BBVA | RESEARCH

Observatorio Económico

Asia

Hong Kong, 19 de diciembre de 2011

Análisis Económico

Asia

Economista Jefe del Grupo
Stephen Schwartz
Stephen.schwartz@bbva.com.hk

Economista
Jeffrey Cantwell
Jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Las lecciones del periodo 2008-09 dejan a Corea del Sur mejor preparada

Ahora que la atención mundial se centra en la península de Corea tras haberse dado a conocer hoy la muerte del líder de Corea del Norte, Kim Jong-Il, es más oportuno que nunca valorar las perspectivas económicas de Corea del Sur. El reportaje que sigue a continuación se basa en una reciente visita a Seúl en la que nos reunimos con investigadores y responsables políticos. Creemos que la solidez de la economía coreana se ha fortalecido en los últimos años, lo que debería contribuir a contener los riesgos de un empeoramiento del entorno exterior así como a limitar el impacto económico de las últimas noticias que llegan de Corea del Norte.

Resumen

- La solidez de la economía de Corea se ha fortalecido en los últimos años. Esto se debe a la serie de medidas macroprudenciales que se tomaron como respuesta a la crisis financiera mundial de 2008-09, que tuvo un impacto especialmente grave en Corea por su dependencia de las exportaciones y del endeudamiento externo a corto plazo. Desde entonces, la cuenta corriente ha estado en superávit, la deuda a corto plazo ha disminuido, las reservas se han incrementado y los indicadores clave del sector bancario han mejorado. Las finanzas públicas de Corea también son sólidas y servirían de amortiguador en caso de que se produjera un debilitamiento pronunciado en la demanda externa.
- Corea disfruta del grado de inversión que le otorgan las principales agencias de calificación y en noviembre Fitch elevó sus perspectivas de estables a positivas a pesar del empeoramiento del entorno exterior.
- Aunque las exportaciones se han desacelerado por la debilidad de la demanda desde EE. UU. y Europa, parte de la capacidad ociosa ha sido absorbida por las economías emergentes y por la fuerte demanda interna. Nuestras previsiones de crecimiento del PIB para todo el año se sitúan en el 3,7% en 2011; sin embargo, nuestras previsiones anteriores de un 3,8% en 2012 están en riesgo a causa el empeoramiento de las perspectivas externas.
- Mucho antes de que llegaran las últimas noticias de Corea del Norte, la preocupación predominante entre los inversores y los responsables políticos eran los riesgos de agravamiento de la crisis de la deuda europea. Consciente de la vulnerabilidad de su economía a los choques externos, el Banco de Corea (BdC) ha preparado planes de contingencia para enfrentarse al empeoramiento de la crisis externa. Corea también ha anunciado nuevos acuerdos de swap con Japón (70.000 millones de USD) y con China (360.000 millones de RMB), que pueden activarse para aumentar los ya sustanciales niveles de reservas.

Observatorio Económico

Asia

Hong Kong, 19 de diciembre de 2011
Análisis Económico

Asia

Economista Jefe del Grupo
Stephen Schwartz
Stephen.schwartz@bbva.com.hk

Economista
Jeffrey Cantwell
Jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

- Además de los riesgos de salidas de inversiones de cartera, las principales vulnerabilidades en el terreno económico se derivan de los elevados niveles de la deuda externa privada a corto plazo y de la deuda de las familias. La primera ha caído, aunque sigue siendo alta y podría dar lugar a problemas de financiación en dólares. La segunda, por otro lado, sigue aún en aumento, pero dada su baja morosidad, la deuda de las familias supone más un posible lastre para el crecimiento que una amenaza para la estabilidad financiera.
- Como en otras partes, la prioridad de la política monetaria ha cambiado en los últimos meses y se ha pasado de la lucha contra la inflación al apoyo al crecimiento. El BdC ha mantenido su tipo de referencia en el 3,25% en los últimos seis meses y creemos se mantendrá sin cambios; la probabilidad de que se efectúen recortes de los tipos de interés sólo se materializará si se deterioran mucho las perspectivas de crecimiento.
- Las tensiones con Corea del Norte vuelven a situarse en el punto de mira tras el inesperado anuncio de la muerte de Kim Jong-Il, el líder de Corea del Norte. Aunque esta muerte aumenta considerablemente el grado de incertidumbre, las perspectivas en cuanto a las relaciones con el Norte probablemente no cambien mucho, pues se sabía que la salud de Kim se iba deteriorando y que ya se había puesto en marcha un proceso de sucesión para su hijo, Kim Jong-un.

