



Observatorio Económico

EAGLES

Madrid, mayo de 2013
Análisis Económico

Economías Emergentes

Economista Jefe

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal de
Mercados Emergentes

Economista Jefe

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Economista Senior

David Martínez Turégano

dmartinezt@bbva.com

El comercio Sur-Sur liderado por Asia intensifica los patrones de especialización en el resto de regiones emergentes

- **El crecimiento rápido en mercados emergentes es el principal factor de impulso, reforzado por la liberalización comercial y los flujos de materias primas**

Durante los últimos 15 años, los países del Sur han incrementado sustancialmente su presencia en el comercio internacional y los flujos Sur-Sur han aumentado hasta un 15% del comercio total en 2012 desde apenas un 6% en los años 80 y 90. Los principales factores explicativos son: primero, y de forma más obvia, un crecimiento mucho más rápido en el Sur; segundo, la creación de una cadena productiva en Asia; y tercero, una demanda mucha más cuantiosa de materias primas, especialmente por parte de Asia, que también ha conducido los precios a niveles históricamente elevados.

- **Asia en el centro de gravedad de la red de producción Sur-Sur pero con vínculos crecientes con otras regiones emergentes**

Durante las últimas tres décadas, el peso de Asia en el comercio Sur-Sur ha aumentado de forma persistente de menos del 20% a más del 40% en 2012, impulsado por los flujos intrarregionales y liderado por China, con una importante contribución también de los países ASEAN. Sin embargo, los flujos de comercio de Asia con otras regiones del Sur son también muy relevantes, representando cerca de un 50% del comercio Sur-Sur.

- **Los patrones de especialización condicionan los crecientes flujos de comercio entre economías emergentes**

En torno al 80% de las exportaciones de Asia hacia el Sur está concentrado en las manufacturas (incluidos bienes de capital), mientras que el mismo porcentaje se corresponde con exportaciones de materias primas desde Oriente Medio, África y América Latina. El comercio intrarregional está también condicionado por los patrones de especialización, incluyendo el desarrollo de cadenas de valor en Asia del Este. En términos generales, el peso de los bienes básicos ha aumentado durante la última década y han tenido un papel clave en la creciente importancia del comercio Sur-Sur. Dentro de los EAGLES, China y Corea constituyen notables excepciones al haber aumentado el peso de los bienes de capital en las exportaciones hacia el Sur.

- **El foco debe girar a la diversificación y a la retención de valor añadido**

Los exportadores de materias primas deberían tomar ventaja de la actual situación de precios históricamente altos para diversificar la estructura exportadora. Esto no supone perder su ventaja comparativa sino complementarla. En los países dependientes de las manufacturas (sobre todo Asia pero también México) la preocupación se centra en el incremento del valor añadido en sus exportaciones. El proceso de "rebalanceo" de China, el aumento de la capacidad adquisitiva y la explosión de la clase media en el mundo emergente supondrán un reto competitivo para el mismo Sur durante los próximos años.

El rápido crecimiento detrás del papel más relevante de los emergentes en el comercio internacional

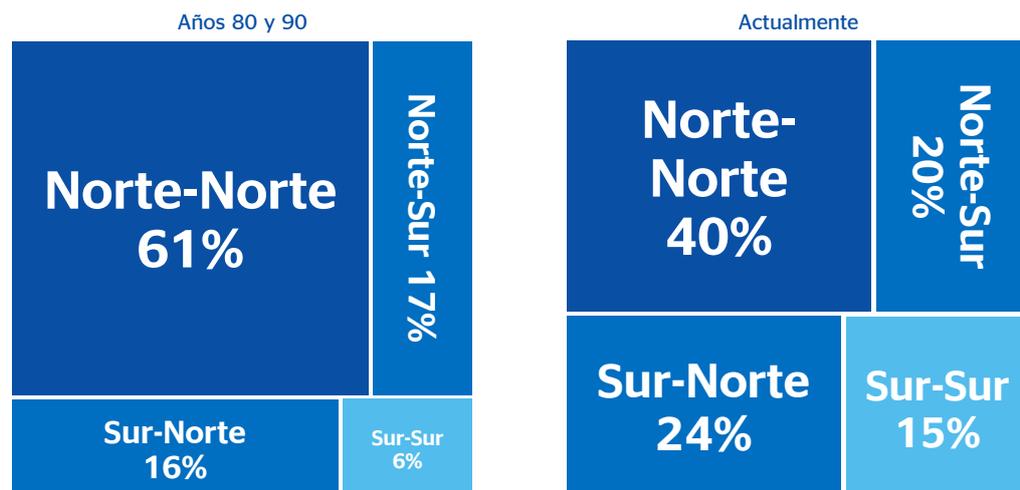
En los años 80 y 90, el Norte (las economías avanzadas) participaba en casi todas las transacciones de comercio internacional, con un rol predominante de los flujos Norte-Norte (Gráfico 1)¹. Por el contrario, el Sur (los países emergentes y en desarrollo) estaba involucrado en menos del 40% del comercio mundial, y, lo que es más relevante, las transacciones Sur-Sur apenas representaban un 6% del total.

