

Observatorio Semanal

Asia

2 de septiembre 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

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

La inflación plantea un dilema monetario

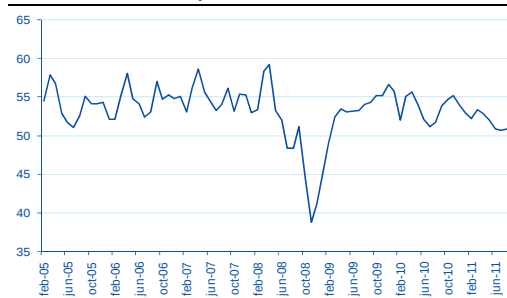
Con la atención de los inversores centrada en las perspectivas económicas mundiales y en la crisis de los mercados financieros, la creciente inflación de la región parecía haber pasado a un segundo plano. Sin embargo, la inflación persiste, como se ha observado en los últimos datos, los más recientes en Tailandia y Corea esta semana (véase más abajo). Esto plantea un dilema a los bancos centrales a medida que se desaceleran la demanda externa y el crecimiento. Por un lado, dada la creciente inflación y la existencia de varios indicadores económicos positivos, como los recientes resultados de las exportaciones y el último índice de gerentes de compras (PMI) de China (Gráfico 1), los bancos centrales deberían seguir vigilantes para mantener las expectativas inflacionistas bajo control. Por otro lado, los indicios de debilidad son evidentes, especialmente en lo que se refiere a los pedidos de exportación y la producción industrial. Tailandia subió una vez más los tipos de interés la semana pasada, aunque señaló que los movimientos alcistas de los tipos podrían estar llegando a su fin; y China amplió la semana pasada sus requisitos de reservas, lo que dio como resultado un ajuste efectivo de las condiciones de liquidez (véase la sección Datos relevantes). La próxima semana se celebrarán en varios países reuniones sobre política monetaria, en las que se prevé que se mantendrá todo sin cambios debido a la creciente inquietud; Corea se enfrenta a un dilema particular debido al resultado de la inflación de agosto, mucho más alta de lo previsto, aunque incluso aquí, es probable que las autoridades se mantengan por ahora a la espera ante las incertidumbres mundiales.

Datos de crecimiento e inflación previos a las reuniones de política monetaria

Con los datos publicados esta semana sobre el crecimiento del PIB del segundo trimestre en la India (7,7% a/a; anterior: 7,6%) y Filipinas (3,4% a/a; anterior: 4,9%) estos dos países se añaden a la lista de economías asiáticas que se desaceleran como consecuencia de la debilidad de la demanda externa. Los resultados de la producción industrial de julio en Corea (3,8% a/a; consenso 6,2% a/a) y Japón (0,6% a/a; consenso: 1,4% a/a) fueron en ambos casos decepcionantes. En cuanto a la inflación, después de un breve respiro, Tailandia (4,3% a/a; consenso: 4,0%) y Corea (5,3% a/a; consenso: 4,8%) obtuvieron unos resultados por encima de lo esperado en agosto, pero se debieron, principalmente, a los precios más altos de los alimentos (Gráfico 1). La próxima semana, los bancos centrales de Australia, Indonesia, Corea, Malasia, Japón y Filipinas celebrarán reuniones sobre política monetaria (véase el calendario de eventos), en las que se prevé que todo se mantendrá sin cambios. La inflación de agosto se publicará en China (véase el Indicador de la semana), Indonesia, Taiwán y Filipinas. Además, los mercados prestarán una gran atención al PIB del 2T de Australia.

Gráfico 1

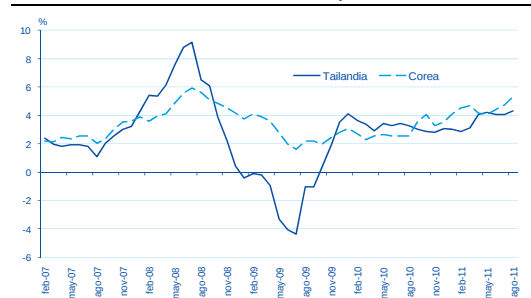
El PMI de China repunta modestamente



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 2

La inflación aumenta en Corea y Tailandia



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Datos relevantes

China: ampliación de los requisitos de reservas y un sólido resultado del PMI

El repunte del PMI refuerza las expectativas de un aterrizaje suave

El nuevo primer ministro de Japón se enfrenta a los mismos retos de siempre

El sexto primer ministro de Japón en cinco años se enfrenta a retos económicos y políticos

