

Observatorio semanal

Asia

26 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

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

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

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

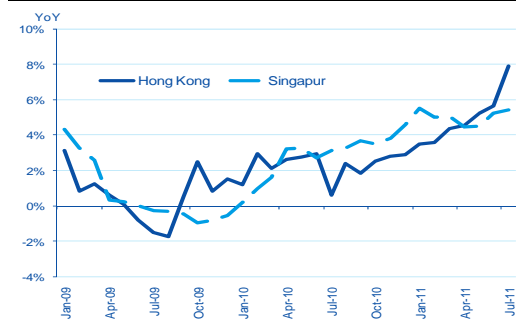
La actividad se frena y la inflación persiste

Los mercados de la región ya no están en caída libre, pues se ha moderado la aversión al riesgo y los inversores están a la espera del discurso del presidente de la Fed en Jackson Hole (Mercados). Aunque los mercados financieros siguen el ejemplo del extranjero, seguimos confiando en que el crecimiento de Asia se reanudará, ya que el impulso de China continúa impulsando la demanda regional. A la rebaja de la calificación soberana de Japón efectuada por Moody's esta semana se le ha restado importancia mayoritariamente, ya que se había anticipado y refleja un acercamiento a S&P y Fitch, si bien las perspectivas políticas son inciertas tras la dimisión del primer ministro Kan. Los indicadores de actividad muestran nuevos signos de desaceleración, en algunos casos por debajo de las expectativas (véase abajo), aunque la demanda interna sigue siendo sólida. Pero al mismo tiempo, los resultados de la inflación han superado las previsiones, lo que plantea un dilema para los bancos centrales a medida que aumentan los riesgos bajistas para el crecimiento.

Se acerca una semana repleta de datos

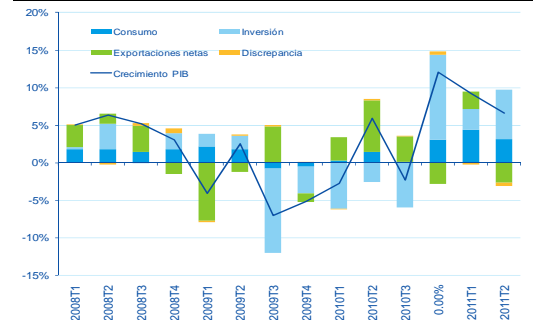
Esta semana se publicaron algunos datos importantes, incluidos el PIB del segundo trimestre en Tailandia (Datos relevantes), la inflación de Singapur (5,4% a/a; cons.: 5,0%), Hong Kong (7,9% a/a; cons.: 8,2%) (Gráfico 1) y Vietnam (23,0% a/a, ant.: 22,2%), y la producción industrial de Taiwán (3,9% a/a; cons.: 5,4%) y Singapur (7,4% a/a; cons.: 7,8%). En su gran mayoría, las tendencias observadas en los últimos meses se mantienen intactas, es decir, lento crecimiento con aumento de la inflación (especialmente en Vietnam, donde la estabilidad macroeconómica sigue en riesgo). La próxima semana se publicarán datos mucho más importantes. En concreto, los mercados estarán atentos al índice de gerentes de compras (PMI) de China (Indicador de la semana), los indicadores de actividad de Japón, el PIB de la India y Filipinas y la inflación de Corea y Tailandia. Prevemos que los indicadores de actividad mostrarán solidez, especialmente en China, donde esperamos un repunte en el PMI, y en Japón, donde continúa la recuperación tras el terremoto.