En la actualidad, los países emergentes y en desarrollo han aumentado su peso el comercio internacional hasta el 60% y los flujos Sur-Sur han crecido hasta el 15%:

- El principal factor de impulso ha sido **el rápido crecimiento del Sur** durante las últimas décadas. Este dinamismo ha supuesto una mayor base productiva para las exportaciones y una mayor demanda para las importaciones, impulsando los flujos comerciales con el Norte así como las transacciones intrarregionales. En términos nominales, el PIB de los países emergentes y en desarrollo era equivalente al 20% del agregado mundial en los años 80 y 90, mientras que esta cifra se ha doblado en una década hasta el 40% en 2012.
- La apertura comercial ha mostrado durante décadas una tendencia muy similar en el Norte y en el Sur, pero un mayor desarrollo de la **liberalización comercial** ha sido uno de los motores de crecimiento de los mercados emergentes desde el inicio del siglo actual, sobre todo en Asia. La entrada de China en la Organización Mundial de Comercio (OMC) en 2001 ha incrementado de forma sustancial la presencia del país en las transacciones de comercio internacional, al tiempo que se ha creado una amplia cadena de producción en toda la región, incrementando la competencia y reforzando los mercados domésticos.
- El **consumo de materias primas** ha aumentado de forma sustancial por el rápido crecimiento económico en el Sur. Dado que la producción está concentrada en el mundo emergente, el incremento de flujos de materias primas ha tenido una contribución significativa al comercio Sur-Sur². Además de este 'efecto volumen', la creciente demanda ha impulsado los precios a niveles históricamente elevados.

Gráfico 1

Distribución de las exportaciones mundiales según origen y destino (% del total)



Nota: Los años 80 y 90 se corresponden con la media 1980-1999 y la actualidad con la media 2010-2012
Fuente: BBVA Research y FMI/DOTS

1: A lo largo de la nota, los flujos comerciales están medidos desde la óptica de la exportación y son por tanto homogéneos en términos de valoración.

2: "Latin American commodity exports concentration: is there a China effect?", Working Paper Number 13/06, BBVA Research, enero de 2013. www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1306_tcm348-370671.pdf?ts=1752013

"La creciente demanda de los EAGLEs hace que la seguridad energética se concentre en las relaciones Sur-Sur", Observatorio Económico EAGLEs, BBVA Research, mayo de 2013. <http://bit.ly/1aZjGXw>

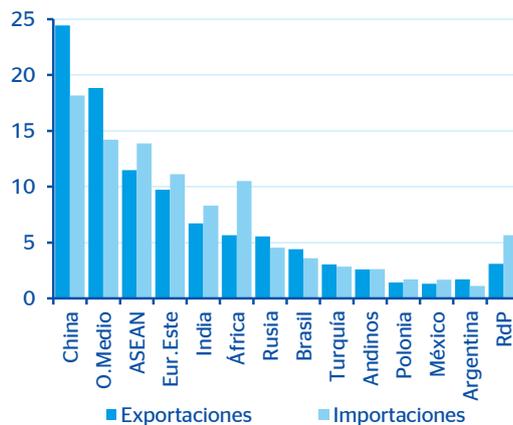
Asia en el centro de gravedad del comercio Sur-Sur

