

Observatorio Semanal

Asia

12 de agosto de 2011
Análisis Económico

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Mario Nevares
mario.nevares@bbva.com.hk

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia
xia.le@bbva.com.hk

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar
sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

Claire Chen
claire.chen@bbva.com.hk

Mercados
Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

La región se prepara para los riesgos al crecimiento

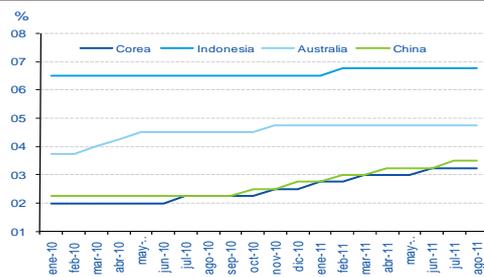
Mientras los mercados mundiales giran en torno a la inquietud acerca de la deuda de EE. UU. y Europa y las perspectivas de crecimiento, los inversores asiáticos vigilan atentamente las perspectivas para la demanda externa de la región y las repercusiones que tendrá la nueva flexibilización monetaria de EE. UU. (ver Mercados). Hasta ahora, las perspectivas de la región siguen siendo muy halagüeñas, y los últimos indicadores de actividad de exportación han aguantado sorprendentemente bien. Dicho esto, un pronunciado deterioro del crecimiento mundial o el aumento de la inestabilidad financiera en el extranjero tendrían un efecto muy perjudicial para la región, especialmente en las economías más pequeñas y más orientadas hacia las exportaciones (*Situación Asia*). Afortunadamente, la mayor parte de la región tiene margen político para amortiguar estos efectos, como ya se ha visto en el hecho de que los bancos centrales hayan indicado un aplazamiento de los movimientos alcistas de los tipos (Gráfico 1 y Datos relevantes). Pero a pesar de los riesgos bajistas para la economía mundial, nuestras previsiones siguen siendo que en Asia se producirá un repunte gradual durante el resto del año.

Fuertes indicadores de actividad con aumento de la inflación

Los últimos datos publicados apuntan a una producción y demanda externa sorprendentemente fuertes. Las exportaciones de junio sorprendieron en China y Taiwán, con un gran superávit comercial en China, lo que pudo ser un factor para su disposición a permitir la apreciación de la moneda (0,8% frente al USD la semana pasada) en medio de la crisis mundial. El resultado del PIB de Hong Kong en el 2T fue un robusto 5,1% a/a, aunque se quedó un poco por debajo de las expectativas; por otro lado, la producción industrial de junio se aceleró de forma inesperada en la India (8,8% a/a; anterior: 5,8%) y Malasia (1,0% a/a; anterior: -5,1%). En China, aunque la inflación de julio fue un poco más alta de lo previsto, los indicadores de actividad mensuales aguantaron razonablemente bien (Datos relevantes), lo que contribuye a reforzar la confianza en que el crecimiento de la región en general seguirá en marcha.

Gráfico 1

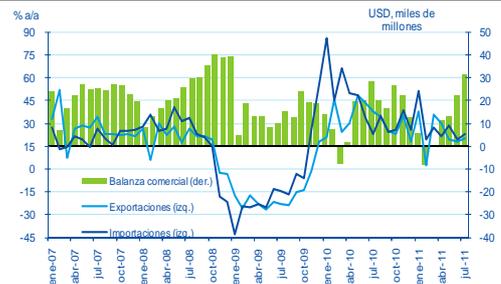
La subida de los tipos de interés se deja por el momento en espera



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2

Las exportaciones de julio de China dieron como resultado un gran superávit



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Datos relevantes

Los bancos centrales frenan momentáneamente el ajuste monetario

A pesar de las presiones inflacionistas, los tipos de interés se mantienen en espera

Situación China en el 3T: el crecimiento se modera hacia un aterrizaje suave

Nuestro último informe trimestral sobre China ve una tendencia de moderación saludable

