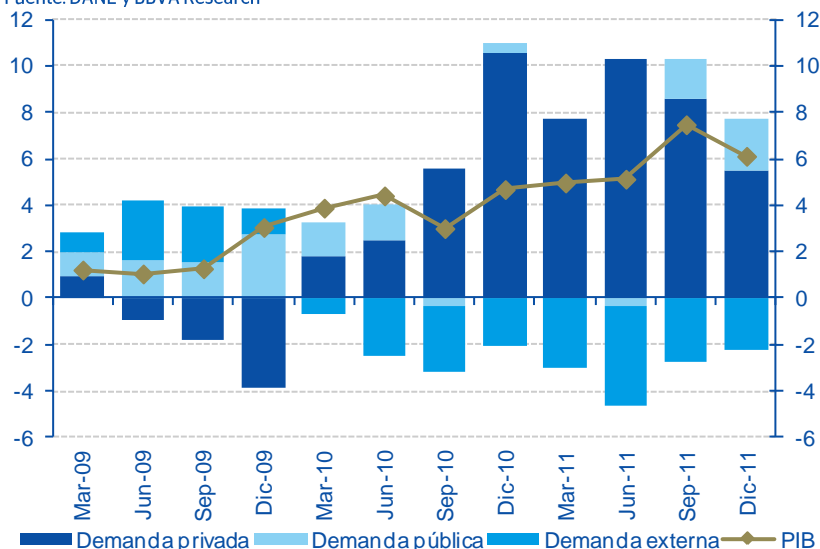
Componentes de la demanda (contribución a la variación anual, %)
(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research



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

Fuente: DANE y BBVA Research



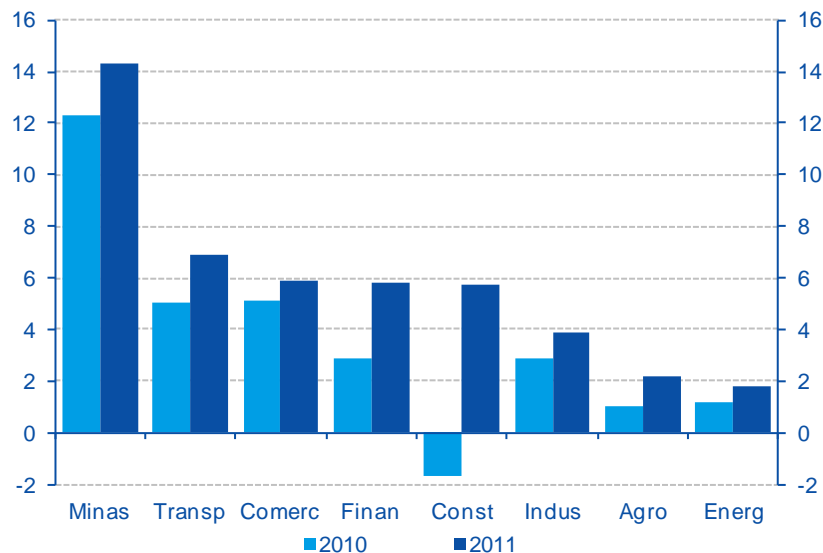
Crecimiento de 2011 estuvo liderado por los sectores no transables y la minería

- 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)

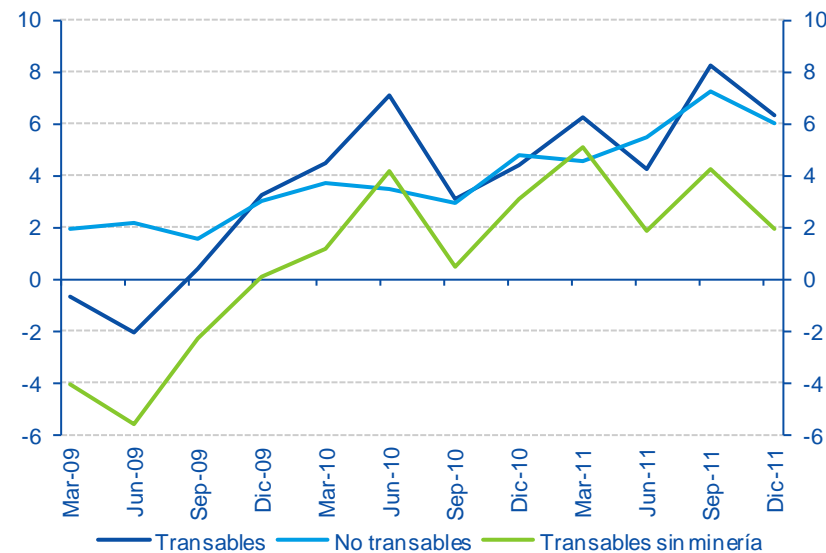
Fuente: DANE y BBVA Research



Crecimiento transables y no transables (variación anual, %)

(serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research

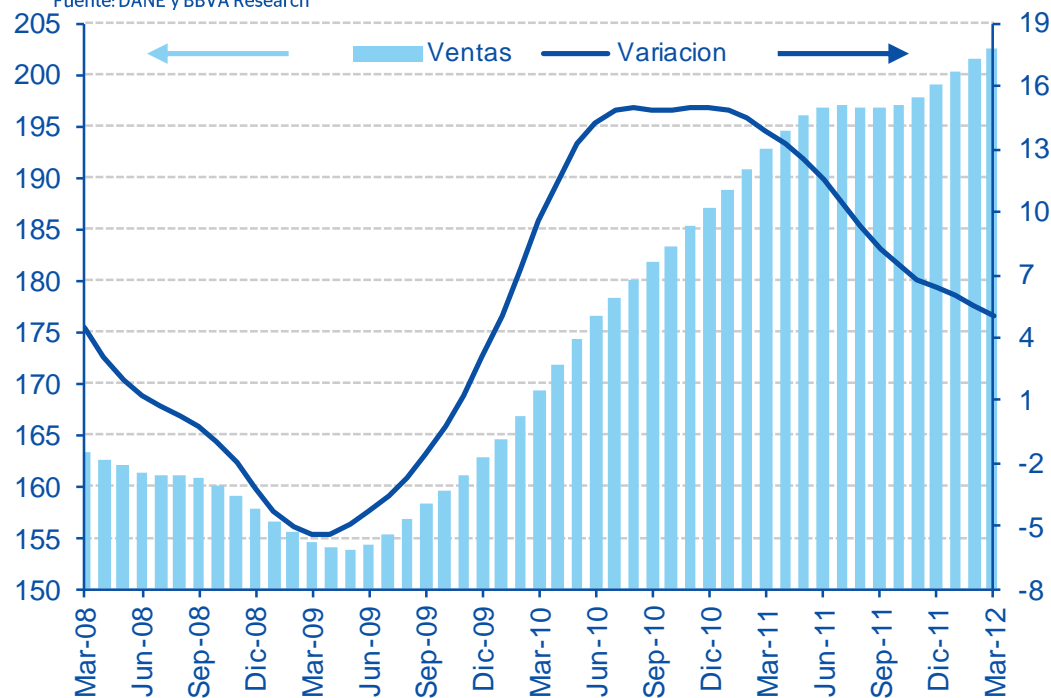


Importante repunte en las ventas minoristas de los bienes no durables...

