BBVA | RESEARCH

Observatorio Semanal

Asia

21 de octubre 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

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

George Xu
george.xu@bbva.com.hk

Mercados

Estrategia de Divisas
Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Análisis Económico
Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Inicio
Mercados
Calendario
Datos mercados
Gráficos

La atención por el crecimiento sigue en aumento

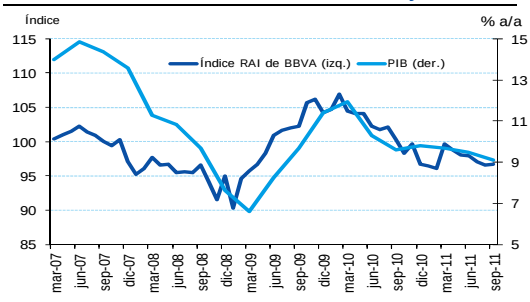
La inflación se está moderando, por lo que el crecimiento se está convirtiendo en el centro de atención para los responsables de la economía asiática, que tratan de evitar una desaceleración pronunciada como consecuencia de las continuas tensiones en Europa. Esta semana, China publicó el PIB del 3T que, a pesar de ser un poco decepcionante para los mercados, mostró que sigue en buen camino para lograr un aterrizaje suave (véase la sección Datos relevantes). Los bancos centrales de Tailandia y de Filipinas mantuvieron sin cambios sus tipos en el 3,50% y el 4,50% respectivamente. Además, el primero manifestó que está dispuesto a moderar los tipos de interés si es necesario con el fin de estimular la economía tras las recientes inundaciones. El cambio de Filipinas a una postura neutra se ha producido una semana después de un nuevo estímulo fiscal para la economía, y ya hemos empezado a ver un marcado cambio hacia la flexibilización económica (el Banco de Indonesia bajó los tipos al 6,50% hace dos semanas y Singapur redujo el ritmo de apreciación de su moneda) o hacia el estímulo fiscal.

El aterrizaje suave de China sigue en marcha

Los datos publicados al comienzo de la semana pasada en China estuvo en línea con nuestro escenario de aterrizaje suave, con un resultado moderado en el PIB del 3T (9,1% a/a; consenso: 9,3%) y sólidos resultados en los indicadores de actividad de septiembre, como la producción industrial (13,8% a/a; consenso: 13,3%) y las ventas minoristas (17,7% a/a; consenso: 17,0%). En cuanto al comercio, hubo nuevos indicios de desaceleración de las exportaciones: los pedidos de Taiwán cayeron hasta el 2,72% a/a (consenso: 3,46%) desde el 5,25% de agosto, mientras que las exportaciones de Singapur también cayeron inesperadamente un -4,5% a/a (consenso: 3,5%). Los datos de la inflación en Hong Kong (5,7%; consenso: 5,4%) y Malasia (3.3%; consenso: 3,3%) mostraron que si bien la inflación está bajo control, no hay que perderla de vista, y más aún si se observa el riesgo de que las inundaciones de Tailandia tengan repercusiones negativas en los precios de la región y trunquen la tendencia bajista de sus vecinos (véase Datos relevantes).

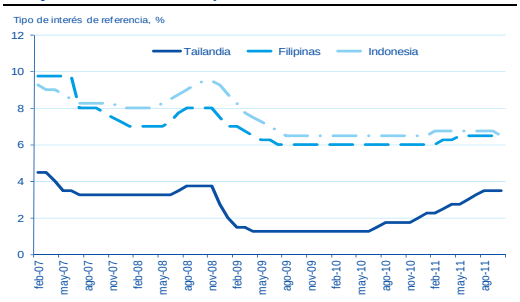
Esta semana se publicarán en Australia las cifras de la inflación IPC del tercer trimestre (véase el Indicador de la semana) y en Corea las cifras del PIB. Se celebrarán reuniones sobre política monetaria en la India (se prevé que el BRI mantendrá sin cambios el tipo de referencia en el 8,25%) y en Japón. Asimismo, Japón publicará un conjunto de datos mensuales importantes.

