

Observatorio Semanal

Asia

19 de agosto 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

Claire Chen
claire.chen@bbva.com.hk

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

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

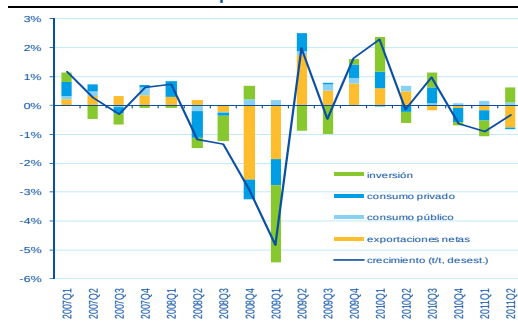
¿Puede mantener Asia su posición?

Ésta ha sido otra semana negativa para los mercados asiáticos, que se han movido al compás de las turbulencias financieras mundiales. Los mercados bursátiles asiáticos han caído no sólo por el aumento de la aversión al riesgo global, sino también, en nuestra opinión, debido a la inquietud por el impacto que tendrá el aumento de los riesgos bajistas para la demanda externa sobre las perspectivas de crecimiento de la región. Dicho esto, creemos que hay razones para el optimismo, ya que Asia puede soportar una perspectiva de crecimiento mundial más débil. En concreto, sus fundamentos económicos son fuertes y hay margen para aplicar políticas de estímulo. Hasta ahora, los indicadores de actividad se mantienen razonablemente bien (véase más abajo). Por otro lado, en Hong Kong, donde el mercado de valores ha sido este año especialmente débil, la confianza aumentó temporalmente con el anuncio de las autoridades chinas de nuevas medidas para fomentar el papel de la ciudad como centro financiero. Estas medidas incluyen la comercialización de ETF para los inversores de China continental en el mercado de valores de Hong Kong, la repatriación del RMB offshore para la compra directa de valores en China y el uso del RMB offshore por parte de empresas de Hong Kong para la inversión directa (IED) en China.

Razón para el optimismo: los resultados de algunos indicadores son mejores de lo previsto

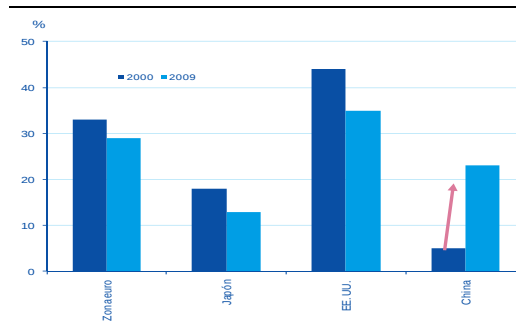
Los resultados del PIB del segundo trimestre, aunque se han moderado, son mejores de lo previsto en Japón (-0,3% t/t, desest. frente al consenso: -0,7%) y en Malasia (4,0 % a/a; consenso: 3,6% a/a). En la India, la producción industrial de junio sorprendió al alza, mientras que los datos de empleo en Hong Kong fueron mejores de lo previsto. No obstante, las exportaciones de Singapur correspondientes a julio, más débiles de lo esperado, son un recordatorio de la vulnerabilidad de la región. Afortunadamente, aumentan las posibilidades de que el ajuste monetario se produzca a un ritmo más lento debido a que los resultados de la inflación han sido más moderados, como en la India (9,2% a/a; anterior: 9,4%) y Malasia (3,4% a/a, anterior: 3,5%). La próxima semana (véase el Calendario), los mercados estarán pendientes de los resultados de la inflación en Singapur (Indicador de la semana), Hong Kong, Japón y Vietnam; así como del PIB del 2T de Tailandia y de su reunión mensual sobre política monetaria (el consenso se decanta por un aumento de los tipos de 25 pb, aunque el entorno global podría provocar que el BdT haga una pausa). Por último, la atención se centrará también en la estimación avanzada del índice de gerentes de compras de China del HSBC.

Gráfico 1
El crecimiento de Japón tocó fondo en el 2T...



