

Observatorio Semanal

Asia

6 de enero de 2012
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

Asia preparada para los retos de 2012

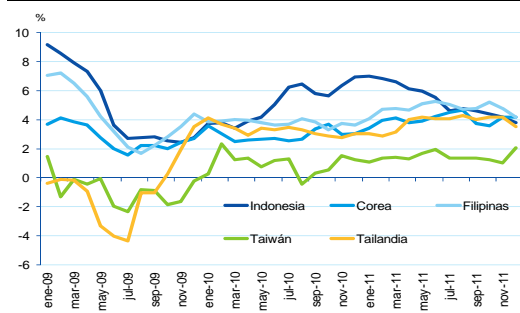
Las economías asiáticas mostraron una extraordinaria solidez el año pasado frente al agravamiento de las dificultades externas y las catástrofes naturales que arrasaron la región, especialmente en Japón y Tailandia. ¿Se mantendrá esta solidez en 2012? El aspecto positivo es que los fundamentos económicos de la región se mantienen sólidos y los responsables políticos parecen preparados para tomar las medidas que sean necesarias y amortiguar los efectos de la pronunciada caída de la demanda externa. No obstante, la región sigue siendo vulnerable a través del comercio y de los canales financieros, en especial dada su dependencia de las exportaciones y del endeudamiento externo de los bancos. El crecimiento ya se ha desacelerado en la mayoría de las economías asiáticas, y las perspectivas son una mayor desaceleración en la primera mitad de 2012. Los principales riesgos vienen de una hipotética crisis externa a gran escala, de una desaceleración peor de la esperada en China o de un aumento de las tensiones geopolíticas. Mientras que esto no suceda, Asia debería mantener un crecimiento razonable el próximo año.

2011 cierra con una mayor caída de la inflación y moderación en la actividad

La inflación sigue descendiendo y ofrece un mayor margen para la flexibilización de la política monetaria. Los resultados de la inflación de diciembre se situaron por debajo del consenso, lo que se debe principalmente a la caída de los precios de los alimentos, en Indonesia (3,8% a/a; consenso: 3,9%), Tailandia (3,5% a/a; consenso: 4,0%), Filipinas (4,2% a/a; consenso: 4,7%) y Vietnam (18,1% a/a; anterior: 19,8%) (Gráfico 1). Sin embargo, hubo excepciones, como Corea (4,2% a/a; consenso: 4,0%) y Taiwán (2,0% a/a; consenso: 1,2%). El PMI de China repuntó en diciembre (50,3; BBVA: 50,3; consenso: 49,0), lo que constituye una prueba más de aterrizaje suave (Gráfico 2). Por otro lado, las exportaciones de Corea en diciembre se situaron muy por encima de las expectativas (12,5% a/a; consenso: 6,3%), pero se han ido moderando en términos intermensuales. El PIB del 4T de Singapur se contrajo en línea con las expectativas (-4,9% t/t; consenso: -5,0%) mientras que el crecimiento anual de Vietnam cayó hasta el 5,9% desde el 6,8% de 2010.

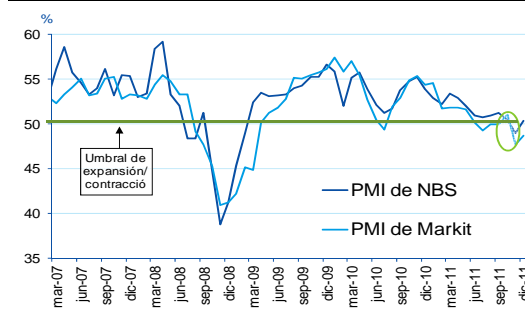
China seguirá siendo el foco de atención en las dos próximas semanas, con la publicación de varios indicadores importantes entre los que se incluyen la inflación, el PIB, las ventas minoristas y la inversión (véase el Indicador de la semana y la sección Datos relevantes). Indonesia y Corea celebrarán sus reuniones mensuales sobre política monetaria (véase la sección Datos relevantes).