Gráfico 1
La inflación aumenta en Hong Kong y Singapur



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 2
El PIB del 2T de Tailandia se desacelera



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Datos relevantes

China presenta medidas para apoyar a Hong Kong como centro financiero

Las medidas están en línea con la paulatina apertura de China a los mercados de capital

Hong Kong: por ahora va viento en popa, pero habrá algunas dificultades

La desaceleración del crecimiento está contribuyendo a aliviar las presiones de recalentamiento

Tailandia: el PIB se desacelera en el segundo trimestre

El gobierno recién elegido tiene los retos de cumplir sus promesas y mantener el crecimiento

Análisis Económico

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Mercados

Los mercados bursátiles están ligeramente al alza con respecto a la semana pasada, pero los participantes del mercado siguen rebajando las expectativas de crecimiento mundial mientras permanecen a la espera del discurso que pronunciará el presidente de la Reserva Federal el viernes en Jackson Hole. Los temores sobre una posible desaceleración muy pronunciada pueden ser un poco prematuros teniendo en cuenta que los resultados del índice de gerentes de compras de Europa (51,5) y China (49,8 según el PMI avanzado del HSBC) fueron mejores de lo previsto. Las divisas asiáticas terminaron la semana con resultados desiguales mientras los inversores esperan a ver con más claridad el entorno macroeconómico.

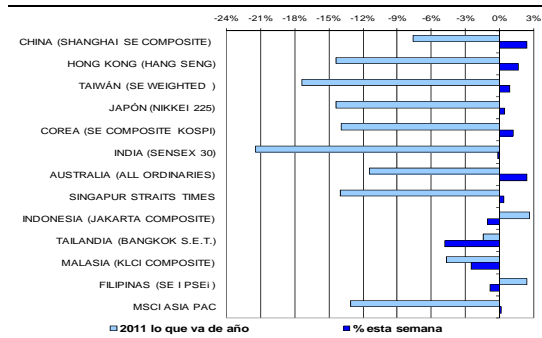
Moody's rebaja la calificación de Japón

El viernes, la agencia Moody's rebajó la calificación soberana de Japón de Aa2 a Aa3, situando dicho país al mismo nivel que China. La decisión de Moody's se basa en los grandes déficits presupuestarios de Japón y en su elevada ratio de deuda sobre PIB, en combinación con las difíciles perspectivas internas del país dado su débil crecimiento económico y los altos costes de la reconstrucción tras el terremoto. La respuesta del mercado no se ha hecho sentir mucho, ya que la decisión de Moody's no fue una sorpresa, pues simplemente ha puesto su clasificación en línea con la de S&P y Fitch; no obstante, el yen se debilitó hacia el final de la semana hasta el nivel de 77,31, un 1% más bajo, al aumentar las expectativas de que la dimisión del primer ministro de Japón sería inminente. La fortaleza del yen somete a presión a los exportadores japoneses y plantea un reto que se une a los malabarismos para tratar de reducir el déficit del país en el contexto de una economía que se ha contraído durante tres trimestres consecutivos. Ya hemos visto al gobierno poner en marcha nuevas medidas, como una línea de crédito de 100 millones de dólares estadounidenses destinada a promover las compras en el extranjero por parte de empresas japonesas, en un esfuerzo por apoyar a las empresas perjudicadas por la fortaleza del yen.

El interrogante de Singapur

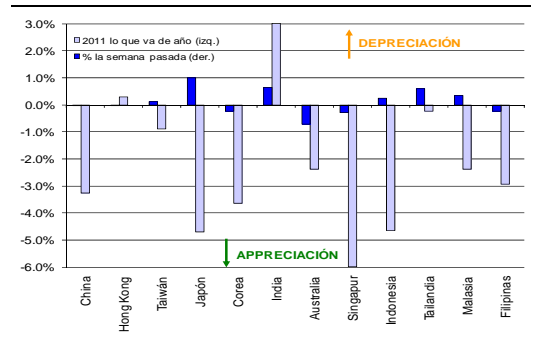
La inflación de Singapur subió hasta el 5,4% en julio, cifra por encima del consenso (5,2%) y del rango objetivo de la Autoridad Monetaria de Singapur (AMS), establecido entre el 4% y el 5%. Los mercados están considerando las repercusiones de este resultado en cuanto a la respuesta que dará la Autoridad Monetaria en su próxima reunión, programada para octubre. La AMS actúa sobre la política monetaria mediante el ajuste de la banda de cambio nominal efectivo (TCNE) del SGD, y dado que la inflación se ha mantenido elevada desde 2010, se ha permitido la apreciación de la moneda. El SGD se ha apreciado un 6,4% frente al dólar en lo que va de año, hasta llegar al 1,20 en el cambio SGD-USD, y ha sido la divisa con mejor desempeño frente al dólar. Singapur es el único país del Pacífico Asiático que recibe actualmente las máximas calificaciones de Moody's, S&P y Fitch, y las entradas de capital a la región han sido elevadas a medida que los inversores se han movido en masa hacia activos de riesgo de mayor calidad. Dada la inquietud sobre el crecimiento mundial y la dependencia de Singapur de las exportaciones, la AMS tendrá que decidir si permite o no que el SGD se siga apreciando. Nuestra opinión es que debido al grado de apertura de la economía de Singapur y su vulnerabilidad ante una posible desaceleración mundial, la AMS cambiará su enfoque y se centrará más en el crecimiento que en la inflación. Por consiguiente, creemos bastante probable que la AMS se sitúe a la espera con respecto a una mayor apreciación.

