

Observatorio Semanal

Asia

29 de julio 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

Jenny Zheng
jenny.zheng@bbva.com.hk

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar
sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

Claire Chen
claire.chen@bbva.com.hk

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

Lidiando con el estancamiento de la deuda de EE. UU.

Mientras continúa el pulso por el techo de deuda de EE. UU., la confianza de los inversores regionales se ha mantenido bastante sólida, aunque, al igual que en el resto del mundo, los mercados de valores han estado sometidos a presiones. La confianza en la región sigue fortaleciéndose gracias a la solidez de los fundamentos económicos de Asia, pese a que ha aumentado la inquietud por la posibilidad de que unas perspectivas externas más débiles puedan hacer mella en el crecimiento de las exportaciones. Por otro lado, dado su gran volumen de tenencia de valores del Tesoro de EE. UU., los dirigentes chinos han mostrado nuevamente su descontento con el punto muerto en que se encuentra la política de EE. UU., mientras que al mismo tiempo han señalado que no es probable que se produzca una venta masiva (Datos relevantes).

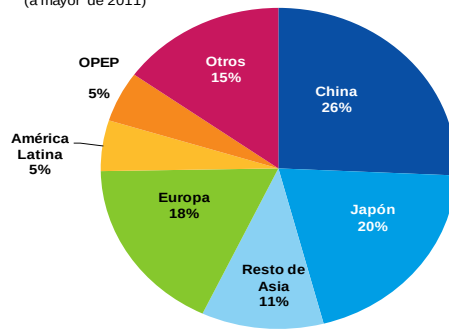
Continúan la presión inflacionista a pesar de los indicios de desaceleración del crecimiento

En general, los datos sobre la inflación publicados la semana pasada se situaron por encima de las expectativas, por lo que el mercado se centrará aún más en la serie de resultados del IPC de julio que se publicará la próxima semana. El resultado del IPC del segundo trimestre de Australia se aceleró por encima de las previsiones, ya que la inflación subió al 3,6% a/a (anterior: 3,3%; consenso 3,4%), elevando así las expectativas de nuevos movimientos alcistas de los tipos más avanzado el año a pesar de los recientes indicios de desaceleración del crecimiento. La inflación de junio de Singapur subió al 5,2%, ligeramente por encima del consenso (anterior: 4,5%; consenso: 5,1%), lo que contribuye a una mayor apreciación de la moneda. En Japón, tanto el índice general de precios como la inflación subyacente de junio se situaron por encima de las expectativas, una noticia bien recibida dados los riesgos continuos de deflación. La próxima semana, la atención se centrará en el índice de gerentes de compras de China (véase el indicador semanal) y en los resultados de la inflación de julio de Corea, Taiwán, Indonesia, Tailandia y Filipinas.

Gráfico 1

Composición de las posiciones de valores del Tesoro de EE. UU. en el extranjero

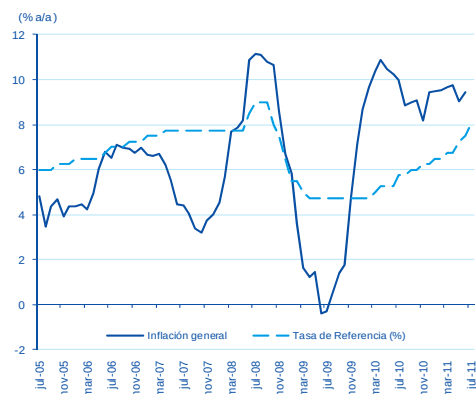
Composición de las posiciones de los valores del Tesoro de EE. UU. en el extranjero (a mayor de 2011)



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2

La India sube los tipos de interés para controlar la inflación



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Datos relevantes

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

La India sorprende aumentando los tipos 50 pb intensificando su lucha contra la inflación

El BRI adopta una postura agresiva (Gráfico 2) pese a la desaceleración de la demanda

Las dificultades de la deuda de EE. UU. tendrán un impacto limitado sobre las reservas asiáticas de dólares

Los bancos centrales asiáticos tienen poca alternativa al mercado de valores del Tesoro de EE. UU.