Gráfico 1
La inflación sigue moderándose en la región



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2
El PMI de China repunta en diciembre



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Datos relevantes

China: en busca de indicios de un aterrizaje suave

Las autoridades han cambiado sus políticas hacia una postura de mayor apoyo

Balance de las decisiones sobre política monetaria en Indonesia y Corea

En los próximos meses se prevén recortes de los tipos de interés, aunque aún parece pronto

Inicio →

Mercados →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Estrategia de Divisas

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Análisis Económico

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Mercados

El repunte de Año Nuevo flaquea

La mayoría de los mercados bursátiles asiáticos iniciaron el Año Nuevo en positivo, el Hang Seng, el KOSPI y otros índices subieron aproximadamente un 2% (si bien el mercado de China fue una notable excepción a la baja). Sin embargo, el impulso positivo se ha desacelerado rápidamente mientras la atención vuelve a centrarse en los problemas de la deuda europea, y los mercados terminaron en plano durante la semana. Asimismo, los indicadores de actividad de Asia siguen apuntando a la desaceleración del crecimiento. En China, la próxima semana los mercados estarán atentos a un nuevo lote de indicadores de actividad (véase la sección Datos relevantes) para determinar si el debilitamiento de la actividad podría provocar una mayor flexibilización de la política por parte del BPdC. Por el momento, aumentan las expectativas de que el BPdC rebaje el coeficiente de reservas obligatorias dada la apretada liquidez interbancaria antes del Año Nuevo chino.

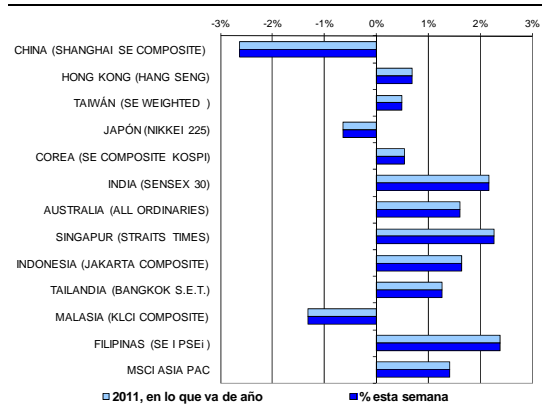
Indonesia: ¿seguirá al alza?

En Indonesia, donde el mercado de valores se ha comportado mejor que en el resto de Asia en los dos últimos años (el resultado del índice JCI fue un 3,2%, mientras que el índice MSCI Asia excluido Japón cayó un -17,3%), la reciente mejora de la calificación soberana de Fitch hasta el grado de inversión ha impulsado aún más la confianza. El crecimiento del PIB se ha mantenido sólido, la inflación cayó por debajo del 4% en diciembre y el Parlamento finalmente aprobó una nueva ley de adquisición del suelo para acelerar el desarrollo de infraestructuras (véase la sección Datos relevantes). La mejora de Fitch (que eventualmente podrían seguir S&P y Moody's) ampliará el elenco de inversores internacionales en los mercados de capital del país, aumentará la liquidez y reducirá los costes de endeudamiento. Todo ello son buenas noticias para los inversores.

Riesgos a la baja a corto plazo para el RMB

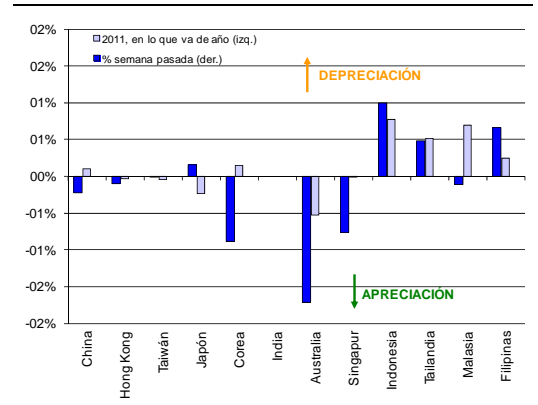
Aunque seguimos optimistas en cuanto a las perspectivas del RMB en el próximo año y vemos una apreciación del 3,0% frente al dólar estadounidense para el conjunto del año, hay un par de razones por las que no se puede descartar el riesgo a cierta depreciación a corto plazo. En primer lugar, el BPdC aceleró la apreciación de su moneda en las dos últimas semanas de diciembre (una subida por encima del 1,0% en 14 días), quizá en anticipación del informe semestral del Tesoro de EE. UU. sobre la evolución de las monedas, y también para cumplir con su propio objetivo de apreciación anual. Los riesgos de un cambio brusco a corto plazo son normalmente elevados después de una acción tan abrupta, especialmente en el entorno de oferta actual del dólar estadounidense. De hecho, ya vemos un mayor ajuste del cambio USD-CNY (un RMB más débil) esta semana. En segundo lugar, es probable que los mercados respondan a una desaceleración del entorno de crecimiento global y vuelvan a empujar el RMB hacia el lado más débil de la banda de fluctuación. En este contexto, merecerá la pena observar de cerca los datos de comercio que se publicarán la próxima semana.