- ...con una moderación en la tasa de crecimiento de los bienes durables
- Los bienes no durables tienen una mayor contribución al crecimiento del consumo
- Este tipo de bienes se financia principalmente con recursos propios, lo cual está en línea con una desaceleración progresiva del crédito a los hogares

Ventas minoristas (Índice y variación anual, %) (serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research

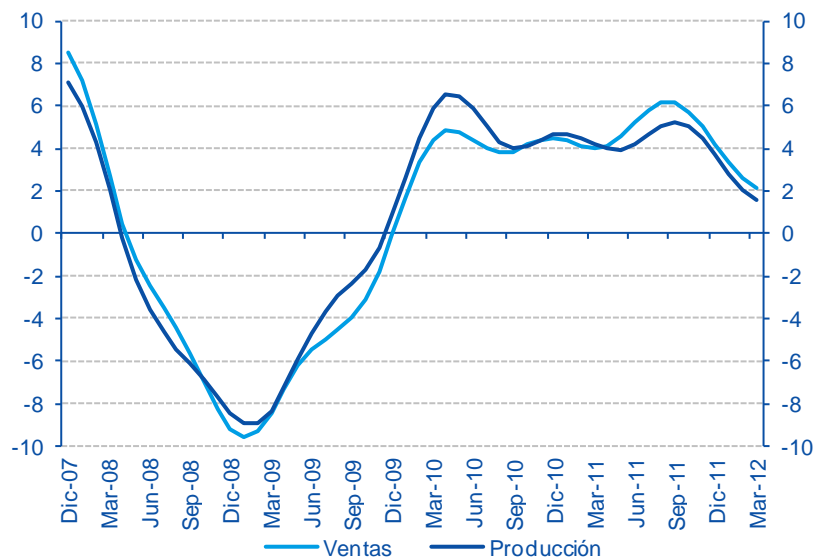


Producción industrial cierra primer trimestre con bajo crecimiento

- En 1T12 producción industrial creció 1,7% anual, vs. 4,4% anual en dic-11 y 5,5% en 1T11
- Se presentó también una desaceleración de las ventas del sector hasta 0% anual
- Estas cifras se diferencian ampliamente de las de la ANDI: 4,1% y 5,5% anual en producción y ventas al cierre del primer trimestre.

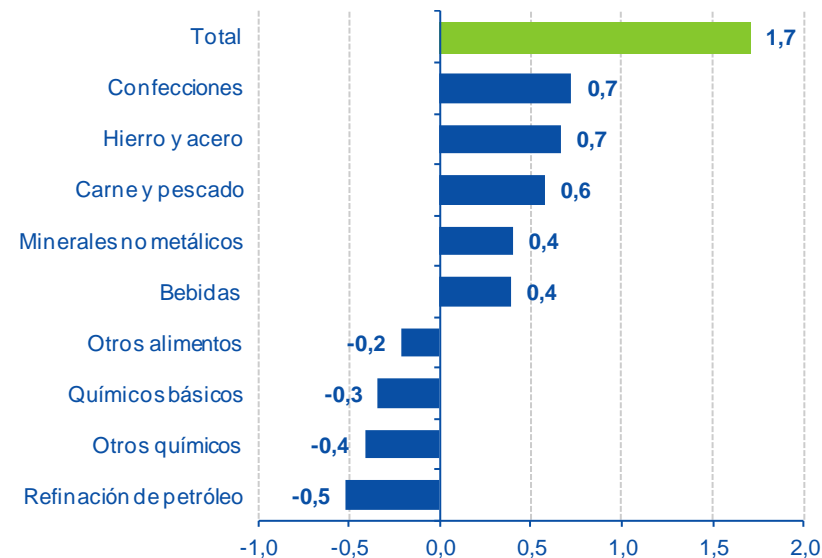
Producción real y ventas reales de la industria (índice ajustado por estacionalidad)

Fuente: DANE y BBVA Research



Sectores con mayores contribuciones positivas y negativas (acumulado a marzo de 2012)

Fuente: DANE y BBVA Research

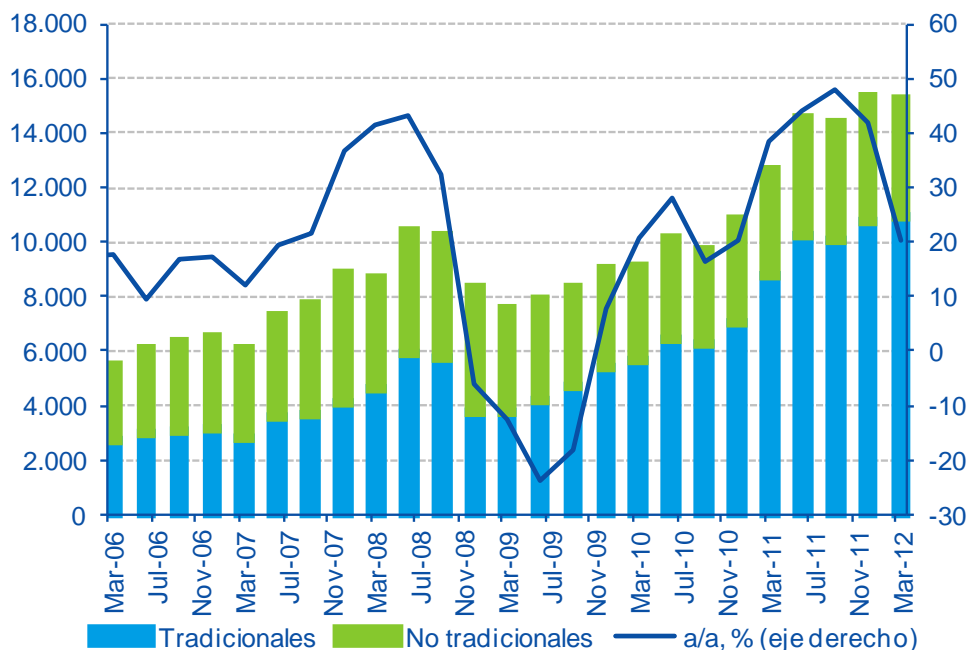


Exportaciones continúan con crecimientos fuertes

- 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

Exportaciones totales (trimestre móvil, millones de USD)

Fuente: DANE y BBVA Research

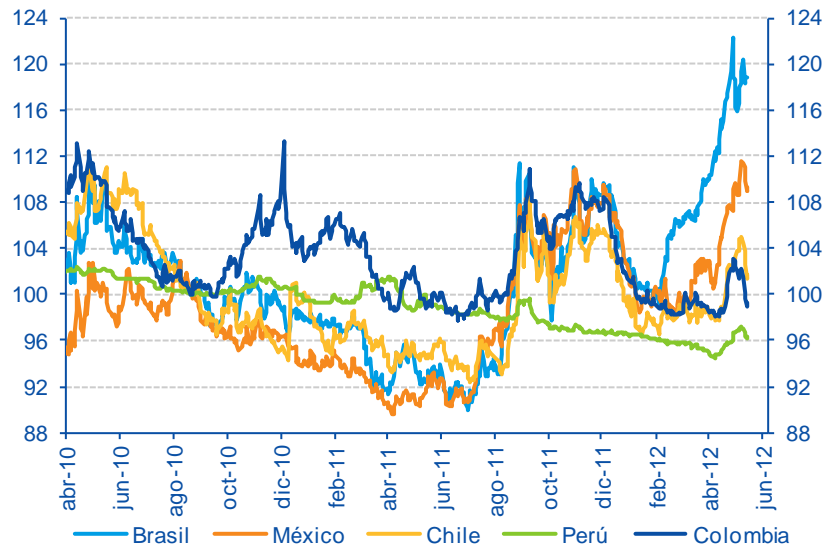


Flujos de inversión extranjera directa continúan respaldando fortaleza del peso

- Inversión extranjera directa alcanzaría a nuevos máximos en 2012.
- El buen desempeño de las exportaciones y una política monetaria más restrictiva continuarán dando soporte a la moneda local.
- Banco central continuará preservando la flexibilidad cambiaria como lo ha hecho hasta ahora. Intervención cambiaria se limita a suavizar los efectos de la volatilidad externa.