El punto de partida, así como el proceso, no han sido homogéneos y los siguientes desarrollos son relevantes desde el punto de vista regional (Gráficos 2 a 5 y Mapa 1)³:

- **Asia está en el centro de gravedad:**

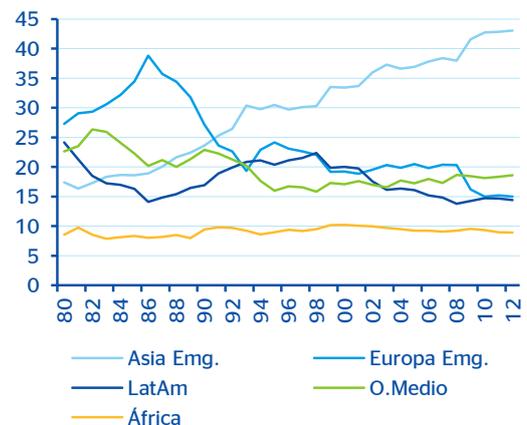
- El peso regional en los flujos Sur-Sur ha crecido de forma persistente durante las últimas tres décadas, incrementándose desde menos del 20% en 1980 hasta más del 40% en 2012.
- Los flujos intrarregionales y las transacciones comerciales con Oriente Medio (sobre todo importaciones) constituyen el núcleo de la red asiática de comercio Sur-Sur, mientras que las relaciones con América Latina son también significativas.
- China ha sido, de lejos, el mayor contribuyente al boom de comercio Sur-Sur en los últimos 10 años, sumando más que India y ASEAN juntos (sobre todo exportaciones).
- A pesar de la elevada contribución en términos absolutos y su aumento significativo, el ratio de comercio de Asia con el Sur es baja con relación a otras regiones emergentes (un 40%). Lo mismo ocurre en China y los países de ASEAN.
- Por el contrario, Corea e India muestran una dependencia muy superior respecto al comercio con el Sur, con un peso en torno al 60%.

Gráfico 2
Contribución al aumento del comercio Sur-Sur entre 2000 y 2012 (%)



Nota: Europa del Este excluye Rusia, ASEAN excluye Singapur, los Andinos incluyen Chile, Colombia y Perú; RdP = Resto de Países.
Fuente: BBVA Research y FMI/DOTS

Gráfico 3
Participación en los flujos comerciales Sur-Sur por región (%) (1980-2012)



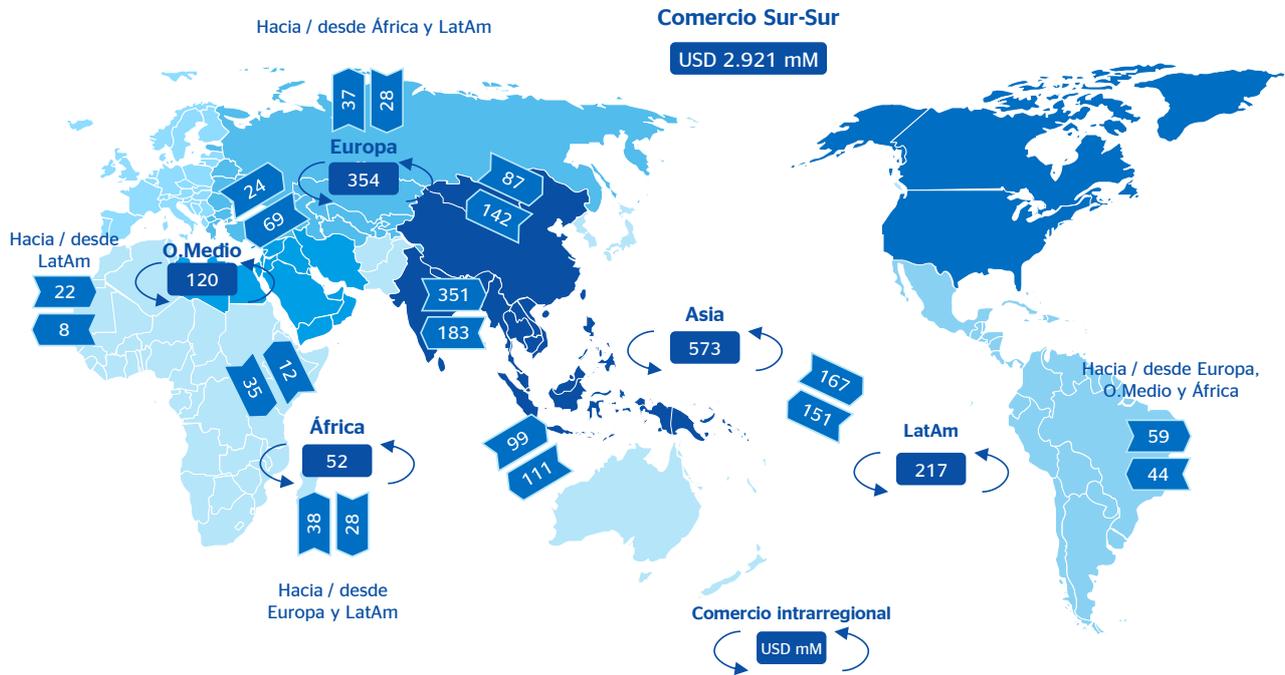
Nota: La participación se calcula sobre la suma de flujos de exportación de entrada y de salida.
Fuente: BBVA Research y FMI/DOTS