Gráfico 3
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4
Mercados de divisas



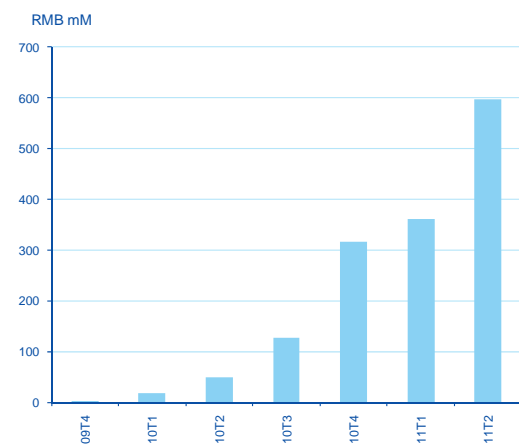
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Datos relevantes

China presenta medidas para apoyar el papel de Hong Kong como centro financiero

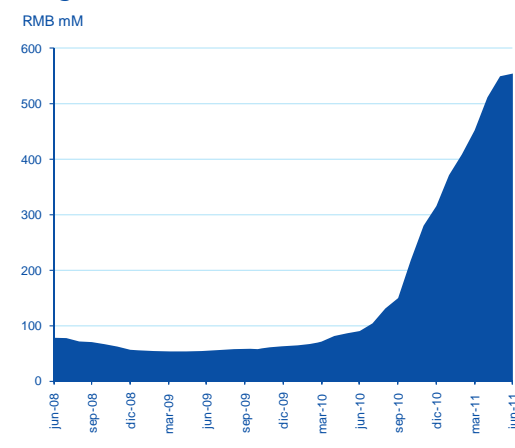
La semana pasada, el vice primer ministro chino Li Keqiang, probable sucesor del actual primer ministro de China, Wen Jiabao, concluyó una visita de alto perfil a Hong Kong con la presentación de más de 30 medidas individuales para impulsar la economía de Hong Kong y acelerar la internacionalización del RMB. Entre los principales elementos se incluyen: (i) la promesa de abrir el sector de servicios interno de China a empresas de Hong Kong dentro del marco del CEPA (Acuerdo para una Asociación Económica más Estrecha) ya existente, (ii) la implementación de un programa piloto "Mini-QFIII" que permitirá a las empresas de Hong Kong invertir el RMB extraterritorial (hasta 20.000 millones de RMB como cuota global inicial) en el mercado de valores interno de China, y (iii) el permiso a los inversores de China continental para que puedan comprar renta variable en Hong Kong a través de los fondos cotizados (EFT) de Shenzhen o Shanghai, permiso que según se prevé entrará en vigor a finales de este año. Algunos detalles, como los plazos precisos y la cobertura de estas propuestas aún no se han anunciado. En conjunto, se prevé que las nuevas propuestas facilitarán la integración económica de Hong Kong en China y fortalecerán el papel de Hong Kong como centro de gestión de activos internacional y centro de negocios de RMB extraterritorial. De hecho, la bolsa de Hong Kong subió brevemente a raíz del anuncio. No obstante, dada la preferencia de las autoridades chinas por ir avanzando poco a poco, no se prevé que las propuestas se vayan a implementar al estilo "big bang", lo que significa que los beneficios para Hong Kong a corto plazo serán limitados.