Corea lucha por contener la inflación mientras su economía se desacelera

El BdC tendrá que hacer frente a una mayor inflación y a la desaceleración de la economía

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Análisis Económico

Richard Li
richard.li@bbva.com.hkJeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Mercados

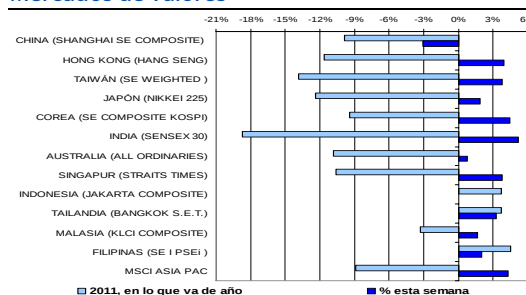
Los mercados financieros han reaccionado positivamente a la postura flexible que la Fed muestra en sus actas, aunque los inversores se están volviendo más cautos y los mercados bursátiles han registrado hoy una pronunciada caída tras los decepcionantes resultados de los índices de gerentes de compras de la región y de la zona euro, y también antes del informe sobre empleo no agrícola en EE. UU. cuya publicación está programada también para el día hoy más tarde. Sin embargo, en el conjunto de la semana, los índices bursátiles asiáticos han repuntado, con Vietnam a la cabeza, mientras la Comisión de Valores del Estado del país sigue modernizando sus mercados, esta vez relajando las restricciones sobre las operaciones de cuentas de margen. China fue la única excepción, con pérdidas durante la semana (Gráfico 3), ya que los últimos ajustes de los coeficientes de reservas obligatorias de los bancos (véase la sección Datos relevantes) reavivaron los temores de que se tomen nuevas medidas de ajuste. La mejora del sentimiento de riesgo global ha beneficiado a las divisas asiáticas; el dólar australiano y el won coreano han sido las monedas con las mayores ganancias. Los inversores desean dejar atrás la venta masiva en los mercados que se produjo el mes pasado, pero mientras las perspectivas europeas sigan siendo tan débiles, este repunte puede ser de naturaleza muy precaria.

Las divisas muestran una tendencia alcista en un entorno poco entusiasta

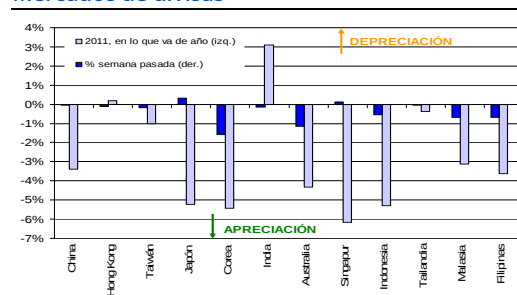
Aunque con resultados muy desiguales, los últimos indicadores mundiales siguen apuntando a un bache suave en EE. UU. y Europa. Pero por ahora todavía no hay indicios inminentes de desaceleración aguda. Seguimos prestando mucha atención a China, ya que la habilidad del país para experimentar un aterrizaje suave contribuiría a amortiguar los efectos de otras dificultades macroeconómicas en el resto de Asia. En la actualidad, esperamos que las divisas asiáticas se aprecien frente al dólar estadounidense por dos razones; en primer lugar, aunque la demanda de exportaciones asiáticas desde EE. UU. y Europa se reduzca, las economías asiáticas deberían encontrar apoyo en la región, ya que los canales comerciales se mantienen fuertes, lo que contribuirá a sustentar el crecimiento. En segundo lugar, se prevé que la Fed continuará manteniendo los tipos de interés próximos a cero, pero es probable que los bancos centrales asiáticos necesiten mantener una postura de ajuste mientras continúe el crecimiento y la inflación siga siendo elevada. Por consiguiente, en este entorno las divisas asiáticas seguirán beneficiándose de las ventajas de rentabilidad que se derivan de este descalce político. El énfasis en los diferenciales de los tipos de interés como motor del mercado de divisas podría hacerse aún más pronunciado en caso de que mejorara el sentimiento de riesgo global.