Gráfico 1
El PIB de China en línea con un aterrizaje suave



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2
El ajuste monetario parece haber terminado



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Datos relevantes

El crecimiento de China sigue apuntando a un aterrizaje suave

El PIB del 3T muestra cierta moderación, pero los otros indicadores de actividad son sólidos

Impacto económico de las inundaciones de Tailandia

Duro golpe para el crecimiento de Tailandia en el 4T, con posibles repercusiones en el extranjero

Estrategia de Divisas

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Análisis Económico

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Mercados

La atención se centra sin duda en Europa

En su inmensa mayoría los inversores asiáticos se han centrado en las noticias europeas más que en las locales. El optimismo inicial de que Europa encontrara una solución para la crisis dio un impulso a los mercados asiáticos el lunes, pero el martes, cuando los dirigentes alemanes rebajaron las expectativas con respecto a la cumbre de la UE, los mercados dieron un giro radical (véase más abajo). Al final de la semana, la ansiedad de los mercados fue aumentando debido al desacuerdo entre Alemania y Francia acerca de cómo aprovechar el fondo de rescate para estabilizar los mercados de bonos de la zona euro y apoyar otras necesidades. Los mercados todavía tienen esperanzas de que se tomen algunas medidas concretas de forma inminente, aunque es probable que los anuncios se aplacen hasta la segunda cumbre de la UE que se celebrará el 26 de octubre. Mientras que toda la atención se orientó hacia el exterior, el comportamiento de las monedas asiáticas fue disparejo y volátil, sin mostrar una dirección clara, y los principales índices bursátiles terminaron la semana en rojo.

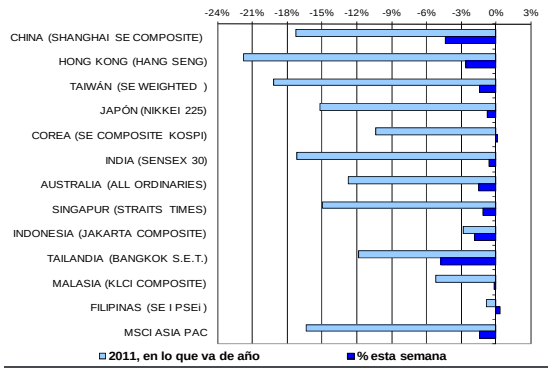
La crisis de Europa ensombrece el PIB de China y los datos de EE. UU.

Aunque el PIB del tercer trimestre de China creció a un ritmo saludable (véase la sección Datos relevantes), no impresionó a los mercados, ya que se situó por debajo de las expectativas, y el hecho de que el crecimiento parezca estar desacelerándose no ha contribuido a acabar con la inquietud de los mercados acerca de un aterrizaje brusco en China, si bien nuestra opinión sigue siendo que el aterrizaje será suave. Dicho esto, el daño se ha limitado a los mercados de valores locales (en particular el de Shanghái, que cayó un 3,5%) mientras que el sentimiento global se ha centrado en los acontecimientos de Europa. Con respecto a otros países, los últimos datos de EE. UU., desde la producción industrial hasta los informes sobre el empleo y los valores del índice de la Fed de Filadelfia han ofrecido pruebas de que EE. UU. no está al borde de la recesión, lo que ha supuesto un alivio para el considerable riesgo de cola de los mercados asiáticos, en nuestra opinión. Sin embargo, al igual que ha sucedido con el PIB de China, los datos favorables de EE. UU. no han conseguido generar una respuesta significativa por parte de los inversores asiáticos.

A la espera de la cumbre de la UE

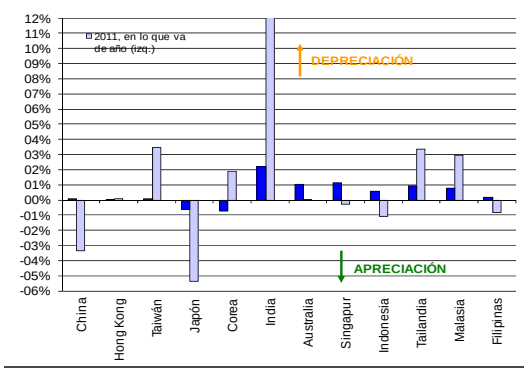
La próxima cumbre de la UE que se celebrará el 23 y el 26 de octubre ensombrece cualquier dato de Asia. El mercado se centrará en tres áreas interrelacionadas: 1) cualquier plan que aplique un gran recorte a la deuda griega y la reduzca a un nivel sostenible, 2) cualquier plan de recapitalización bancaria para proteger las instituciones europeas del contagio de la deuda, y 3) cualquier acuerdo al que lleguen los líderes europeos para aprovechar el FEEF sin perder la calificación AAA. En cuanto a la última medida, nuestro equipo especializado en economía mundial cree que la forma en que el FEEF tendría más posibilidades de multiplicar su potencia sería utilizar sus fondos como aval para las emisiones soberanas, o bien emitir bonos FEEF como garantía de las emisiones de bonos del gobierno. Se prestará mucha atención a estos asuntos en el periodo previo a las dos cumbres de la UE. Aunque han remitido, las expectativas de los mercados siguen siendo elevadas, y el fracaso de los líderes europeos en satisfacerlas haría resurgir el riesgo de venta masiva de monedas y activos de riesgo asiáticos.