Gráfico 5
Aumentan las operaciones transfronterizas en RMB...



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6
... mientras los depósitos en RMB continúan su vertiginoso ascenso



Fuentes: BBVA Research y CEIC

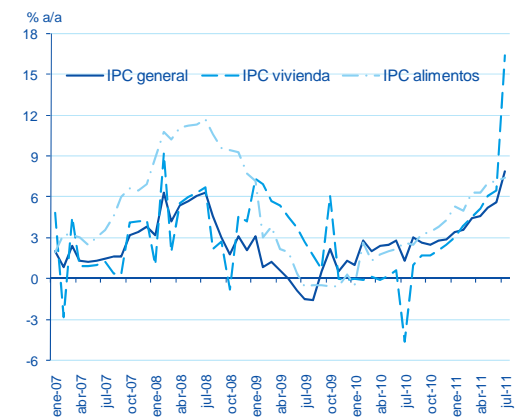
Hong Kong: por ahora los datos son buenos, pero habrá algunas dificultades en el futuro

Los últimos indicadores de actividad y de precios de Hong Kong apuntan a una desaceleración del crecimiento con aumento de la inflación. Sin embargo, en términos generales, estos resultados se mantienen hasta ahora en línea con nuestras expectativas y son coherentes con nuestra previsión de un crecimiento del PIB del 5,0% para el conjunto del año y una inflación del 5,2% a finales de año. Además, la moderación ha contribuido hasta el momento a aliviar, aunque no a eliminar, las presiones de recalentamiento. El PIB del segundo trimestre (publicado el 12 de agosto) se desaceleró hasta el 5,1% a/a, lo que supone una caída intertrimestral desestacionalizada del -0,5% con respecto al 7,5% a/a del 1T. Este resultado está en línea con nuestras previsiones (BBVA: 5,0% a/a, -0,3% t/t) pero muy por debajo de las previsiones del consenso. La desaceleración del 2T refleja el debilitamiento de las exportaciones netas, que se han visto negativamente afectadas por las interrupciones de oferta de Japón así como por la lentitud de la demanda externa; de hecho, el crecimiento de las exportaciones de julio, que se acaba de publicar

- Inicio →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos mercados →
- Gráficos →

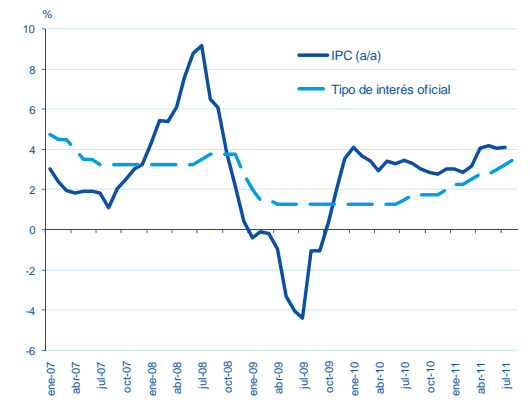
(9,2% a/a) se ha quedado por debajo del consenso (14,2% a/a). Por otro lado, la demanda interna continúa fuerte, apoyada por un consumo y una inversión estables. La tasa de desempleo correspondiente a mayo se mantuvo en el 3,4%, muy por debajo de otros promedios históricos recientes, lo que indica que las condiciones del mercado de trabajo siguen ajustadas. Por su parte, la inflación siguió acelerándose en julio hasta el 7,9% a/a desde el 5,6% a/a de junio (Gráfico 7), pero la mayor parte de la subida registrada refleja efectos base (el nivel de los precios del año pasado en julio fue excepcionalmente bajo debido a que ese mes el gobierno aplicó una exención de los alquileres públicos). En cuanto a los mercados de activos, la bolsa ha caído recientemente siguiendo las tendencias mundiales, mientras que el mercado inmobiliario ha perdido parte de su impulso tras las medidas de ajuste adoptadas anteriormente y la incertidumbre acerca de la situación financiera mundial. Aunque nuestras perspectivas con respecto al crecimiento de Hong Kong siguen siendo positivas en vista de que esperamos que el crecimiento mundial siga en marcha, los riesgos bajistas se han incrementado. Debido al grado de apertura de Hong Kong, la economía sigue siendo vulnerable a la desaceleración de la demanda externa y las autoridades tendrán que mantenerse vigilantes para responder con políticas fiscales de apoyo al crecimiento en caso necesario.

