

Observatorio Semanal Asia

9 de diciembre 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

La inquietud por la inflación se modera en China

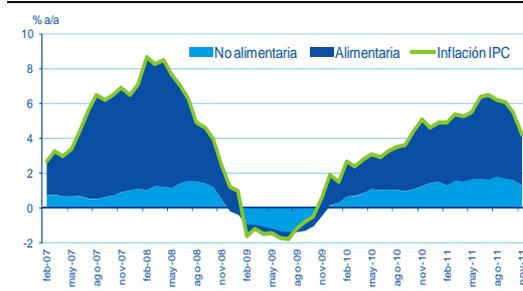
Aunque las noticias procedentes de Europa siguen siendo el timón de los mercados asiáticos (ver Mercados), las perspectivas de China también juegan un papel importante. Después de que la semana pasada el PMI registrara un resultado por debajo de lo esperado, los indicadores de actividad de noviembre se desaceleraron en línea con las expectativas y la pronunciada caída de la inflación (Gráfico 1) ha reforzado las previsiones de una significativa flexibilización de la política en las próximas semanas y meses (ver Datos relevantes). La conferencia sobre política económica que reunirá la próxima semana a los principales responsables de la política monetaria en China y que nos dará más información sobre las intenciones de las autoridades en 2012, jugará en Asia un papel similar al que juega actualmente la cumbre de la UE en Europa. A un nivel más general, los bancos centrales continúan cambiando a posturas expansivas; mientras que Australia recortó sus tipos de interés por segundo mes consecutivo (Gráfico 2). Indonesia y Corea se mantuvieron sin cambios, tal como estaba previsto, aunque es posible que se efectúen nuevos recortes si se deteriora la situación mundial.

La inflación se desacelera al moderarse las tendencias de crecimiento

La inflación de noviembre en China se desaceleró considerablemente, hasta el 4,2% a/a (BBVA: 4,3%; consenso: 4,5%) desde el 5,5% de octubre y se acerca al nivel deseado por las autoridades, un 4%. Por otro lado, la inflación sigue desacelerándose en otros puntos de la región, por ejemplo en Filipinas, donde se redujo hasta el 4,8% a/a (consenso: 4,9%) desde el 5,2% registrado en octubre. Los indicadores de actividad de noviembre en China se moderaron, pero todavía muestran una sólida demanda interna; la producción industrial se desaceleró hasta el 12,4% a/a (consenso: 12,4%) en comparación con el 13,2% a/a de octubre, pero las ventas minoristas se incrementaron ligeramente hasta el 17,3% a/a (consenso: 16,8%). El panorama de las exportaciones de la región tiende a la baja, pero sigue siendo un tanto heterogéneo. Las exportaciones de noviembre en Taiwán fueron decepcionantes (1,3% a/a; consenso: 8,6%) como consecuencia de la débil demanda desde EE. UU. y Europa. En Japón, los débiles pedidos de maquinaria de noviembre apuntan a la desaceleración de la demanda de inversión. Por último, en Australia, un resultado del PIB del 3T más fuerte de lo previsto (1,0% t/t, desestacionalizado) se contrarrestó con el decepcionante aumento del desempleo en noviembre (5,3% en comparación con el 5,2% del mes anterior).

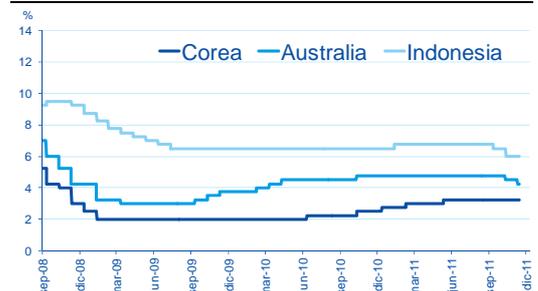
La India será el centro de atención la próxima semana, ya que el viernes el BRI celebrará su reunión mensual sobre política monetaria, justo dos días después de la publicación de la inflación de noviembre (Indicador de la semana). Esperamos que, dada la desaceleración del crecimiento y la previsible caída de la inflación, los tipos de interés se mantengan sin cambios, tras la subida del mes pasado. En China, los datos del comercio exterior de noviembre (que se darán a conocer mañana) y los del crédito se evaluarán por si hubiera indicios de debilitamiento de la demanda externa y de la expansión de la política monetaria, respectivamente.