Evolución económica y perspectivas

- Corea repuntó con fuerza tras la crisis financiera mundial de 2008-09, con un crecimiento del PIB del 6,2% en 2010 (Tabla 1). Sin embargo, la economía se ha desacelerado recientemente: se han registrado caídas en el crecimiento secuencial del segundo y el tercer trimestre de 2011 (hasta el 0,9% y el 0,7% en términos desestacionalizados, no anualizados) y, según nuestras previsiones, el crecimiento total del año se situará en el 3,7%. Las exportaciones fueron la principal contribución al crecimiento en el tercer trimestre, con la electrónica y el acero a la cabeza. Una de las razones del fuerte crecimiento de las exportaciones en un contexto de debilitamiento de la demanda desde EE. UU. y Europa ha sido la diversificación de los mercados de exportación hacia las economías emergentes, que ahora representan el 70% de las exportaciones de Corea (China es el mayor mercado de exportación de Corea y representa aproximadamente el 25% del total). El prestigio de las marcas de los productos coreanos y la ventaja competitiva de la debilidad del won son factores adicionales que juegan a su favor.

Tabla 1
Perspectivas económicas de Corea (escenario de referencia)

	2007	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
Crecimiento del PIB real (% a/a)	5,1	2,3	0,3	6,2	3,7	3,8
Consumo privado (% a/a)	5,1	1,3	0,0	4,1	2,7	2,9
Inversión (% a/a)	4,2	-1,9	-1,0	7,0	0,7	5,0
Inflación (% a/a, media)	2,5	4,7	2,8	3,0	4,4	3,4
Tipo de cambio (KRW/USD, fdp)	931	1	1	1	1	988
Tipo de referencia (%, fdp)	5,0	3,0	2,0	2,5	3,3	3,5
Déficit fiscal (% del PIB)	3,4	1,3	-1,9	1,3	0,7	0,8
Cuenta corriente (% del PIB)	2,0	0,5	3,9	2,7	1,5	1,5

Fuente: BBVA Research

- La inflación repuntó temporalmente en noviembre (hasta el 4,2% a/a, desde el 3,6% a/a de octubre), tal como esperábamos, pero se prevé que caerá y se quedará dentro del rango meta de los responsables políticos, un 2-4%. La inflación parece haber llegado a su peak en el verano (5,3% a/a en agosto) y esperamos que la tendencia a la baja continúe, especialmente después de que la cesta del IPC se actualizara en noviembre, lo que por sí solo se espera que provoque una caída del 0,4% a/a en la inflación medida.

- Después de una serie de movimientos alcistas de los tipos que comenzó en julio de 2010 y situó el tipo de referencia en el 3,25% desde el mínimo histórico del 2,00% (Figura 1), el Banco de Corea (BdC) se ha mantenido sin cambios desde junio. Es probable que esta postura se mantenga en el futuro próximo, ya que se descartan las subidas de los tipos a causa del debilitamiento del entorno externo y la tendencia a la baja de la inflación. Al mismo tiempo, en este momento hay reticencia a recortar los tipos de interés dado que los tipos de interés reales siguen siendo negativos y debido también a la preocupación por alimentar aún más el endeudamiento de las familias (el BdC considera que el 4,00% es un tipo de referencia neutro). Sólo se prevén recortes de los tipos en caso de se produzca un deterioro importante del entorno externo.

