

Observatorio Semanal

Asia

29 de abril de 2011
Análisis Económico

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk

Mario Nevares
mario.nevares@bbva.com.hk

Le Xia
xia.le@bbva.com.hk

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar
sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

Jenny Zheng
jenny.zheng@bbva.com.hk

Serena Wang
serena.wang@bbva.com.hk

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

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk

Mario Nevares
mario.nevares@bbva.com.hk

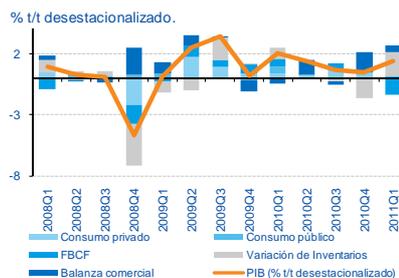
Las monedas se aprecian frente al dólar

Las divisas asiáticas obtuvieron fuertes ganancias la semana pasada como consecuencia de una mayor debilidad del dólar estadounidense tras la declaración que hizo la Reserva Federal anunciando la continuidad de la política monetaria laxa en EE.UU. La apreciación de las monedas se debe también a los sólidos indicadores de crecimiento de la región. Además, los nuevos riesgos de recalentamiento (inflación) han hecho que los bancos centrales estén más dispuestos a permitir la apreciación y a ajustar la política monetaria, pese a los vientos contrarios procedentes del aumento de los precios del petróleo y de una contracción más profunda de lo previsto en Japón tras el terremoto. Por otro lado, las dificultades fiscales de Japón se pusieron de relieve la semana pasada por el cambio de S&P con respecto a la perspectiva de la deuda soberana, cuya calificación pasó de estable a negativa, y por la valoración económica que hizo el BdJ.

Los indicadores muestran fuerte crecimiento y riesgos de recalentamiento

Las cifras del PIB del primer trimestre que se publicaron en Corea (Gráfico 1 y Datos relevantes) y en Taiwán muestran que continúa un fuerte impulso de crecimiento. La producción industrial de Singapur (22% a/a, consenso: 23,8% a/a) y las exportaciones de Hong Kong (21,5% a/a, consenso: 20,4%) también muestran fortaleza. Sin embargo, el recalentamiento se hacen evidente en las continuas presiones sobre los precios; en el 1T, la inflación de Australia se situó por encima de lo previsto, un 3,3% a/a (consenso: 3,0%) y Singapur registró un 5,0% a/a (consenso: 5,2%) en marzo. Creemos que la India y Filipinas subirán los tipos de interés en las reuniones sobre política monetaria que celebrarán la próxima semana. Por otro lado, la producción industrial de Japón en marzo, después del terremoto, registró una caída récord del - 15,3% a/a (Gráfico 2).

Gráficos 1 y 2
El PIB del 1T de Corea muestra fortaleza



Fuerte caída de la producción industrial en Japón



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Datos relevantes

El PIB de Corea confirma las tendencias de crecimiento en la región

Los datos preliminares del 1T se mantuvieron fuertes gracias a las exportaciones

Se mantiene el control del ritmo de internacionalización del RMB chino

Aumentan las operaciones de liquidación comercial y los depósitos off-shore en RMB

Reformas tributarias en China para abordar la desigualdad de la renta

La propuesta elevaría el umbral de los ingresos sujetos a imposición fiscal

Análisis Económico

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk

Mercados

La semana pasada, el dólar estadounidense registró fuertes caídas frente a las divisas asiáticas y otras monedas importantes, ya que la Reserva Federal de EE.UU. recortó sus previsiones de crecimiento y se comprometió a mantener los tipos bajos durante un “periodo prolongado”. Dentro de la región, el dólar australiano y el ringgit malayo fueron las monedas que obtuvieron más ganancias esta semana, con una apreciación del 1,5% y el 1,1% respectivamente frente al dólar estadounidense. El dólar de Taiwán (+0,8%), el won coreano (+0,8%), el dólar de Singapur (+0,6%), la rupia indonesia (+0,6%), el peso filipino (+0,6%) y el yen japonés (+0,4%) también volvieron a apreciarse frente al dólar estadounidense. En China, el RMB siguió su ritmo de apreciación gradual (+0,3%). Sin embargo, la mayoría de los mercados de valores asiáticos perdieron terreno como consecuencia de las perspectivas más débiles de crecimiento en EE.UU. y Japón y la inquietud sobre el ajuste monetario de China. La bolsa de China cayó un 4,2%, seguida por las pérdidas registradas en Australia (-2,1%) y Hong Kong (-1,9%). Por otra parte, los mercados de Japón, Filipinas y Malasia obtuvieron ganancias.