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 2
Fuentes de demanda final para las exportaciones asiáticas



Fuente: AMS de Singapur y BBVA Research

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Datos relevantes

¿Hasta qué punto es vulnerable Asia?

La región no es inmune, pero hay razones para el optimismo

La economía de Japón muestra solidez en la recuperación tras el terremoto

A pesar de las dificultades, la recuperación de Japón se acelera

India: los problemas mundiales aumentan los riesgos para el crecimiento

Los riesgos globales llegan cuando el crecimiento de la India ya se está desacelerando

Análisis Económico

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Mercados

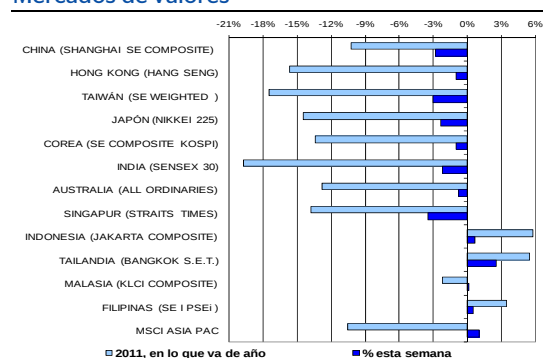
Las preocupaciones acerca de la desaceleración del crecimiento y las tensiones sobre los bancos europeos están provocando volatilidad en los mercados financieros mundiales, con repercusiones para Asia. Los mercados de valores regionales se han beneficiado de las prohibiciones de las ventas a corto efectuadas en varias bolsas europeas y se tomaron un respiro de las caídas al inicio de esta semana. Pero hoy han vuelto a sufrir una rápida recaída después de que la encuesta de la Fed de Filadelfia indicara un mayor deterioro del crecimiento de EE. UU. en el 3T y debido también al aumento de la inquietud acerca de los problemas de financiación de los bancos en Europa. El pronunciado deterioro del apetito de riesgo el viernes dio la vuelta a las ganancias obtenidas al principio de la semana.

Las monedas asiáticas se muestran sólidas ante el “suave aterrizaje” mundial

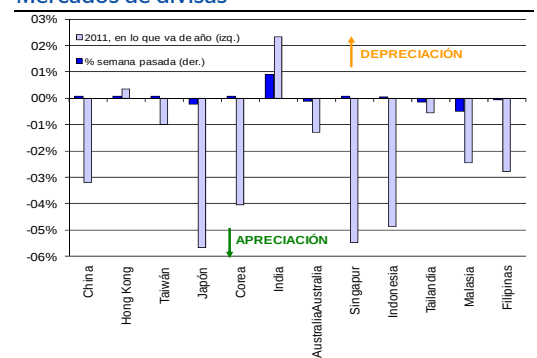
Seguimos pensando que los fuertes fundamentos macroeconómicos de Asia deberían contribuir a frenar las consecuencias de un escenario de riesgo como es un crecimiento mundial más débil (véase Datos relevantes). Como el rendimiento de las monedas a medio plazo se ajusta a un crecimiento económico relativo, nuestra valoración positiva en un escenario mundial de riesgos a la baja debería apoyar un mejor funcionamiento de las divisas asiáticas. Pero de momento, las monedas de la región seguirán cotizando a la baja en un modelo que busca la eliminación del riesgo. Además, creemos que los países que más dependen de las exportaciones o aquellos que no tienen capacidad para añadir estímulos son los que se enfrentarán a una mayor presión de depreciación de su moneda. Según este sistema de valoración, la rupia india, el ringgit malayo, el dólar australiano y el dólar de Singapur parecen las monedas más vulnerables ante un mayor deterioro del apetito de riesgo.