- A pesar de los persistentes superávits por cuenta corriente y de la prudente gestión fiscal (deuda sobre PIB del 35%), la apreciación de la moneda ha sido tardía con respecto a otras divisas de la región, lo que ha dado a los exportadores coreanos ventaja competitiva. La salida de capitales explica parte de la debilidad, y quizá se deba a la inquietud por las tensiones con Corea del Norte, como se ha visto en la reacción inmediata de los mercados financieros ante el anuncio de la muerte de Kim Jong Il. Para reducir esa volatilidad de la moneda, a lo largo del año pasado las autoridades introdujeron medidas macroprudenciales adicionales, como la retención fiscal del 14% sobre las inversiones extranjeras en bonos emitidos por el gobierno en enero de 2011 (la

medida fue introducida como respuesta a las entradas de capital, pero es más bien simbólica dado que existen tratados en materia tributaria con la mayoría de los países inversores).

- Corea disfruta del grado de inversión que le otorgan las principales agencias de calificación desde 1999 en reconocimiento a sus saneadas finanzas públicas, sus perspectivas de crecimiento a largo plazo y sus bajos niveles de deuda. Moody's mantiene una calificación soberana de A1, y Fitch y S&P calificaciones de A+ y A, respectivamente. En noviembre, Fitch mejoró sus perspectivas de "estables" a "positivas", con el argumento del aumento de las reservas de divisas y la reducción de la deuda a corto plazo, a pesar del debilitamiento del entorno exterior.

- Las reservas de divisas llegaron a su nivel máximo de 312.200 millones de dólares estadounidenses en agosto de 2011 y están en 308.600 millones de dólares a fecha de noviembre, en comparación con el mínimo de 200.000 millones de dólares durante el periodo más duro de la crisis financiera mundial de 2008-09. Por tanto, la cobertura de las reservas a corto plazo está muy por encima del 100%. Con el fin de impulsar aún más su posición de reservas, en octubre el Banco de Corea negoció nuevos acuerdos de swap bilaterales con el Banco de Japón (70.000 millones de dólares estadounidenses) y con el Banco Popular de China (360.000 millones de RMB, aunque dada su denominación en una moneda no convertible, sería menos útil que la línea swap con Japón en caso de choque externo). Dicho esto, dadas las incertidumbres de las perspectivas externas, los inversores extranjeros expresan con frecuencia inquietud por las posibles insuficiencias de liquidez en dólares on-shore. Según el Banco de Corea, hasta ahora no ha habido indicios de tales insuficiencias y hasta la fecha los acreedores externos han mantenido en su gran mayoría las líneas de crédito, con algunos pequeños desapalancamientos de los bancos europeos.

- No obstante, las perspectivas de crecimiento de 2012 están sometidas a un alto grado de incertidumbre debido al entorno externo, con riesgos a la baja. Varios indicadores adelantados, como la confianza de los consumidores, la confianza de las empresas y el índice de gerentes de compras han mostrado tendencias bajistas. Las recientes noticias de Corea del Norte refuerzan estas tendencias.

- La previsión de crecimiento de 2012 que el gobierno había hecho originalmente (establecida en julio) era un 4,5%, pero es probable que se revise a la baja. El BdC acaba de rebajar sus previsiones de crecimiento para 2012 al 3,7% e incluso esa cifra podría resultar optimista en vista del aumento de los riesgos bajistas. La inflación parece haber llegado a su peak y es probable que continúe su caída hasta el 3,4% en 2012, dentro de la meta de inflación oficial del 2-4%. En este escenario central, la política monetaria se mantendrá probablemente sin cambios durante la mayor parte de 2012. Dada su tradicional prudencia fiscal, las autoridades tienen como objetivo el equilibrio fiscal (excluidas las contribuciones a la seguridad social) en 2013. En este momento se muestran reacios a adoptar medidas de estímulo, y en su lugar prefieren adelantar el gasto en 2012. El presupuesto, que probablemente se aprobará en febrero, podría contener medidas de estímulo de emergencia en caso de que su produjera una fuerte desaceleración del crecimiento.

- Las perspectivas de la moneda dependen en gran medida del entorno externo. El won es una de las monedas "hig beta" de la región, que fluctúan en línea con la aversión al riesgo global. La estabilización del entorno externo devolvería al won a una tendencia de apreciación gradual, como se contempla en nuestras previsiones centrales.