El crédito de Asia atrae la oferta

Los mercados de crédito se recuperan, tanto en grado de inversión como en alta rentabilidad, y algunos de los principales nombres con alta rentabilidad (Bumi, Berau, Evergrande) obtuvieron ganancias del 2%-3% durante la semana. Los diferenciales de los CDS soberanos asiáticos son más bajos y los resultados de Australia son notables. Australia, junto con Singapur, se está convirtiendo rápidamente en un refugio de facto para los activos de riesgo. Los bonos soberanos de Australia han dado una rentabilidad del 9,5% este año, la mejor de los 21 países desarrollados de los que Bloomberg hace un seguimiento. A la vista de estos datos, creemos que hay razones para un optimismo cauto, ya que las economías asiáticas están relativamente bien posicionadas para enfrentarse a una desaceleración económica mundial, especialmente dado el margen de maniobra política del que disponen tanto en el ámbito monetario como en el fiscal.

Gráfico 3
Mercados de valores

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 4
Mercados de divisas

Fuentes: CEIC y BBVA Research

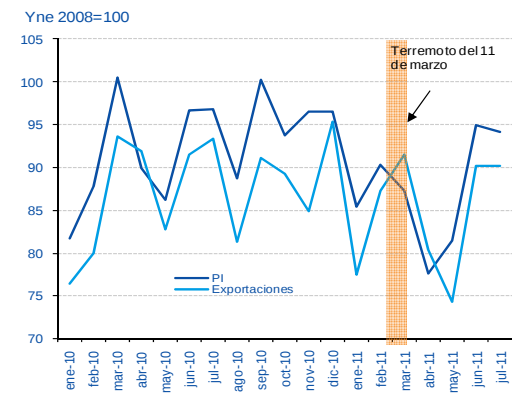
Análisis Económico

Datos relevantes

China: ampliación de los requisitos de reservas en un contexto de fuerte resultado del índice de gerentes de compras

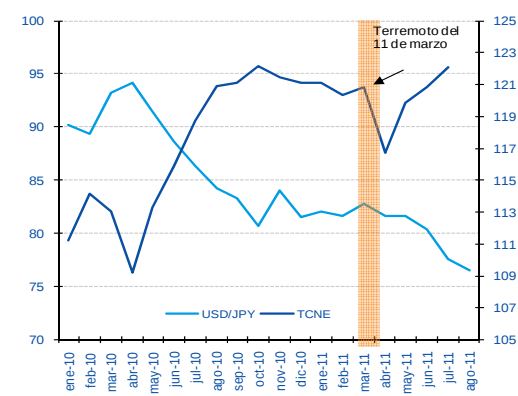
En un contexto de crecientes riesgos bajistas para la economía mundial, el último valor (agosto) del índice de gerentes de compras (PMI) de la producción manufacturera muestra que la economía de China sigue siendo sólida. En particular, el PMI subió por primera vez en cuatro meses, de 50,7% en julio a 50,9 en agosto, manteniéndose dentro de la zona de expansión por encima de 50. Este repunte refleja una producción industrial estable y una demanda interna sólida. Aunque el resultado se quedó un poco por debajo de las expectativas (consenso: 51,0%, BBVA: 51,4%) y los nuevos pedidos de exportación cayeron a causa de la debilidad de la demanda externa, debería, no obstante, contribuir a impulsar la confianza en el impulso de crecimiento de China. Por otra parte, a comienzos de esta semana se informó de que las autoridades han ampliado la base para calcular los coeficientes de reservas obligatorias de los bancos, lo que representa un ajuste efectivo de 100-130 puntos básicos en el CRO. La medida específica, que se introducirá paulatinamente a lo largo de seis meses, consiste en incluir los depósitos de margen en el cálculo, lo que ha sido interpretado por el mercado como un esfuerzo por parte de las autoridades de tomar medidas drásticas sobre el crédito otorgado a través de letras bancarias y otras lagunas similares. Ha llegado un poco por sorpresa, ya que muchos observadores no esperaban nuevas medidas de ajuste monetario dado el aumento de las incertidumbres mundiales. Sin embargo, teniendo en cuenta que los indicadores de actividad apuntan a un fuerte impulso de crecimiento y que la inflación llegó a un máximo de 6,5% en julio, la medida puede ser comprensible y está en línea con nuestras expectativas anteriores de que se produciría una nueva subida en el CRO y un nuevo movimiento alcista de los tipos.