La apreciación del yuan se acelera, pero parece insostenible

El Banco Popular de China (BPdC) estableció recientemente el tipo medio de cambio oficial a un nivel más bajo de forma sucesiva, por lo que bajó de 6,4551 a 6,3925 entre el 5 y el 16 de agosto, lo que implica una apreciación anualizada del 18%. Aunque el tipo medio de cambio del par USD-CNY volvió a invertirse hoy y se situó un poco por encima de 6,4000, las expectativas de una nueva apreciación del yuan mantuvieron las operaciones del par USD-CNY al contado en el tramo inferior del tipo fijo. Los mercados, en general, han citado las exportaciones más altas y los resultados del IPC de julio como los motores principales, pero en nuestra opinión estas explicaciones no concuerdan con la reciente evolución de los precios. En el pasado, los responsables de la política de China rara vez han cambiado el ritmo de apreciación del yuan a causa de la balanza comercial mensual o de los resultados de la inflación. Creemos, más bien, que la explicación está en el plan de China de emitir bonos en Hong Kong así como en el calendario político de esta semana. Concretamente, el Ministerio de Hacienda de China está en proceso de captar 20.000 millones de yuanes en los mercados del yuan en Hong Kong (CNH); permitir que el yuan se aprecie a un ritmo más rápido de lo normal antes de la colocación de bonos incrementará el atractivo de la emisión. Además, la visita que hizo la semana pasada Biden, vicepresidente de EE. UU. propició un momento oportuno para la apreciación. Sin embargo, creemos que el reciente ritmo de apreciación del yuan más rápido de lo normal es una excepción y no es probable que se sostenga.

Gráfico 3
Mercados de valores

Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4
Mercados de divisas

Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

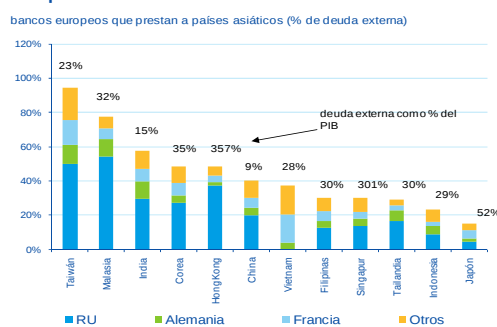
Análisis Económico

Datos relevantes

¿Hasta qué punto es vulnerable Asia?

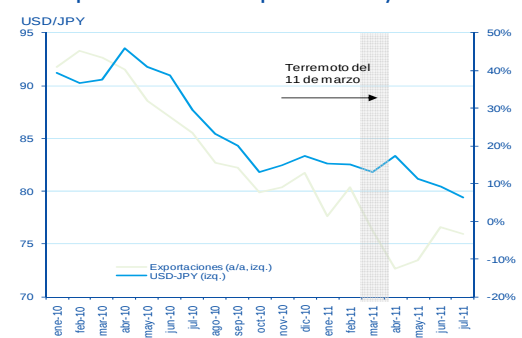
Ante el lastre que supone para los mercados financieros la inquietud sobre el crecimiento y la deuda en EE. UU. y Europa, es oportuno valorar la solidez de las economías asiáticas ante las turbulencias mundiales. Aunque Asia no sería inmune a una contracción mundial, seguimos relativamente convencidos de la capacidad de la región para soportar las presiones externas gracias a sus sólidos fundamentos económicos y al margen que tienen para las maniobras políticas. Una contracción de la economía mundial afectaría a Asia a través del comercio y los canales financieros. Con respecto a lo primero, Asia sigue dependiendo enormemente de las exportaciones, pues gran parte de la demanda final de sus productos procede de EE. UU. y la UE. Como consecuencia de ello, las economías de la región más pequeñas y más orientadas a la exportación serían las más afectadas por una desaceleración del crecimiento global, como fue el caso en 2008-2009 (Hong Kong, Taiwán, Tailandia, Malasia y Singapur experimentaron grandes contracciones en su producción en 2009). Dicho esto, el comercio intrarregional podría amortiguar el efecto: China, cuyo crecimiento se prevé que continuará siendo fuerte, se ha convertido en el tercer mercado más grande de la región para las exportaciones asiáticas (después de EE. UU. y Europa) si se mide por demanda final (Gráfico 2 de la portada). En lo que respecta al canal financiero, las economías asiáticas son vulnerables ante una posible restricción en las condiciones de crédito de los bancos europeos. Sin embargo, sus niveles generales de deuda sobre PIB y la dependencia de los bancos europeos son limitados (véase el Gráfico 5). La proporción de financiación externa procedente de los bancos europeos en Taiwán, Malasia, la India y Corea es relativamente alta, mientras que Hong Kong y Singapur también son vulnerables dado su papel de centros financieros internacionales. Los bancos australianos también están expuestos debido a su fuerte dependencia de la financiación mayorista procedente de los mercados de capital mundiales. En cuanto a la política monetaria, hay margen para desacelerar el ritmo de ajuste monetario; la mayor parte de las economías asiáticas tienen bajos niveles de deuda y de déficit fiscal, por lo que sería posible aplicar medidas de estímulo en caso necesario (Japón, la India y Malasia son excepciones importantes).