- **Oriente Medio incrementa su relevancia por su papel crucial en la oferta energética:**

- Su peso ha aumentado durante los últimos 15 años, convirtiéndose en la segunda fuente de crecimiento de las exportaciones Sur-Sur desde comienzos de este siglo.
- Las exportaciones a Asia son el principal contribuyente a las relaciones con el Sur (más del 40%), seguidas de las importaciones desde Asia y el comercio intrarregional.
- La dependencia de los mercados del Sur es la mayor entre las regiones emergentes, con casi un 50% del comercio total. El efecto es amplificado por la mayor apertura comercial que la media del Sur (cerca del 70% del PIB frente al 50% respectivamente).

3: Las regiones se corresponden con las definidas por FMI/DOTS: www.esds.ac.uk/international/support/user_guides/imf/dotcty.pdf.

Mapa 1
Flujos comerciales Sur-Sur por regiones (miles de millones de USD) (2012)

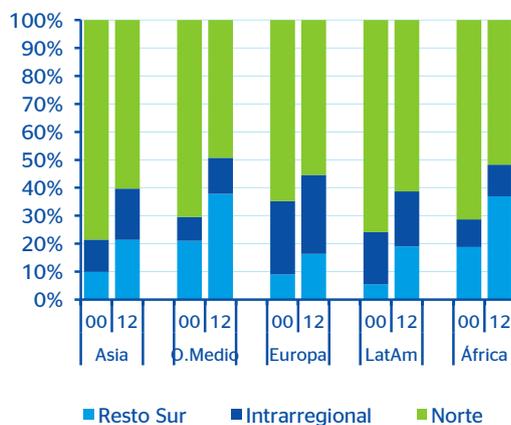


Fuente: BBVA Research y FMI/DOTS

• **Turquía destaca en Europa Emergente, que por el contrario pierde impulso:**

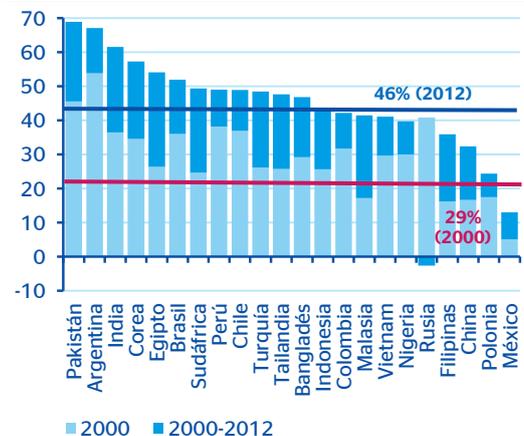
- El peso de la región disminuyó de forma sustancial durante la caída del Comunismo y más recientemente por la recesión en el área del euro.
- El comercio intrarregional sigue siendo el mayor contribuyente a las relaciones con el Sur, seguido por los flujos con Asia (53% y 38% respectivamente).
- Rusia y Turquía han tenido un papel importante en el impulso del comercio Sur-Sur, aunque el cambio en los socios ha sido mucho más relevante para Turquía, doblándose casi el peso del comercio con el Sur entre 2000 y 2012 (del 26% al 48%).