- El próximo año estará muy politizado, ya que en abril se celebrarán las elecciones de la Asamblea Nacional seguidas de las elecciones presidenciales en diciembre. Las perspectivas del partido gobernante, el GNP, son inciertas, en especial tras la pérdida de popularidad que se simbolizó en la elección de un candidato de la oposición como

alcalde de Seúl en octubre. Un entorno politizado podría hacer más difícil la aprobación de medidas de estímulo en el transcurso del año. Por ello, el presupuesto que se aprobará en febrero podría contener medidas de contingencia automáticas para apoyar el crecimiento en caso de desaceleración económica.

Riesgos para las perspectivas

- Pese a que han aumentado los riesgos para las perspectivas externas, la economía de Corea funciona desde una posición más fuerte que durante la crisis financiera de 2008-09. Las reservas de divisas están en niveles confortables, lo que permitiría al Banco de Corea proporcionar liquidez en dólares on-shore si fuera necesario. Además, la cuenta corriente sigue en superávit, y la deuda externa a corto plazo se ha reducido (138.500 millones de dólares estadounidenses a finales de septiembre, lo que equivale al 35% del total de la deuda externa, frente al 50% registrado en años recientes). Otras vulnerabilidades macroeconómicas que se pusieron de manifiesto en la anterior crisis financiera también se han reducido, por ejemplo han bajado las ratios préstamo-depósito de los bancos bajo las directrices del gobierno para reducir la ratio a un nivel por debajo del 100% a mediados de 2012 (las elevadas ratios préstamo-depósito fueron una fuente de vulnerabilidad durante la crisis de 2008-09).

- En caso de que se produjera un deterioro más pronunciado en el entorno externo, el BdC recortaría probablemente los tipos de interés, como ya se ha observado anteriormente y habría un amplio margen para aplicar medidas de estímulo fiscal, como sucedió en 2008-09. Con estas medidas, cabría esperar que el crecimiento se mantuviera en torno al 0-2% en un escenario de riesgo (el crecimiento cayó hasta el +0,3% en 2009).

- Una fuente importante de riesgo externo podría derivarse del crédito exterior de los bancos en caso de que se produjera un ajuste en las condiciones de crédito del extranjero. Corea depende enormemente de los bancos europeos para la financiación. Según los datos del BIS, el 48% de la deuda externa se obtuvo de bancos europeos, dentro de lo cual, el 32% del total del crédito exterior de los bancos coreanos procede de Europa (este último dato estadístico es el que ha facilitado el Ministerio de Estrategia y Finanzas coreano). Del mismo modo, aproximadamente el 30% de las posiciones extranjeras en bonos y renta variable de Corea está en manos de inversores europeos. Por consiguiente, una retirada abrupta de la financiación procedente de instituciones financieras e inversores europeos podría ejercer presiones sobre la situación de la financiación externa en su conjunto.

- El endeudamiento de las familias se mantiene elevado. En concreto, la ratio deuda-renta disponible de los hogares se sitúa en el 146%, por encima de la media de la OCDE (un 134%), y el nivel de endeudamiento de las familias ha seguido aumentando un 5,4% hasta la fecha en 2011 (tras crecer un 8,1% en 2010). No obstante, en su mayoría los préstamos al consumo están respaldados por activos y se les conceden a familias con rentas elevadas que tienen una gran capacidad para pagar sus deudas. Como consecuencia de ello, las ratios de morosidad se mantienen bajas y la ratio promedio entre capital y préstamo (un 48%) de los propietarios de vivienda coreanos está muy por debajo de la de las economías occidentales (EE. UU. 75%, Reino Unido 85%).