Gráfico 5
Préstamos de Asia procedentes de bancos europeos...



Fuentes: BBVA Research y BIS

Gráfico 6
Las exportaciones de Japón con un yen fuerte...



Fuentes: BBVA Research y CEIC

La economía de Japón muestra solidez en la recuperación tras el terremoto

Esta semana se publicaron los datos de crecimiento del PIB del segundo trimestre de Japón, cuyo resultado fue mejor de lo previsto, -0,3% t/t (o -1,3% tasa anual desest.) frente al consenso (-0,7% t/t desest.) (Gráfico 1 de la portada). Hay que destacar que el resultado refleja el impacto que tuvo el terremoto y posterior tsunami del 11 de marzo sobre el crecimiento de todo el trimestre, y fue la tercera contracción trimestral consecutiva. En el trimestre, las exportaciones cayeron un -5,3% a/a (Gráfico 6), como resultado de los trastornos en las cadenas de suministro. Por otro lado, la inversión empresarial se mantuvo firme, y hay pruebas de que los planes de estímulo del gobierno después del terremoto han tenido un efecto positivo y el restablecimiento de la producción ha sido más rápido de lo esperado. Se prevé que en septiembre u octubre se aprobará un tercer presupuesto complementario que consistirá en un completo plan de

Inicio →

Mercados →

Calendario →

Datos mercados →

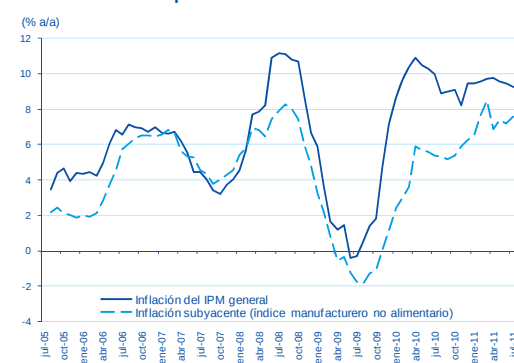
Gráficos →

reconstrucción de más de 10 billones de yenes (2% del PIB). En cuanto a la política monetaria, el Banco de Japón ha anunciado nuevas inyecciones de liquidez y también ha incrementado recientemente el tamaño de su programa de compra de activos en un 50%, hasta 15 billones de yenes. Por otra parte, la producción y las exportaciones se han recuperado con mayor rapidez de lo previsto y se encuentran ahora en niveles cercanos a los anteriores al terremoto. Los últimos indicadores de actividad y de confianza empresarial también apuntan a una mejora. Dicho esto, la mayor apreciación del yen y los cortes de electricidad siguen siendo obstáculos para la recuperación. El yen oscila en torno a 76,5 yenes por dólar estadounidense y podría ser una rémora para las perspectivas de las exportaciones; en el lado de la oferta, los cortes de electricidad podrían frenar la producción, ya que es probable que la puesta en marcha de las centrales nucleares bajo inspección se retrase en el contexto actual de temores nucleares por parte de la población. Y naturalmente, en el contexto externo, la incertidumbre de la economía mundial también pesará sobre las exportaciones. En resumen, esperamos que la economía siga recuperándose en la segunda mitad de 2011, lo que llevará a una pequeña contracción global del PIB del -0,3% para el año.