Continúa el avance hacia la internacionalización de la moneda de China

Las nuevas medidas que permiten enviar remesas de RMB a China como IED son bien recibidas

Análisis Económico

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Mercados

Las bolsas asiáticas no se han librado de la volatilidad que aflige a los mercados mundiales como consecuencia de la rebaja de la calificación de EE. UU. que efectuó S&P, de los temores de una desaceleración en dicho país y de las preocupaciones por la deuda soberana de Europa. La mayoría de los índices de referencia de la región se estabilizaron al cierre de la semana, pero terminaron con fuertes pérdidas. Por otra parte, el comportamiento de las divisas asiáticas fue heterogéneo. El aumento de la aversión al riesgo está provocando presiones de apreciación sobre el yen, mientras que las ventas de otras monedas tradicionalmente arriesgadas están siendo limitadas debido a las expectativas de una mayor flexibilización monetaria en EE. UU. y a los fuertes datos de actividad registrados en China, una buena señal como amortiguador contra la debilidad mundial. Por ello, la mayoría de las monedas cerraron la semana con un margen de fluctuación de +/-1% frente al dólar estadounidense.

¿Nos encomendamos a Bernanke?

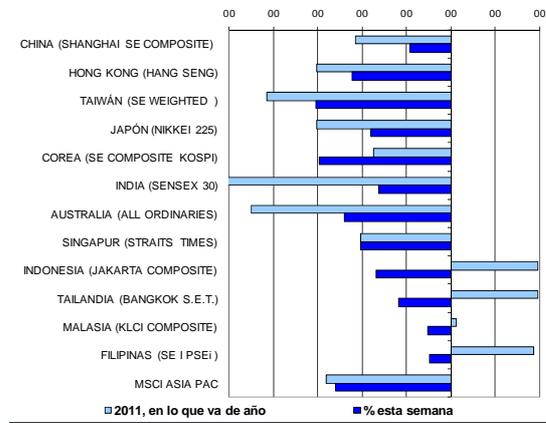
El pánico de los mercados refleja la falta de confianza en la capacidad de los responsables políticos mundiales para abordar las crecientes perspectivas de desaceleración del crecimiento mientras se acentúa la crisis de deuda europea. Las preocupaciones se generaron a raíz de la rebaja que hizo S&P de la calificación de la deuda de EE. UU. de AAA a AA+. Aunque dicha rebaja no ha provocado una venta importante de valores del Tesoro de EE. UU., pone de relieve las limitaciones a las que se enfrenta el gobierno de dicho país a la hora de reavivar la economía. En cuanto a la política monetaria, en la reunión del FOMC celebrada esta semana se dijo explícitamente que la Fed mantendría los tipos de interés bajos hasta mediados de 2013 y se dejó la puerta abierta a una posible flexibilización cuantitativa adicional (QE). Además, las diversas opiniones sobre la eficacia de una tercera ronda de compra de activos también están polarizando los mercados, pero todo movimiento en esta dirección debilitaría muy probablemente el dólar estadounidense, fortalecería las divisas asiáticas y provocaría que se hablara de nuevo de una "guerra de divisas".

En Europa, los inversores siguen cuestionando la capacidad de los líderes políticos para evitar el contagio. Tras la conferencia telefónica del G7 durante el pasado fin de semana, el Banco Central Europeo (BCE) anunció el lunes la compra de deuda italiana y española para impedir nuevas subidas en la rentabilidad de sus bonos y atajar un importante canal de contagio. Dicho esto, los efectos no han desaparecido y el foco ha cambiado hacia la estabilidad de los grandes bancos franceses que son importantes tenedores de deuda griega. La defensa que hicieron S&P y Moody's el jueves de la calificación soberana francesa ha contribuido a aliviar las tensiones por ahora, pero la confianza sigue siendo débil. Los bancos centrales y las instituciones financieras de Asia están relativamente menos expuestos a la deuda europea, pero aún así son vulnerables a los riesgos sistémicos del sistema bancario mundial.