- El pasado mes de junio, el Servicio de Supervisión Financiera implementó medidas para reducir el elevado nivel de deuda de las familias. Estas medidas incluyen límites en la relación entre deuda y renta de los créditos hipotecarios, mayores ponderaciones del riesgo BIS en los créditos hipotecarios de alto riesgo y normativas de apalancamiento para las instituciones no bancarias. Las autoridades creen que estas medidas han sido efectivas para desacelerar la tasa de crecimiento del crédito en el sector familias. El crecimiento del crédito a las familias se ha desacelerado hasta el 8,6% a/a hasta septiembre después de haber mantenido una tasa de crecimiento medio del 10,4% a/a durante el periodo 2005-2009.

Perspectivas del sector financiero

- La solidez del sector bancario siguió mejorando tras la crisis de 2008-09 que expuso las vulnerabilidades derivadas de la dependencia de los bancos de la financiación mayorista y el endeudamiento externo. La deuda externa a corto plazo se ha reducido y, lo que es más importante, las ratios préstamo-depósito de los bancos han caído desde sus niveles máximos de 2008 (Figura 2) a medida que los bancos han reducido su dependencia de fuentes de financiación no depositarias. Las autoridades creen que los bancos van muy bien encaminados para cumplir el requisito de una ratio préstamo-depósito del 100% a mediados de 2012. Las medidas macroprudenciales para reducir el crédito exterior incluyen un gravamen sobre los pasivos complementarios en divisas de los bancos y techos más bajos para los derivados de divisas.

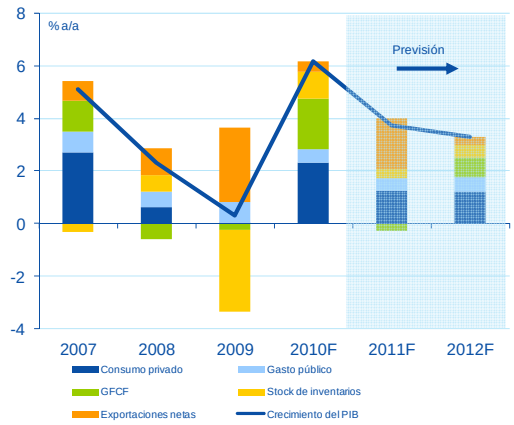
- Las cajas de ahorro se han enfrentado a un creciente escrutinio tras el cierre de siete cajas anteriormente este año. Pero la situación se ha calmado y no plantea riesgos sistémicos (las cajas sólo representan aproximadamente un 5% del total de los activos del sistema bancario). En la actualidad hay más de 100 cajas de ahorro y se han implementado medidas para mejorar la gobernanza y reestructurar el sector.

- El sistema bancario está bien preparado para la implementación de Basilea III y dispone de capital abundante (la ratio BIS es un 14,17%, y la ratio de capital básico de nivel 1 un 11,45% a fecha de noviembre). Además, la ratio total de morosidad del crédito a las familias y la ratio de morosidad de los créditos hipotecarios a fecha de septiembre se sitúa en el 0,71% y el 0,63%, respectivamente.

- El crecimiento total del crédito hasta agosto se mantiene moderado en torno al 2,8%, después de haberse registrado un crecimiento del 3,9% a/a en 2010. Estas cifras contrastan con la tasa relativamente alta del crecimiento del crédito en otras economías asiáticas, lo que refleja un proceso de desapalancamiento y un crecimiento del crédito lento, particularmente en las PYMES. Otros segmentos del crédito, como las hipotecas y los préstamos corporativos, han crecido con más rapidez.

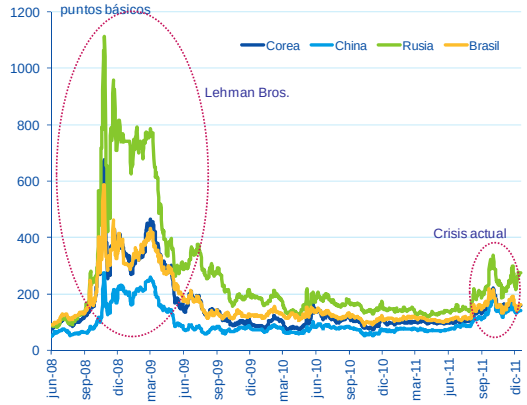
Gráfico 1: evolución económica reciente

El crecimiento del PIB se ha moderado tras experimentar un fuerte repunte en 2010