Continúa la lucha de Vietnam por mantener la estabilidad macroeconómica

Los mercados no están convencidos del compromiso del Banco Central para reducir la inflación

Análisis Económico

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Mercados

Los mercados financieros asiáticos están sintiendo, si bien de forma bastante limitada, los efectos de las tensiones derivadas del callejón sin salida en el que se encuentra el techo de deuda de EE. UU. Aunque los mercados de valores cayeron de forma continua hacia el final de la semana, en el conjunto de dicho periodo, terminaron con resultados desiguales, y el mercado de divisas de la región registró modestas ganancias. Dado que sigue sin haber un acuerdo a la vista mientras nos adentramos en el fin de semana, es posible que en los próximos días siga acumulándose la ansiedad a medida que la volatilidad de los precios de los activos se incrementa debido a las noticias procedentes de EE. UU.

Las preocupaciones por la inflación impulsan el dólar australiano y el dólar de Singapur a nuevos máximos

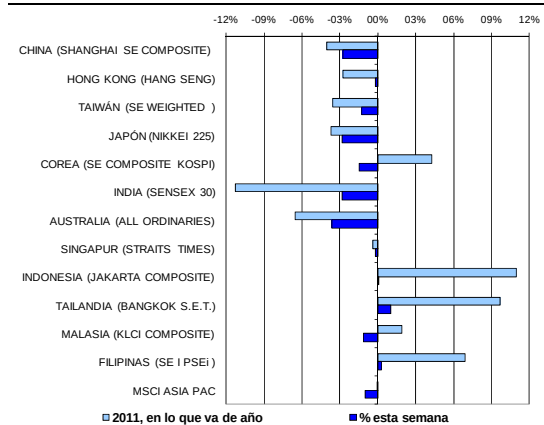
La semana pasada, el dólar australiano alcanzó el máximo histórico de 1,1081 frente al dólar estadounidense el 27 de julio, aunque después el par retrocedió ligeramente hasta situarse el viernes un poco por debajo de 1,1000. Además de la debilidad del dólar estadounidense, la apreciación monetaria se debió a la sorpresa al alza del IPC del 2T de Australia (3,6% a/a en comparación con el 3,4% del consenso según la encuesta de Bloomberg). Los datos apoyan nuestra previsión, fuera del consenso, de que el RBA efectuará una subida de los tipos adicional de 25 pb en el S2 para frenar la presión sobre los precios. El dólar australiano respondió de manera significativa debido a que los mercados habían anticipado recortes de los tipos de interés en los próximos 12 meses, pues en la curva OIS se habían previsto recortes de más de 50 pb. Aunque habíamos anticipado un cambio AUD-USD más alto, los pronunciados incrementos de esta semana han superado nuestra meta de julio, situada en 1,0850. Pero a nuestro juicio, la gran apreciación experimentada por el dólar australiano parece vulnerable a las correcciones, especialmente si los responsables políticos de EE. UU. llegan a un acuerdo sobre el techo de deuda.

El dólar de Singapur también alcanzó nuevos máximos esta semana y rompió brevemente el récord de 1,20 frente al dólar estadounidense el 27 de julio. Pero ese cambio no pudo sostenerse y retrocedió a 1,2040, con poca variación con respecto al cierre de la semana anterior. La fortaleza del dólar de Singapur se debe a la cifra del IPC registrada en junio, que subió al 5,2% a/a frente al 4,5% de abril. La mayor inflación alimentó las expectativas de que la Autoridad Monetaria de Singapur seguirá manteniendo una postura ortodoxa y permitirá que la banda de cambio nominal efectivo (TCNE) del SGD siga cotizándose en el extremo superior del rango. Por un lado, vemos pocas sorpresas en la inflación de junio, pues ya habíamos indicado que los bajos efectos base del año pasado deberían impulsar las cifras interanuales, algo que los mercados ya habían anticipado hace tiempo. Por otro lado, estamos más preocupados por la continua fortaleza de la demanda interna y por la inflexibilidad del mercado de trabajo, factores que podrían mantener la inflación elevada durante el resto del año. Los últimos acontecimientos plantean riesgos a la baja para nuestras previsiones con respecto al par USD-SGD, actualmente en el 1,2350 para finales de 2011.

