

Observatorio Semanal

Asia

13 de enero de 2012

Análisis Económico

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Mario Nevares

mario.nevares@bbva.com.hk

William Fitchett

william.fitchett@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 se ralentiza pero mantiene su atractivo

A pesar de que el crecimiento y las exportaciones se desaceleran a causa de la actual debilidad de la zona euro, las economías emergentes atraen todavía a los inversores extranjeros, lo ha quedado demostrado en el éxito de las recientes emisiones de bonos en Filipinas (5 de enero) e Indonesia (9 de enero). En ambos casos hubo interés por parte de los inversores en los bonos denominados en dólares estadounidenses a 25 y a 30 años respectivamente, con rentabilidades en mínimos históricos (Gráfico 1), gracias a los sólidos fundamentos económicos y a las recientes mejoras de la calificación por parte de las agencias especializadas. Por otra parte, en el norte de Asia, los acontecimientos políticos siguen deteriorando la confianza. Corea del Norte ha estado muy presente en los titulares de las últimas semanas. Y ahora, las elecciones presidenciales de Taiwán, que se celebran mañana día 14 de enero, acaparan el protagonismo por sus repercusiones en los vínculos entre ambos lados del estrecho. La victoria del DPP, el partido de la oposición, podría minar la confianza si el resultado fuera el enfriamiento de las relaciones con China continental.

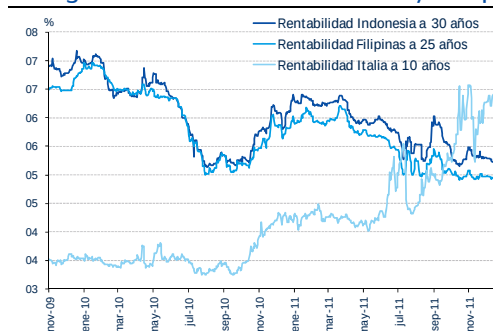
La moderación de la inflación en China prepara el camino para una política expansiva

Los datos que se esperaban con mayor atención esta semana se situaron en línea con las expectativas. La inflación en China se moderó hasta el 4,1% a/a (BBVA: 4,1%; consenso: 4,0%), por lo que aumenta la posibilidad de una mayor flexibilización monetaria en los próximos meses para apoyar el crecimiento (Gráfico 2 y Datos relevantes). El crédito de diciembre creció más de lo previsto (los créditos nuevos ascendieron a 640.500 millones de RMB frente a las previsiones del consenso: 575.000 millones), un indicio de que el recorte del coeficiente de caja efectuado a finales de noviembre podría estar teniendo ya el efecto deseado. Por otro lado, los datos publicados hoy sobre las reservas de divisas muestran una ligera caída en el cuarto trimestre, hasta 3,18 billones de dólares estadounidenses frente a los 3,20 billones registrados en el 3T, lo que indica una modesta salida de capitales durante el trimestre (si bien los efectos de valoración derivados de la fortaleza del dólar explican en parte esta caída). En la India, la producción industrial sorprendió al alza (véase la sección Datos relevantes). Y por último, tanto Indonesia como Corea mantuvieron los tipos de interés sin cambios, tal como se esperaba, aunque se prevén recortes durante el año.

La próxima semana se conocerán más datos importantes de China, justo antes del extenso periodo festivo del Año Nuevo. En particular, los mercados estarán pendientes del PIB del 4T y del resultado de la producción industrial de diciembre, así como de las ventas minoristas para medir el ritmo de desaceleración. Hong Kong y la India publicarán las cifras de inflación de diciembre y los pedidos de exportación de Taiwán ofrecerán un panorama de la evolución de la demanda externa. Esperamos un recorte de 25 pb en los tipos de interés de Filipinas en la reunión sobre política monetaria del 19 de enero.