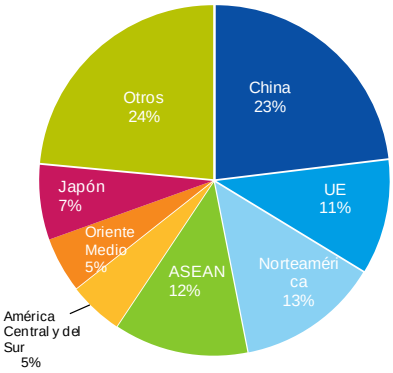
Fuentes: CEIC y BBVA Research

El diferencial de los CDS de Corea han repuntado, pero se mantiene muy por debajo de los niveles de 2008-09



Fuentes: CEIC y BBVA Research

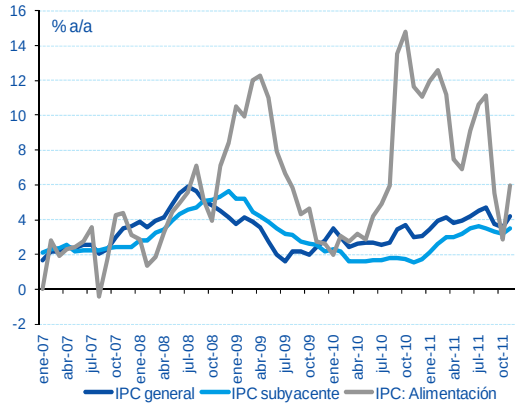
China es el mayor mercado de exportación de Corea, pero el comercio con la UE y con EE. UU. todavía representa una porción importante



Fuentes: CEIC y BBVA Research

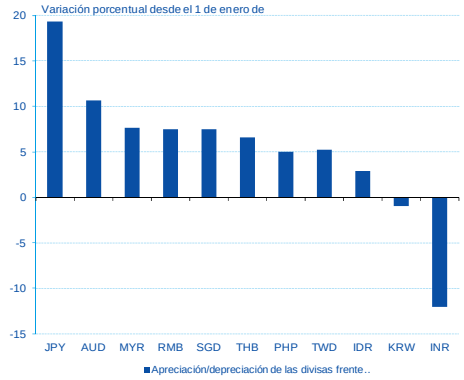
La inflación se mantiene en las cifras más altas del rango meta, pero se prevé que se modere

I



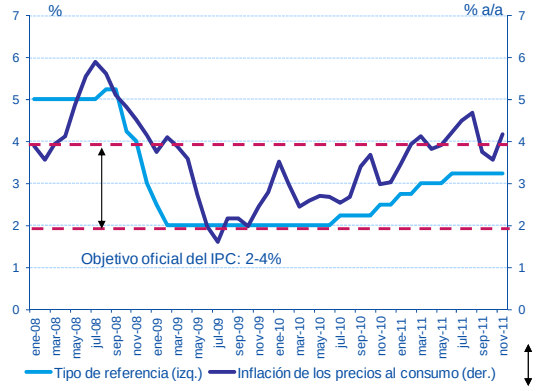
Fuentes: CEIC y BBVA Research

La apreciación del won desde comienzos de 2010 se ha quedado rezagada



Fuentes: CEIC y BBVA Research

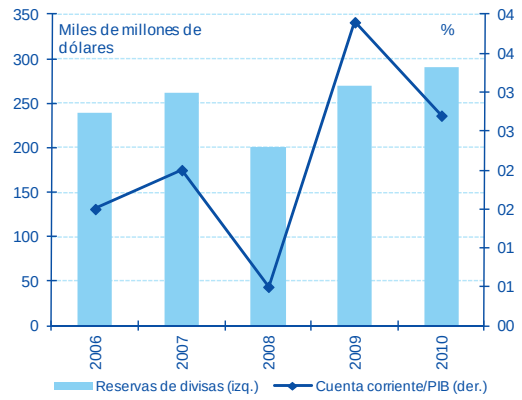
Los tipos de interés reales son negativos