Gráfico 4
Comercio regional por socios comerciales (%) (2000 y 2012)



Fuente: BBVA Research y FMI/DOTS

Gráfico 5
Comercio Sur-Sur para EAGLEs y países del Nido (%/pp) (2000 y cambio 2000-12)



Nota: Las líneas representan la media simple de cada año.
Fuente: BBVA Research y FMI/DOTS

- **Asia, y sobre todo China, se ha convertido en la principal fuerza motora de las relaciones Sur-Sur para América Latina y África:**
 - El peso de América Latina en los flujos Sur-Sur disminuyó de forma considerable entre 1998 y 2008 (del 22% al 14%), manteniéndose casi constante durante la crisis global, mientras que ha sido relativamente estable para África en torno al 10%.
 - El comercio con Asia es el más relevante tanto para América Latina (50% del total con el Sur) y África (58%), después de aumentar la cuota en detrimento del Norte.
 - La mayor parte de EAGLEs y países del Nido en estas dos regiones muestran una ratio de comercio con el Sur superior a la media, aunque el efecto final es suavizado en América Latina por la menor apertura comercial (por debajo del 40% del PIB).
 - Egipto y Sudáfrica han más que duplicado la ratio de comercio con el Sur en la última década y ahora se encuentra en torno al 50%. Por el contrario, el menor valor de la muestra se localiza en México (13%).

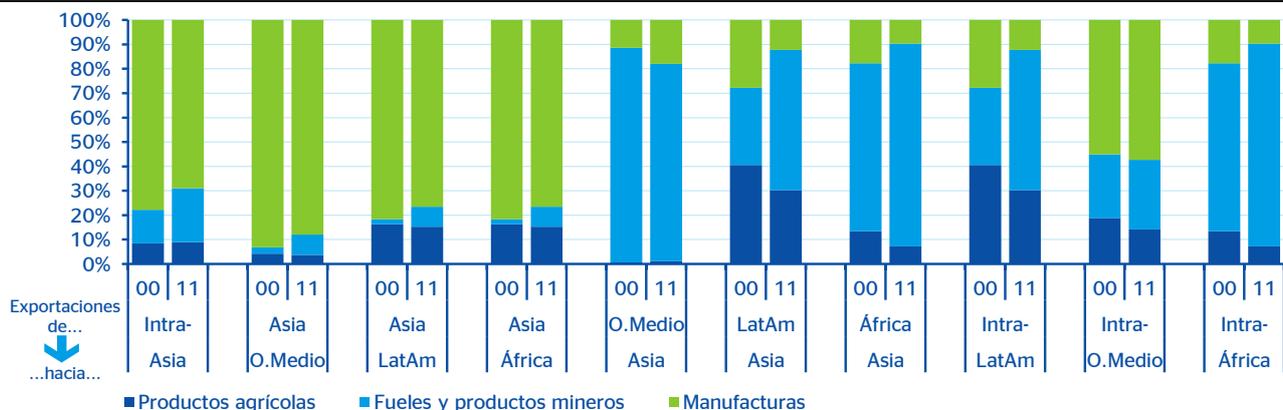
Asia detrás de mercados patrones de especialización

Para completar el panorama sobre las relaciones Sur-Sur, centramos ahora la atención en la composición del comercio por productos. Con este propósito, en esta sección analizamos los principales flujos de exportación regionales a partir de datos de la OMC⁴ (Gráfico 6):

- **Las manufacturas (incluidos bienes de capital) predominan en las exportaciones de Asia**, tanto a escala intrarregional, en la que destaca el desarrollo de cadenas de valor en el Este, como en términos de flujos con el resto del Sur, con un peso entre el 70% y el 90%.
- Por el contrario, **las exportaciones recibidas por Asia desde otras regiones son sobre todo materias primas** (productos agrícolas, mineros y fueles); por encima del 80% en la mayoría de casos.
- **El comercio de materias primas es también el núcleo de los flujos intrarregionales en América Latina y África**, mientras que las manufacturas son cerca del 60% en Oriente Medio.
- En términos generales, **las exportaciones de materias primas han ganado peso en el comercio Sur-Sur** durante la última década en detrimento de las manufacturas (una media de 6pp).