Gráfico 1

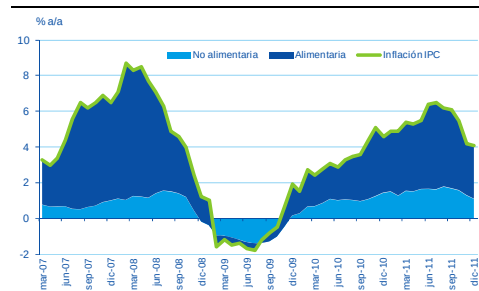
Divergencia de rentabilidad entre Asia y Europa



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2

La inflación de China continúa moderándose



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Datos relevantes

La inflación de China se modera a la espera de los últimos datos de actividad

La nueva caída de la inflación puede propiciar una mayor relajación de la política monetaria

Recuperación del crecimiento de la India

Las lentas reformas económicas y la escasez de infraestructuras limitan el crecimiento de la India

Estrategia de Divisas

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Análisis Económico

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Mercados

La tensión por la crisis de la deuda descende, pero persisten los riesgos

La fuerte demanda de bonos españoles, los datos positivos de EE. UU. y las esperanzas de una flexibilización de la política monetaria en China han contribuido a desviar la atención de los inversores de las tensiones de Europa. Los activos de riesgo de todo el Pacífico Asiático subieron esta semana, y los índices de referencia de los principales mercados de valores subieron en torno a un 2,0% de promedio. Las acciones tipo A de Shanghai subieron más de un 5,0%. Las monedas asiáticas también se apreciaron ligeramente por la mejora de la confianza, una corrección de la extrema posición neta larga en dólar y de noticias locales positivas. Pero aunque la situación europea parece haberse calmado por ahora, persisten las incertidumbres, incluidas las crecientes presiones de financiación en Italia, las posibles rebajas de la calificación de Francia por parte de S&P y de Moody's, el segundo rescate griego y la renegociación de su deuda y el riesgo de recesión en la Eurozona. Por tanto los mercados de valores y divisas asiáticos son aún vulnerables.

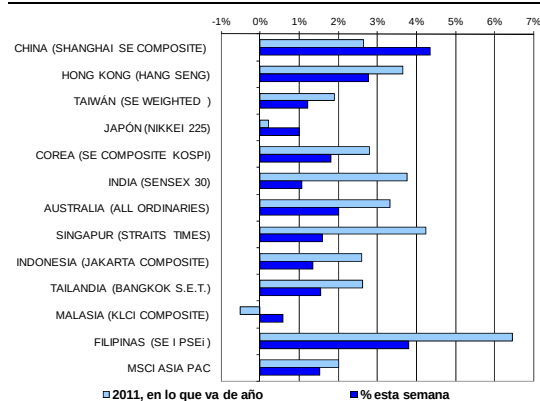
Buen comportamiento de la rupia india y el won coreano

En un contexto favorable para las monedas de las economías emergentes, los datos macroeconómicos positivos (véase la sección Datos relevantes) y los planes para moderar las restricciones sobre la inversión extranjera en la India dieron como resultado un considerable repunte. La rupia india terminó los primeros cuatro días de la semana en 51,58, una subida del 2,2% con respecto a la semana anterior. El won coreano también se apreció por encima de un 1,5% esta semana dada su gran sensibilidad al riesgo a nivel global. La decisión del BdC de dejar los tipos sin cambios también contribuyó a mantener los diferenciales de los tipos de interés y reforzó el won.

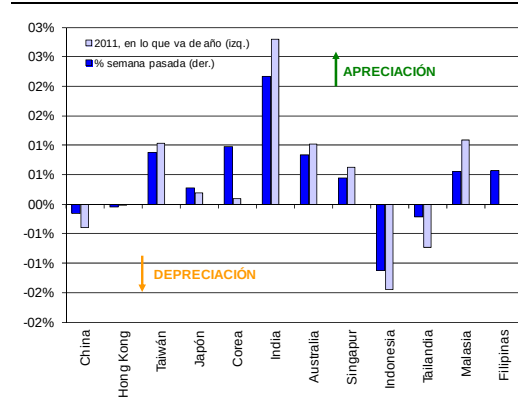
El programa RQFII y los factores estacionales refuerzan el precio del CNH

El BPdC subió el cambio USD-CNY esta semana, lo que implica una modesta depreciación del yuan frente al dólar. Esta medida está en línea con nuestras expectativas de una reversión temporal en los cambios fijados debido a la mayor fortaleza del dólar y a la rápida apreciación del CNY a finales de 2011. A pesar de la variación del tipo de cambio, la alta demanda de yuanes en el mercado nacional y externo hizo que tanto el CNY como CNH se coticen ya por encima del cambio fijado.