Gráfico 5

La producción industrial y las exportaciones de Japón se han recuperado

Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6

El yen japonés se sigue apreciando

Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

El nuevo primer ministro de Japón se enfrenta a los mismos retos de siempre

Yoshihiko Noda se convirtió esta semana en el nuevo primer ministro de Japón, el sexto cambio que se produce en el puesto en los últimos cinco años. Sustituye a Naoto Kan, en cuyo gobierno ocupó previamente el cargo de Ministro de Finanzas. El nuevo gabinete que se ha anunciado hoy ha puesto énfasis en la unidad del partido y en la colaboración con los partidos de la oposición. Noda es conocido por ser conservador en materia fiscal y defiende el aumento de los impuestos sobre el consumo y sobre las rentas para financiar los costes de la previsión social del país y el gasto de la reconstrucción tras el terremoto. Los frecuentes cambios en el liderazgo de Japón han puesto de relieve un clima de inestabilidad política y debilidad gubernamental en un momento en el que se necesitan medidas decisivas para estimular el crecimiento, que se ha quedado rezagado, para abordar la elevada deuda pública (por encima del 200% del PIB) y para poner en práctica las actividades de reconstrucción tras el terremoto. La agencia de calificación Moody's, citando los frecuentes cambios de gobierno, rebajó la calificación crediticia soberana de Japón el 24 de agosto hasta el nivel de Aa3, en línea con las medidas adoptadas por S&P y Fitch anteriormente.

Inicio →

Mercados →

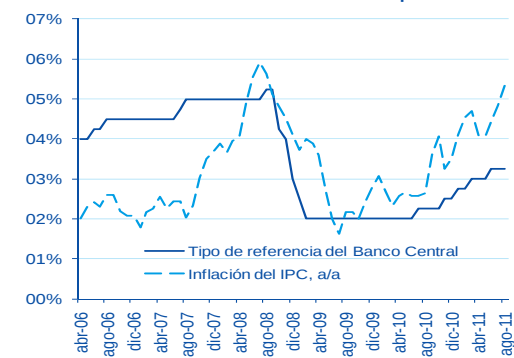
Calendario →

Datos →

Gráficos →

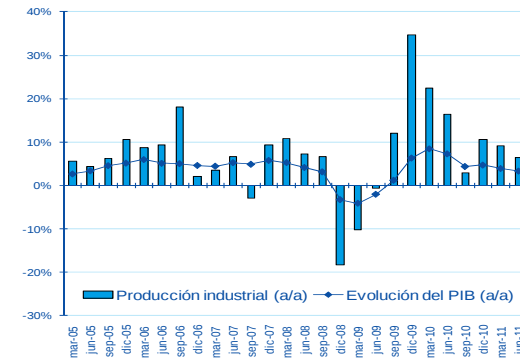
Todavía no se ha alcanzado un consenso político con respecto a los esfuerzos de Noda para implementar el aumento de impuestos antes de que se envíe al parlamento un tercer presupuesto complementario más adelante este mes. Otro reto para el nuevo gabinete es la fortaleza del yen japonés, que se ha apreciado fuertemente por sus características de moneda refugio (Gráfico 6), con lo cual se han debilitado las exportaciones, que son un motor clave para el crecimiento de Japón. Para mitigar el impacto del fortalecimiento del yen, el gobierno anunció recientemente un programa de préstamos subvencionados a un año (100.000 millones de dólares estadounidenses) para ayudar a las empresas nacionales, después de los recientes esfuerzos de intervención monetaria a principios de agosto. Por otra parte, lo positivo es que la economía sigue recuperándose tras las interrupciones provocadas por el terremoto y posterior tsunami, recuperación que se afianza con los datos de la producción industrial de julio (-2,6% a/a) publicados la semana pasada (Gráfico 5). Esperamos que a pesar de los cortes de electricidad el repunte continúe durante el resto del año como consecuencia del restablecimiento de las cadenas de suministro, así como por el gasto en la reconstrucción tras el terremoto.