Gráfico 1
La inflación de China cae bruscamente



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2
Australia recorta los tipos de interés



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Datos relevantes

China: la inflación se frena mientras que el crecimiento sigue moderándose

La brusca caída de la inflación da más margen para una flexibilización de la política monetaria

Australia: a pesar del fuerte 3T, el RBA recorta los tipos de interés

Con la caída de la inflación y la actividad el escenario es propicio para nuevos recortes de tipos

Estrategia de Divisas

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Análisis Económico

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Mercados

Los mercados esperan signos positivos en la cumbre de la UE

Los mercados financieros asiáticos siguen dominados por los acontecimientos europeos, especialmente por lo que ocurra en la crítica cumbre de la UE de dos días que concluye hoy. Las esperanzas de un acuerdo hacia la unión fiscal y medidas más agresivas para abordar la crisis de la deuda se desvanecieron el jueves, cuando los líderes de la UE trataron de atenuar las expectativas sobre la importancia de la cumbre y cuando el presidente del BCE, Mario Draghi, dio marcha atrás y se abstuvo de apoyar una ampliación del programa de compra de bonos (SMP). El sentimiento de riesgo se estropeó y cayeron las bolsas asiáticas. Durante la semana, las monedas regionales se depreciaron como consecuencia de los indicios de desaceleración del crecimiento, en primer lugar las monedas "high-beta" como la rupia indonesia (-1,1%) y el won coreano (-0,6%).

Las monedas asiáticas fluctúan en línea con la confianza en Europa

La fijación en la crisis de la deuda europea deja poco margen para que las noticias locales influyan en el mercado de divisas asiático. A pesar de que la semana estuvo plagada de datos en Australia, el cambio AUD-USD se mantuvo estable por encima de 1,02/USD hasta la noche del jueves, cuando la confianza de los mercados en un plan de resolución de la deuda europea adecuado comenzó a fallar. Del mismo modo, la mayoría de las monedas asiáticas se mantuvieron inicialmente dentro del rango durante la semana antes de perder terreno después del jueves. Por ahora las noticias europeas seguirán dirigiendo a las monedas asiáticas, pero en nuestra opinión es probable que el crecimiento y la política monetaria de la región adquieran más importancia con el tiempo si la desaceleración de las tendencias de crecimiento gana impulso.

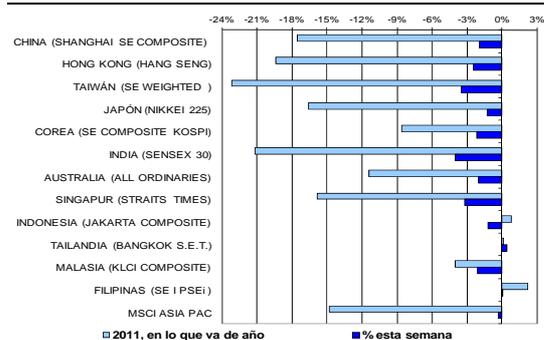
Aumentan las expectativas de flexibilización monetaria

En la región está arraigando una tendencia general hacia la flexibilización monetaria en 2012, a medida que las presiones sobre los precios se reducen y se agravan las dificultades mundiales. En Australia, los mercados cambiarios están descontando otros recortes adicionales de los tipos de 125 pb en los próximos 6 meses. Aunque los bancos centrales de Corea y de Indonesia se mantuvieron sin cambios esta semana, las declaraciones complementarias hicieron hincapié en la preocupación por la desaceleración del crecimiento mundial y el recrudecimiento de la crisis de la deuda en Europa, dando a entender que es posible que se hagan más recortes de los tipos si se materializan los riesgos a la baja.

Nuevas pruebas de la intervención de la divisa japonesa

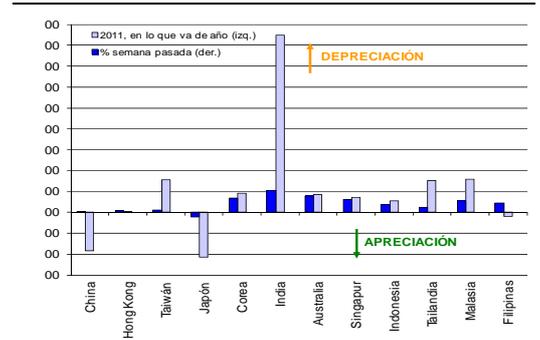
Los últimos datos del Ministerio de Finanzas de Japón muestran que las autoridades vendieron 9,091 billones de yenes durante el mes previo al 28 de noviembre. Como hay pruebas de que el tamaño de la intervención del primer día fue de 7,5 billones de yenes, los datos indican que las autoridades siguieron interviniendo en la sombra durante una semana después de la intervención que se comunicó el 31 de octubre, con lo que mantuvieron el cambio USD-JPY en 78,0 y ampliaron las posibilidades de que más PYMES compraran yenes. El suministro masivo de yenes a los mercados de esta operación ayuda a explicar la ausencia de nuevas apreciaciones del yen en las últimas semanas, incluso ante la reciente escalada de la aversión al riesgo y la reducción de las salidas de inversiones de cartera desde Japón.