Gráfico 7
La inflación aumenta en Hong Kong (debido principalmente a los efectos base)



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
El Banco de Tailandia continúa subiendo los tipos de interés



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tailandia: la desaceleración del PIB en el 2T aumenta las dificultades

Oficialmente, Tailandia ha pasado a engrosar las filas de otras economías asiáticas que se están desacelerando, con un resultado del PIB del 2,6% a/a en el segundo trimestre, por debajo de lo previsto (consenso: 3,6%) y también por debajo del 3,0 a/a registrado el trimestre anterior (Gráfico 2). Gran parte de la desaceleración puede atribuirse al impacto de las interrupciones de la oferta en Japón, lo que se debe a la fuerte dependencia de Tailandia de componentes importados, especialmente en el sector de la automoción. Pero a pesar de la desaceleración y del aumento de los riesgos bajistas para el entorno mundial, el Banco de Tailandia subió los tipos de interés esta semana por séptima vez consecutiva, hasta el 3,5% (Gráfico 8), ya que intenta frenar la inflación subyacente y mantenerla dentro del rango meta oficial del 0,5%-3,0% (en la actualidad, la inflación subyacente está en el 2,8% y el índice general de precios en el 4,1%). En nuestra opinión, el BdT se mantendrá ahora en espera durante el resto del año, pues las autoridades destacaron que éste podría ser el último movimiento alcista de los tipos durante algún tiempo. Preveemos que la economía de Tailandia crecerá un 3,8% este año después del fuerte crecimiento del 7,8% del año pasado. De momento, la desaceleración del crecimiento podría plantear dificultades para gobierno de Yingluck Shinawatra recientemente, elegido recientemente. Las promesas populistas de Shinawatra durante su campaña podrían resultar en un pronunciado incremento del déficit fiscal. Entre las medidas enfocadas a cumplir dichas promesas es probable que se incluya un incremento del salario mínimo, recortes en los impuestos de sociedades y programas de apoyo para los cultivadores de arroz. La consecuencia de esta última medida podría ser un aumento de los precios de exportación del arroz, lo que tendría repercusiones en la inflación a nivel regional dado que Tailandia es actualmente el mayor exportador de arroz del mundo.

Calendario Indicadores

	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Australia				
Aprobaciones de construcción (a/a)	30 ago	JUL	-15,50%	--
Ventas minoristas desest. (m/m)	1 sep	JUL	-0,10%	--
China				
Beneficios industriales YTD (a/a)	27 ago	JUL	28,70%	--
PMI manufacturero	1 sep	AGO	50,7	51
PMI manufacturero de HSBC	1 sep	AGO	49,3	--
India				
PIB (a/a)	30 ago	2T	7,80%	7,60%
Exportaciones (a/a)	1 sep	JUL	46,50%	--
Importaciones (a/a)	1 sep	JUL	42,50%	--
Japón				
Gasto general de los hogares (a/a)	30 ago	JUL	-4,20%	-4,00%
Tasa de desempleo	30 ago	JUL	4,60%	4,60%
Comercio minorista (a/a)	30 ago	JUL	1,10%	0,10%
Producción industrial (m/m)	31 ago	JUL A	3,80%	1,10%
Producción de vehículos (a/a)	31 ago	JUL	-13,90%	--
Construcción de nuevas viviendas (a/a)	31 ago	JUL	5,80%	4,60%
Venta de vehículos (a/a)	1 sep	AGO	-27,60%	--
Filipinas				
PIB (a/a)	31 ago	2T	4,90%	4,30%
PIB desest. (t/t)	31 ago	2T	1,90%	0,90%
Corea				
Producción industrial (m/m)	31 ago	JUL	0,70%	1,00%
Producción industrial (a/a)	31 ago	JUL	6,40%	6,30%
Índice de precios al consumo (IPC) (a/a)	1 sep	AGO	4,70%	4,80%
IPC subyacente (a/a)	1 sep	AGO	3,80%	--
Exportaciones (a/a)	1 sep	AGO	27,30%	24,50%
Importaciones (a/a)	1 sep	AGO	24,80%	25,10%
Tailandia				
Exportaciones (a/a)	31 ago	JUL	16,40%	--
Importaciones (a/a)	31 ago	JUL	23,50%	--
Índice de precios al consumo (IPC) (a/a)	1 sep	AGO	4,08%	--
IPC subyacente (a/a)	1 sep	AGO	2,59%	--
Vietnam				
Ventas minoristas YTD (a/a)	24-31 ago	AGO	22,30%	--
Producción industrial (a/a)	24-31 ago	AGO	9,60%	--