Posibilidad de intervención del Banco de Japón

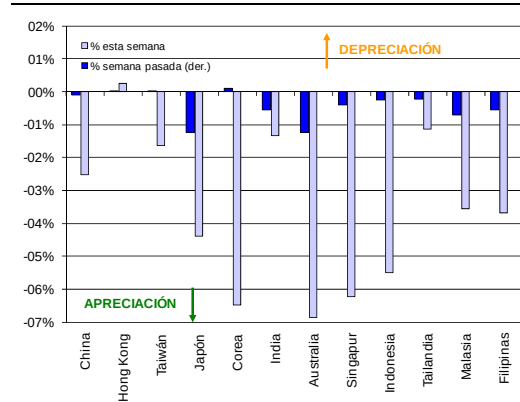
En vista del punto muerto en el que se encuentra el debate sobre la deuda en EE. UU., los inversores han ido acumulando fondos en monedas seguras y en metales preciosos, lo que ha fortalecido la valoración de estos activos. En particular, la aversión al riesgo provocó un descenso en el cambio USD-JPY, que bajó a 77,56 el viernes, un nuevo mínimo desde el terremoto de marzo. Creemos que la fortaleza actual del yen es exagerada. Si se combina con la posición neta larga de los últimos informes de la CFTC, el cambio USD-JPY parece vulnerable a la corrección. Advertimos, pues, de la posibilidad de un cambio brusco en el par en caso de que en el último minuto se llegue a un acuerdo sobre el techo de deuda en EE. UU. antes del 2 de agosto, como se contempla en nuestro escenario central. También vemos la posibilidad de que el BdJ intervenga en caso de que el yen siga fortaleciéndose. De hecho, el tipo de cambio efectivo nominal del yen ha experimentado un ascenso gradual y no está muy lejos del nivel que desencadenó la intervención en marzo. Los mercados son conscientes de esta posibilidad dados los últimos comentarios del BdJ y se han mostrado reacios a que el cambio USD-JPY se ajuste a la baja de forma agresiva.

Gráfico 3
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Datos relevantes

La India sorprende con una subida de los tipos de 50 pb mientras se intensifica su batalla contra la inflación

La actual batalla de la India contra la inflación, entre las más altas de la región, se intensificó esta semana cuando el Banco de Reserva de la India (BRI) sorprendió a los mercados con una subida de los tipos de interés mayor de lo previsto (50 pb), en su reunión habitual sobre política monetaria (véase el Gráfico 2 en la portada). Esta medida impulsa el tipo repo de referencia hasta el 8,0% y constituye la undécima subida de los tipos desde que se inició el ciclo de ajuste en marzo de 2010 y el tercer incremento de 50 bp (el último incremento de esta magnitud se produjo en mayo de 2011). El BRI también aumentó sus perspectivas de inflación para marzo de 2012 hasta el 7,0% a/a desde el 6,0% anticipado previamente, mientras que mantuvo su previsión de crecimiento del PIB en el 8,0% a/a, coincidiendo en gran medida con nuestras previsiones. Los responsables de la política observaron que este agresivo enfoque estaba justificado por la combinación de incrementos en los precios de las materias primas y una demanda interna boyante, combinación que ha hecho subir la inflación a niveles inaceptables. (En los últimos 18 meses, la inflación ha subido tres veces por encima del 3%, que es el objetivo del BRI a medio plazo, y dos veces por encima del nivel que considera aceptable, un 4,5%). El BRI hizo hincapié en que sus próximas medidas dependerán de los datos y podría darse un cambio de postura política si hubiera indicios de contracción sostenible en la inflación. Dados los patrones climáticos favorables y nuestras perspectivas de que se producirán movimientos benignos en los precios mundiales del petróleo, anticipamos que la inflación tenderá a bajar en los próximos meses. Con la desaceleración del crecimiento, aumentan los riesgos de que una política de ajuste abierta pueda reducir el impulso de crecimiento, aunque la probabilidad es todavía baja. En este contexto, creemos que el BRI ha llegado al final de su ciclo de movimientos alcistas de los tipos, aunque sigue habiendo riesgos al alza para los tipos de interés.

Las dificultades de la deuda de EE. UU. tendrán un impacto limitado sobre las reservas de dólares asiáticas