Los bancos centrales asiáticos intervienen para desacelerar la apreciación de las monedas

La debilidad del dólar estadounidense, junto con las expectativas del mercado de que la Fed mantendrá los tipos de interés bajos, fomentó la demanda de divisas asiáticas, que se apreciaron a un ritmo que probablemente supera las zonas de confort de muchos bancos centrales, por lo que se sospecha que Corea, Indonesia, Tailandia, Taiwán y Malasia han intervenido en los mercados de divisas.

Pueden llegar nuevas medidas macroprudenciales si persiste la debilidad del dólar estadounidense

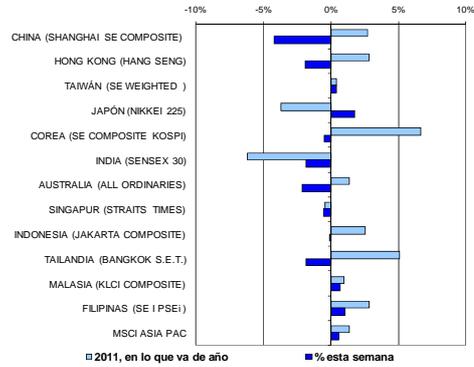
Las monedas asiáticas ya estaban sometidas a presiones de apreciación debido a las expectativas de nuevos ajustes monetarios para controlar la inflación. La ampliación de los diferenciales de los tipos de interés podría atraer más entradas de capital y fortalecer aún más las monedas. Aunque a las autoridades monetarias de la región podría venirles bien una apreciación moderada para contrarrestar la inflación importada, el ritmo que se observó la semana pasada podría parecerles demasiado rápido. Si persiste, es posible que desencadene nuevas medidas macroprudenciales en algunos países con el objetivo de frenar la especulación a corto plazo, en la línea de lo que vimos a finales del año pasado. Por ejemplo, se ha divulgado que el Banco de Corea está evaluando la necesidad de restringir la exposición de los bancos a los derivados cambiarios, mientras que también se ha comunicado que el regulador financiero de Corea ha llevado a cabo auditorías para asegurarse de que los bancos cumplen con sus límites de divisas.

Los rumores de diversificación de las reservas de los bancos centrales asiáticos captan la atención

De acuerdo con algunas informaciones, los bancos centrales asiáticos podrían acelerar la diversificación de sus reservas, deshaciéndose de activos en dólares estadounidenses tras el recorte efectuado por S&P sobre las perspectivas de EE.UU., que han pasado a ser consideradas negativas. Un ejemplo importante fue un informe de que el fondo soberano de China, el CIC, recibiría nuevos fondos del gobierno para invertir en activos que no fueran en dólares estadounidenses. Aunque es muy posible que las autoridades monetarias asiáticas hayan reducido el peso de los activos en dólares estadounidenses en la planificación de sus carteras de reservas, el proceso de diversificación que se aleja del dólar estadounidense no es nuevo, y es probable que se produzca de forma gradual a lo largo del tiempo. La razón de ello es que cualquier liquidación de activos en dólares estadounidenses a gran escala podría provocar una caída significativa de los precios de los activos en dólares, algo que no interesa a los bancos centrales asiáticos, que poseen grandes cantidades de dichos activos. Además, Europa y Japón también se enfrentan a crecientes problemas de deuda, y sus monedas y activos no presentan necesariamente alternativas a largo plazo superiores al dólar estadounidense. En medio de la intervención en las divisas que podría haber tenido lugar esta semana, sería difícil para los bancos centrales asiáticos defender sus tasas de cambio USD/Asia y

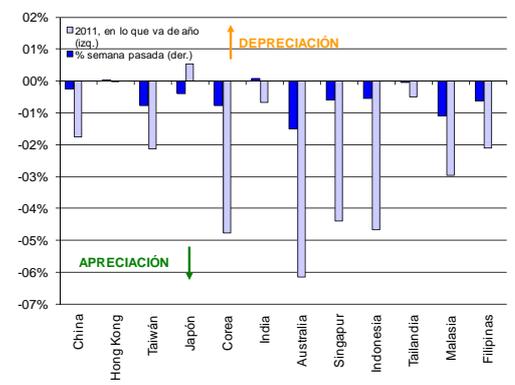
deshacerse a la vez de los dólares estadounidenses para diversificar sus reservas. La misma conclusión podría sacarse de las rentabilidades del Tesoro de EE.UU., que han sido más bajas en las curvas sin que indicaran presiones de ventas masivas.

