

Observatorio Semanal

Asia

25 de noviembre 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

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

George Xu
george.xu@bbva.com.hk

Mercados

Estrategia de Divisas
Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Análisis Económico
Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Pendientes de las fortalezas de Asia

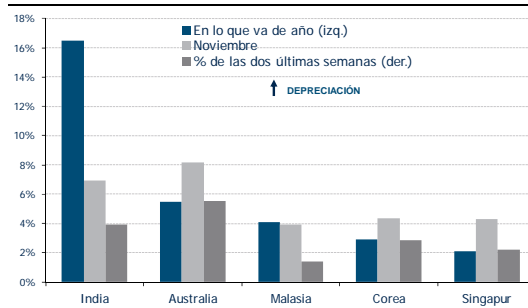
Nos estamos acostumbrando demasiado al estribillo de que los mercados asiáticos son rehenes de los acontecimientos de Europa. Y ése es el caso una vez más esta semana, ya que tanto los mercados de divisas como los mercados bursátiles han caído en paralelo a las tendencias mundiales. Las caídas reflejan no sólo la aversión al riesgo global, sino también un impacto económico real en la región mientras el crecimiento y las exportaciones se debilitan poco a poco. El PMI preliminar (sector privado) de China, ofreció nuevas pruebas, pues entró en la zona de contracción con un 48,0. Sin embargo, hay algunos indicios positivos. Esperamos que el PMI oficial de la próxima semana se mantenga en la zona de expansión (Indicador de la semana), en línea con nuestras perspectivas de aterrizaje suave mientras las autoridades ajustan la política monetaria a través de recortes selectivos en los coeficientes de reservas obligatorias. En Hong Kong y en Taiwán, las exportaciones y los pedidos de exportación, respectivamente, sorprendieron al alza. En cuanto al resto, el gobierno de Vietnam parece estar tomando medidas para fortalecer su marco de actuación a través de reformas orientadas a los mercados que incluyen la venta de participaciones en empresas públicas, así como una mayor transparencia. En resumen, aunque la región acusa los efectos de los acontecimientos externos, en algunos aspectos las perspectivas son relativamente buenas. De hecho, la región fue foco de atención en la reunión de la APEC de la semana pasada, señal de sus buenas perspectivas (Datos relevantes).

La inflación se modera, pero lentamente

La inflación retrocede claramente en la mayoría de las economías de la región, pero continúa planteando dificultades en otros según los datos de octubre (Gráfico 2), como en Hong Kong (5,8% a/a, consenso: 5,7%) y Singapur (5,4% a/a; consenso: 5,2%) debido a los costes de la vivienda, que siguen siendo elevados, y en Malasia (3,4% a/a; consenso: 3,3%). En Vietnam, que lucha por mantener la estabilidad macroeconómica, la inflación siguió moderándose en noviembre, pero desde unos niveles muy elevados (19,8% a/a; anterior: 21,6%). En el otro extremo, Japón cayó de nuevo en la deflación, tal como se esperaba (-0,2% a/a; consenso: -0,1%). Como hemos observado antes, los pedidos de exportación de octubre en Taiwán sorprendieron al alza (4,4% a/a; consenso: 3,5%; BBVA: 4,2%), mientras que las exportaciones de Hong Kong experimentaron un repunte (11,5% a/a; consenso: 1,9%), invirtiendo así la caída del -3,0% a/a registrada en septiembre.

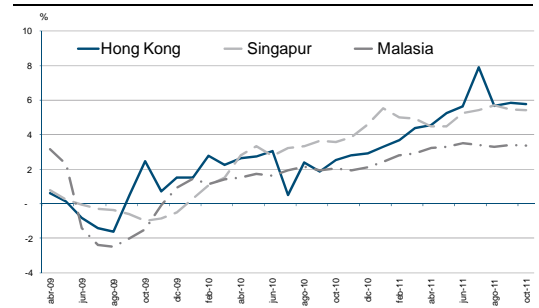
La próxima semana (por esta) se publicará la inflación de noviembre para Corea, Indonesia y Tailandia. El principal foco de atención estará en el PMI de China (Indicador de la semana). Las exportaciones de Corea de noviembre se observarán de cerca en busca de más indicios sobre el panorama de la demanda externa. Por otro lado, la India y Filipinas publicarán los resultados del PIB del 3T. Y en Tailandia y Filipinas se celebrarán reuniones sobre política monetaria. Prevemos un recorte de los tipos de interés de 25 pb en Tailandia.