Gráfico 3
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Datos relevantes

China: la inflación cae mientras que el crecimiento sigue moderándose

Los datos publicados hoy muestran que la economía sigue desacelerándose, pero la débil demanda externa se compensa todavía con fortaleza de la demanda interna. Cabe destacar que la inflación de noviembre se moderó más de lo previsto, hasta el 4,2% desde el 5,5% de octubre (BBVA: 4,3%; consenso: 4,5%). El motor principal de la caída sigue siendo la moderación de los precios de los alimentos, especialmente el cerdo, que se moderó hasta el 26,5% a/a en noviembre, en comparación con el 38,9% a/a de octubre. Los precios de los alimentos cayeron un -0,8% m/m (sin desestacionalizar), mientras que los precios de los artículos no alimentarios subieron un 0,1%. La inflación de los precios mayoristas (IPM) de noviembre también se desaceleró considerablemente, hasta el 2,7% a/a, muy por debajo de las expectativas (consenso: 3,4% a/a; BBVA: 3,0%), y por debajo del 5,0% a/a correspondiente a octubre. En términos intermensuales desestacionalizados, el IMP cayó un 0,4% en noviembre después de registrar una caída del 0,2% en octubre.

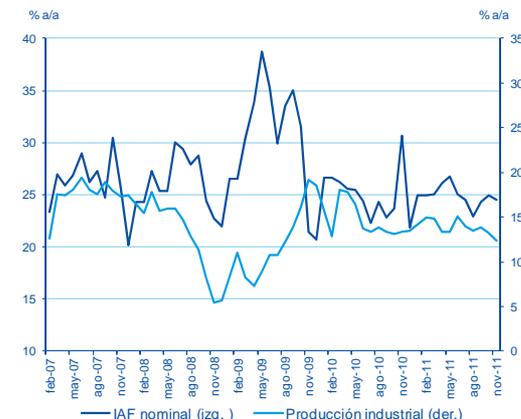
Por otro lado, los indicadores de actividad de noviembre muestran una demanda interna que se modera pero aún es fuerte. En lo que respecta a la demanda, el crecimiento de las ventas minoristas de noviembre aumentó ligeramente hasta el 17,3% a/a desde el 17,2% a/a registrado el mes anterior, por encima de las expectativas (consenso: 16,8%; BBVA: 17,0%). La inversión en activos fijos urbanos (en lo que va de año) subió un 24,5% a/a (consenso: 24,8%; BBVA: 24,8%), en comparación con el resultado del 24,9% de octubre. Sin embargo, en lo que respecta a la oferta, la producción industrial se moderó hasta el 12,4% a/a en noviembre (consenso: 12,4%; BBVA: 12,0%) desde el 13,2% a/a de octubre, lo que muy probablemente se debe al debilitamiento de la demanda de exportación. En su conjunto, el resultado de la inflación de los precios al consumo (IPC) es coherente con nuestras previsiones de cierre del año y de 2012 (4% a/a), mientras que los indicadores de actividad y el valor del índice de gerentes de compras de la semana pasada, que resultó por debajo de lo previsto, apuntan a un modesto riesgo a la baja para nuestras previsiones de crecimiento (9,1% para 2011 y 8,6% para 2012). Es evidente que las posibilidades de flexibilización de la política se han incrementado, y prevemos que como mínimo se producirán recortes de 100 pb en el coeficiente de reservas obligatorias en el IT de 2012, y es posible que después se efectúen recortes de los tipos de interés y nuevas reducciones del coeficiente de reservas obligatorias, dependiendo de las perspectivas para la economía mundial.

Gráfico 5
Las ventas minoristas mantienen su fuerza...