Gráfico 3
Mercados bursátiles



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Datos relevantes

El PIB de Corea confirma las sólidas tendencias de crecimiento de la región

Las cifras preliminares del crecimiento del PIB del 1T de Corea, un 4,2% a/a, se situaron en línea con las expectativas. En términos trimestrales desestacionalizados, el crecimiento se aceleró hasta el 1,4% (consenso: 1,5% t/t), el ritmo más rápido de los tres últimos trimestres. Las robustas exportaciones siguen siendo el motor principal de crecimiento, mientras que la inversión fue decepcionante en el 1T, particularmente en el maltrecho sector de la construcción. Las tendencias de producción de Corea se observan con atención, ya que dada su posición en la cadena de suministro global, sirven de indicador de la región. Junto con los fuertes resultados del PIB del primer trimestre en China y en Singapur, los datos de Corea sugieren sólidas tendencias de crecimiento para la región en el 1T, a pesar de los vientos contrarios que suponen el aumento de los precios del petróleo y las interrupciones derivadas del terremoto que sufrió Japón el 11 de marzo. Es probable que las fuertes cifras de crecimiento de Corea reafirmen los argumentos a favor de nuevos movimientos alcistas de los tipos y una mayor apreciación monetaria para moderar la creciente inflación, que llegó al 4,7% a/a en marzo, situándose muy por encima del rango meta oficial del 2-4%. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, seguimos sintiéndonos cómodos con nuestra previsión del 4,5% para todo el año 2011, ya que sólo se prevén interrupciones limitadas por los acontecimientos de Japón en el 2T.

Se mantiene el control del el ritmo de internacionalización del RMB chino

Como muy bien se ha publicitado, China se ha embarcado en la iniciativa de internacionalizar el uso de su moneda, el RMB (véase [Observatorio Económico: Liquidación comercial transfronteriza en RMB](#)). Desde el lanzamiento de esta iniciativa en 2008, el valor de las operaciones de liquidación comercial y los depósitos off-shore en RMB se ha incrementado de forma constante. Según los últimos datos correspondientes al 1T2011, el valor de las operaciones de liquidación transfronteriza en RMB ascendió a 360.300 millones de RMB, lo que supone un incremento del 13,9% con respecto al trimestre anterior y aumenta la cuota del comercio de China liquidado en RMB hasta el 7%, en comparación con la cifra de todo 2010, que fue tan sólo un 2,5%. Por otro lado, el tamaño de los depósitos de RMB en Hong Kong, el principal centro de RMB off-shore, se ha incrementado nuevamente hasta situarse por encima de los 400.000 millones de RMB en febrero (Gráfico 5), lo que supone que se ha duplicado desde el tercer trimestre del año pasado (sin embargo, gran parte de este fenómeno puede ser reflejo de las expectativas de apreciación monetaria, más que de su uso en la liquidación comercial). En cuanto a la política, las autoridades están considerando la adopción de diversas medidas para profundizar el uso del RMB en el extranjero, entre las que se incluyen: (i) la ampliación del programa piloto existente para cubrir más regiones dentro de China (desde las 20 provincias/ayuntamientos actuales), (ii) la facilitación de otros centros de RMB off-shore, especialmente Singapur, (iii) incentivos para el desarrollo de productos financieros adicionales en Hong Kong denominados en RMB, y lo más importante en nuestra opinión, (iv) una posible moderación de las restricciones sobre las entradas de RMB para la inversión directa exterior (no se han anunciado los detalles). La emisión de bonos en RMB continúa en Hong Kong a un ritmo estable y, por primera vez fuera de China, en la bolsa de Hong Kong se ha producido una salida a bolsa denominada en RMB (por parte del Fideicomiso de Inversión Inmobiliario Hui Xian).