Gráfico 1
Las monedas asiáticas se deprecian



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2
La inflación persiste en Hong Kong y Singapur



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Inicio →

Mercados →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Datos relevantes

China: El sistema bancario informal: ¿amenaza la estabilidad financiera?

Nuestro último Observatorio Bancario ve riesgos en el rápido crecimiento del crédito

La Alianza Transpacífico busca ampliar el comercio

La exclusión de China del acuerdo podría contribuir a estimular reformas internas

Estrategia de Divisas

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Análisis Económico

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Mercados

La depreciación de la rupia india pone de relieve el deterioro de la confianza

Los mercados asiáticos siguen cayendo como consecuencia de las tendencias bajistas en Europa y EE. UU. La escasa demanda en la subasta de bonos alemanes del miércoles muestra que el mercado europeo se encuentra un estado psicológico frágil. En EE. UU., el PIB del tercer trimestre se revisó a la baja, del 2,5% al 2,0%, y el 'supercomité' fracasó en su intento de llegar a un acuerdo sobre el ahorro de 1,2 billones de dólares, que era la tarea que se le había encomendado, lo que deja a los participantes del mercado con una falta de confianza en la capacidad de los responsables políticos para frenar los déficits récord. A nivel regional, continua la venta masiva de la rupia, por lo que el Banco de Reserva de la India ha tenido que intervenir en los mercados de divisas y aprobar medidas enfocadas a incrementar la oferta de dólares con el fin de atajar la depreciación de su moneda. Además, S&P ha advertido que puede haber futuras rebajas de la calificación de Japón mientras el gobierno lucha por controlar sus finanzas.

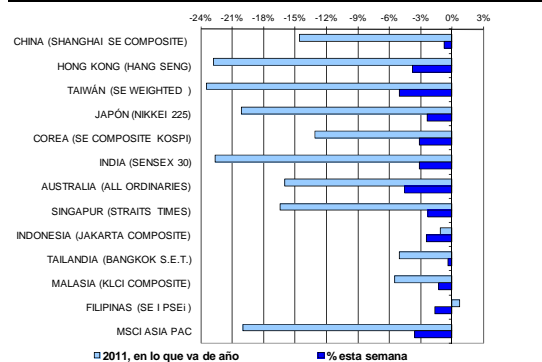
Los mercados de divisas muestran signos de los efectos derivados de Europa

La venta de monedas asiáticas fue muy pronunciada esta semana cuando los mercados asiáticos sintieron que la solución de Europa no es inminente. El dólar australiano se cotizó por debajo de 0,97/USD después de comenzar la semana en paridad, y el dólar de Singapur se depreció por encima del 1,31/USD, pero el foco principal está en la rupia (ahora 52,1/USD), pues la India está experimentando salidas de capitales a la vez que sufre por la elevada inflación y los déficits gemelos. El won coreano también se depreció de forma pronunciada a pesar del aumento de la confianza de los consumidores, que marcó máximos de seis meses, y pese a la aprobación de un nuevo Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos. En Indonesia, el vicegobernador Hartadi Sarwano dijo que el Banco Central seguirá suavizando la volatilidad de su moneda, pues la rupia indonesia se depreció un 1,5%, hasta cambiarse a 9.170 por dólar el viernes. Las perspectivas a corto plazo siguen siendo débiles para las monedas asiáticas como consecuencia el aumento de la aversión al riesgo global.

Los mercados caen al no haber a la vista una solución inminente en Europa

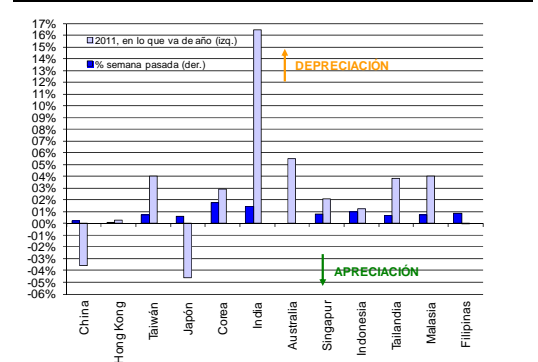
Los mercados bursátiles también retrocedieron esta semana. El índice Hang Seng (-4,5%) y el Nikkei (-3,8%) bajaron, ya que en algunos de los mercados más líquidos las ventas fueron muy pronunciadas. Los diferenciales de los CDS soberanos se ampliaron, reflejando básicamente la venta masiva de monedas en la región. Los bonos corporativos de alto rendimiento y alto grado se vendieron masivamente y los diferenciales se ampliaron, especialmente en los sectores de consumo. Sin embargo, la atención se centra en los bonos soberanos; S&P advirtió a Japón de una futura rebaja de su calificación: el FMI observó que Japón se enfrenta a un posible 'aumento repentino' y desestabilizador de las rentabilidades similar a lo que ha ocurrido en Europa si no controla sus déficits. Nuestro escenario central todavía contempla un crecimiento en Japón del 2,7% a/a en 2012, pues la recuperación tras el terremoto continuará a pesar de los altos niveles de deuda y del complicado entorno macroeconómico.