La confianza de los mercados de Asia se ha mantenido por lo general en calma mientras el enfrentamiento por el techo de deuda de EE. UU. ha llegado a un punto muerto, aunque los mercados bursátiles han caído y el yen japonés se ha apreciado debido a los efectos de su utilización como moneda refugio. Una cuestión más interesante es el efecto que toda esta incertidumbre podría tener en la composición de las reservas de divisas asiáticas. Aunque en el último minuto se llegue a un acuerdo sobre el techo de deuda, tal como se espera, todavía podría producirse una rebaja que pondría en riesgo la calificación actual de AAA- de EE. UU. Dado que los bancos centrales de Asia están entre los principales tenedores de valores del Tesoro de EE. UU. —la región representa más de la mitad del total de valores en manos extranjeras, con China y Japón a la cabeza (véase el Gráfico 1 en la portada)— cualquier cambio fuera del dólar estadounidense tendría grandes repercusiones en los mercados de deuda y en los mercados de divisas mundiales. No obstante, creemos que no es probable que se produzca un cambio brusco por las razones que se exponen a continuación. En primer lugar, se prevé que el impacto de cualquier rebaja de la calificación de las rentabilidades de los bonos será limitado, ya que la demanda interna de valores del Tesoro de EE. UU. se mantiene fuerte. Además, y quizá esto sea aún más relevante, no hay otras alternativas a la liquidez del mercado de valores del Tesoro de EE. UU. De hecho, las declaraciones que han hecho los responsables chinos en los últimos días se hacen eco de este tema. En resumen, es probable que las autoridades monetarias asiáticas sigan con su estrategia de diversificación de reservas a un ritmo gradual, como en la década pasada (Gráfico 5), pero no es probable que se dejen llevar por el pánico.

Inicio →

Mercados →

Calendario →

Datos mercados →

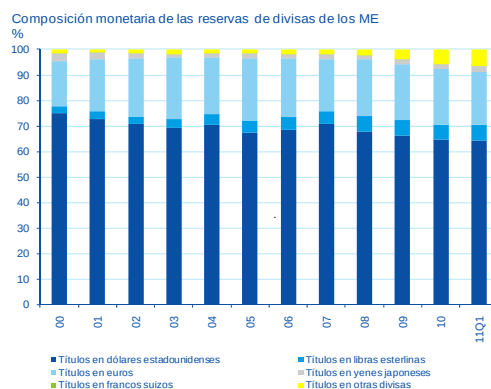
Gráficos →

Continúa la lucha de Vietnam por mantener la estabilidad macroeconómica

Los últimos datos sobre la inflación publicados en Vietnam subrayan las dificultades de las autoridades en mantener la estabilidad macroeconómica debido al recalentamiento de su economía. La inflación ha seguido aumentando y alcanzó un 22,2% a/a en julio, impulsada por la subida de los precios de los alimentos, que se ha agravado con las sucesivas depreciaciones de la moneda (Gráfico 6). Por otro lado, los mercados han reaccionado con escepticismo tras el inesperado recorte de los tipos de interés que el Banco Central efectuó con anterioridad este mes, cuyo objetivo era lograr unos tipos "razonables" para los préstamos a empresas agrícolas y rurales. Según nuestras previsiones, la inflación se mantendrá elevada, en torno al 17-20% hasta finales del año. Además de frenar las presiones sobre los precios, los responsables políticos se enfrentan a otros retos, como controlar un gran déficit comercial y reducir las presiones bajistas sobre la moneda, que son consecuencia de la debilidad de la confianza de los mercados tras las rebajas efectuadas el año pasado por las principales agencias de calificación a una perspectiva negativa. El aspecto positivo es que aunque el crecimiento económico se ha moderado un poco, sigue siendo razonablemente fuerte: el PIB del 2T subió un 5,6% a/a, lo que supone una aceleración con respecto al periodo anterior. Nuestra perspectiva de crecimiento del PIB en 2011 es un 6,2% a/a frente al 6,8% de 2010, en línea con el consenso.

Gráfico 5

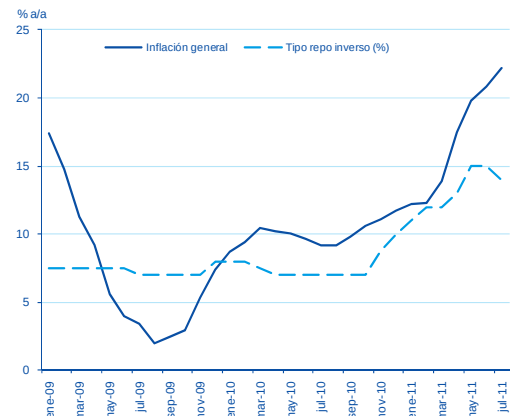
Las economías emergentes diversifican gradualmente las reservas de divisas fuera del dólar estadounidense