Reformas tributarias en China para abordar la desigualdad de la renta

El ajuste del umbral y de los tramos del impuesto sobre la renta de China, que se había anticipado desde hace tiempo, está un paso más cerca de hacerse realidad. Las reformas tienen como objetivo reducir la desigualdad de las rentas y fomentar el consumo, en línea con los objetivos del nuevo plan de desarrollo quinquenal que hace hincapié en el bienestar social y el reequilibrio económico, además de compensar el aumento del coste de la vida causado por la creciente inflación. En concreto, el 25 de abril, la Comisión Delegada Permanente del Congreso Nacional Popular envió las enmiendas para someterlas a la opinión pública. La propuesta elevaría el umbral de la renta imponible de 2.000 RMB mensuales (unos 310 dólares) a 3.000 RMB (unos 460 dólares), sobrepasando así la inflación y el crecimiento de la renta durante el mismo periodo (el umbral se cambió por última vez en marzo de 2008). Las modificaciones también incrementarían ligeramente el carácter progresista del plan de tasas impositivas y reduciría el número de tramos de 9 a 7 (la tasa

Inicio →

Mercados →

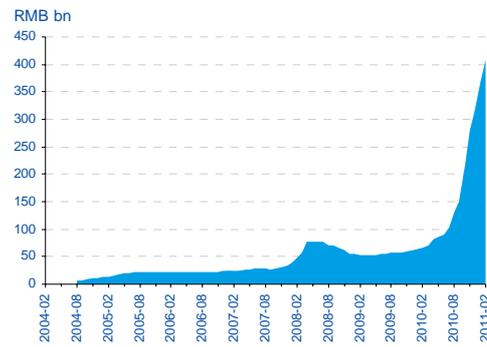
Calendario →

Datos de los mercados →

Gráfico →

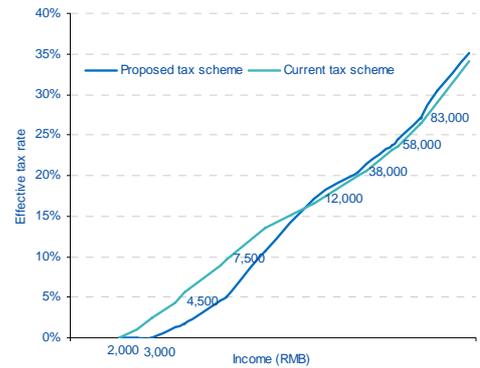
marginal del tramo superior se mantendría en el 45%; véase el Gráfico 6). Sin embargo, se prevé que el impacto general sobre el consumo y los ingresos será moderado debido a que los ingresos de China dependen relativamente poco de los impuestos sobre la renta (los ingresos fiscales del impuesto sobre la renta representan aproximadamente el 2,5% del PIB, según el Fondo Monetario Internacional) y debido también a los bajos índices de cumplimiento del impuesto (especialmente en los tramos de las rentas más altas). La fecha límite para los comentarios públicos es el 25 de mayo y es probable que las enmiendas se hagan efectivas en la segunda mitad de 2011.

Gráfico 5
Crecen los depósitos en RMB en Hong Kong



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6
China busca un impuesto sobre la renta más progresista



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Calendario Indicadores

| China | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
|---|----------|---------|---------------|---------------|
| PMI manufacturero | 5/1/2011 | ABR | 53,4 | 53,8 |
| Hong Kong | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Ventas minoristas: valor (a/a) | 5/3/2011 | MAR | 8,60% | 16,80% |
| Indonesia | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Índice de precios al consumo (a/a) | 5/2/2011 | ABR: | 6,65% | 6,40% |
| Balanza comercial total | 5/2/2011 | MAR | 2.401 m de \$ | 2.550 m de \$ |
| Exportaciones (a/a) | 5/2/2011 | MAR | 28,90% | 24,70% |
| Importaciones totales (a/a) | 5/2/2011 | MAR | 26,30% | 21,30% |
| India | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Exportaciones (% a/a) | 5/2/2011 | MAR | 49,70% | -- |
| Importaciones (% a/a) | 5/2/2011 | MAR | 21,20% | -- |
| Japón | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Venta de vehículos (a/a) | 5/2/2011 | ABR: | -37,00% | -- |
| Malasia | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Exportaciones (% a/a) | 5/6/2011 | MAR | 10,70% | -- |
| Importaciones (% a/a) | 5/6/2011 | MAR | 11,50% | -- |
| Balanza comercial | 5/6/2011 | MAR | 12.640 m | -- |
| Filipinas | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Índice de precios al consumo (a/a) | 5/5/2011 | ABR | 4,30% | 4,40% |
| Corea | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Índice de precios al consumo (a/a) | 5/2/2011 | ABR | 4,70% | 4,60% |
| Comercio exterior: exportaciones (a/a) | 5/1/2011 | ABR | 30,30% | 23,70% |
| Comercio exterior: importaciones (a/a) | 5/1/2011 | ABR | 27,90% | 25,90% |
| Comercio exterior: balanza en m. de USD | 5/1/2011 | ABR | 3.102 | 3.330 |
| Taiwán | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Índice de precios al consumo (a/a) | 5/5/2011 | ABR | 1,41% | 1,40% |
| Tailandia | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Índice de precios al consumo (a/a) | 5/2/2011 | ABR | 3,14% | 3,20% |