Gráfico 3
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Datos relevantes

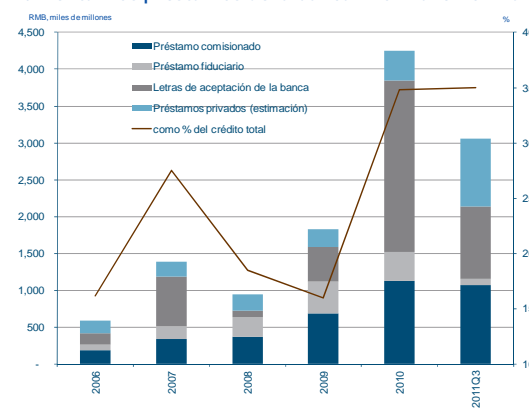
China: El sistema bancario informal: ¿amenaza la estabilidad financiera?

Mientras los mercados se centran en el aumento de los riesgos de un aterrizaje brusco en China, un tema que ha acaparado una atención especial en los últimos meses es el crecimiento del sistema bancario informal y los retos que plantea para la estabilidad financiera general. Nuestro recién publicado Observatorio Bancario arroja luz sobre este asunto, [Préstamos del sistema bancario informal de China: ¿una amenaza para la estabilidad financiera?](#)

El sistema bancario informal, informal y no regulado de China ha crecido rápidamente en los dos últimos años (Gráfico 5), y ahora representa más de una quinta parte del crédito total de la economía. En el pasado, el sistema bancario informal ha desempeñado una función muy útil en la canalización de créditos hacia negocios rentables, en particular PYMES cuyo crédito hubiera sido de otro modo muy limitado. Sin embargo, el ritmo de crecimiento de esos préstamos ha aumentado tremendamente en los últimos años, lo que se debe tanto a los esfuerzos de los depositantes por cambiarse de las cuentas bancarias estándar a productos de gestión de patrimonio de alta rentabilidad (Gráfico 6), como a los incentivos que tienen los prestamistas para sortear las estrictas regulaciones prudenciales impuestas sobre el sistema bancario formal. Esto ha dado lugar a algunas preocupaciones sobre la estabilidad financiera. Un primer riesgo se relaciona con la concentración de los préstamos. La mayor parte de los préstamos recientes vinculados al auge de la banca informal se han concedido a promotores inmobiliarios, que cada vez se enfrentan a mayores dificultades para vender las viviendas a los precios que habían previsto originalmente. Un segundo riesgo se deriva de la asimetría de los vencimientos, ya que los vehículos de financiación de la banca informal son con frecuencia a muy corto plazo y cada vez son más caros a causa del reciente ciclo de ajuste de la política monetaria. Un tercer riesgo radica en los posibles déficits de liquidez en las instituciones de captación de depósitos, especialmente si la banca informal continúa atrayendo depósitos de ahorro que buscan altas rentabilidades. Por otro lado, un cambio repentino de la política que favorezca a las instituciones de captación de depósitos del sector formal en la atracción de depósitos podría crear déficits de liquidez inesperados en los vehículos de la banca informal y, por consiguiente, aumentar aún más su dependencia de la financiación a corto plazo.