Gráfico 3
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

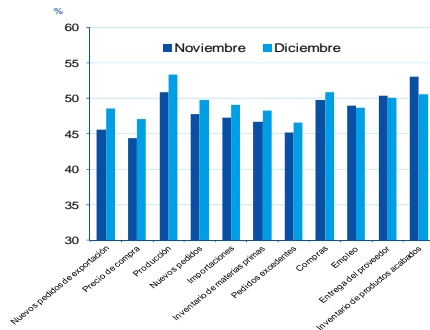
Datos relevantes

China: se observarán atentamente los datos en busca de indicios de un aterrizaje suave

La desaceleración del crecimiento y las dificultades externas están llevando a las autoridades chinas a adoptar una nueva postura política de apoyo al crecimiento, como indica el recorte de 50 pb efectuado por el BPdC en el coeficiente de reservas obligatorias (CRO) a finales de noviembre. En este contexto, se publicarán varios indicadores mensuales importantes en las dos próximas semanas y sus resultados se seguirán de cerca en busca de nuevas pruebas de aterrizaje suave. Un indicador clave, el PMI de manufacturas de diciembre ya se dio a conocer el 1 de enero. El resultado de 50,3 se situó muy por encima de las expectativas de los mercados (consenso: 49,1), aunque está exactamente en línea con nuestra previsión, ya que esperábamos un repunte con respecto a la caída de noviembre a 49,0 como consecuencia de los efectos de la reciente relajación del crédito y cierta estabilización en la demanda de exportaciones. Por subcomponentes, el resultado estuvo impulsado por las mejoras en la producción y en los pedidos nuevos. También se produjo una alentadora mejora en el índice de los pedidos de exportaciones, aunque sigue en la zona de contracción. Sin embargo es aconsejable la precaución a la hora de interpretar el repunte, pues podría reflejar en parte factores estacionales, ya que la producción podría haber avanzado en preparación de la festividad del Año Nuevo chino que se celebrará en la semana del 23 de enero.

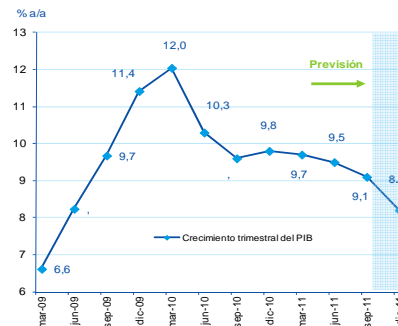
En el transcurso de las dos próximas semanas se publicará un lote de indicadores importantes entre los que se incluyen el PIB del cuarto trimestre y las ventas minoristas de diciembre, la producción industrial, la inversión, las reservas de divisas y las masas monetarias. La inflación de diciembre se publicará la próxima semana y según nuestras previsiones habrá continuado una tendencia gradual a la moderación, hasta el 4,1% a/a (véase el Indicador de la semana), mientras que los indicadores de actividad real también se prevé que se hayan mantenido sólidos. Esperamos que el crecimiento del PIB del cuarto trimestre se haya desacelerado hasta el 8,2% a/a desde el 9,1% del 3T, lo que situaría el crecimiento del PIB de todo el año en el 9,0%. En conjunto, creemos que la economía sigue en la senda de un aterrizaje suave, mientras que las políticas tienden hacia un mayor apoyo al crecimiento. Anticipamos que habrá recortes adicionales de 150-200 pb en el CRO en la primera mitad del año, con un posible recorte este mes, antes del Año Nuevo chino. Creemos asimismo que los recortes en el CRO irán acompañados de hasta dos recortes de los tipos de interés hacia finales del 1T o en el 2T a medida que la inflación se modere hacia el 3% a/a aproximadamente a mediados del año.