Gráfico 7
¿Provocará el aumento de la inflación de Corea nuevos movimientos alcistas de los tipos?



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
La economía coreana muestra indicios de desaceleración



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Corea lucha por contener la inflación mientras su economía se desacelera

El Banco de Corea (BdC) se enfrentará a un difícil dilema político cuando celebre el próximo jueves su reunión mensual sobre política monetaria. El BdC ha subido los tipos de interés tres veces este año, la más reciente en junio, hasta situarlos en el 3,25,0%, ya que trata de “normalizar” los tipos elevándolos desde los niveles excepcionalmente bajos del 2,0% en que se han mantenido durante la crisis financiera mundial. Por otro lado, la inflación sigue aumentando y en agosto se situó muy por encima de lo previsto con un 5,3% a/a (consenso: 4,8%), muy por encima de la meta de inflación oficial del 2-4% (Gráfico 7). La creciente inflación refleja los mayores precios de los alimentos y, lo que aún es más importante, que las presiones de la demanda subyacente son todavía fuertes (la inflación subyacente subió hasta el 4,0% a/a en agosto). Pero al mismo tiempo, la economía muestra indicios de desaceleración. Después de haber reducido su previsión del PIB para 2011 del 5% al 4,5% el pasado mes de junio (en línea con nuestra previsión), el Ministro de Finanzas Bahk Jae-wan indicó el lunes que la estimación podría ser revisada a la baja de nuevo debido a la persistencia de las incertidumbres mundiales. Los datos correspondientes a julio que se publicaron la semana pasada muestran que la producción industrial cayó a su nivel más bajo de los últimos 10 meses (3,8%), a mucha distancia del consenso (6,2%), y aunque las exportaciones de agosto se situaron por encima de las expectativas (27,1% frente al 25% del consenso), el subcomponente de los pedidos de exportación del índice de gerentes de compras de Corea se desaceleró, lo que apunta a una tendencia a la baja de cara al futuro. Las perspectivas para las exportaciones, que representan la mitad de la economía, siguen siendo muy difíciles, ya que el índice de confianza de los fabricantes nacionales ha caído al nivel más bajo de los últimos 21 meses mientras que en uno de sus principales mercados, EE. UU., la confianza de los consumidores se encuentra actualmente en su nivel más bajo de los últimos dos años. Dicho esto, el Banco Central tendrá que seguir alerta para combatir las expectativas inflacionistas. Esta semana es arriesgado prever los movimientos del BdC, pero en última instancia creemos que se mantendrá sin cambios.

Calendario Indicadores

Australia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Producto interior bruto (a/a)	7 sep	2T	1,0%	0,60%
Tasa de paro	8 sep	AGO	5,1%	5,10%
China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice PMI no manufacturero de China	3 sep	AGO	59,6	--
Índice de precios al consumo (IPC) (a/a)	9 sep	AGO	6,5%	6,10%
Producción industrial (a/a)	9 sep	AGO	14,0%	13,70%
Ventas minoristas (a/a)	9 sep	AGO	17,2%	16,90%
Indonesia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de precios al consumo (IPC) (a/a)	5 sep	AGO	4,6%	4,70%
Exportaciones (a/a)	5 sep	JUL	49,3%	47,20%
Importaciones (a/a)	5 sep	JUL	28,3%	25,60%
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Pedidos de maquinaria (m/m)	8 sep	JUL	7,7%	-4,00%
PIB anualizado	9 sep	2T P	-1,3%	--
Malasia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones (% a/a)	8 sep	JUL	8,6%	7,70%
Producción industrial (a/a)	9 sep	JUL	1,0%	2,90%
Filipinas	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de precios al consumo (IPC) (a/a)	6 sep	AGO	5,1%	5,00%
Corea	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
PIB a precios constantes (a/a)	6 sep	2T P	3,4%	--
Taiwán	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de precios al consumo (IPC) (a/a)	5 sep	AGO	1,3%	1,50%
Exportaciones (a/a)	8 sep	AGO	17,6%	14,70%