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6
...mientras la producción industrial se modera



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Australia: a pesar del fuerte 3T, el RBA recorta los tipos de interés

El PIB del 3T de Australia publicado esta semana creció un 1% (desestacionalizado) con respecto al trimestre anterior, un resultado mejor que el 0,8% que esperaba el mercado. El crecimiento del segundo trimestre también se revisó al alza, hasta el 1,4% (desestacionalizado) con respecto a las estimaciones anteriores del 1,2% (Gráfico 8). Los buenos resultados del crecimiento subrayan la solidez de la economía australiana, que ha recibido el impulso de la fuerte demanda de materias primas desde China y de la reconstrucción que se ha puesto en marcha en Queensland tras las inundaciones. No obstante, los sectores no relacionados con la minería siguen siendo lentos, por lo que Australia se puede calificar como una típica economía a dos velocidades. El crecimiento del tercer trimestre estuvo liderado por el aumento de la formación de capital fijo bruto (6% t/t desestacionalizado) y por un incremento más modesto del consumo privado (1,2%). Dicho esto, otros indicadores más recientes apuntan a una desaceleración del crecimiento de Australia, lastrado por la crisis de la deuda europea. El índice de materias primas de Australia correspondiente a noviembre siguió cayendo por cuatro meses consecutivo a causa de la menor demanda mundial de mineral de hierro y carbón de coque.

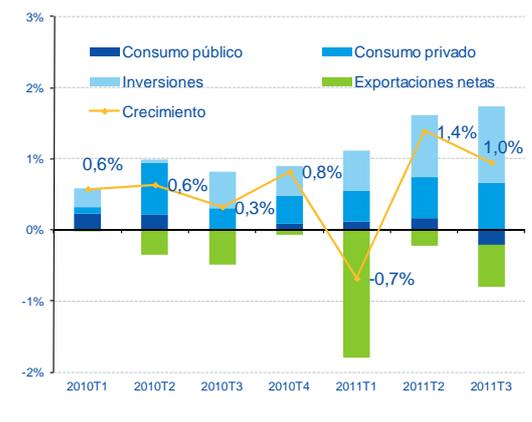
Por otro lado, el mercado de trabajo se debilitó en noviembre y la tasa de desempleo al 5,3% desde el 5,2% del mes anterior. Preocupado por las dificultades mundiales, el Banco de Reserva de Australia recortó los tipos de interés en 25 pb, hasta el 4,25% (Gráfico 7) en su reunión sobre política monetaria celebrada el 6 de diciembre y destacó la lentitud del crecimiento y unas perspectivas de inflación favorables dentro del rango meta oficial del 2-3%. Éste fue el segundo recorte de los tipos tras el recorte efectuado en noviembre que terminó el ciclo de ajuste de dos años iniciado en octubre de 2009. En cuanto a la moneda, el dólar australiano continúa estando relativamente apreciado frente al dólar estadounidense, en torno al 1,02. A pesar de las crecientes dificultades, hay razones de peso para esperar que Australia siga siendo una de las economías avanzadas con mayor solidez. Se prevé que la fuerte inversión en el sector minero y la reconstrucción tras las inundaciones en la zona de Queensland continuarán apoyando el crecimiento a corto y a medio plazo, con el refuerzo de un sistema bancario estable y unas finanzas públicas saneadas. Según nuestras previsiones, el crecimiento total de 2011 llegará hasta el 1,8% y en 2012 alcanzará el 3,6%.

Gráfico 7
Australia adopta una postura a favor del crecimiento y recorta los tipos



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8
El crecimiento de Australia en el 3T mantiene su solidez



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Calendario Indicadores

China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Balanza comercial (en USD)	10 dic.	NOV	17,030 m\$	15,200 m\$
Exportaciones (a/a)	10 dic.	NOV	15,90%	10,90%
Importaciones (a/a)	10 dic.	NOV	28,70%	18,80%
Nuevos préstamos en yuanes	11-15 dic.	NOV	586.800m	550.000
Masa monetaria - M2 (a/a)	11-15 dic.	NOV	12,90%	12,80%
IED real (a/a)	14-17 dic.	NOV	8,80%	--
Estimación del PMI de China de HSBC	15 dic.	DIC	48	--
Hong Kong	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Producción industrial (a/a)	13 dic.	3T	2,00%	--
Precios mayoristas (a/a)	13 dic.	3T	8,90%	--
India	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Producción industrial (a/a)	12 dic.	OCT	1,90%	-0,60%
Inflación del IPM (a/a)	14 dic.	NOV	9,73%	9,07%
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Pedidos de maquinaria (a/a)	12 dic.	NOV	26,00%	--
Índice del sector terciario (m/m)	13 dic.	OCT	-0,70%	0,40%
Filipinas	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones (a/a)	13 dic.	OCT	-27,40%	-17,30%
Singapur	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas minoristas (a/a)	15 dic.	OCT	-0,10%	1,30%
Ventas minoristas (m/m) desest	15 dic.	OCT	0,30%	--
Exportaciones de productos elect. (a/a)	16 dic.	NOV	-31,20%	--
Exportaciones no petróleo (a/a)	16 dic.	NOV	-16,20%	-3,00%
Exportaciones no petróleo desest (m/m)	16 dic.	NOV	-5,90%	--
Corea	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de precios de exportación (a/a)	13 dic.	NOV	9,20%	--
Índice de precios de importación (a/a)	13 dic.	NOV	16,00%	--
Tasa de paro (desestacionalizada)	14 dic.	NOV	3,10%	3,20%