La India: las dificultades mundiales aumentan los riesgos para el crecimiento

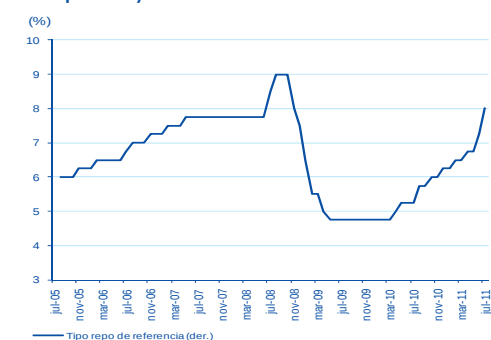
Ante el deterioro del entorno macroeconómico mundial, los inversores están valorando qué repercusiones tendrá para Asia. Como se vio en la crisis de Lehman Brothers en 2008, la India no es inmune a los riesgos de contagio, tanto a través del comercio como de los canales financieros, aunque los efectos deberían ser limitados. El problema de la India es que sus perspectivas macroeconómicas son ya difíciles, dados los indicios de desaceleración del crecimiento, la inflación persistentemente elevada y el limitado margen de maniobra monetaria y fiscal. En este contexto, los resultados de los datos clave publicados la semana pasada contribuyeron a aumentar la confianza, pero no demasiado. El índice de producción industrial de junio subió al 8,8% a/a (consenso: 5,5% a/a) en comparación con el resultado del 5,9% de mayo, el más bajo en nueve meses; la cifra general enmascara la desaceleración del impulso de crecimiento, que se hace evidente una vez desestimado el componente de los bienes de capital, notoriamente volátil. Si excluimos los bienes de capital, el crecimiento del índice de producción industrial bajó al 4,3% a/a desde el 5,9% registrado en mayo. Por otra parte, la inflación de los precios mayoristas se moderó hasta el 9,2% en julio desde el 9,4% de junio (Gráfico 7), lo que coincide con las previsiones y parece indicar una reducción gradual de las presiones de oferta. Sin embargo, la inflación sigue aún muy por encima de la zona de confort de las autoridades y la inflación subyacente sigue firme, mientras que los fabricantes siguen enfrentándose a presiones sobre los márgenes. De cara al futuro, la actual moderación de los precios globales de las materias primas junto con la moderación del crecimiento interno son buenos augurios para la inflación general. Con el aumento de los riesgos a la baja para el crecimiento interno y la moderación de la inflación se afianza nuestro argumento de que el BRI no hará cambios en su próxima reunión sobre política monetaria, programada para el 16 de septiembre (Gráfico 8).

Gráfico 7
India: la inflación se modera debido a los precios de las materias primas



Fuentes: BBVA Research y CEIC

Gráfico 8
India: es posible que los movimientos alcistas de los tipos hayan terminado



Fuentes: BBVA Research y CEIC

Calendario Indicadores

China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Estimación del PMI de China de HSBC	23 ago	AGO	48,9	--
Hong Kong	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
IPC (a/a)	22 ago	JUL	5,60%	--
Exportaciones (a/a)	25 ago	JUL	9,20%	--
Importaciones (a/a)	25 ago	JUL	11,50%	--
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas supermercados (a/a)	22 ago	JUL	0,10%	--
Ventas tiendas de conveniencia (a/a)	22 ago	JUL	9,00%	--
IPC (a/a)	26 ago	JUL	0,20%	--
Malasia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Tasa de paro	26 ago	2T	3,10%	--
Filipinas	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Importaciones (a/a)	25 ago	JUN	1,60%	--
Singapur	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
IPC (a/a)	23 ago	JUL	5,20%	5,00%
Producción industrial m/m de sest.	26 ago	JUL	1,60%	0,80%
Producción industrial (a/a)	26 ago	JUL	10,50%	9,00%
Taiwán	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	22 ago	JUL	4,40%	4,36%
Producción industrial (a/a)	23 ago	JUL	3,61%	4,80%
Masa monetaria M2, promedio diario (a/a)	25 ago	JUL	5,99%	5,90%
Tailandia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Producto interior bruto de sest. (t/t)	22 ago	2T	2,00%	0,60%
Producto interior bruto (a/a)	22 ago	2T	3,00%	3,60%
Exportaciones aduaneras (a/a)	22-25 ago	JUL	16,80%	31,30%
Importaciones aduaneras (a/a)	22-25 ago	JUL	26,10%	21,00%
Vietnam	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones en lo que va de año (a/a)	24-31 ago	AGO	33,50%	--
Importaciones en lo que va de año (a/a)	24-31 ago	AGO	26,20%	--
Producción industrial (a/a)	24-31 ago	AGO	9,60%	--
IPC (a/a)	24-31 ago	AGO	22,20%	--