Gráfico 5
El repunte del PMI de manufacturas de China fue generalizado



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6
El crecimiento del PIB de China se ha desacelerado



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

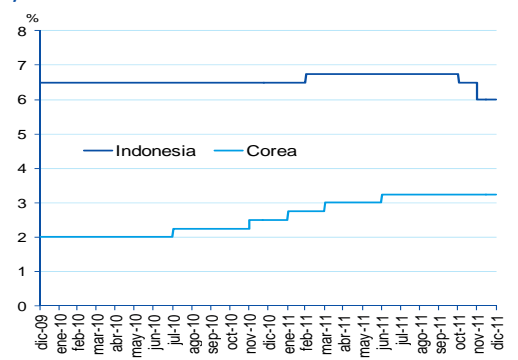
Balance de las decisiones sobre política monetaria en Indonesia y Corea

Indonesia y Corea celebrarán sus reuniones mensuales sobre política monetaria la próxima semana, el 12 y el 13 de enero, respectivamente. Las decisiones políticas del Banco de Indonesia (BI) y del Banco de Corea (BdC) se han observado atentamente en los últimos meses a medida que las posturas políticas de toda la región han cambiado de la prevención del recalentamiento al apoyo al crecimiento en medio de la desaceleración mundial. El BI recortó los tipos de interés en 75 pb en octubre/noviembre, mientras que el BdC dejó en espera los movimientos alcistas de los tipos el pasado mes de junio tras una serie de cinco subidas. Esperamos que ambos bancos centrales se mantengan sin cambios en las reuniones que tendrán lugar la próxima semana.

El crecimiento del PIB de Indonesia se ha mantenido fuerte a pesar de las dificultades derivadas de la crisis de la deuda europea. Alimentada por el rápido aumento del crédito, la demanda interna ha sido fuerte, y una pronunciada caída de la inflación hasta situarse dentro del rango objetivo del BI de un 4-6% para 2011 (la inflación disminuyó hasta el 3,79% a/a en diciembre desde el 4,15% registrado en noviembre) ha dado margen para efectuar recortes en los tipos de interés, que actualmente están en el 6,0% (Gráfico 1). Las perspectivas económicas de Indonesia también se han beneficiado de dos acontecimientos positivos que tuvieron lugar el mes pasado: la mejora de Fitch hasta el grado de inversión y la aprobación de la largamente esperada ley de adquisición del suelo que debería facilitar el muy necesario desarrollo de las infraestructuras. Dadas las fuertes tendencias de crecimiento y la inquietud acerca de la salida de capitales, así como la debilidad de la moneda debido al aumento de la aversión al riesgo global, esperamos que el BI se mantenga a la espera por ahora, y que en los próximos meses posiblemente se efectúen recortes de los tipos de interés de hasta 50 pb si la inflación sigue moderándose en línea con su meta para 2012 (3,5-5,5%).

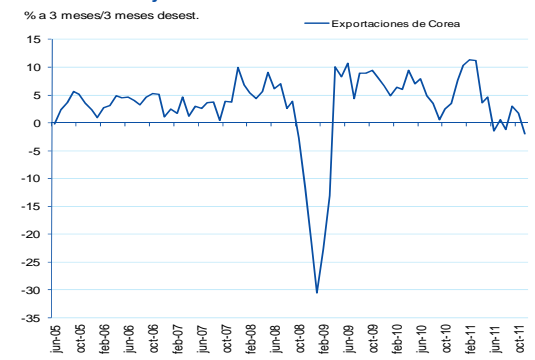
Las perspectivas económicas de Corea a corto plazo son más difíciles. El debilitamiento de la demanda externa ha llevado a la moderación del impulso de crecimiento. El PMI se ha mantenido por debajo del nivel crítico de 50 puntos (lo que indica contracción) desde agosto, la ratio inventarios-envíos está en su nivel máximo en tres años, y a pesar de que la cifra general de exportaciones parece bastante sólida (con un crecimiento del 12,5% a/a en diciembre), las exportaciones están cayendo en términos secuenciales (Gráfico 2). En el plano doméstico, aunque el desempleo se ha mantenido estable hasta ahora, las repercusiones de la desaceleración de las exportaciones podría llegar a afectar negativamente a la demanda interna (como se destacó en nuestro reciente informe *Observatorio Económico de Corea*), mientras que el nivel de incertidumbre es más elevado por la actual transición política de Corea del Norte. Además, la inflación se mantiene por encima del rango objetivo del 2-4% establecido por el BdC y registró un 4,2% a/a en diciembre. A pesar de la desaceleración del impulso de crecimiento, esperamos que el BdC se mantenga sin cambios debido a la persistencia de la inflación y a la inquietud por alimentar aún más el crecimiento del crédito en el sector de la vivienda, que ya está muy endeudado. Sólo esperamos recortes de los tipos de interés en Corea más avanzado el año, muy probablemente en el segundo y en el tercer trimestre. Mientras tanto, es probable que el gobierno ofrezca cierto apoyo fiscal adelantando el gasto en la primera mitad del año.