Indicador de la semana: inflación de India en noviembre (14 de diciembre)

Previsión: 8,9% a/a

Consenso: 9,1% a/a

Anterior: 9,7% a/a

Comentario: la próxima semana habrá muchos acontecimientos en el calendario de datos de la India y los inversores estarán atentos a la producción industrial (PI) de octubre y a los resultados de la inflación de noviembre en busca de pistas sobre el rumbo que tomará la política monetaria. El BRI se reúne el 16 de diciembre. La inflación del índice de precios mayoristas se ha mantenido persistentemente alta. Las medidas de ajuste del BRI han llevado a una inversión más débil, con menos opciones disponibles para reavivar el crecimiento. Por consiguiente, los mercados estarán atentos por si hay indicios de caída de la inflación, lo que daría margen para tomar medidas que aborden las restringidas condiciones de liquidez. Sin embargo, no es probable que se produzca una flexibilización de los tipos de referencia en un futuro cercano, pues la inflación sigue muy por encima del nivel de confort de las autoridades, un 5%. Repercusión en los mercados: un valor de la inflación por debajo de lo previsto tranquilizaría a los inversores al aumentar las expectativas de que se tomen medidas políticas para abordar la desaceleración del crecimiento y las estrictas condiciones de liquidez, mientras que un valor más alto haría mella en la confianza al limitar el margen de maniobra política del BRI.

India: reunión del BRI sobre política monetaria, 16 de diciembre	Actual	Consenso
No se prevén cambios en el tipo repo	8,50%	8,50%
No se prevén cambios en el coeficiente de reservas de efectivo	6,00%	6,00%
No se prevén cambios en el tipo repo inverso en efectivo	7,50%	7,50%

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.	2296.0	-0.8	-18.2	-19.2
	Hong Kong: Hang Seng	18743.0	0.8	-18.6	-19.1
	Taiwán - Weighted	6949.0	0.8	-22.6	-20.3
	Japón - Nikkei 225	8653.8	1.4	-15.4	-15.3
	Corea - Kospi	1899.8	1.3	-7.4	-4.3
	India - Sensex 30	15982.8	-1.4	-22.1	-18.1
	Australia - SPX/ASX 200	4252.8	1.2	-10.4	-10.4
	Singapur - Strait Times	2709.7	0.6	-15.1	-14.9
	Indonesia - Jakarta Comp.	3794.6	0.9	2.5	1.3
	Tailandia - SET	1034.0	0.0	0.1	-0.2
	Malasia - KLCI	1471.2	0.8	-3.1	-2.4
	Filipinas - Manila Comp.	4276.3	-0.4	1.8	3.4

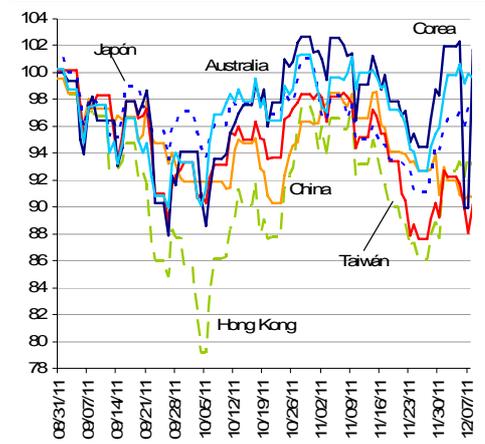
Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6.36	0.04	6.38	6.40
	Hong Kong (HKD/USD)	7.78	-0.12	7.78	7.77
	Taiwán (TWD/USD)	30.2	-0.11	30.19	29.88
	Japón (JPY/USD)	77.7	0.22	77.49	76.96
	Corea (KRW/USD)	1147	-1.50	1153	1159
	India (INR/USD)	52.4	-1.91	53.47	55.02
	Australia (USD/AUD)	1.02	-0.87	0.99	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1.29	-0.97	1.29	1.29
	Indonesia (IDR/USD)	9085	-0.52	9183	9581
	Tailandia (THB/USD)	31.0	-0.74	31.19	31.58
	Malasia (MYR/USD)	3.15	-0.64	3.17	3.19
	Filipinas (PHP/USD)	43.6	-0.72	43.62	43.64