Indicador de la semana: IPC de China para agosto (9 de septiembre)

Previsión: 6,1% a/a Consenso: 6,1 % a/a Anterior: 6,5% a/a

Comentario: esperamos que después de haber subido a su nivel máximo en julio, la inflación se modere como consecuencia de la moderación de los precios de los alimentos y de los efectos base favorables. Dicho esto, es probable que el resultado de agosto se mantenga muy por encima del nivel de confort de las autoridades, ya que persisten las presiones inflacionistas, por lo que el BPdC tendrá que prestar una gran atención a la liquidez. De cara al futuro, prevemos que la inflación seguirá cayendo durante el resto del año, lo que dará margen a posibles medidas de estímulo en caso de que sean necesarias en vista de las incertidumbres mundiales. **Repercusión en los mercados:** un resultado de la inflación por encima de lo previsto podría reavivar las expectativas de un nuevo movimiento alcista de los tipos, expectativas que se han reducido recientemente debido a la desaceleración del crecimiento y al aumento de las incertidumbres mundiales.

Calendario: eventos

Australia: tipo de referencia del RBA, 6 de septiembre

No prevemos cambios en el tipo objetivo.

Japón: tipo objetivo del BdJ, 7 de septiembre

No prevemos cambios en el tipo objetivo.

Indonesia: tipo de referencia Bdl, 8 de septiembre

No prevemos cambios en el tipo de interés de referencia.

Malasia: tipo a un día (8 de septiembre)

No prevemos cambios en el tipo de interés a un día.

Filipinas: tipo de captación a un día, 8 de septiembre

No prevemos cambios en el tipo de interés a un día.

Corea: tipo repo del BdC, 8 de septiembre

No prevemos cambios en el tipo repo.