Gráfico 7
Movimientos de los tipos de interés en Indonesia y Corea



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8
El crecimiento de las exportaciones coreanas tiende a la baja



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Calendario Indicadores

Australia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas minoristas desest. (m/m)	9 enero	NOV	0,20%	0,40%
Aprobaciones de construcción (a/a)	10 enero	NOV	-29,80%	-17,60%
China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Inflación de los precios al consumo (a/a)	09-13 enero	DIC	4,20%	4,00%
Balanza comercial (en USD)	10 enero	DIC	14.530 m \$	8.700 m \$
Exportaciones (a/a)	10 enero	DIC	13,80%	14,30%
Importaciones (a/a)	10 enero	DIC	22,10%	18,50%
Nuevos préstamos en millones de yuanes	11-15 enero	DIC	562.200	560.000
Masa monetaria - M2 (a/a)	11-15 enero	DIC	12,70%	12,60%
India	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Producción industrial (a/a)	12 ene	NOV	-5,10%	--
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Balanza por cuenta corriente (a/a)	12 ene	NOV	-62,40%	--
Pedidos de maquinaria (a/a)	12 ene	DIC (A)	15,80%	--
Malasia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Producción industrial (a/a)	10 enero	NOV	2,80%	--
Exportaciones (a/a)	11 enero	NOV	15,80%	--
Importaciones (a/a)	11 enero	NOV	4,60%	--
Balanza comercial	11 enero	NOV	13.220 m	--
Singapur	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas minoristas (a/a)	13 enero	NOV	8,50%	--
Taiwán	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Balanza comercial total, (Millardos USD)	9 enero	DIC	3.200 \$	2.740 \$
Exportaciones (a/a)	9 enero	DIC	1,30%	3,70%
Importaciones (a/a)	9 enero	DIC	-10,40%	-0,90%

Indicador de la semana: inflación IPC de China para diciembre (12 de enero)

Previsión: 4,1% a/a Consenso: 4,0% a/a Anterior: 4,2% a/a

Comentario: durante gran parte de 2011 la inflación fue la principal preocupación en la política monetaria de China. La inflación llegó a su nivel máximo del 6,5% en julio y desde entonces ha estado cayendo debido a la restricción monetaria del Banco Central, a la caída de los precios de los alimentos y de las materias primas y, más recientemente, a la desaceleración del crecimiento. Unida a las incertidumbres del entorno mundial, ha dado lugar al aumento de la preocupación por un aterrizaje brusco, lo que se ha atenuado por la disposición de las autoridades a relajar la postura monetaria para dar apoyo al crecimiento. Esperamos que la inflación haya seguido desacelerándose en diciembre hasta situarse justo por encima del nivel de confort de las autoridades, un 4%, lo que ayudaría a preparar el camino para nuevos recortes en el coeficiente de reservas obligatorias en el trimestre actual. Si se produjera una caída inesperada hasta situarse en torno al 3% a mitad de año, habría mayor margen para la flexibilización monetaria en los próximos meses. Mientras tanto, para medir el ritmo de la actividad, los mercados estarán atentos a otro lote de indicadores importantes que se publicarán en las dos próximas semanas y que incluyen el PIB, las ventas minoristas, la producción industrial y la inversión.

Inicio →

Mercados →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Calendario: eventos

Indonesia: reunión del Banco de Indonesia, 12 de enero

No prevemos cambios en el tipo de interés de referencia

Actual **Consenso**
6,00% 6,00%

Corea: reunión de política monetaria del BdC, 13 de enero

No prevemos cambios en el tipo repo a 7 días

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

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.	2.141,7	-2,6	-2,6	-24,2
	Hong Kong: Hang Seng	18.561,5	0,7	0,7	-22,0
	Taiwán - Weighted	7.106,6	0,5	0,5	-20,0
	Japón - Nikkei 225	8.401,3	-0,6	-0,6	-20,2
	Corea - Kospi	1.835,2	0,5	0,5	-11,7
	India - Sensex 30	15.789,1	2,2	2,2	-21,8
	Australia - SPX/ASX 200	4.121,9	1,6	1,6	-12,8
	Singapur - Strait Times	2.705,9	2,3	2,3	-17,5
	Indonesia - Jakarta Comp.	3.885,5	1,7	1,7	4,0
	Tailandia - SET	1.038,2	1,3	1,3	-1,2
	Malasia - KLCI	1.510,6	-1,3	-1,3	-3,7
	Filipinas - Manila Comp.	4.478,5	2,4	2,4	6,2