Gráfico 6

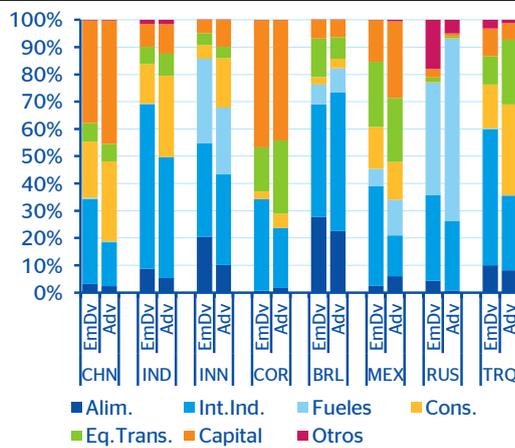
Distribución de las exportaciones regionales por grupo de productos (% del total) (2000 y 2011)



Fuente: BBVA Research y OMC

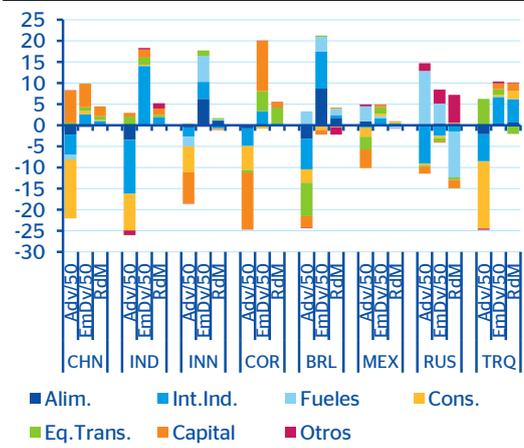
4 Europa está excluida del análisis al no disponer de datos agregados para economías no desarrolladas. A efectos de homogeneidad, restamos a Japón del grupo de Asia y añadimos México a América Central y del Sur. La composición original de los grupos está disponible en: http://stat.wto.org/StatisticalProgram/WSDStatProgramTechNotes.aspx?Language=E#Composition_CG

Gráfico 7
Distribución de las exportaciones en EAGLEs por grupo de producto y destino (2010)



Nota: EmDv = Emergentes y En Desarrollo; Adv = Avanzadas; CHN = China, IND = India, INN = Indonesia, COR = Corea, BRL = Brasil, MEX = México, RUS = Rusia, TRQ = Turquía.
Fuente: BBVA Research y NU/COMTRADE

Gráfico 8
Cambio en el peso de las exportaciones en EAGLEs por grupo de producto y destino (pp) (2000-10)



Nota: EmDv/50 = Emergentes y En Desarrollo; Adv/50 = Avanzadas; RdM = Resto del Mundo CHN = China, IND = India, INN = Indonesia, COR = Corea, BRL = Brasil, MEX = México, RUS = Rusia, TRQ = Turquía.
Source: BBVA Research y NU/COMTRADE

Complementamos la aproximación regional con un análisis individual de los EAGLEs⁵ utilizando datos más detallados de la clasificación BEC (*Broad Economic Categories*)⁶ (Gráficos 7 y 8):

- En términos generales, **la estructura exportadora hacia el Sur está sesgada a los bienes básicos⁷**, mientras que los bienes de consumo y de capital tienen mayor peso en el caso del Norte⁸. Este patrón de especialización se cumple para los EAGLEs de Asia, Turquía y México. Por el contrario, Brasil y especialmente Rusia, ambos productores relevantes de materias primas, exportan una mayor proporción de bienes básicos al Norte que al Sur.
- En la mayoría de EAGLEs, **el aumento de exportaciones al Sur ha estado concentrado en una mayor participación de bienes básicos**, sobre todo en detrimento relativo de bienes de consumo hacia el Norte. **China y Corea son excepciones notables**, al constituir los bienes de capital el principal contribuyente al aumento de exportaciones hacia el Sur como resultado de la sustitución respectiva de productos (bienes de consumo) y socios (el Norte).