Indicador de la semana: inflación de Singapur para julio (23 de agosto)

Previsión: 5,1% a/a

Consenso: 5,0 % a/a

Anterior: 5,2% a/a

Comentario: después de subir a su ritmo más rápido desde enero, se prevé que la inflación seguirá siendo elevada en julio, debido al aumento de los costes del transporte y de la vivienda. Los últimos indicadores muestran que la demanda interna se mantiene y que las presiones inflacionistas procedentes de la demanda son aún evidentes. Sin embargo, dado su pequeño tamaño y la dependencia de las exportaciones, la economía de Singapur es especialmente vulnerable a un posible debilitamiento de la demanda mundial.

Repercusión en los mercados: dados los riesgos bajistas para la economía mundial y la reciente caída de las exportaciones (-2,8% a/a en julio), los mercados no prevén un aumento del ritmo de apreciación en la próxima reunión de la Autoridad Monetaria de Singapur que se celebrará en octubre; sin embargo, un resultado de inflación por encima de lo previsto podría cambiar estas expectativas y crear el escenario propicio para una mayor apreciación de la moneda regional.

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos mercados →

Gráficos →

Calendario: eventos

Tailandia: tipo de interés de referencia, 24 de agosto

No prevemos cambios en el tipo de interés de referencia.

Actual	Consenso
3,25%	3,50%

Datos de los mercados

MERCADOS BURSÁTILES	ÍNDICE	Última cotización	Variación porcentual semanal	En lo que va de año	Variación porcentual en 1 año
	China - Shanghai Comp.	2.520,9	-2,8	-10,2	-6,2
	Hong Kong: Hang Seng	19.424,6	-1,0	-15,7	-7,8
	Taiwán - Weighted	7.406,5	-3,0	-17,5	-6,6
	Japón - Nikkei 225	8.751,7	-2,4	-14,4	-6,5
	Corea - Kospi	1.776,7	-0,9	-13,4	-0,2
	India - Sensex 30	16.469,8	-2,2	-19,7	-10,8
	Australia - SPX/ASX 200	4.139,3	-0,8	-12,8	-7,6
	Singapur - Strait Times	2.751,3	-3,5	-13,8	-6,6
	Indonesia - Jakarta Comp.	3.918,8	0,7	5,8	26,2
	Tailandia - SET	1.089,1	2,5	5,5	22,2
	Malasia - KLCI	1.485,4	0,1	-2,2	6,7
	Filipinas - Manila Comp.	4.344,9	0,5	3,4	22,0

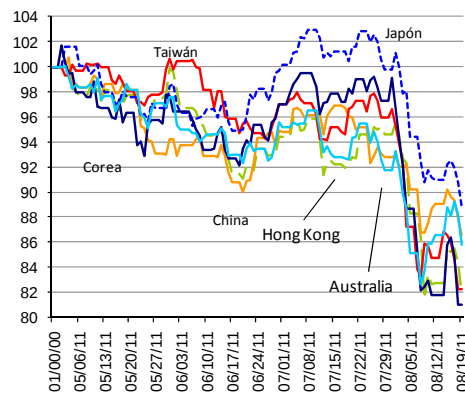
Última actualización: viernes, 11:15 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Cambio porcentual durante una semana	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,40	0,71	6,36	6,27
	Hong Kong (HKD/USD)	7,79	0,17	7,8	8
	Taiwán (TWD/USD)	28,9	-0,01	28,70	28,29
	Japón (JPY/USD)	76,8	2,03	76,7	76,3
	Corea (KRW/USD)	1.078	-0,98	1.083,10	1.088,20
	India (INR/USD)	45,4	-1,87	45,5	46
	Australia (USD/AUD)	1,03	-1,12	1	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,21	0,48	1,21	1,2
	Indonesia (IDR/USD)	8.546	0,02	8.620	8.840
	Tailandia (THB/USD)	29,9	-0,13	30,01	30,3
	Malasia (MYR/USD)	2,99	0,72	3,0	3
	Filipinas (PHP/USD)	42,6	0,16	42,45	42,55