| | | |
|--|---------------|-----------------|
| Australia: tipo de interés básico objetivo del RBA, 3 de mayo | Actual | Previsto |
| No prevemos cambios en los tipos de interés | 4,75% | 4,75% |
| La India: tipo de recompra, 3 de mayo | Actual | Previsto |
| Esperamos subidas de 25 pb en los tipos de referencia | 6,75% | 7,00% |
| Malasia: tipo a un día, 5 de mayo | Actual | Previsto |
| No prevemos cambios en los tipos de interés | 2,75% | 2,75% |
| Filipinas: tipo de captación a un día, 5 de mayo | Actual | Previsto |
| Esperamos una subida de 25 pb en el tipo de referencia | 4,25% | 4,50% |

Calendario: eventos

China: índice de gerentes de compras de abril (1 de mayo)

Previsión: 54,2 Consenso: 54,0 Anterior: 53,4

Comentario: se observará el índice de gerentes de compras (PMI) en busca de indicios de recalentamiento económico, especialmente después de que el crecimiento del PIB del primer trimestre resultara más rápido de lo previsto (9,7% a/a) y del aumento de la inflación (5,4% a/a en marzo). Según nuestras previsiones el PMI volverá a subir en abril tras el aumento registrado en marzo, cuando se produjo el primer repunte experimentado en 4 meses.

Repercusión en los mercados: un valor por encima de lo previsto aumentaría las expectativas de nuevas medidas de ajuste monetario.

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos de los 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. | 2.884,5 | -4,2 | 2,7 | 0,6 |
| Hong Kong – Hang Seng | 23.682,8 | -1,9 | 2,8 | 14,0 | |
| Taiwán – Weighted | 9.007,9 | 0,4 | 0,4 | 11,8 | |
| Japón – Nikkei 225 | 9.849,7 | 1,7 | -3,7 | -9,8 | |
| Corea – Kospi | 2.187,3 | -0,5 | 6,6 | 26,5 | |
| India – Sensex 30 | 19.242,9 | -1,8 | -6,2 | 9,9 | |
| Australia – SPX/ASX 200 | 4.810,3 | -2,1 | 1,4 | 0,5 | |
| Singapur – Strait Times | 3.176,6 | -0,6 | -0,4 | 7,4 | |
| Indonesia – Jakarta Comp. | 3.798,0 | -0,1 | 2,6 | 29,8 | |
| Tailandia – SET | 1.085,1 | -1,8 | 5,1 | 44,1 | |
| Malasia – KLCI | 1.533,2 | 0,7 | 0,9 | 14,8 | |
| Filipinas – Manila Comp. | 4.319,5 | 1,0 | 2,8 | 31,0 | |

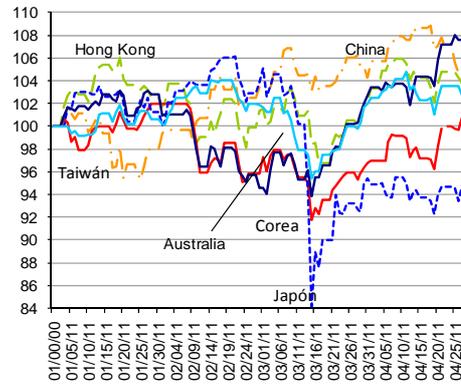
Última actualización: viernes, 13:45 hora de Hong Kong.