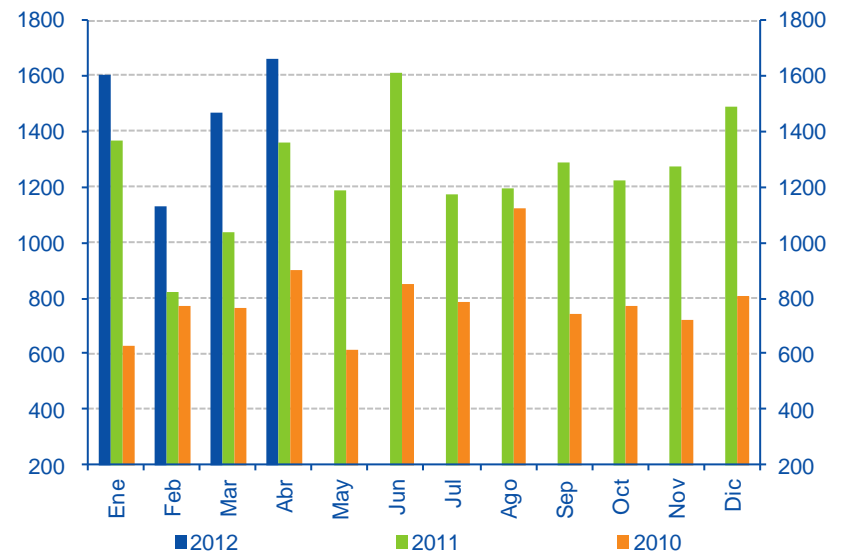
Tasa de cambio Colombia y LatAm (Índice 14Sep10 = 100)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



Inversión extranjera directa (USD mm, mensual)

Fuente: Banco de la República, y BBVA Research

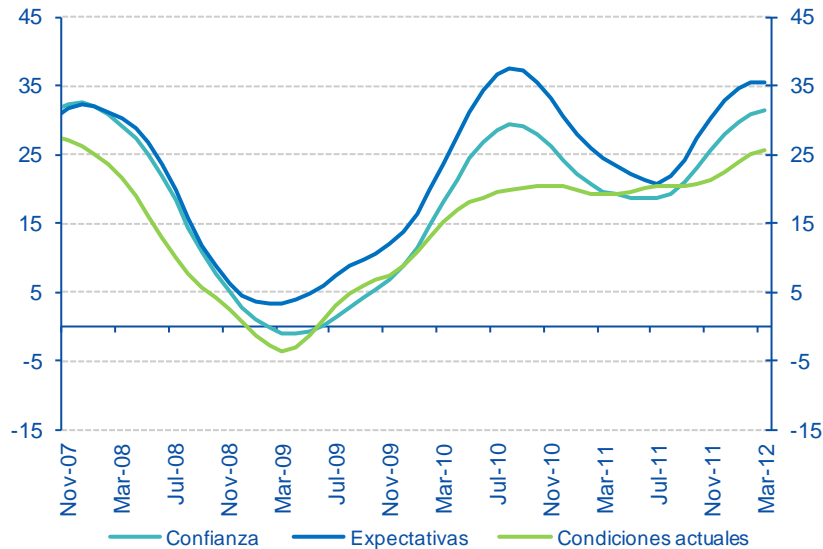


Confianza de consumidores confirma que el gasto de los hogares sigue en niveles altos...

- ...pues los niveles de compra de bienes durables por los hogares se mantendrán en valores máximos, según señalan sus disposiciones a comprar
- Por otra parte, los consumidores se mantienen optimistas acerca de su futuro, principalmente porque está mejorándose las condiciones del mercado laboral.

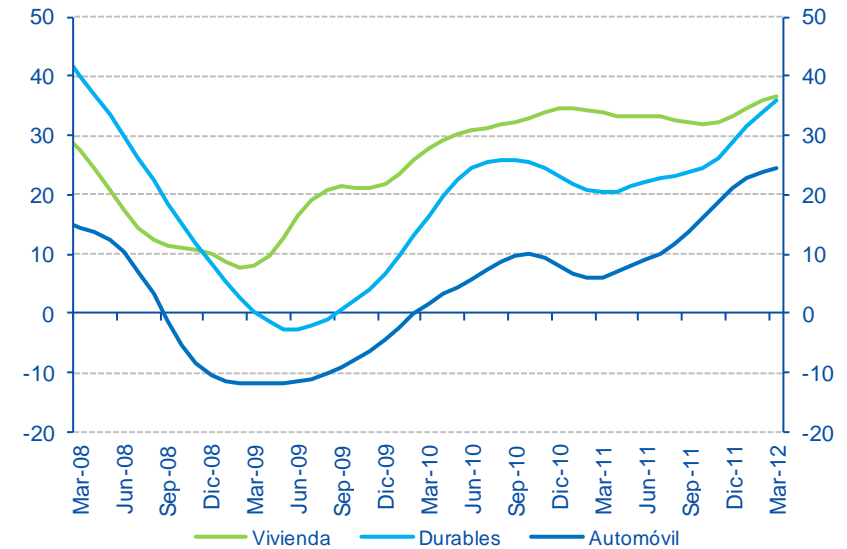
Confianza, expectativas y situación actual en hogares (serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research



Disposiciones de compra de los hogares (serie ajustada por estacionalidad)

Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research



3

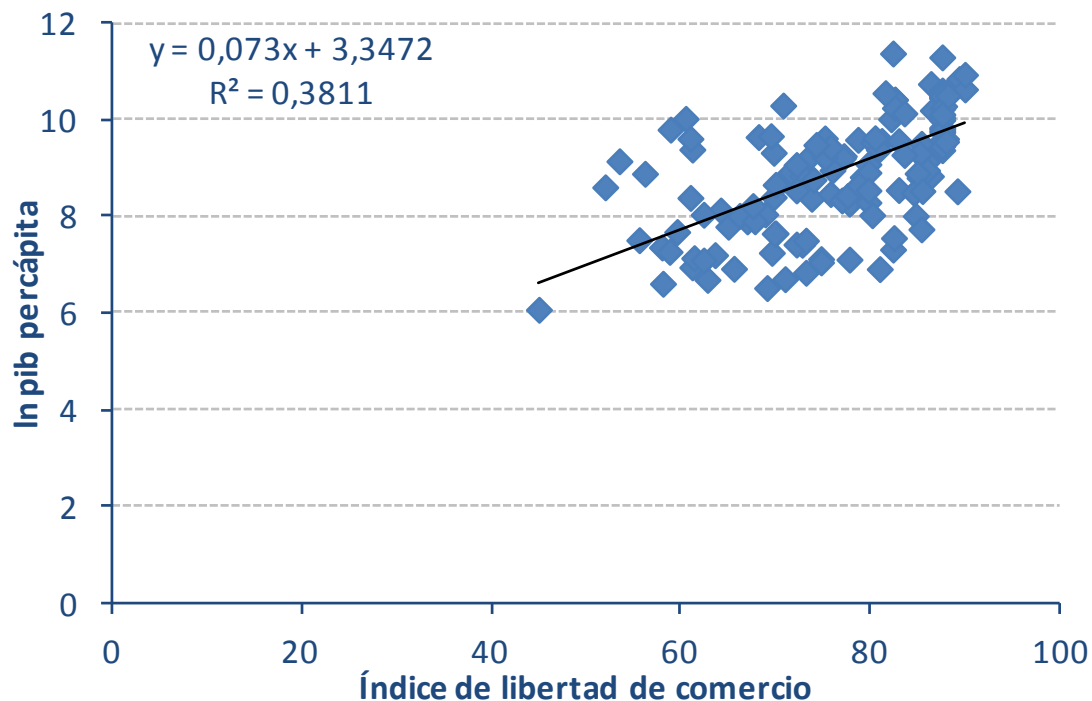
Colombia en un contexto externo

El libre comercio potencia el crecimiento económico

- Existe consenso sobre los beneficios del libre comercio. La apertura comercial tiene efectos positivos sobre el crecimiento y el bienestar de las economías.
- Las economías más abiertas expanden sus fronteras de producción, accediendo a un mercado más amplio. Esto potencia el crecimiento económico.

Índice de libertad de comercio (0-100) y logaritmo natural del PIB per cápita para diferentes países

Fuente: Banco Mundial, Heritage Foundation y BBVA Research



Bondades y efectos distributivos del libre comercio

- Los consumidores mejoran su bienestar por aumento de competencia e incremento de variedad de productos.
- Hay efectos distributivos, pero el efecto neto es típicamente positivo.

Incrementa variedad de productos

Los consumidores encontrarán bienes e insumos que con anterioridad no se comerciaban internamente por los altos aranceles. Aumenta bienestar por incremento de variedad.

Incrementa productividad

Los países especializan su producción en los productos en los que son más competitivos. Asignación de recursos a sectores con ventaja relativa. Esto incrementa la productividad de la economía, potenciando el crecimiento

Aumenta la competencia interna

La reducción de barreras arancelarias aumenta la competencia interna. Efectos pro-competitivos con regulación de mercados, induciendo una reducción en los precios a los consumidores

Efectos redistributivos

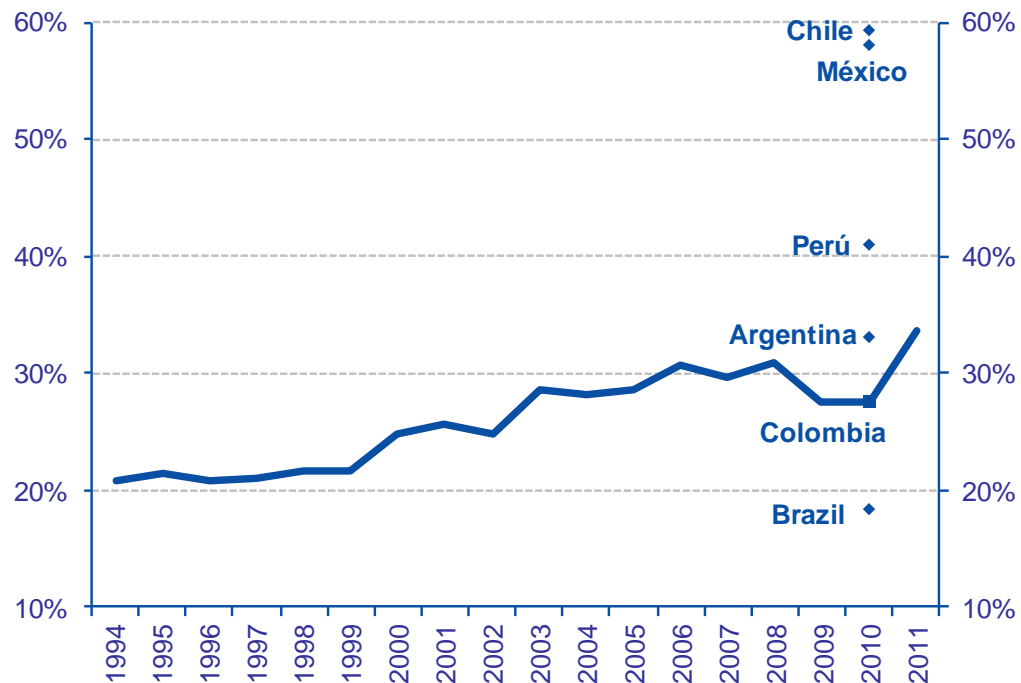
Aunque el efecto neto del libre comercio es positivo, en el camino hay efectos distributivos. Efectos por industrias, personas (nivel de capital humano), y por consumidores / productores.

Colombia es aun un país de cerrado, con baja exposición al comercio exterior

- Pese al proceso de apertura comercial de '90s y la reducción arancelaria de 2011, Colombia aun es un país con un bajo nivel de apertura comercial.
- El nivel de apertura es superior al de Brasil, pero significativamente inferior al de otros países con mayor PIB per cápita como Chile o México.

Grado de apertura comercial: exportaciones + importaciones de bienes / PIB (Datos de balanza de pagos)

Fuente: Banco Mundial, Banrep y BBVA Research

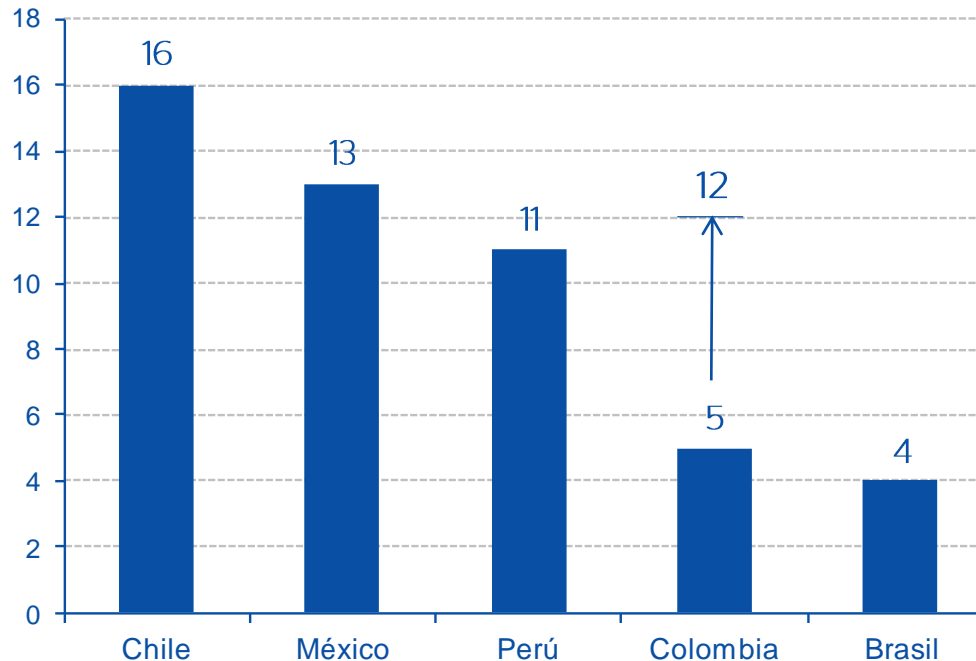


Pocos acuerdos comerciales explican bajo nivel de apertura

- Colombia a firmado 5 TLCs, mientras que los países de mayor nivel de apertura comercial cuentan con 13 (México), 11 (Perú), 16 (Chile).
- Con la entrada en vigencia de los acuerdos que se encuentran en negociación, Colombia aumentará sus TLCs a 11.