5: Corea se ha excluido en secciones anteriores por ser considerada una economía avanzada por el FMI, pero ahora la incluimos al ser miembro de EAGLEs como parte del grupo de Economías Emergentes y en Desarrollo.

6: 1/Alimentos y bebidas; 2/Bienes intermedios industriales; 3/Fuegos y lubricantes; 4/Bienes de capital; 5/Equipamiento de transporte; 6/Bienes de consumo; 7/Otros bienes. Las categorías 4/ y 5/ incluyen partes y accesorios.

7: Los bienes básicos son un concepto más amplio que el de materias primas, incluyendo alimentos, bebidas, bienes intermedios industriales, fuegos y lubricantes.

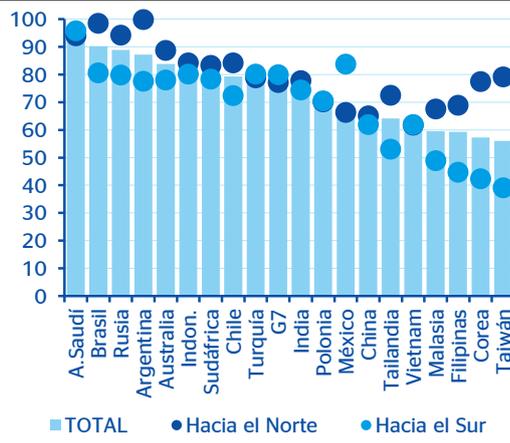
8: En este caso usamos datos para las 50 mayores economías del mundo. El Sur (Economías Emergentes y En Desarrollo) incluye: China, Brasil, Rusia, India, México, Corea, Indonesia, Turquía, Arabia Saudí, Irán, Argentina, Polonia, Sudáfrica, Tailandia, Colombia, EAU, Venezuela, Malasia, Nigeria, Chile, Egipto, Filipinas, Pakistán, Argelia, Kazajistán y Perú; el Norte (Economías Avanzadas) incluye los Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, el Reino Unido, Italia, Canadá, Australia, España, los Países Bajos, Suiza, Suecia, Noruega, Bélgica, Austria, Dinamarca, Singapur, Hong Kong, Grecia, Finlandia, Israel, Portugal e Irlanda.

Retener valor es clave para los exportadores del Sur

Tal y como se ha destacado en la última sección, la **concentración de producto** es un asunto capital para algunas economías emergentes. “Poner todos los huevos en la misma cesta” es una estrategia bastante arriesgada, por lo que, sin perder la ventaja comparativa, la acción política debe guiar la transición a una estructura productiva más diversificada. Los actuales precios de materias primas y la demanda incremental esperada en los próximos años permiten que esta transición sea suave.

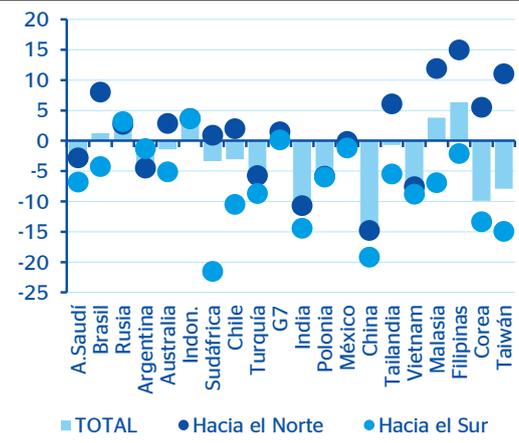
Sin embargo, los países demasiado dependientes de las manufacturas (sobre todo Asia pero también México) no están exentos de retos. En este caso, el foco debe ser la transición desde una ventaja competitiva en productos de baja tecnología a otras fuentes de competitividad ligadas a bienes de mayor **valor añadido doméstico**. Algunas economías emergentes son muy dependientes de bienes intermedios y de capital del exterior y su rol de exportadores se reduce a ser un “país de ensamblaje”, reteniendo un bajo valor añadido la economía doméstica.