Fuentes: CEIC y BBVA Research

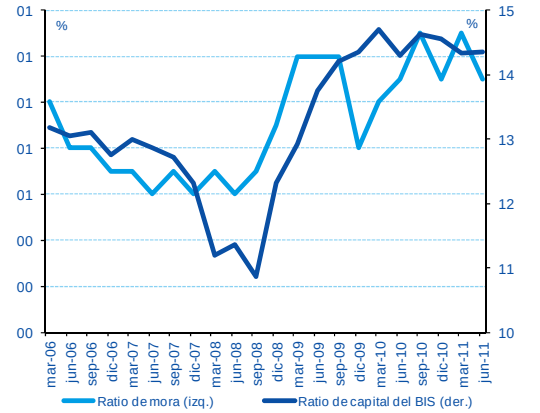
Figura 2: tipos de cambio, reservas y sector financiero

Las reservas de divisas han aumentado y la cuenta corriente presenta superávit



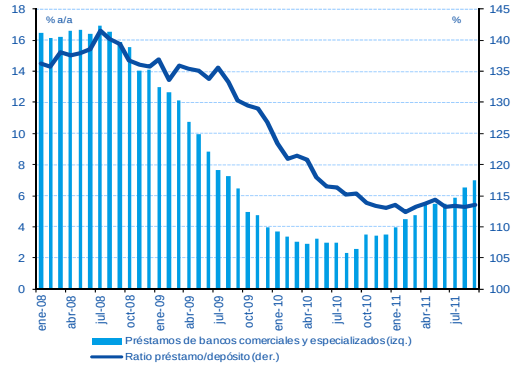
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Las ratios de capitalización son altas y los índices de morosidad bajos



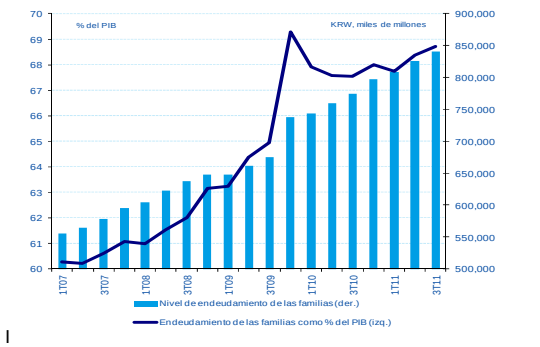
Fuentes: CEIC y BBVA Research

El crecimiento del crédito ha repuntado y las ratios préstamo-depósito se están reduciendo...



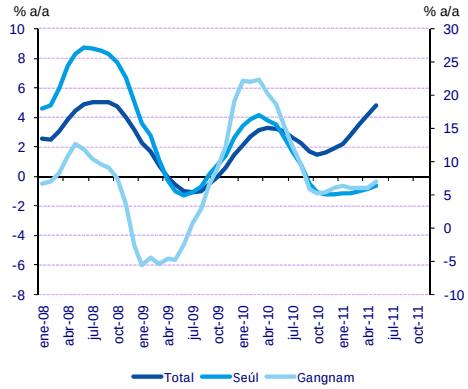
Fuentes: CEIC y BBVA Research
* La ratio préstamo-depósito se calcula según los préstamos y depósitos totales de los bancos comerciales y especializados

...pero el incremento de la deuda de las familias sigue siendo un problema



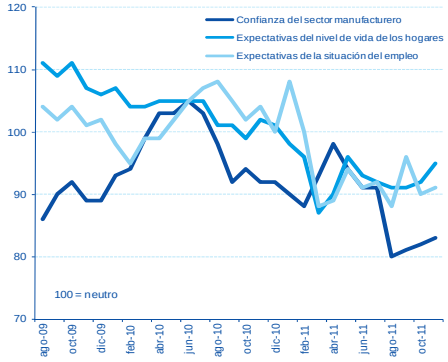
Fuentes: CEIC y BBVA Research

En general, los precios de la vivienda aumentan a nivel nacional, pero se mantienen estables en Seúl



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Los indicadores adelantados muestran signos de pesimismo



Fuentes: CEIC y BBVA Research

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