Indicador de la semana: PMI de China para agosto (1 de septiembre)

Previsión: 51,4

Consenso: 51,0

Anterior: 50,7

Comentario: el índice de gerentes de compras (PMI) de China correspondiente a agosto centrará la atención la próxima semana para evaluar el impulso de crecimiento subyacente del país en medio de las turbulencias financieras mundiales y de los indicios de debilitamiento de la demanda externa. Después de cuatro meses de caídas consecutivas, esperamos un repunte en el PMI que refleje las tendencias estacionales y el repunte observado en la estimación avanzada del PMI de HSBC (publicado la semana pasada). Este resultado sería coherente con nuestro escenario de aterrizaje suave y con las previsiones de crecimiento del PIB al 9,4% en 2011. Repercusión en los mercados: un valor muy por debajo de lo previsto podría agravar la inquietud de los mercados por una desaceleración más brusca, con repercusiones negativas para el crecimiento mundial y aumento de las expectativas de políticas macroeconómicas más flexibles no sólo en China sino también en otros países.

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos mercados →

Gráficos →

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.	2.594,7	2,4	-7,6	-0,3
	Hong Kong: Hang Seng	19.721,0	1,7	-14,4	-4,3
	Taiwán - Weighted	7.409,1	0,9	-17,4	-3,6
	Japón - Nikkei 225	8.759,1	0,5	-14,4	-1,7
	Corea - Kospi	1.766,0	1,2	-13,9	2,1
	India - Sensex 30	16.124,3	-0,1	-21,4	-11,5
	Australia - SPX/ASX 200	4.201,8	2,4	-11,5	-3,5
	Singapur - Strait Times	2.744,9	0,4	-14,0	-6,2
	Indonesia - Jakarta Comp.	3.802,7	-1,0	2,7	20,9
Tailandia - SET	1.018,1	-4,8	-1,4	14,9	
Malasia - KLCI	1.447,5	-2,5	-4,7	2,8	
Filipinas - Manila Comp.	4.303,5	-0,8	2,4	19,7	

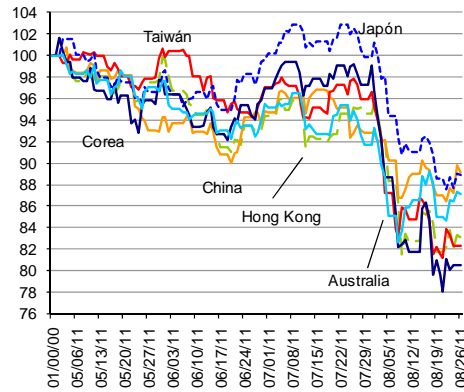
Última actualización: viernes, 11:15 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Cambio porcentual durante una semana	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,39	0,02	6,37	6,29
	Hong Kong (HKD/USD)	7,80	0,01	7,8	8
	Taiwán (TWD/USD)	29,0	-0,11	28,84	28,35
	Japón (JPY/USD)	77,3	-0,98	77,2	76,8
	Corea (KRW/USD)	1.085	0,23	1.089,75	1.094,95
	India (INR/USD)	46,1	-0,66	46,5	47
	Australia (USD/AUD)	1,05	0,71	1	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,21	0,28	1,21	1,2
	Indonesia (IDR/USD)	8.579	-0,24	8.643	8.885
Tailandia (THB/USD)	30,0	-0,60	30,17	30,6	
Malasia (MYR/USD)	2,99	-0,35	3,0	3	
Filipinas (PHP/USD)	42,5	0,25	42,43	42,46	