Número de tratados de libre comercio por país de la región (no incluyen acuerdos parciales con CAN, Mercosur o Caricom)

Fuente: OEA y BBVA Research



Comercio exterior con perspectiva a ampliarse



TLCs diversifican el comercio exterior, potenciando la productividad y la competencia interna

Desgravación prudente para adecuar las estructuras de producción

	Colombia		Estados Unidos	
	<u>Agropecuario</u>	<u>Industria</u>	<u>Agropecuario</u>	<u>Industria</u>
Libres de impuestos	0	160	0	3603
2012	714	4401	1233	5176
2014	1	0	0	0
2016	112	317	2	0
2018	0	52	0	0
2019	2	0	0	0
2020	2	0	0	0
2021	23	1056	9	20
2023	1	0	0	0
2026	5	0	35	0
2029	0	0	388	0
Otros	76	0	150	18

Entrada del TLC: 76% de productos de EE.UU. y 94% de productos colombianos sin arancel

Proceso de desgravación y de eliminación de cuotas moderado: 2-18 años

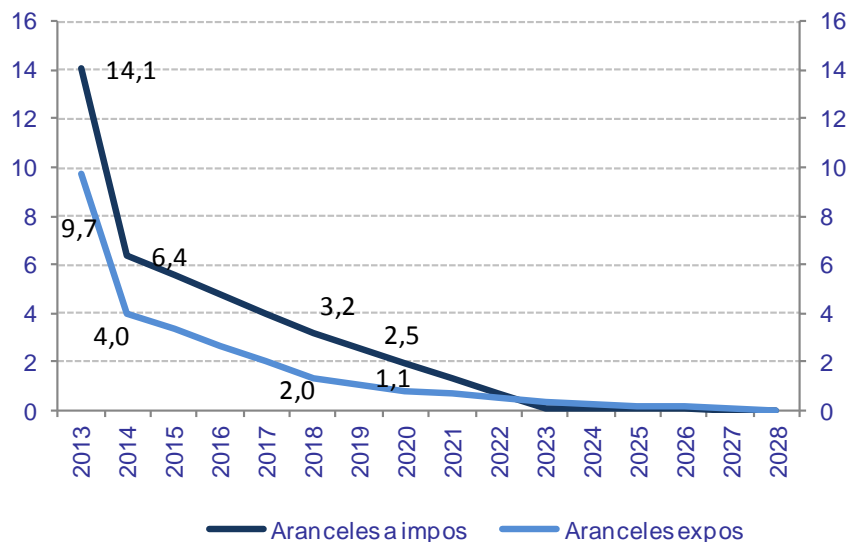
Plazo moderado para ajustar unidades de producción

Desgravación prudente para adecuar las estructuras de producción

- Proceso de desgravación más acelerado en EE.UU. Que en Colombia.
- Arancel a las importaciones se desgrava de manera más rápida que el de los productos que compiten con las exportaciones.

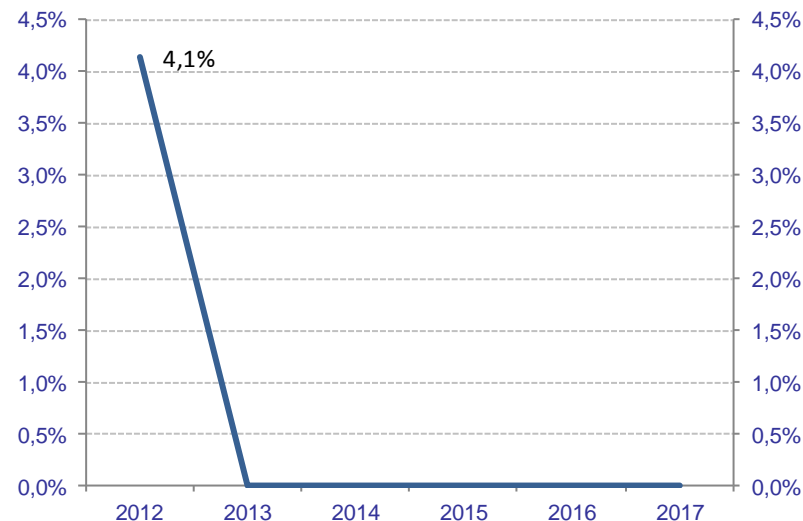
Arancel promedio en Colombia a las principales importaciones y a los productos que compiten con las exportaciones (%)

Fuente: Mincomercio y BBVA Research



Arancel promedio en EE.UU. a las principales exportaciones Colombianas, excluyendo bienes primarios (%)

Fuente: Mincomercio y BBVA Research

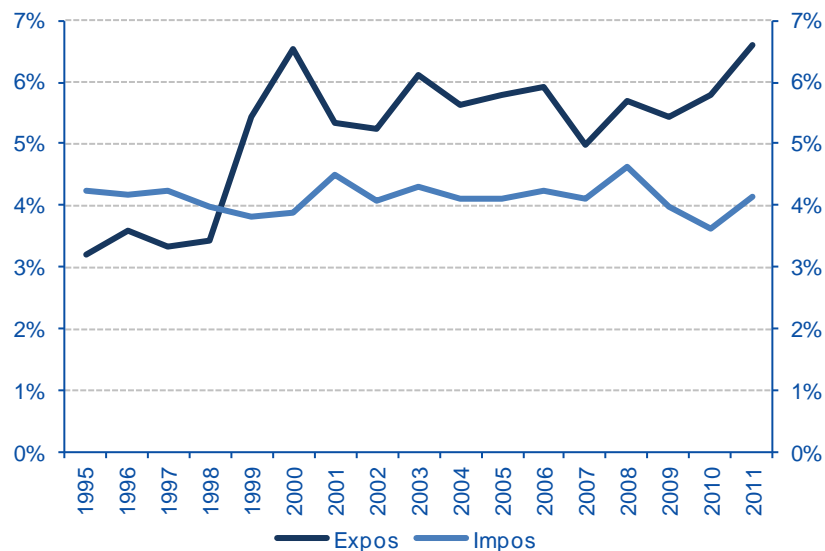


La importancia del acuerdo con los EE.UU.