Gráfico 3
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4
Mercados de divisas



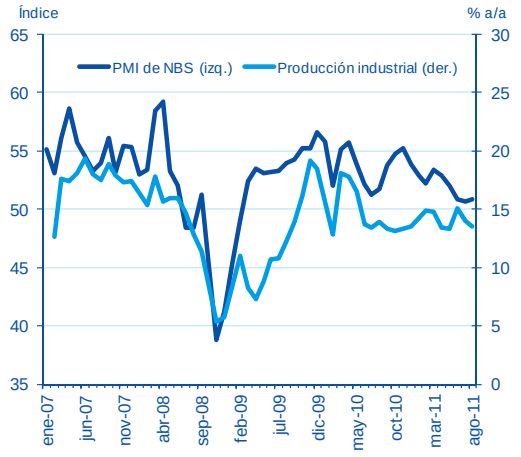
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Datos relevantes

El crecimiento de China sigue apuntando a un aterrizaje suave

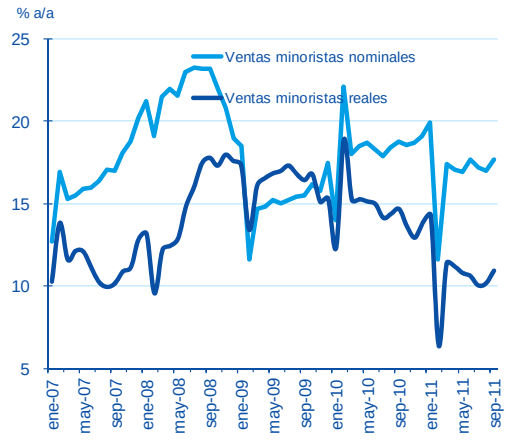
Tal como estaba previsto, la semana pasada China publicó el PIB del 3T y los indicadores de actividad de septiembre. Aunque el mercado respondió negativamente a los resultados de los datos, éstos coinciden en términos generales con las expectativas y muestran que la economía sigue por el buen camino para un aterrizaje suave. El resultado del PIB del tercer trimestre muestra una nueva moderación del crecimiento hasta el 9,1% a/a (BBVA: 9,2% a/a; consenso: 9,3%), ligeramente por debajo del consenso y por debajo también del 9,5% a/a del segundo trimestre. A nivel secuencial, el crecimiento trimestral se mantuvo fuerte, en el 2,3% t/t desestacionalizado (9,5% anualizado), sólo ligeramente por debajo del 2,4% t/t del segundo trimestre. En nuestra opinión, la moderación refleja el impacto de las medidas de ajuste anteriores, un efecto amortiguador por la desaceleración de los precios inmobiliarios y el aumento de las cargas de deuda de las PYMES, así como una desaceleración gradual del crecimiento de las exportaciones. No obstante, el sólido resultado debería contribuir a mantener a raya los riesgos de aterrizaje brusco. Los valores de otros indicadores de actividad de septiembre también sugieren un fuerte impulso de crecimiento. En cuanto a la demanda, las ventas minoristas de septiembre crecieron hasta el 17,7% a/a (consenso: 17,0%), por encima del 17,0% a/a de agosto (Gráfico 2). La inversión en activos fijos urbanos (en lo que va de año) creció un 24,9% a/a (consenso: 24,7%), al alza con respecto al 22,9% a/a de agosto. En cuanto a la oferta, la producción industrial aumentó hasta el 13,8% a/a en septiembre (consenso: 13,3%) en comparación con el 13,5% a/a de agosto. Hay que destacar que los fuertes resultados económicos han tenido lugar bajo condiciones monetarias relativamente estrictas. Los préstamos nuevos se situaron en septiembre en 470.000 millones de RMB (consenso: 550.000 millones de RMB), por debajo de los 548.500 millones registrados en agosto, lo que implica un crecimiento interanual del crédito del 15,9%, a la baja con respecto al 16,4% de agosto. El crecimiento de la M2 en septiembre siguió cayendo hasta el 13,0% a/a desde el 13,5% a/a registrado en agosto, muy por debajo del consenso del mercado (14,0%), lo que posiblemente refleje un cambio de los depósitos hacia productos de gestión del patrimonio que ofrecen una mayor rentabilidad. En su conjunto, los datos muestran tanto la fuerte producción como la situación de la demanda interna correspondientes a septiembre. Los resultados son coherentes en general con nuestra previsión de crecimiento anual del 9,2% para 2011, aunque las incertidumbres de las perspectivas mundiales plantean riesgos a la baja a nuestra previsión de crecimiento del 8,9% para 2012. Dado que la inflación y el crecimiento se están moderando en línea con las expectativas, creemos que la política monetaria se mantendrá sin cambios en los próximos meses.