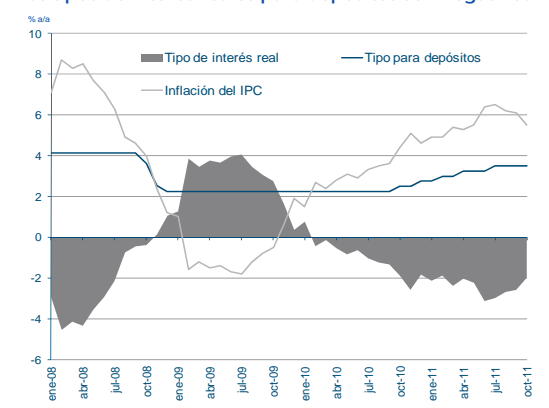
Creemos que los riesgos generales descritos anteriormente son manejables siempre y cuando las autoridades tomen las medidas oportunas para desacelerar el crecimiento de la concesión de créditos en la parte informal del sector financiero y aumenten también su vigilancia. Aunque se han introducido requisitos de capital en algunas partes del sector financiero formal (concretamente en las instituciones fiduciarias), otras partes siguen sin tocar. Además, los requisitos de capital siguen siendo más bajos para las instituciones fiduciarias que para los bancos, de modo que es necesario hacer más esfuerzos para evitar el arbitraje regulatorio. Una medida decisiva para desalentar la banca informal es la liberalización de los tipos de interés, especialmente en lo que se refiere a los depósitos, donde los tipos están actualmente sujetos a un tope. Dicha liberalización permitiría a las instituciones de captación de depósitos competir por depósitos mayoristas así como por aquellos de las familias acomodadas. Por último, también sería útil animar a los bancos a dar mejor servicio a las PYMES, no a través de la concesión de préstamos directos, sino más bien a través de políticas indirectas como los tipos de interés para préstamos subvencionados.

Gráfico 5
Aumentan los préstamos de la banca informal en China



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6
Los tipos de interés reales para depósitos son negativos



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

La Alianza Transpacífico (TPP) busca ampliar el comercio

En la reunión anual del foro de Cooperación Económica del Pacífico Asiático que tuvo lugar en Honolulu la semana pasada, los líderes de nueve países: Australia, Brunei, Chile, Malasia, Nueva Zelanda, Perú, Singapur, Vietnam y Estados Unidos se unieron para anunciar las líneas generales de una Alianza Transpacífico (TPP). La TPP formaría un acuerdo de libre comercio regional para eliminar los aranceles entre sus miembros a finales de 2015 y establecería un marco para sentar las normas de origen, recursos comerciales, barreras técnicas para el comercio, la inversión, la propiedad intelectual, la contratación pública y la legislación sobre la competencia, entre otros. Canadá, Japón y México también han expresado su interés en unirse a la TPP. Aunque los acuerdos de comercio regionales no mejoran necesariamente el bienestar (en particular si llevan a la “diversificación del comercio” en vez de a la “creación de comercio”, en este momento la TPP debería tomarse como una buena noticia para el desarrollo del comercio mundial, que de otro modo podría caer bajo la amenaza del proteccionismo en medio de la desaceleración global. Si se incluyen los tres miembros potenciales (Canadá, Japón y México), el PIB total de los miembros de la TPP ascendería aproximadamente al 70% del PIB total de los países de la APEC, casi al 40% del PIB mundial y al 25% del comercio global.

A pesar de su alto perfil inicial, la TPP todavía está lejos de despegar. Un gran reto es que las tres economías emergentes de mayor tamaño de la APEC, es decir, China, Rusia e Indonesia, han mostrado poco interés. En particular, el alto nivel de protección de los derechos de la propiedad intelectual y los procedimientos de contratación pública serían difíciles de cumplir para China a corto plazo. Algunos críticos chinos han llegado a cuestionar incluso si los estándares se han establecido para excluir a China. En cualquier caso, la mayor protección de la propiedad intelectual y el reducido papel del gobierno en la economía son, en modos diversos, parte de las reformas que están en marcha y parece que se entiende perfectamente que irán en beneficio de los intereses de China a largo plazo. La existencia de la TPP muy bien podría impulsar a China a acelerar el ritmo de estas reformas.