- Principal mercado de las exportaciones y del origen de las importaciones colombianas. Cercanía geográfica.
- 50% de los beneficios de una hipotética apertura total al comercio provienen del intercambio con los EE.UU. (DNP).
- Sectores no beneficiados ATPDEA entrarán al mercado estadounidense sin aranceles

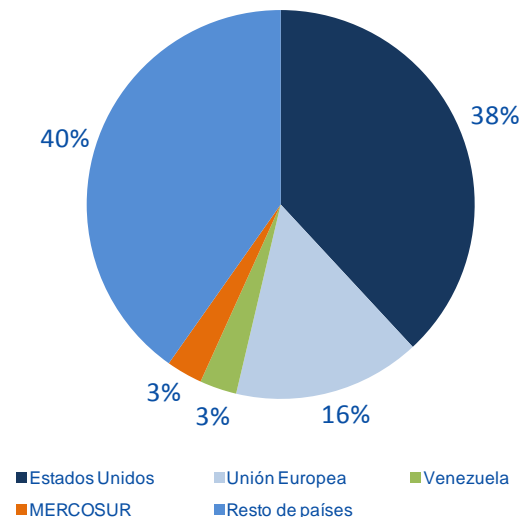
Exportaciones colombianas hacia EE.UU. E importaciones de EE.UU. (% PIB)

Fuente: DANE y BBVA Research



Distribución de las exportaciones colombianas por país de destino

Fuente: DANE y BBVA Research

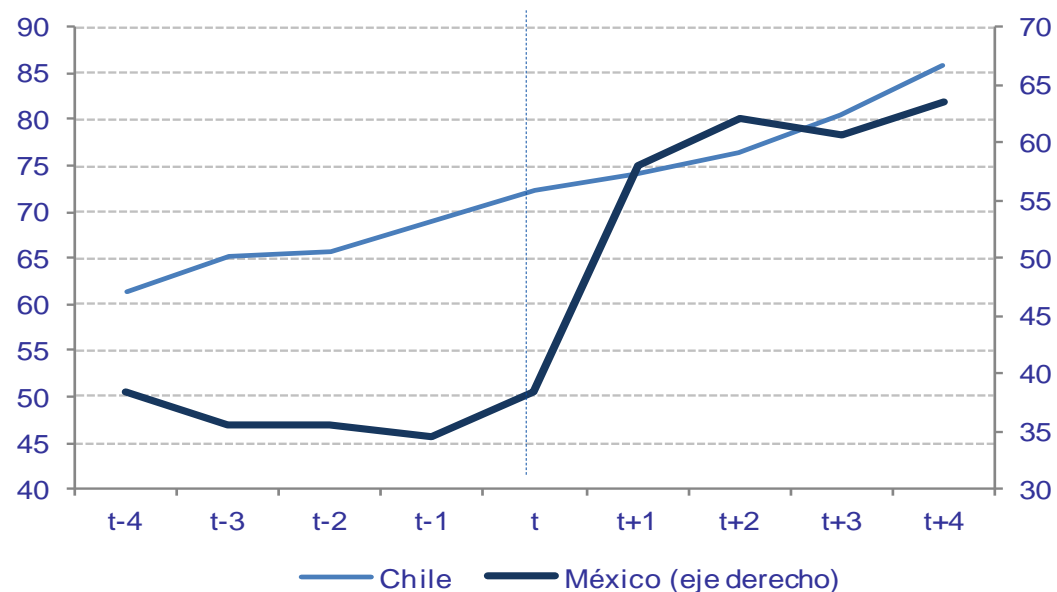


Experiencia de otros países promete potenciar comercio

- México y Chile firmaron acuerdos comerciales con EE.UU., con efectos significativos en comercio exterior para México, y Costa Rica y en menor medida para Chile.
- El impacto para Colombia debería ser intermedio, por cercanía geográfica.

Importaciones y exportaciones de México y Chile antes y después del NAFTA y el TLC respectivamente (% PIB)

Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

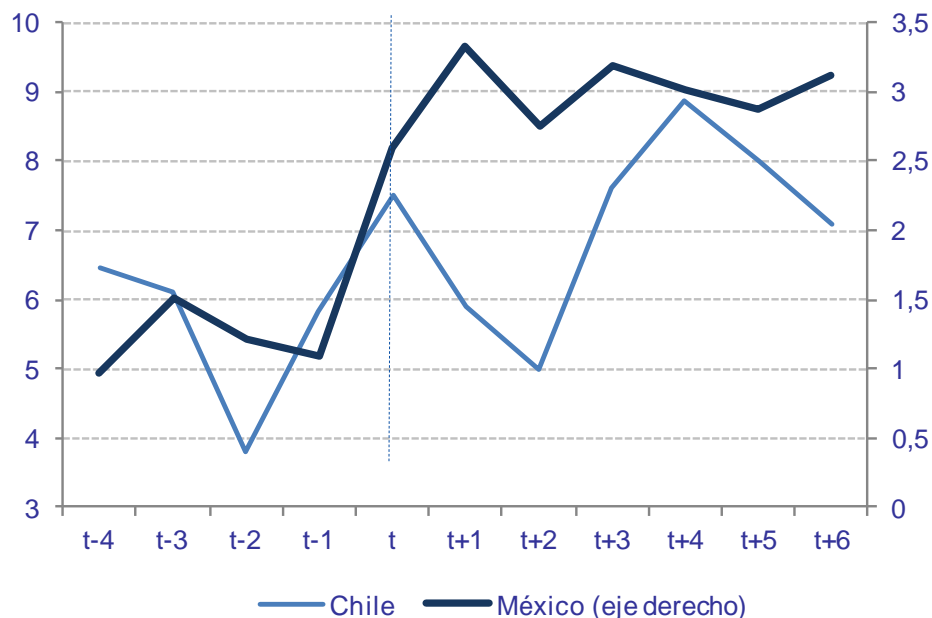


TLCs de países de la región multiplicaron su IED

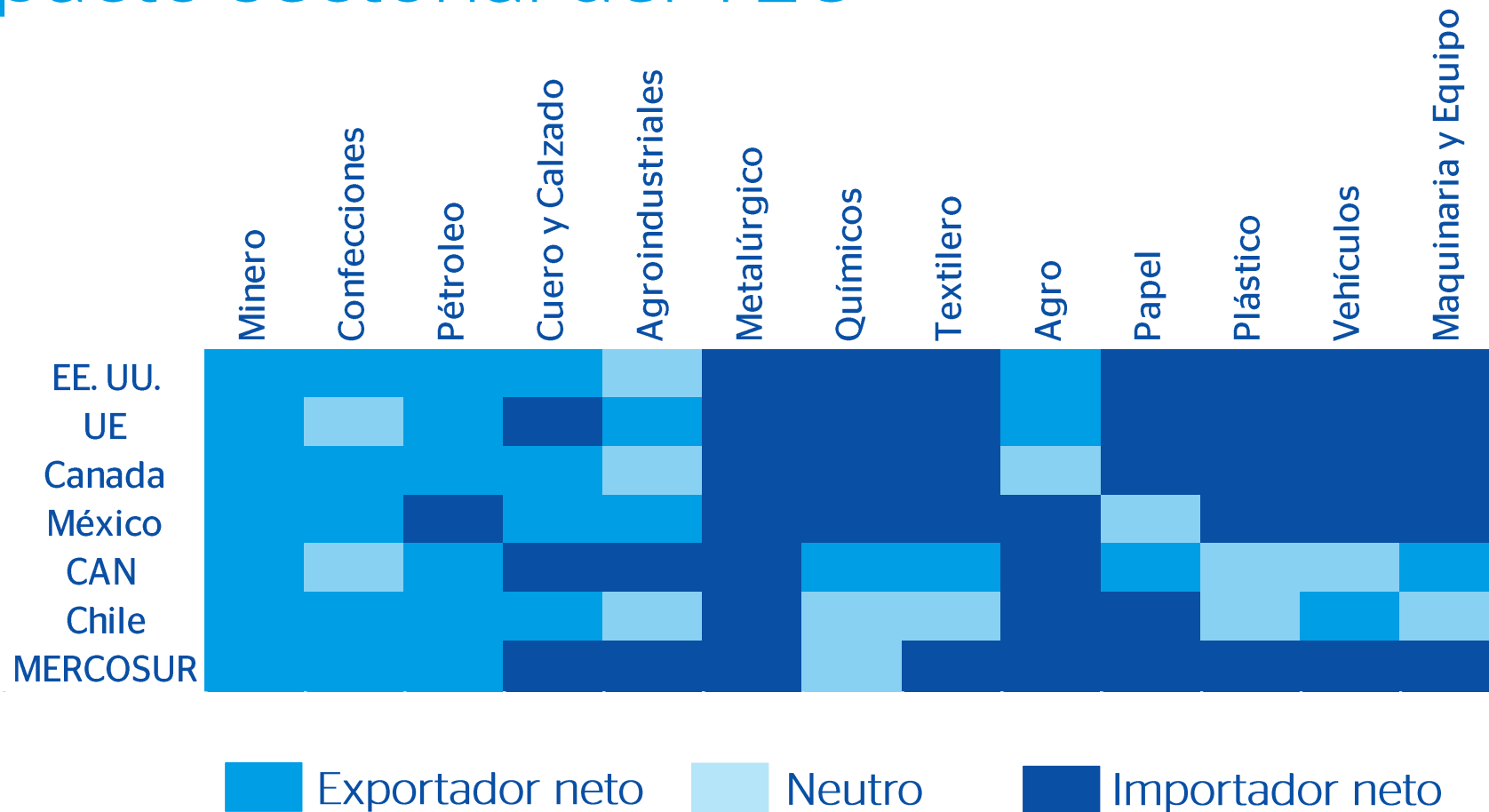
- México casi triplicó su IED, manteniéndola en cerca de 3% después de la entrada en vigencia del NAFTA.
- Chile incrementó su IED desde 5,5% en promedio en los cuatro años antes del TLC, y de 7% cuatro años después del TLC.
- DNP estima incremento de tasa de inversión total en 2% PIB

Inversión Extrajera Directa Neta de México y Chile antes y después del NAFTA y el TLC respectivamente (% PIB)

Fuente: Banco Mundial y BBVA Research



Patrón de comercio actual pronostica impacto sectorial del TLC



Ventaja relativa revelada, Balassa

- Usando el índice de ventaja relativa de Balassa (65), estimamos si Colombia o EE.UU. Tien ventaja relativa para 63 productos.
- Si un país exporta en mayor proporción un producto en comparación al resto del mundo, el país es más productivo para producir dicho producto en relación al mundo

Ventaja relativa
Colombia

Ventaja relativa
EE.UU

Ventaja relativa
Colombia

Desventaja relativa
EE.UU

Desventaja relativa
Colombia

Ventaja relativa
EE.UU.

Desventaja relativa
Colombia

Desventaja relativa
EE.UU.

Ventaja relativa
EE.UU.

Desventaja relativa
EE.UU.

Ventaja relativa
Colombia

- Vegetales y frutas
- Carbón coque
- Tinturas y colorantes
- Aceites y productos de perfumería
- Plásticos en forma primaria
- Papel, cartón y art. de pasta celulosa
- Oro no monetario

- Azúcar, prepar. de azúcar y miel
- Prod. animales y vegetales en bruto
- Café, té, cacao, y derivados
- Petróleo y derivados
- Cuero y manufacturas de cuero
- Plata y aluminio

Desventaja relativa Colombia
Ventaja relativa EE.UU.

Desventaja relativa Colombia
Desventaja relativa EE.UU.

Ventaja relativa
EE.UU.

Desventaja relativa
EE.UU.

Ventaja relativa Colombia
Ventaja relativa EE.UU

Ventaja relativa Colombia
Desventaja relativa EE.UU

Desventaja relativa
Colombia

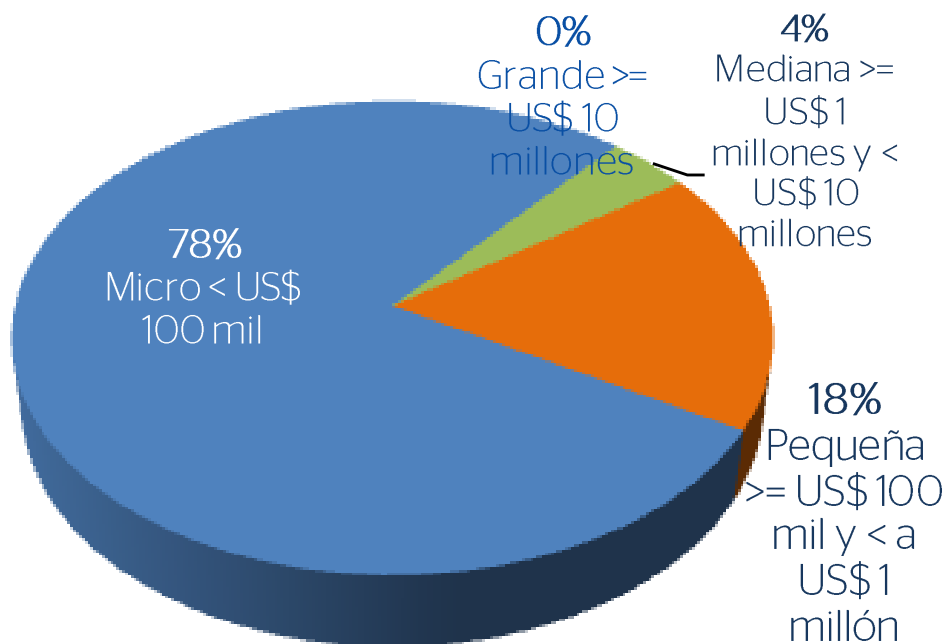
- Carnes
- Aparatos científicos
- Vehículos
- Alimentos p/ animales
- Fertilizantes
- Cereales
- Comestibles diversos
- Cueros
- Oleaginosos
- Caucho
- Corcho y madera
- Pulpa de papel
- Textiles;
- Metálicos y chatarra
- Aceites animales
- Químicos orgánicos e inorgánicos
- Farmacéuticos
- Plásticos
- Productos químicos
- Minerales manufacturados
- Máquinas y equipo para industria

- Animales vivos
- Equipos de fotografía
- Equipo de transporte
- Prendas de vestir
- Muebles
- Artículos de viaje y bolsos de mano
- Calzado
- Electrodomésticos
- Bebidas
- Tabaco
- Gas natural y manufacturado
- Máquinas procesamiento de datos, telecom. y trabajar metales
- Lácteos y huevos
- Pescado, crustáceos, moluscos
- Corriente eléctrica
- Grasas y aceites vegetales
- Grasas animales o vegetales y aceites procesados,
- Manufacturas de caucho, corcho y madera
- Hilados, tejidos, confeccionados
- Metales no ferrosos
- Manufacturas de metales

Perú logró crear nuevas empresas exportadoras y potenciar nuevos productos

Perú: distribución por tamaño de las empresas exportadoras nuevas tras dos años del TLC con EE.UU

Fuente: SUNAT, MINCETUR/ OGEE/ OEEI y BBVA Research



Innovación y emprendimiento con el comercio

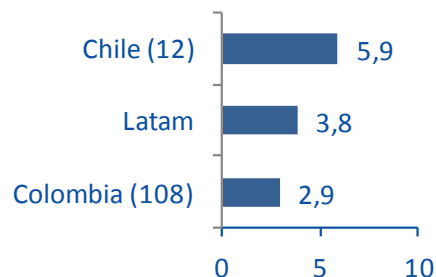
- Tras el TLC con los EE.UU., en los dos años de su vigencia Perú logró crear 1312 nuevas empresas exportadoras, de las cuales 96% son pequeñas y medianas (PYMES).
- Se registraron 418 nuevos productos, 402 de ellos en los no tradicionales.
- Efectos sectoriales del comercio deben ser mirados con cuidado. Es imposible anticipar cambios en el patrón de comercio y creatividad de las personas ante un cambio en los incentivos del comercio.