Gráfico 5
China: el fuerte crecimiento se refleja en la PI...



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6
...y en las ventas minoristas



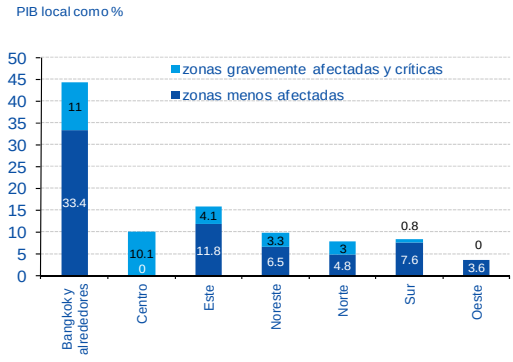
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Impacto económico de las inundaciones de Tailandia

Hace aproximadamente dos semanas, las lluvias monzónicas más fuertes registradas en medio siglo empezaron a caer en algunas zonas de Tailandia, provocando devastadoras inundaciones y la muerte de más de 300 personas. De las 76 provincias en que se divide el país, las inundaciones afectaron a 52, pero las que más sufrieron fueron las zonas del norte y del centro del país, que representan más de un tercio del PIB (Gráfico 7). La capital, Bangkok, no se vio muy afectada gracias al conjunto de muros y diques instalados para este fin, aunque las inundaciones siguen siendo una amenaza. Se prevé que el impacto económico de la catástrofe reducirá el crecimiento de Tailandia en el último trimestre de este año, pero sus vecinos asiáticos también podrían sufrir sus repercusiones en forma de aumento de los precios de los alimentos y trastornos en las cadenas de suministro. Tanto el sector primario como el sector manufacturero, que representan el 8,3% y el 40,8% del PIB respectivamente, se han visto afectados. Según los informes, se han producido fuertes pérdidas en la ganadería y sobre todo en la agricultura, donde se calcula que se han perdido 4 millones de toneladas de arroz. Los sectores más golpeados son los parques industriales de Ayutthaya (zona central) y sus alrededores, los fabricantes de automóviles y autopartes, las compañías de seguros y los bancos comerciales. El sector servicios también es probable que se vea afectado, aunque en menor escala, por la caída del turismo, ya que el trimestre actual es normalmente la temporada más alta. Por consiguiente, las perspectivas de crecimiento siguen rebajándose, incluida la del Banco de Tailandia (BdT) (más del 1%) y la del Ministerio de Hacienda, que rebajó su previsión en un 0,3%. Sin lugar a dudas, nuestra previsión de crecimiento del 4% para 2011 está en riesgo.