Calendario Indicadores

China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Beneficios industriales (a/a)	27 nov.	OCT	27,0%	--
PMI manufacturero	1 dic.	NOV	50,4	49,9
India	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
PIB trimestral (a/a)	30 nov.	3T	7,7%	6,8%
Exportaciones (a/a)	1 dic.	OCT	36,4%	--
Importaciones (a/a)	1 dic.	OCT	17,2%	--
Indonesia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Inflación (a/a)	1 dic.	NOV	4,42%	--
Inflación subyacente (a/a)	1 dic.	NOV	4,43%	--
Exportaciones (a/a)	1 dic.	OCT	46,3%	--
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Gasto general de los hogares (a/a)	29 nov.	OCT	-1,9%	--
Comercio minorista m/m desest.	29 nov.	OCT	-1,5%	--
Producción industrial (m/m)	30 nov.	OCT A	-3,3%	--
Pedidos de construcción (a/a)	30 nov.	OCT	-9,3%	--
Venta de vehículos (a/a)	1 dic.	NOV	28,3%	--
Filipinas	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
PIB trimestral (a/a)	28 nov.	3T	3,4%	4,1%
Corea	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Producción industrial (m/m)	30 nov.	OCT	1,1%	0,2%
Inflación de los precios al consumo (a/a)	1 dic.	NOV	3,9%	4,4%
Inflación subyacente (a/a)	1 dic.	NOV	3,7%	--
Exportaciones (a/a)	1 dic.	NOV	9,3%	10,0%
Importaciones (a/a)	1 dic.	NOV	16,4%	12,5%
Tailandia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones (a/a)	30 nov.	OCT	18,4%	--
Importaciones (a/a)	30 nov.	OCT	42,6%	--
Inflación de los precios al consumo (a/a)	1 dic.	NOV	4,19%	4,50%
Inflación subyacente (a/a)	1 dic.	NOV	2,89%	2,90%
Vietnam	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones en lo que va de año (a/a)	24-30 nov.	NOV	34,6%	--
Importaciones en lo que va de año (a/a)	24-30 nov.	NOV	27,2%	--
Producción industrial (a/a)	24-30 nov.	NOV	5,3%	--

Indicador de la semana: PMI de China para noviembre (1 de diciembre)

Previsión: 50,1

Consenso: 49,9

Anterior: 50,4

Comentario: el crecimiento del PIB se ha moderado hasta ahora en línea con un aterrizaje suave. Sin embargo, los riesgos a la baja se han incrementado debido a las dificultades externas y a los efectos de la reciente política de ajuste monetario. La última estimación avanzada del sector privado (Markit) del índice de gerentes de compras para noviembre cayó de forma pronunciada, hasta el 48,0 en noviembre desde el 51,0 de octubre. Sin embargo, como el índice de gerentes de compras oficial cubre un conjunto más amplio de empresas orientadas al comercio interno que todavía están creciendo, esperamos que se mantenga justo dentro de la zona de expansión (más de 50) en noviembre. Repercusión en los mercados: un valor por debajo de lo previsto agravaría la inquietud por un aterrizaje brusco, aumentaría las expectativas de que se apliquen políticas de estímulo en China y haría mella en la ya débil confianza acerca de las perspectivas de crecimiento mundial.

Inicio →

Mercados →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Tailandia: reunión de política monetaria: del BdT, 30 de noviembre Actual Consenso

Esperamos un incremento de 25 pb en el tipo de interés de referencia 3,50% 3,00%

Filipinas: reunión del Banco Central de Filipinas, 1 de diciembre Actual Consenso

Esperamos que el tipo de captación a un día se mantenga sin cambios 4,50% 4,50%

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.	2.397,9	-0,8	-14,6	-17,3
	Hong Kong: Hang Seng	17.791,8	-3,8	-22,8	-22,8
	Taiwán - Weighted	6.865,3	-5,1	-23,5	-17,8
	Japón - Nikkei 225	8.173,3	-2,4	-20,1	-18,9
	Corea - Kospi	1.781,5	-3,1	-13,1	-7,6
	India - Sensex 30	15.858,5	-3,1	-22,7	-17,9
	Australia - SPX/ASX 200	3.986,2	-4,6	-16,0	-13,2
	Singapur - Strait Times	2.667,3	-2,3	-16,4	-15,6
	Indonesia - Jakarta Comp.	3.661,1	-2,5	-1,1	-1,1
	Tailandia - SET	980,5	-0,4	-5,1	-1,6
	Malasia - KLCI	1.435,4	-1,3	-5,5	-4,1
	Filipinas - Manila Comp.	4.231,3	-1,7	0,7	3,3