Los bancos centrales asiáticos hacen una pausa ante las turbulencias de los mercados

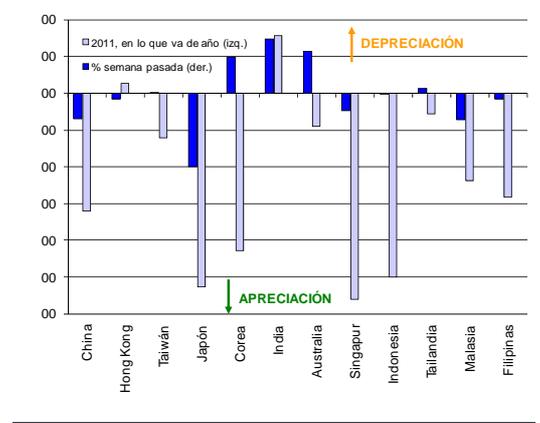
En vista de los trastornos que han experimentado los mercados en las últimas semanas y ante la posibilidad del debilitamiento de la economía mundial, las autoridades monetarias de Asia han dado más prioridad al crecimiento que a la inflación en sus medidas políticas y han interrumpido por ahora los movimientos alcistas de los tipos (véase Datos destacados). Así pues, el Banco de Corea dejó sus tipos sin cambios pese a la evidencia de que persiste una elevada inflación, mientras que en la reunión de directivos del Consejo de Estado de China que tuvo lugar el 9 de agosto se confirmó el objetivo de controlar la inflación pero se eliminó la expresión "máxima prioridad". Los mercados de bonos incorporaron rápidamente un escenario de crecimiento más pesimista y se pudo observar un gran aplanamiento en todos los mercados. En Australia, los mercados empezaron a anticipar que ya en septiembre se produciría un recorte de los tipos por parte del RBA, aunque esto no es lo que nosotros anticipamos. El cambio AUD-USD se ha apoyado principalmente en el atractivo de la estrategia de carry, y las perspectivas de recortes de los tipos repercuten en el par. El sorprendente aumento del número de desempleados registrado esta semana podría reforzar la tendencia a la baja a corto plazo.

Gráfico 3
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Datos relevantes

Los bancos centrales desaceleran el ajuste monetario en medio de la crisis financiera mundial

Una de las respuestas de la región al deterioro de las perspectivas mundiales y la volatilidad financiera ha sido desacelerar el ritmo de ajuste monetario. Esto se ha visto de forma clara esta semana cuando el Banco de Corea mantuvo sin cambios su tipo de referencia en el 3,25% por segundo mes consecutivo a pesar de que el resultado de la inflación de julio fue superior al previsto, con un 4,7% a/a (por encima del objetivo de inflación del BdC, situado entre el 2% y el 4%). El BdC citó los riesgos bajistas a causa de "la posible continuidad de la desaceleración económica en países importantes, el contagio de los problemas de la deuda soberana en Europa y el malestar de los mercados financieros internacionales", pero indicó que se prevé que continuarán las presiones inflacionistas y que de cara al futuro la política monetaria estará orientada hacia la estabilidad de los precios (de ahí nuestras expectativas de un nuevo movimiento alcista de los tipos antes de que termine el año). Por su parte, Indonesia también dejó los tipos en espera la semana pasada, aduciendo como razón principal la caída de la inflación. Por último, a comienzos de este mes el Banco de Reserva de Australia dejó sus tipos sin cambios en el 4,75% a pesar de que el resultado de la inflación del 2T fue superior al previsto, mientras que rebajó sus perspectivas de crecimiento y mencionó los riesgos a la baja para la economía mundial; algunos observadores del mercado prevén incluso que Australia hará recortes en los tipos de interés antes de que termine el año (una visión que no compartimos). Las autoridades de China también se han mostrado reacias a ajustar la política monetaria en el entorno mundial actual. Dado que nuestro escenario central contempla un repunte gradual del crecimiento de la región en lo que queda de año, seguimos anticipando modestas subidas de los tipos en la región.