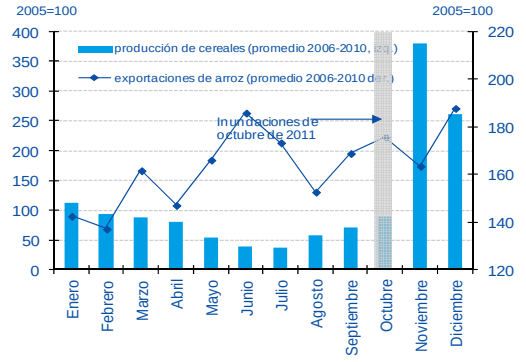
El recién electo gobierno admite que está "abrumado" por la situación, pero a pesar del daño financiero y de que estima que se necesitarán 120.000 millones de baht (3,9 millardos de dólares estadounidenses) para hacer frente a la inundación, ha mantenido sus costosas promesas electorales, como el aumento de los salarios mínimos. Por otro lado, el BdT ha cambiado el enfoque de su política después de efectuar siete movimientos alcistas de los tipos de forma consecutiva, y dejó su tipo de referencia sin cambios en el 3,50%, añadiendo además que el Banco Central de Tailandia está preparado para flexibilizar la política monetaria si la situación de las empresas se ve gravemente afectada por las inundaciones. Sin embargo, la destrucción de la producción de arroz podría dejar huella no sólo en el mercado interno sino también en el exterior, dado que Tailandia es el primer exportador de arroz del mundo. Las primeras valoraciones apuntan a un aumento de los precios en los vecinos del Sudeste Asiático y en las economías más pequeñas que no tienen producción propia. No obstante, es posible que el aumento de los precios no se haga sentir de inmediato, puede pasar como mínimo un trimestre hasta que la reducción de las exportaciones sea perceptible, pues se tarda algún tiempo desde la cosecha hasta el suministro propiamente dicho (véase el Gráfico 8). A escala mundial, los trastornos de la oferta provocados por la interrupción de las plantas de producción y los daños en las fábricas ya están afectando a determinados sectores, como los insumos de ordenadores en EE. UU. y las autopartes en Japón, lo que provoca inquietud acerca de que se produzcan déficits en la producción de PC y de automóviles. En vista de la situación actual, es más que probable que se produzca un repunte en 2012 una vez que se reanude la actividad tras las interrupciones y se pongan en marcha medidas de reconstrucción.

Gráfico 7
Las inundaciones afectan a numerosas zonas económicas



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
Probablemente el impacto será grave en los cereales y en las exportaciones



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Calendario Indicadores

Australia	**Fecha**	**Periodo**	**Anterior**	**Cons.**
Inflación IPC (a/a)	26 oct	3T	3,6%	3,5%
China	**Fecha**	**Periodo**	**Anterior**	**Cons.**
Estimación del PMI de China de HSBC	24 oct	OCT	49,90	- -
Hong Kong	**Fecha**	**Periodo**	**Anterior**	**Cons.**
Exportaciones (a/a)	25 oct	SEP	6,8%	- -
Importaciones (a/a)	25 oct	SEP	14,1%	- -
Japón	**Fecha**	**Periodo**	**Anterior**	**Cons.**
Exportaciones comerciales interanuales	24 oct	SEP	2,8%	1,1 %
Importaciones comerciales interanuales	24 oct	SEP	19,2%	12,6%
Inflación IPC (a/a)	28 oct	SEP	0,2%	0,2%
Producción industrial (m/m)	28 oct	SEP A	0,8%	-2,8%
Filipinas	**Fecha**	**Periodo**	**Anterior**	**Cons.**
Importaciones (a/a)	25 oct	AGO	6,6%	- -
Singapur	**Fecha**	**Periodo**	**Anterior**	**Cons.**
Inflación IPC (a/a)	24 oct	SEP	5,7%	5,6%
Producción industrial m/m desest.	25 oct	SEP	3,9%	-5,8%
Producción industrial (a/a)	25 oct	SEP	21,7%	8,2%
Corea	**Fecha**	**Periodo**	**Anterior**	**Cons.**
PIB a precios constantes (t/t)	27 oct	3T A	0,9%	0,7%
PIB a precios constantes (a/a)	27 oct	3T A	3,4%	3,5%
Taiwán	**Fecha**	**Periodo**	**Anterior**	**Cons.**
Ventas comerciales (a/a)	24 oct	SEP	4,7%	4,8%
Producción industrial (a/a)	24 oct	SEP	3,9%	6,7%
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	24 oct	SEP	4,4%	4,4%
Vietnam	**Fecha**	**Periodo**	**Anterior**	**Cons.**
Inflación IPC (a/a)	24 oct	OCT	22,4%	- -
Exportaciones en lo que va de año (a/a)	24-31 oct	OCT	35,4%	- -
Importaciones en lo que va de año (a/a)	24-31 oct	OCT	26,9%	- -
Producción industrial (a/a)	24-31 oct	OCT	12,0%	- -