| MERCADOS DE DIVISAS | DIVISA | Spot | Variación porcentual semanal | Forward 3 meses | Forward 12 meses |
|---------------------|-----------------|-------|------------------------------|-----------------|------------------|
| | China (CNY/USD) | 6,49 | 0,26 | 6,43 | 6,32 |
| Hong Kong (HKD/USD) | 7,77 | -0,03 | 7,8 | 8 | |
| Taiwán (TWD/USD) | 28,7 | 0,79 | 28,40 | 27,65 | |
| Japón (JPY/USD) | 81,6 | 0,40 | 81,5 | 81,2 | |
| Corea (KRW/USD) | 1.072 | 0,79 | 1.078,91 | 1.093,84 | |
| India (INR/USD) | 44,4 | -0,08 | 45,1 | 47 | |
| Australia (USD/AUD) | 1,09 | 1,54 | 1 | n.a. | |
| Singapur (SGD/USD) | 1,23 | 0,61 | 1,23 | 1,2 | |
| Indonesia (IDR/USD) | 8.576 | 0,55 | 8.631 | 8.925 | |
| Tailandia (THB/USD) | 29,9 | 0,03 | 29,95 | 30,3 | |
| Malasia (MYR/USD) | 2,97 | 1,11 | 3,0 | 3 | |
| Filipinas (PHP/USD) | 42,9 | 0,62 | 42,82 | 42,96 | |

Última actualización: viernes, 13:45 hora de Hong Kong.

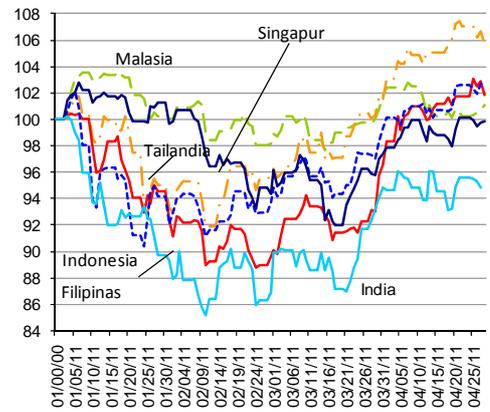
Gráficos

Gráfico 6
Mercados bursátiles



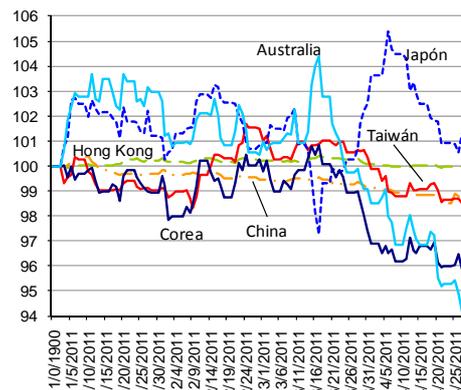
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 7
Mercados bursátiles



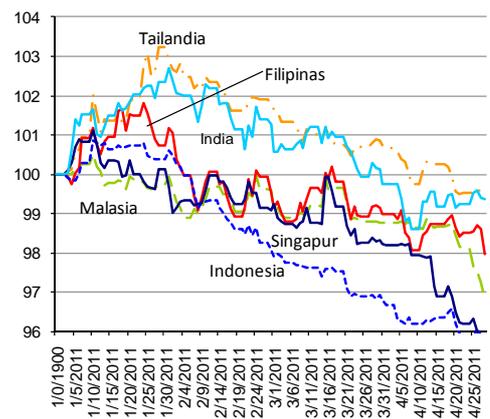
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8
Mercados de divisas



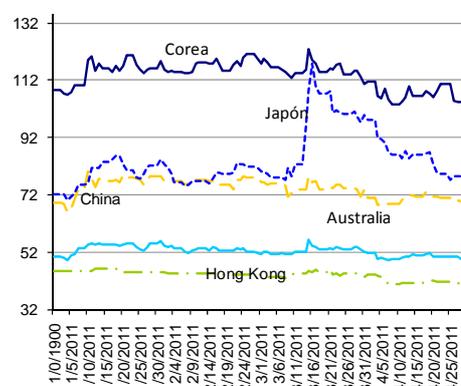
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 9
Mercados de divisas



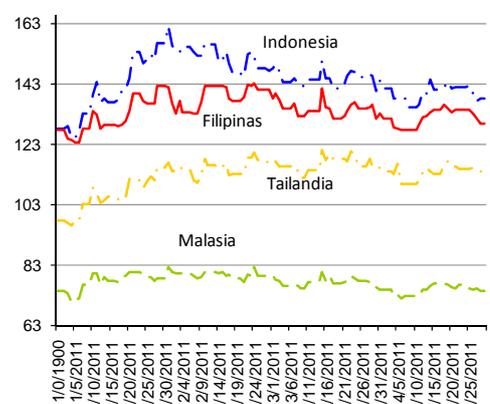
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10
Credit Default Swaps



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11
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.