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6

La inflación de Vietnam se acelera



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Calendario Indicadores

Australia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de precios de la vivienda (a/a)	2 ago	2T	-0,20%	--
Aprobaciones de construcción (a/a)	2 ago	JUN	-14,40%	--
Ventas minoristas excl. la inflación (t/t)	3 ago	2T	0,00%	--
China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
PMI manufacturero	1 ago	JUL	50,9	50,2
Índice PMI no manufacturero de China	3 ago	JUL	57	--
Hong Kong	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas minoristas: valor (a/a)	1 ago	JUN	27,80%	--
Indonesia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de precios al consumo (IPC) (a/a)	1 ago	JUL	5,54%	4,80%
Exportaciones (a/a)	1 ago	JUN	45,30%	45,00%
Importaciones (a/a)	1 ago	JUN	48,50%	32,00%
PIB a precios constantes (a/a)	5 ago	2T	6,46%	--
India	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones (a/a)	1 ago	JUN	56,90%	--
Importaciones (a/a)	1 ago	JUN	54,10%	--
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Venta de vehículos (a/a)	1 ago	JUL	-23,30%	--
Filipinas	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Déficit/superávit presupuestario	29 J - 02 A	JUN	-9,600 m.	--
Índice de precios al consumo (IPC) (a/a)	5 ago	JUL	5,20%	4,90%
Corea	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de precios al consumo (IPC) (a/a)	1 ago	JUL	4,40%	4,40%
Comercio exterior: exportaciones (a/a)	1 ago	JUL	14,50%	17,10%
Comercio exterior: importaciones (a/a)	1 ago	JUL	27,40%	26,10%
Taiwán	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de precios al consumo (IPC) (a/a)	5 ago	JUL	1,93%	2,00%
IPM (a/a)	5 ago	JUL	3,94%	4,28%
Tailandia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de precios al consumo (IPC) (a/a)	1 ago	JUL	4,06%	4,15%

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos mercados →

Gráficos →

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

Previsión: 50,2

Consenso: 50,1

Anterior: 50,9

Comentario: el índice de gerentes de compras (PMI) de julio se observará con atención en un contexto en el que persiste la inquietud acerca de un aterrizaje brusco. El fuerte resultado del PIB en el 2T (9,5% a/a) redujo tales preocupaciones, pero éstas podrían emerger de nuevo si aparecen indicios de una mayor moderación del crecimiento y el índice de gerentes de compras flirtea con el significativo nivel de referencia de los 50 puntos (que reflejan expansión o contracción). Según nuestras previsiones, el índice de gerentes de compras caerá por cuarto mes consecutivo hasta 50,2, debido en parte a los efectos estacionales (pese a los esfuerzos del NBS por desestacionalizar la serie). Pero esperamos un repunte en agosto, en línea con las tendencias estacionales y con nuestro escenario de aterrizaje suave. Repercusión en los mercados: un valor por debajo de lo previsto, en especial si sitúa por debajo de 50, podría hacer mella en la confianza de los mercados al agravar los temores de un aterrizaje brusco.

Calendario: eventos

Australia: tipo de referencia del RBA 2 de agosto

No prevemos cambios en los tipos de interés.

Actual 4,75% Consenso 4,75%

Japón: tipo objetivo del BdJ, 5 de agosto

No prevemos cambios en los tipos de interés.

Actual 0,10% Consenso 0,10%

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.	2.695,2	-2,7	-4,0	1,8
	Hong Kong: Hang Seng	22.405,0	-0,2	-2,7	6,2
	Taiwán - Weighted	8.654,2	-1,3	-3,5	11,0
	Japón - Nikkei 225	9.847,3	-2,8	-3,7	1,6
	Corea - Kospi	2.139,2	-1,5	4,3	20,8
	India - Sensex 30	18.194,2	-2,8	-11,3	1,1
	Australia - SPX/ASX 200	4.434,5	-3,7	-6,5	-2,0
	Singapur - Strait Times	3.176,4	-0,2	-0,4	6,0
	Indonesia - Jakarta Comp	4.110,3	0,1	11,0	32,7
	Tailandia - SET	1.132,3	1,0	9,6	32,5
	Malasia - KLCI	1.547,5	-1,1	1,9	13,9
	Filipinas - Manila Comp.	4.491,6	0,3	6,9	31,0

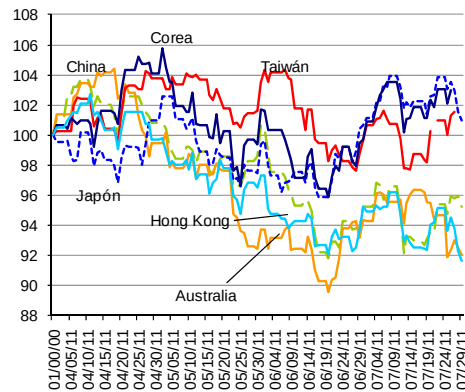
Última actualización: viernes, 11:15 hora de Hong Kong.