Actual **Consenso**
4,75% 4,75%

Actual **Consenso**
0,10% 0,10%

Actual **Consenso**
6,75% 6,75%

Actual **Consenso**
3,00% 3,00%

Actual **Consenso**
4,50% 4,50%

Actual **Consenso**
3,25% 3,25%

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos mercados →

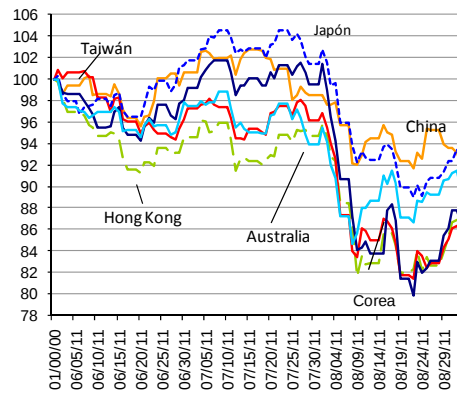
Gráficos →

Datos de los mercados

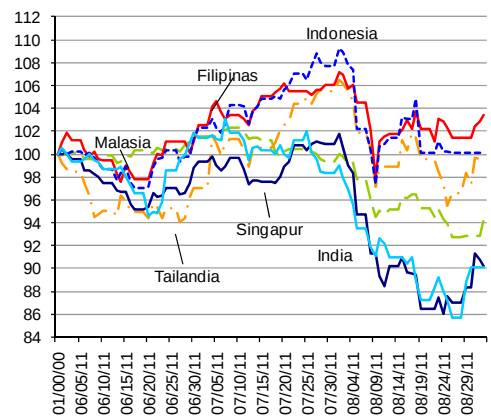
MERCADOS BURSÁTILES	ÍNDICE	Última cotización	Variación porcentual semanal	En lo que va de año	Variación porcentual en 1 año
	China - Shanghai Comp.	2.532,5	-3,1	-9,8	-4,6
	Hong Kong: Hang Seng	20.365,2	4,0	-11,6	-2,4
	Taiwán - Weighted	7.726,7	3,8	-13,9	0,1
	Japón - Nikkei 225	8.960,6	1,9	-12,4	-1,1
	Corea - Kospi	1.859,0	4,5	-9,4	4,7
	India - Sensex 30	16.676,8	5,2	-18,7	-7,2
	Australia - SPX/ASX 200	4.232,2	0,8	-10,8	-6,6
	Singapur - Strait Times	2.851,8	3,8	-10,6	-4,5
	Indonesia - Jakarta Comp.	3.841,7	0,0	3,7	23,7
	Tailandia - SET	1.071,2	3,3	3,7	16,4
	Malasia - KLCI	1.468,3	1,6	-3,3	1,9
	Filipinas - Manila Comp.	4.391,8	2,0	4,5	19,8
	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)	6,38	0,06	6,35	6,28
	Hong Kong (HKD/USD)	7,79	0,12	7,8	8
	Taiwán (TWD/USD)	29,0	0,17	28,77	28,23
	Japón (JPY/USD)	76,9	-0,31	76,8	76,4
	Corea (KRW/USD)	1.065	1,62	1.070,40	1.077,42
	India (INR/USD)	46,1	-1,00	46,4	47
	Australia (USD/AUD)	1,07	1,16	1	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,20	-0,11	1,20	1,2
	Indonesia (IDR/USD)	8.519	0,54	8.576	8.805
	Tailandia (THB/USD)	30,0	0,00	30,13	30,6
	Malasia (MYR/USD)	2,97	0,70	3,0	3
	Filipinas (PHP/USD)	42,2	0,69	42,10	42,14
	Última actualización: viernes, 11:15 hora de Hong Kong				

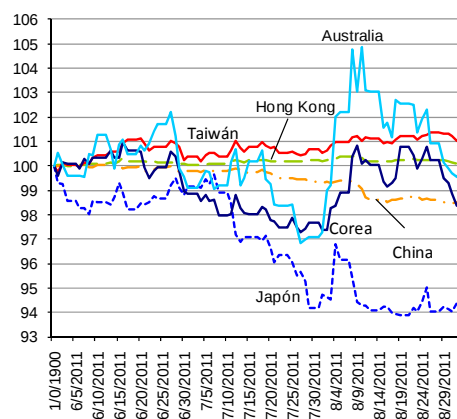
Gráficos

Gráfico 9
Mercados bursátiles

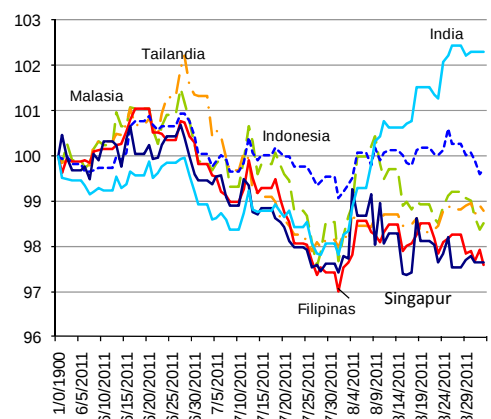
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10
Mercados bursátiles

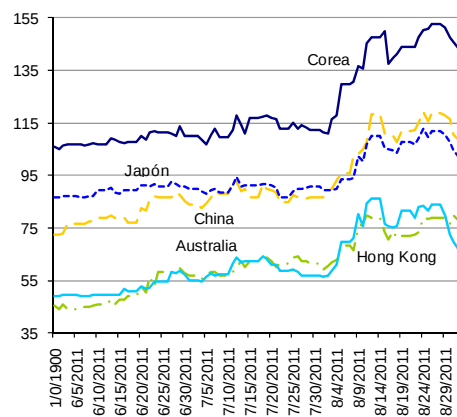
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11
Mercados de divisas

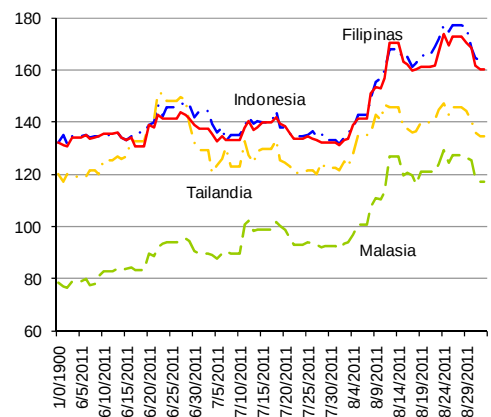
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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.