Situación China en el 3T: a pesar de los riesgos, el crecimiento se modera hacia un aterrizaje suave

Ante el aumento de la incertidumbre a causa de las débiles perspectivas de EE. UU. y la UE, la solidez de la economía china juega una vez más un papel crucial para sostener las perspectivas de crecimiento regionales y mundiales. En ese contexto, el informe [Situación China](#) que acabamos de publicar revisa los últimos acontecimientos y actualiza los riesgos para las perspectivas económicas. Dado que el crecimiento se ha moderado en los últimos trimestres, los riesgos de recalentamiento se han reducido, pero el aumento de la inflación sigue siendo un reto. Al mismo tiempo, nuestro análisis indica que aunque se desaceleren las economías desarrolladas no es probable que se produzca un aterrizaje brusco de la economía china, ya que el impulso de crecimiento subyacente sigue siendo fuerte y además tienen margen para aplicar una política monetaria y fiscal que amortigüe los efectos del choque externo sobre su crecimiento interno. La moderación del crecimiento del PIB en China durante la primera mitad de 2011 ha sido gradual y refleja sobre todo los esfuerzos de las autoridades por evitar el recalentamiento. De hecho, los indicadores publicados esta semana y correspondientes a julio muestran que la producción industrial y las exportaciones aguantan bien y están en línea con las expectativas o incluso las superan. La inflación ha subido muy por encima de las previsiones, hasta llegar al 6,5% a/a en julio. Este aumento ha sido impulsado sobre todo por los precios de los alimentos y de las materias primas (Gráfico 5), pero esperamos que se modere en lo que queda de año a medida que las medidas surtan efecto y que se reduzcan los precios de las materias primas. A medio plazo, el riesgo que existe es el alto nivel de endeudamiento de los gobiernos locales, que es consecuencia del último plan de estímulo fiscal aplicado en 2008-2009. Sin embargo, el nivel de esa deuda todavía parece ser manejable y las autoridades ya están tomando medidas para limitarlo. Con la reducción de los riesgos de recalentamiento y el aumento de los riesgos bajistas, el ciclo de ajuste de la política monetaria de China parece estar acercándose a su fin.