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Cambio porcentual durante una semana	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,44	0,09	6,43	6,38
	Hong Kong (HKD/USD)	7,79	-0,04	7,8	8
	Taiwán (TWD/USD)	28,8	-0,02	28,68	28,22
	Japón (JPY/USD)	77,6	1,25	77,5	77,2
	Corea (KRW/USD)	1.053	-0,09	1.059,85	1.072,50
	India (INR/USD)	44,1	0,56	44,5	46
	Australia (USD/AUD)	1,10	1,25	1	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,20	0,42	1,20	1,2
	Indonesia (IDR/USD)	8.502	0,26	8.527	8.765
	Tailandia (THB/USD)	29,7	0,24	29,89	30,4
	Malasia (MYR/USD)	2,95	0,71	3,0	3
	Filipinas (PHP/USD)	42,2	0,56	42,32	42,59

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

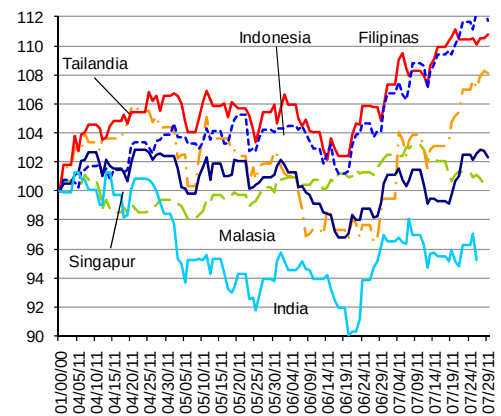
Gráficos

Gráfico 7
Mercados bursátiles



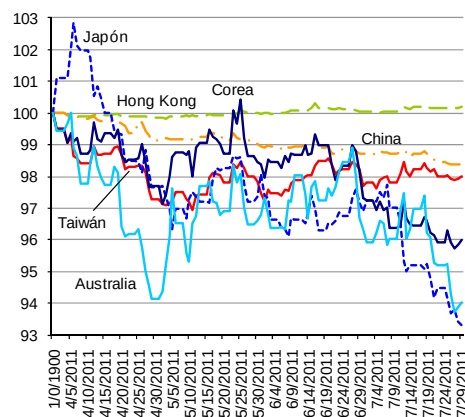
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8
Mercados bursátiles



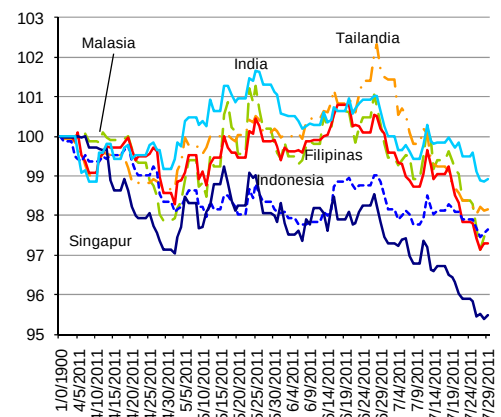
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 9
Mercados de divisas



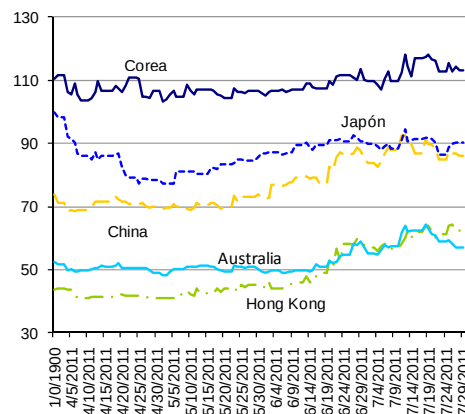
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10
Mercados de divisas



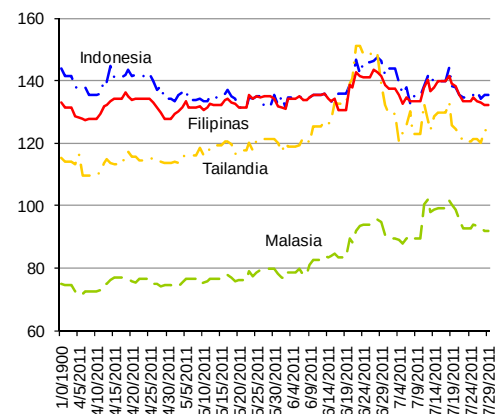
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11
Credit Default Swaps



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12
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.