4 Retos para el aprovechamiento del comercio

Rezagos en infraestructura afectan actualmente la productividad

Ranking de calidad de la infraestructura vial 2011

Fuente World Economic Forum

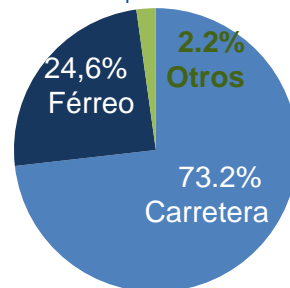


Calidad de las vías

Colombia sólo supera a Bolivia y Paraguay en calidad de las vías. Se ubica por debajo del promedio de LatAm

Distribución de carga por modo de transporte

Fuente MinTransporte

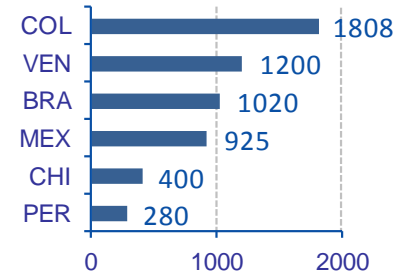


Logística y medios

Entre 1995 y 2011 el volumen transportado aumentó un 128%, mientras que las vías sólo lo hicieron en un 40%. El índice de Ton/km pasó de 3 a 10 en los 15 años.

Costo de transporte por contenedor (USD)

Fuente Banco Mundial



Costos de transporte

Costo interno se ubica en USD 1.808, casi tres veces el promedio de LatAm (USD 687).

Temas administrativos y la infraestructura elevan el costo en aduanas y peajes.

Institucionalidad de la infraestructura, con importantes mejoras

Mejoras



- Mejor capacidad institucional en la agencia de infraestructura. Más tiempo y recursos para estructurar adecuadamente los proyectos.



- Propuestas ambiciosas para mejorar el transporte urbano en las principales ciudades.



- Nueva ley de APPs para aumentar la inversión privada y evitar prácticas de mercado no deseables

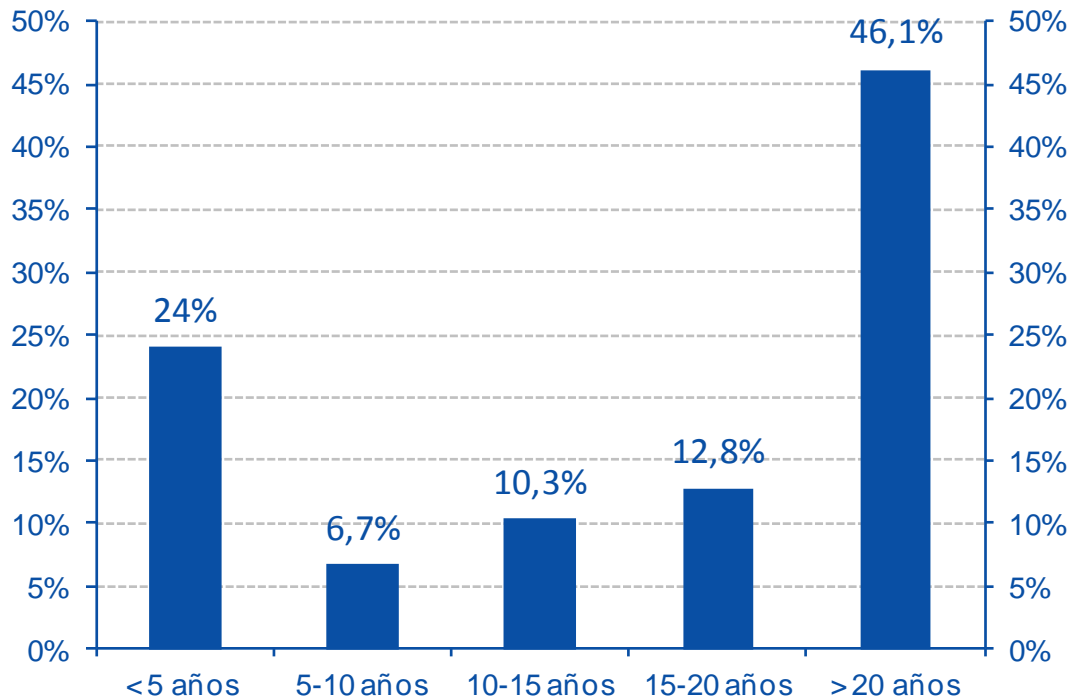


- 2.500 millones de dólares de inversión en infraestructura de carreteras entre 2012 y 2014

Rezago en la calidad del parque automotor

Edad del parque automotor de carga (% del total)

Fuente: DNP y BBVA Research



La calidad del parque automotor introduce costos adicionales

- Mediana alta de la edad del parque automotor incrementa los costos de transporte.
- Costos en tiempo y el riesgo de retrasos en el transporte agravan problema de infraestructura vial.
- Gobierno busca emitir reglamentación que incentive la renovación del parque automotor.

Coordinación regulatoria para aprovechar el TLC

Registros sanitarios y fitosanitarios

Coordinación con la FDA y agencias americanas

- El Gobierno priorizará la coordinación con el gobierno americano por tamaño potencial de mercado
- Representante agrícola en Washington D.C. para agilizar los trámites

Coordinación en las aduanas

DIAN y Policía Nacional

- Coordinación en los estándares de los escáneres.
- Reducción en los tiempos y costos de aduanas, potenciando las ventajas del tratado.

Conclusiones

Economía dinámica en medio de la turbulencia

- La economía colombiana ha afrontado con holgura la turbulencia internacional.
- Los indicadores externos son favorables, previendo mejoras próximas en los mercados financieros y el sector real.

TLCs son una mejora neta en el bienestar

- TLC trae mejoras en bienestar. Efectos pro-competitivos reduciendo costo de vida; aumenta el número de bienes disponible a los consumidores; explota las ventajas comparativas de los países incrementando la productividad.
- Hay impactos redistributivos, pero el efecto neto es positivo.
- Ventaja geográfica colombiana es un activo.

Procesos regulatorios y de adecuación

- Coordinación de procesos entre registros de la DIAN y Policía reducirán los tiempos requeridos para el comercio exterior.
- Gobierno ajustará las normas sanitarias y fitosanitarias para facilitar comercio de bienes vegetales y animales.
- Reforma tributaria y su efecto sobre las zonas francas

Gracias

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

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.bbva.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".

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.