Inicio →

Mercados →

Calendario →

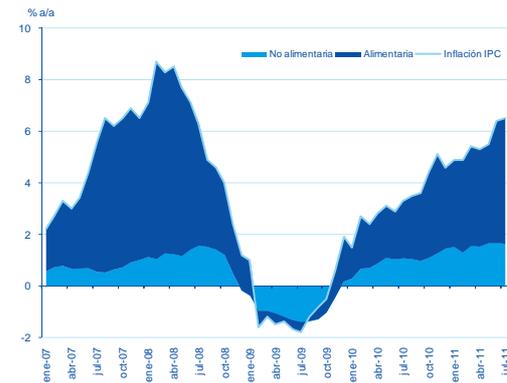
Datos mercados →

Gráficos →

Continúa el avance hacia la internacionalización de la moneda de China

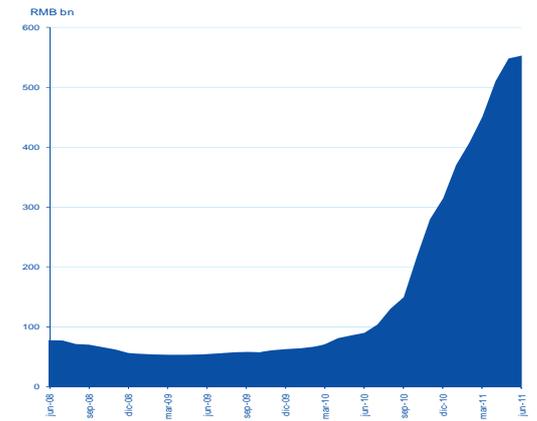
Uno de los obstáculos de China en sus esfuerzos por acelerar el uso internacional de su moneda (RMB) han sido las restricciones del uso del RMB extraterritorial, que hace la tenencia de la moneda menos atractiva. A este respecto, el Banco Popular de China (BPdC) dio un importante paso político a mediados de julio al tomar una medida que permite a las empresas extranjeras remitir RMB extraterritoriales a China continental con fines de inversión directa (IED). Antes ya se habían permitido tales flujos, pero sólo se aprobaban caso por caso. La nueva medida aportará más regularidad, aunque todavía se encuentra en fase experimental y excluye a los sectores “bajo control y supervisión gubernamental” (como el sector inmobiliario, dados los esfuerzos de ajuste de las autoridades). No obstante, se prevé que con el tiempo se ampliará. Hay que decir que los esfuerzos de China para internacionalizar su moneda se están implementando a un ritmo gradual, ya que las autoridades no desean abrir la cuenta de capital con demasiada rapidez. Un ejemplo de ello es que este mes el BPdC endureció las restricciones sobre la toma de préstamos de las empresas nacionales a través de sus subsidiarias en el mercado del RMB con el fin de volver a llevar los fondos a China continental (aunque aún se permite tomar préstamos en USD). Esta medida parece tener como objetivo la reducción de la entrada de capitales, ya que las empresas nacionales tienen incentivos para pedir préstamos fuera del país a tipos de interés favorables. Lo que nos da una idea de la magnitud del mercado de RMB extraterritorial es el tamaño de los depósitos en Hong Kong, que han seguido creciendo con fuerza (Gráfico 6).

Gráfico 5
La inflación de China sube de nuevo al aumentar los precios de los alimentos



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6
Los depósitos en RMB en Hong Kong siguen aumentando



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Calendario Indicadores

Australia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de los costes salariales, a/a	17 ago	2T	3,80%	4,00%
Salarios semanales promedio (a/a)	18 ago	MAY	3,80%	4,00%
China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
IED real (a/a)	12-15 ago	JUL	2,80%	--
Nuevos préstamos en yuanes (millones)	12-15 ago	JUL	633.900	550.000
Masa monetaria - M2 (a/a)	12-15 ago	JUL	15,90%	15,80%
Hong Kong	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	18 ago	JUL	3,50%	3,50%
India	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Precios mayoristas mensuales (% a/a)	16 ago	JUL	9,44%	9,20%
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Deflactor del PIB a/a	15 ago	2T A	-1,90%	-1,70%
PIB nominal (t/t)	15 ago	2T A	-1,30%	-1,40%
PIB anualizado	15 ago	2T A	-3,50%	-2,50%
Exportaciones comerciales interanuales	18 ago	JUL	-1,6%	-1,8%
Importaciones comerciales interanuales	18 ago	JUL	9,8%	10,9%
Índice de actividad de toda la industria	19 ago	JUN	2,00%	2,20%
Malasia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
IPC a/a	17 ago	JUL	3,50%	3,60%
PIB (interanual)	17 ago	2T	4,60%	3,80%
Filipinas	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Remesas del extranjero (a/a)	15 ago	JUN	6,90%	--
Singapur	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas minoristas excl. vehículos (a/a)	15 ago	JUN	8,30%	12,40%
Ventas minoristas (a/a)	15 ago	JUN	10,00%	11,00%
Exportaciones de productos electrónicos	17 ago	JUL	-17,20%	--
Exportaciones nacionales no rel. con el p.	17 ago	JUL	1,10%	4,80%
Corea	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas grandes almacenes (a/a)	17-19 ago	JUL	8,20%	--
Ventas tiendas de descuento (a/a)	17-19 ago	JUL	2,70%	--
Taiwán	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
PIB - Precios constantes (a/a)	18 ago	2T P	4,88%	--
Balanza por cuenta corriente (USD)	18-19 ago	2T	--	--
Pedidos de exportación (a/a)	19 ago	JUL	9,18%	--

Indicador de la semana: crecimiento del PIB del 2T en Japón (15 de agosto)

Previsión: -0,7% t/t desest. Consenso: -0,7% t/t desest. Anterior: -0,9% t/t desest.