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

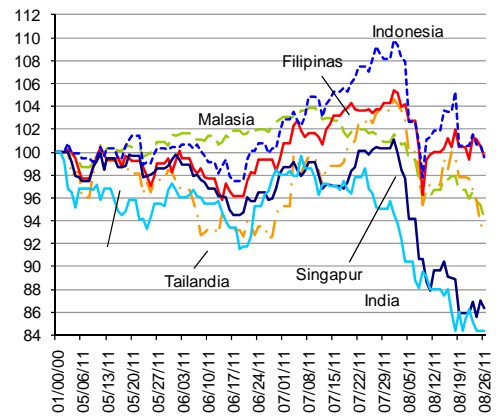
Gráficos

Gráfico 9
Mercados bursátiles



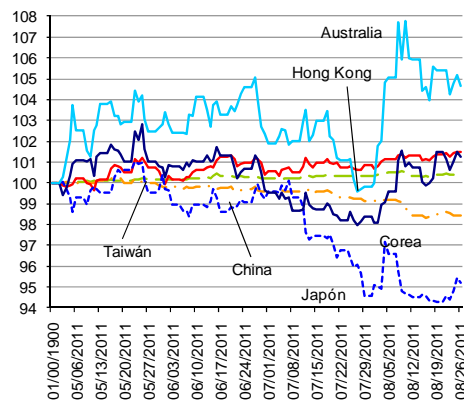
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10
Mercados bursátiles



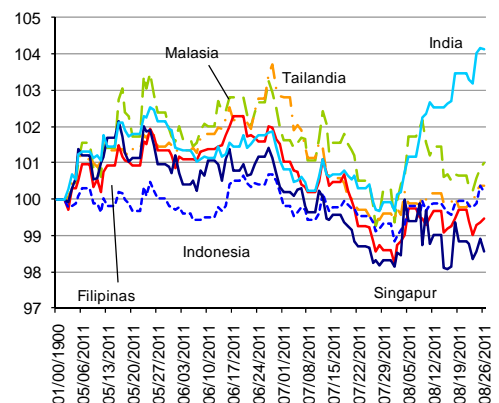
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11
Mercados de divisas



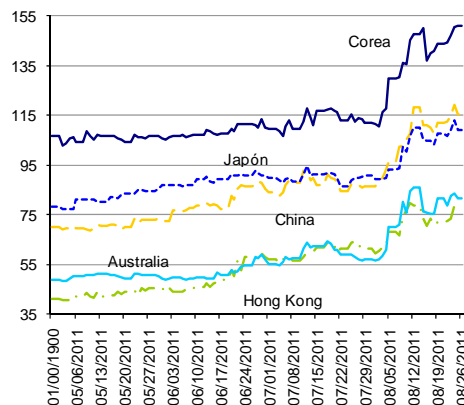
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12
Mercados de divisas



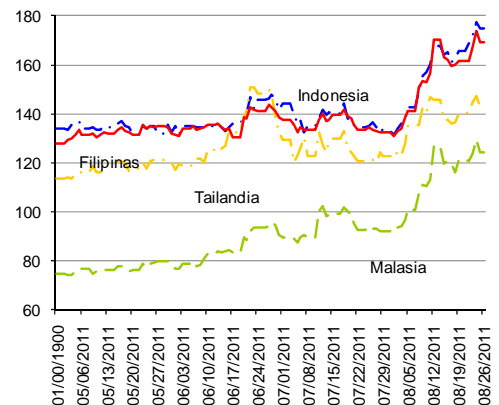
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 13
Credit Default Swaps



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 14
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.