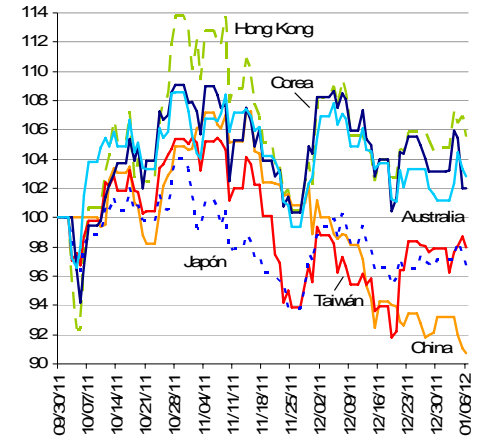
Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,31	-0,20	6,32	6,34
	Hong Kong (HKD/USD)	7,77	0,02	7,77	7,77
	Taiwán (TWD/USD)	30,2	0,25	30,11	29,78
	Japón (JPY/USD)	77,2	-0,35	77,06	76,51
	Corea (KRW/USD)	1.159	-0,56	1.165	1.172
	India (INR/USD)	52,9	0,40	53,86	55,68
	Australia (USD/AUD)	1,03	0,47	0,98	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,29	0,31	1,29	1,29
	Indonesia (IDR/USD)	9.171	-1,11	9.304	9.682
	Tailandia (THB/USD)	31,6	-0,22	31,82	32,20
	Malasia (MYR/USD)	3,15	0,56	3,17	3,20
	Filipinas (PHP/USD)	44,1	-0,61	44,27	44,46

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

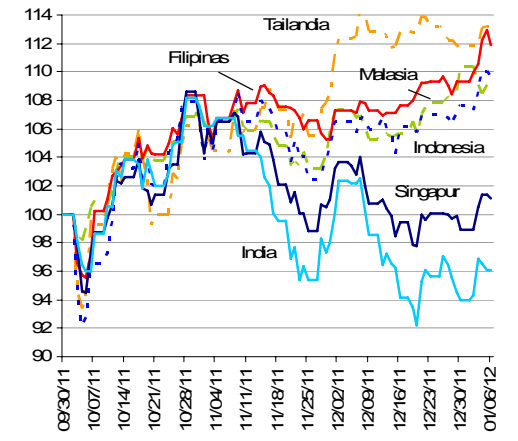
Gráficos

Gráfico 9
Mercados bursátiles



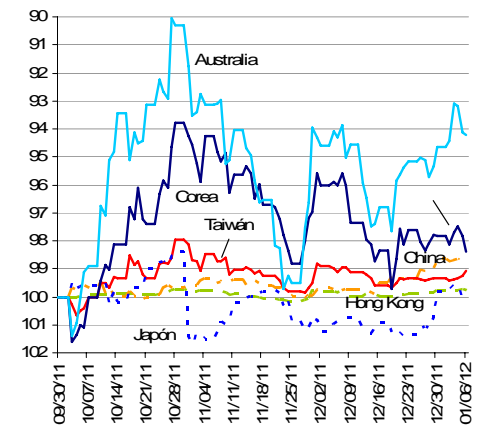
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10
Mercados bursátiles



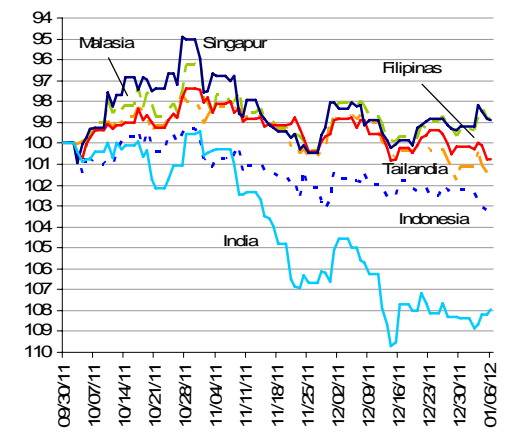
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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 O182.