Indicador de la semana: inflación de Australia en el 3T (26 de octubre)

Previsión: 3,3% a/a	Consenso: 3,5% a/a	Anterior: 3,6% a/a

Comentario: es probable que la inflación de Australia llegara a su peak en el 2T, por lo que debería tender a la baja en los próximos trimestres. Dicho esto, el resultado del 3T es probable que se mantenga por encima del rango meta de inflación del RBA, situado en un 2-3%. Dada la importancia que el RBA da a su régimen de inflación objetivo, las perspectivas de inflación han sido cruciales como guía para ver el curso futuro de los tipos de interés en Australia. Muchos analistas han estado buscando indicios de flexibilización de los tipos de referencia como medio para impulsar la demanda interna en el contexto actual de desaceleración económica mundial, como se insinuó en las actas de la última reunión del RBA. Australia mantiene su tipo de referencia sin cambios en el 4,75% desde noviembre de 2010. No se espera ningún recorte de los tipos en la reunión sobre política monetaria que el RBA celebrará en noviembre, pese a que aumentan las probabilidades de que efectúe un recorte en un futuro próximo. Repercusión en los mercados: un resultado por debajo de lo previsto incrementará las posibilidades de que el RBA recorte los tipos en la próxima reunión sobre política monetaria que tendrá lugar a principios de noviembre.

Inicio
Mercados
Calendario
Datos mercados
Gráficos

Calendario: eventos

India: reunión del BRI sobre política monetaria, 25 de octubre	**Actual**	**Consenso**
Esperamos que el tipo repo se mantenga sin cambios	8,25%	8,25%
Japón: tipo objetivo del BdJ, 27 de octubre	**Actual**	**Consenso**
Esperamos que el tipo objetivo se mantenga sin cambios	0,10%	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.	2.323,6	-4,4	-17,3	-22,1
Hong Kong: Hang Seng	18.024,7	-2,6	-21,8	-23,8
Taiwán – Weighted	7.254,5	-1,4	-19,1	-10,8
Japón – Nikkei 225	8.678,9	-0,8	-15,2	-7,4
Corea – Kospi	1.838,4	0,2	-10,4	-1,9
India – Sensex 30	16.982,4	-0,6	-17,2	-16,2
Australia – SPX/ASX 200	4.141,9	-1,5	-12,7	-10,4
Singapur – Strait Times	2.714,4	-1,1	-14,9	-14,2
Indonesia – Jakarta Comp.	3.597,5	-1,8	-2,9	0,3
Tailandia – SET	910,1	-4,8	-11,9	-8,0
Malasia – KLCI	1.440,1	-0,2	-5,2	-3,4
Filipinas – Manila Comp.	4.166,6	0,3	-0,8	-1,9

Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong

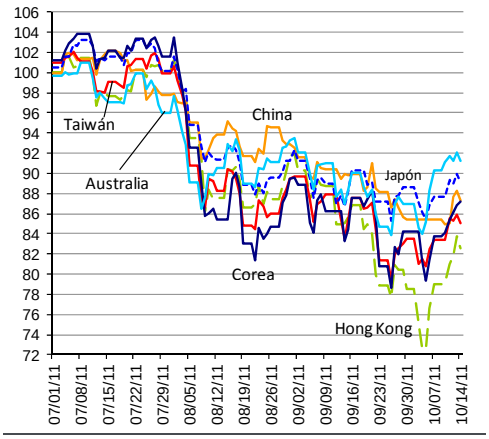
MERCADOS DE DIVISAS

DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
China (CNY/USD)	6,39	-0,10	6,39	6,41
Hong Kong (HKD/USD)	7,78	-0,02	7,77	7,75
Taiwán (TWD/USD)	30,3	-0,07	30,21	29,82
Japón (JPY/USD)	76,8	0,61	76,63	76,15
Corea (KRW/USD)	1.148	0,75	1.156	1.161
India (INR/USD)	50,1	-2,13	50,90	51,95
Australia (USD/AUD)	1,02	-1,06	0,99	n.a.
Singapur (SGD/USD)	1,28	-1,12	1,28	1,27
Indonesia (IDR/USD)	8.898	-0,58	9.072	9.480
Tailandia (THB/USD)	31,1	-0,93	31,29	31,68
Malasia (MYR/USD)	3,15	-0,74	3,17	3,20
Filipinas (PHP/USD)	43,4	-0,20	43,50	43,45

Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong

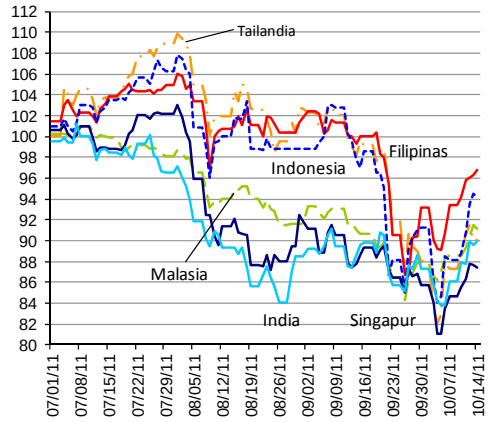
Gráficos

Gráfico 9
Mercados bursátiles



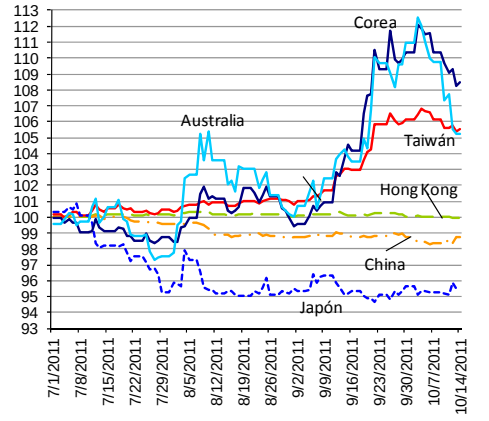
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10
Mercados bursátiles



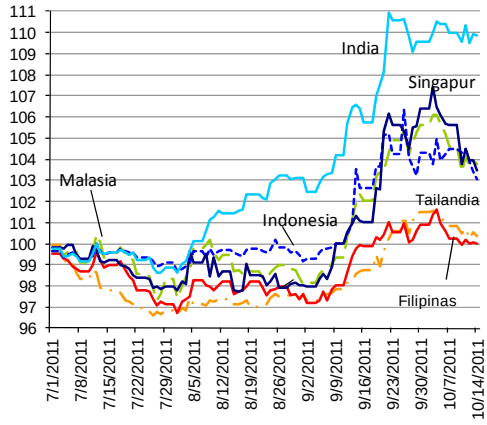
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11
Mercados de divisas



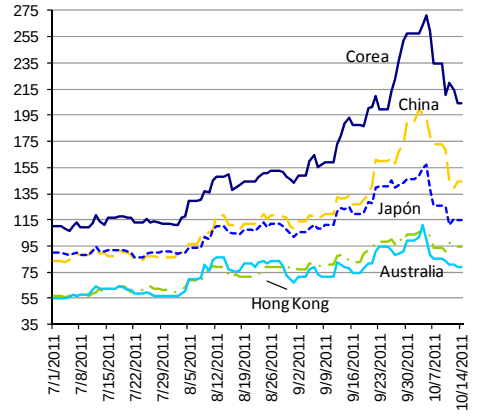
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12
Mercados de divisas



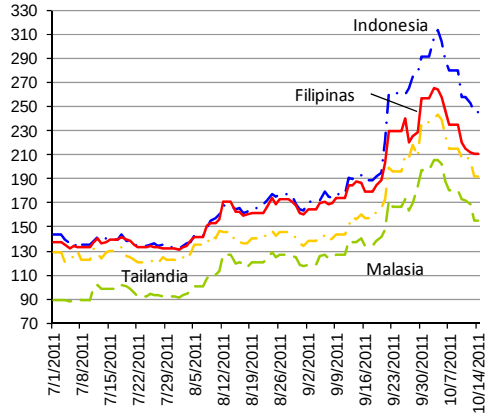
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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.