Gráfico 9
Valor añadido doméstico contenido en demanda final en el extranjero como % de las exportaciones brutas (2009)



Fuente: BBVA Research y OCDE/OMC

Gráfico 10
Valor añadido doméstico contenido en demanda final en el extranjero como % de las exportaciones brutas (cambio 2000-09)



Fuente: BBVA Research y OCDE/OMC

A este respecto, comparamos el Valor Añadido (VA) doméstico incorporado en la demanda final en el extranjero y las exportaciones brutas utilizando datos de la OCED-OMC⁹. Por motivos analíticos y una comparación más amplia, extendemos la muestra a las economías del Nido y tomamos los países avanzados como referencia (Gráficos 9 y 10):

- **Los productores de materias primas retienen la mayoría del VA** de las exportaciones ya que explotan sus propios recursos, aunque, como se ha mencionado, tienen riesgos derivados de la concentración de producto.
- Otras economías emergentes, que pueden catalogarse como **manufactureras**, comparten el VA de sus exportaciones con suministradores de bienes intermedios y de capital. Turquía e India muestran niveles similares a los países del G7, Polonia y México se encuentran un paso por detrás, mientras que **las economías de Asia del Este cuentan con los ratios más reducidas de VA doméstico sobre exportaciones brutas**.

9: Trade in Value Added (TiVA) database: www.oecd.org/industry/ind/measuringtradeinvalue-addedanoecd-wtojointinitiative.htm

- En un buen número de casos, **el porcentaje de VA doméstico es mayor para las exportaciones hacia el Norte que hacia el Sur**¹⁰, especialmente para los productores de materias primas y los productores de manufacturas del Sureste de Asia. La situación contraria es sólo significativa para México.
- El peso del VA doméstico en las exportaciones brutas **retrocedió significativamente entre 2000 y 2009 en algunos países**, como China e India, tanto en flujos hacia el Norte como hacia el Sur, así como Corea y Taiwán, con tendencias claramente contrarias en los agregados regionales.

Aunque un mayor análisis es necesario, estos resultados podrían sugerir que **una red Sur-Sur más amplia no ha proporcionado una solución natural a los retos competitivos**. Como mucho, se ha registrado algún progreso en las exportaciones hacia el Norte por parte de países de Asia del Este, probablemente como resultado de las cadenas de valor regionales.

El proceso de “rebalanceo” en China, las ganancias de capacidad adquisitiva y la explosión de las clases medias en economías emergentes¹¹ supondrán retos importantes para las estructuras productivas en el Sur. Los patrones de demanda están cambiando rápidamente hacia productos de mayor valor añadido. **Si el Sur quiere aprovechar al máximo este nuevo escenario, se requieren acciones competitivas por el lado de la oferta**. La complacencia podría terminar conduciendo a “trampas del ingreso medio”.

10: Se incluyen 56 países en esta base de datos. El Sur se corresponde con Chile, la República Checa, Estonia, Hungría, México, Polonia, Eslovaquia, Eslovenia, Turquía, Argentina, Brasil, Brunei, Bulgaria, Camboya, China, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, Filipinas, Rumania, Rusia, Arabia Saudí, Sudáfrica, Tailandia y Vietnam.; el Norte incluye Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Islandia, Irlanda, Italia, Japón, Corea, Luxemburgo, los Países Bajos, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza, el Reino Unido, los Estados Unidos, Taiwán, Hong Kong y Singapur.

11: “Explosión de la clase media emergente”, Observatorio Económico EAGLEs, BBVA Research, enero de 2013. <http://bit.ly/1aZuXam>

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, 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 publicación 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 tomados en consideración para la elaboración del presente informe. Por lo tanto, debe tomar 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 ni 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. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.

BBVA o cualquier otra entidad filial, 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 o de sus filiales 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 filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse 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.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. 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 sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: www.bbva.com / Corporate Governance".

BBVA es un banco sujeto a la supervisión del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) española, y está inscrito en el Banco de España con el número 0182.