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

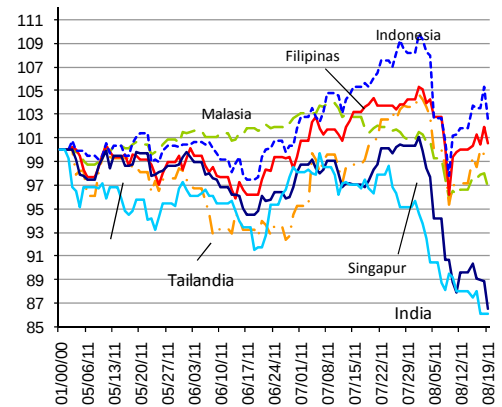
Gráficos

Gráfico 9
Mercados bursátiles



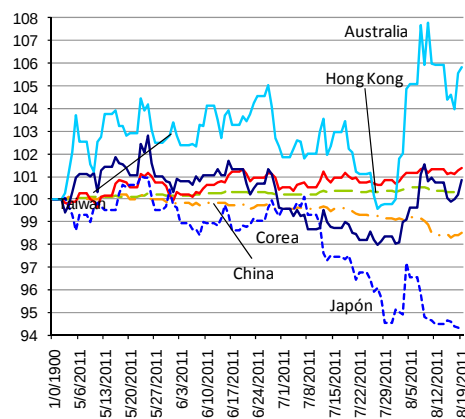
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10
Mercados bursátiles



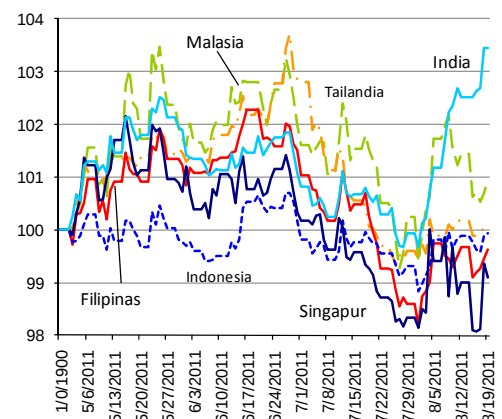
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11
Mercados de divisas



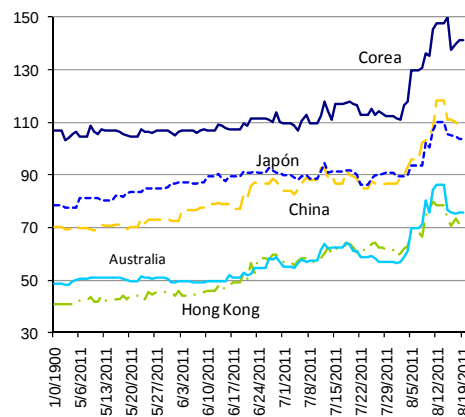
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12
Mercados de divisas



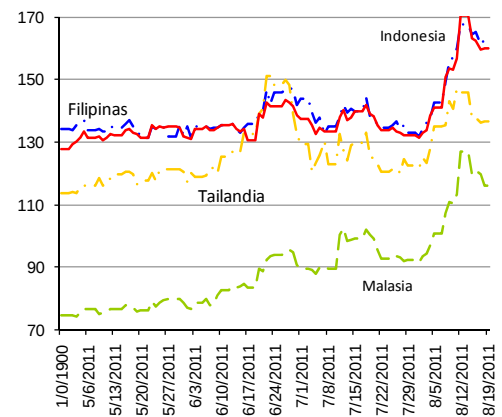
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 13
Credit Default Swaps



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 14
Credit Default Swaps



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya **que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA, S.A. es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.