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

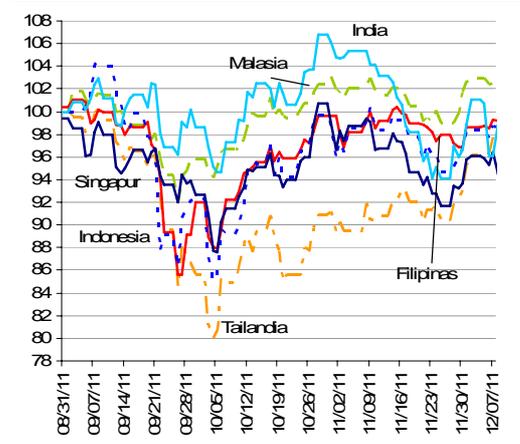
Gráficos

Gráfico 9
Mercados bursátiles



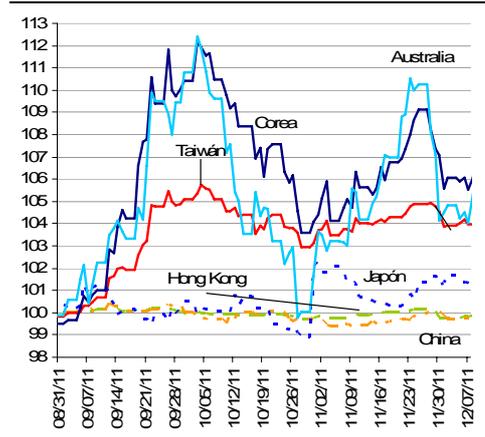
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10
Mercados bursátiles



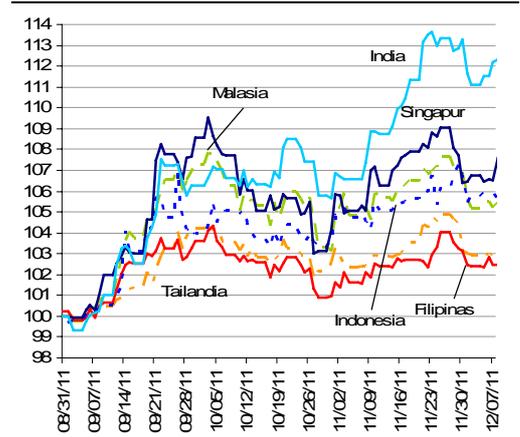
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11
Mercados de divisas



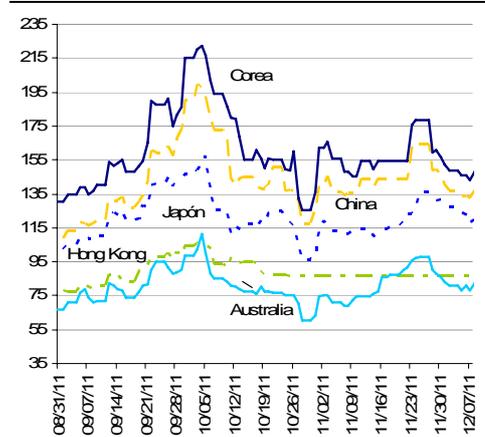
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12
Mercados de divisas



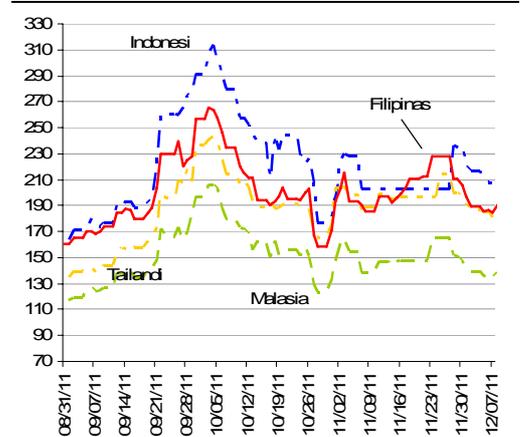
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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 O182.