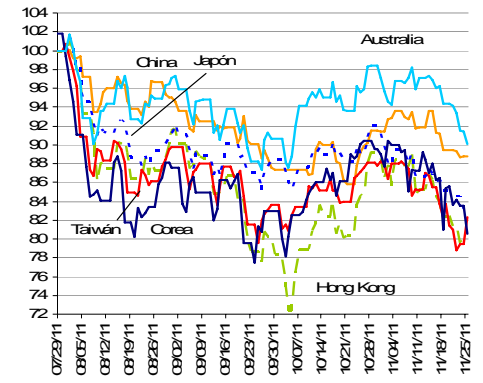
Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,37	-0,21	6,39	6,39
	Hong Kong (HKD/USD)	7,79	-0,07	7,79	7,78
	Taiwán (TWD/USD)	30,5	-0,71	30,47	30,19
	Japón (JPY/USD)	77,4	-0,59	77,18	76,43
	Corea (KRW/USD)	1.159	-1,71	1.165	1.169
	India (INR/USD)	52,1	-2,24	52,12	54,02
	Australia (USD/AUD)	0,97	-3,06	1,04	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,31	-0,81	1,31	1,30
	Indonesia (IDR/USD)	9.109	-0,98	9.450	9.900
	Tailandia (THB/USD)	31,2	-0,67	31,45	31,88
	Malasia (MYR/USD)	3,19	-0,71	3,21	3,23
	Filipinas (PHP/USD)	43,8	-0,86	43,94	43,96

Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong

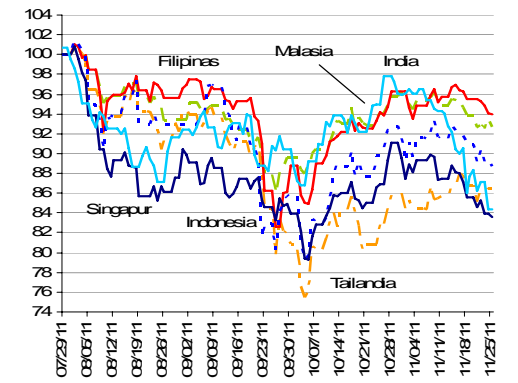
Gráficos

Gráfico 9
Mercados bursátiles



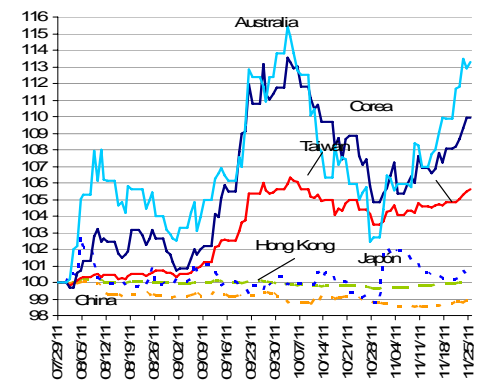
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10
Mercados bursátiles



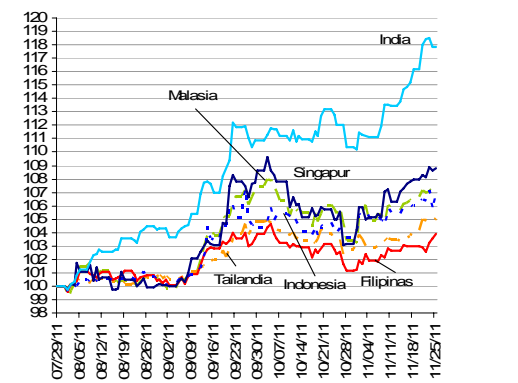
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11
Mercados de divisas



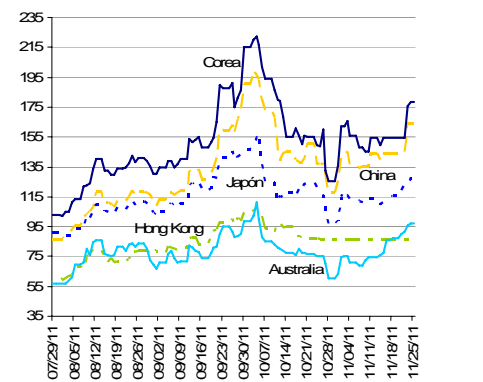
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12
Mercados de divisas



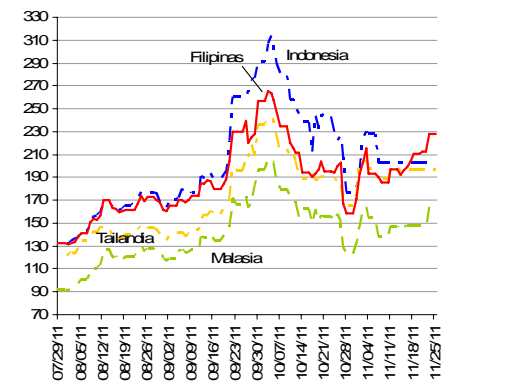
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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 0182.