Comentario: los datos del PIB del 2T reflejarán el impacto económico del terremoto del 11 de marzo en todo el trimestre. El PIB del primer trimestre resultó más débil de lo previsto, pero reflejaba sobre todo la lentitud de la actividad antes del terremoto. La mayoría de los indicadores de actividad apuntan a una pronunciada caída en la producción y en las exportaciones de marzo/abril, con un repunte a partir de mayo a medida que se reducen los problemas en las cadenas de suministro. Por consiguiente, se prevé que en el 2T el PIB se habrá contraído por tercer trimestre consecutivo, aunque esperamos un repunte en la segunda mitad del año. **Repercusión en los mercados:** un valor por debajo de lo previsto, en especial si supera lo que puede achacarse a los problemas derivados del terremoto, aumentaría la inquietud por la debilidad mundial y podría minar la confianza.

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos mercados →

Gráficos →

Calendario: eventos

Australia: actas de agosto del Comité del Banco de Reserva, 16 de agosto

Datos de los mercados

MERCADOS BURSÁTILES	ÍNDICE	Última cotización	Variación porcentual semanal	En lo que va de año	Variación porcentual en 1 año
	China - Shanghai Comp.			-1,0	-7,4
Hong Kong - Hang Seng		19.933,4	-4,8	-13,5	-5,6
Taiwán - Weighted		7.775,0	-1,0	-13,3	-0,7
Japón - Nikkei 225		8.997,6	-3,3	-12,0	-2,3
Corea - Kospi		1.835,9	-5,6	-10,5	6,6
India - Sensex 30		17.059,4	-1,4	-16,8	-5,6
Australia - SPX/ASX 200		4.196,5	2,2	-11,6	-4,6
Singapur - Strait Times		2.846,8	-4,9	-10,8	-2,7
Indonesia - Jakarta Comp.		3.869,4	-1,3	4,5	27,9
Tailandia - SET		1.062,1	-2,9	2,8	23,2
Malasia - KLCI		1.487,4	-2,4	-2,1	10,2
Filipinas - Manila Comp.		4.352,6	-1,9	3,6	25,0

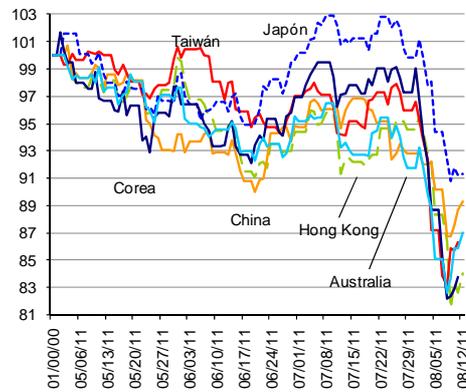
Última actualización: viernes, 11:15 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Cambio porcentual durante una semana	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)		6,40	0,71	6,36
Hong Kong (HKD/USD)		7,79	0,17	7,8	8
Taiwán (TWD/USD)		28,9	-0,01	28,70	28,29
Japón (JPY/USD)		76,8	2,03	76,7	76,3
Corea (KRW/USD)		1.078	-0,98	1.083,10	1.088,20
India (INR/USD)		45,4	-1,87	45,5	46
Australia (USD/AUD)		1,03	-1,12	1	n.a.
Singapur (SGD/USD)		1,21	0,48	1,21	1,2
Indonesia (IDR/USD)		8.546	0,02	8.620	8.840
Tailandia (THB/USD)		29,9	-0,13	30,01	30,3
Malasia (MYR/USD)		2,99	0,72	3,0	3
Filipinas (PHP/USD)		42,6	0,16	42,45	42,55

Última actualización: viernes, 11:15 hora de Hong Kong

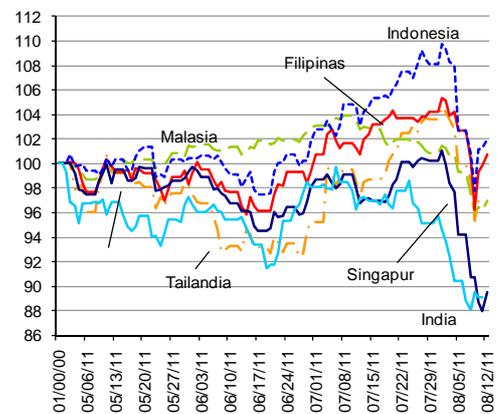
Gráficos

Gráfico 7
Mercados bursátiles



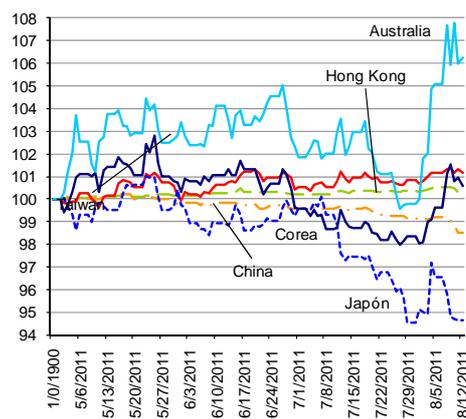
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8
Mercados bursátiles



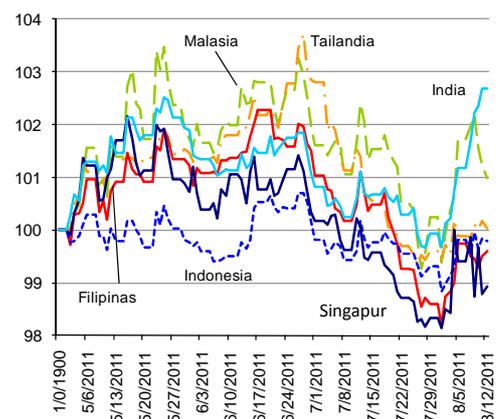
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 9
Mercados de divisas



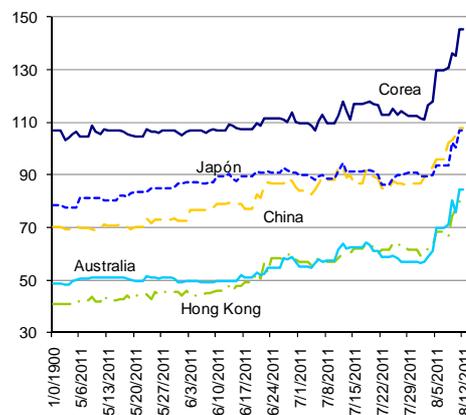
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10
Mercados de divisas



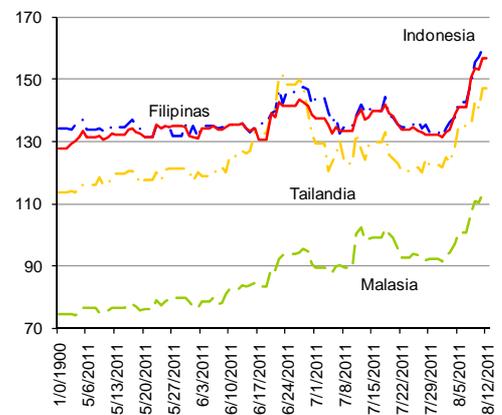
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11
Credit Default Swaps



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12
Credit Default Swaps



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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 O182.