Parte de la fortaleza del CNY es estacional, debido a la fuerte demanda antes del Año Nuevo chino. El anuncio de la cuota del RQFII además le añadió solidez; a 21 subsidiarias de entidades financieras chinas en Hong Kong les fue adjudicada una cuota inicial de 20.000 millones de CNY para invertir en los mercados de valores de China continental, de los cuales al menos el 80% irá a los mercados de bonos interbancarios. Dadas las atractivas rentabilidades del territorio nacional en comparación con los bonos Dim Sum vendidos en Hong Kong o con los valores del Tesoro de EE. UU. y la estabilidad de las calificaciones crediticias de los bonos soberanos chinos, se anticipa que la cuota máxima de 20.000 millones de CNY se agotará en breve y se repatriará de nuevo desde los mercados de CNY a los mercados nacionales. La reducción de liquidez prevista junto con la demanda estacional ha llevado a unos tipos de interés del CNH más elevados, y mantuvo el CNH a un precio más alto que el cambio fijo del CNY y que el cambio del CNY al contado en China.

Gráfico 3
Mercados de valores

Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4
Mercados de divisas

Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Datos relevantes

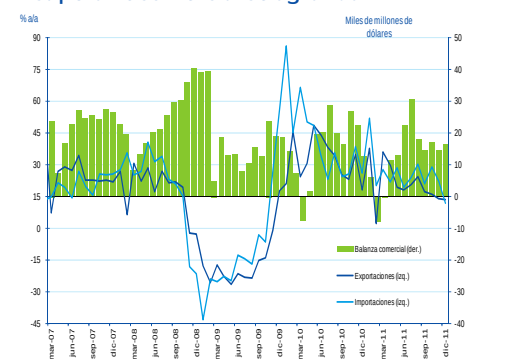
La inflación de China se modera a la espera de los últimos datos de actividad

La caída continuada de la inflación ofrece el margen oportuno para una mayor flexibilización de la política monetaria en China mientras las autoridades tratan de sostener el crecimiento ante las dificultades externas. En línea con las expectativas, la inflación de diciembre publicada esta semana se moderó hasta el 4,1% a/a (BBVA: 4,1%; consenso: 4,0%) desde el 4,2% a/a del mes anterior. Esta caída se ha producido a pesar de la subida de los precios de los alimentos (9,1% a/a), que se atribuye en parte a las presiones estacionales de demanda con motivo de la festividad del Año Nuevo chino que se celebrará próximamente. Según las tendencias actuales, esperamos que la inflación siga moderándose hasta situarse en torno al 3% a mediados de año, aunque a corto plazo prevemos un repunte estacional en enero debido al próximo periodo festivo.

También se dieron a conocer esta semana las cifras de comercio de diciembre, en las que destaca un resultado más débil de lo previsto en las importaciones. El crecimiento de las exportaciones se mantuvo boyante en el 13,4% a/a en diciembre, ligeramente por debajo del 13,8% registrado el mes anterior. Pero el crecimiento de las importaciones se desaceleró hasta el 11,8% a/a desde el 22,1% de noviembre (consenso: 18,0%), un posible indicio del debilitamiento de la demanda interna. Por otro lado, las políticas siguen cambiando hacia una postura de mayor apoyo al crecimiento, como puso en evidencia la aceleración de las masas monetarias en diciembre. Los préstamos nuevos se incrementaron más de lo previsto, hasta 640.500 millones de RMB (consenso: 560.000 millones), por encima de los 562.200 millones de RMB de noviembre. Esperamos recortes adicionales de 150-200 pb en el coeficiente de caja en el 1S de 2012; el primer recorte se producirá probablemente en los dos próximos meses. Si el entorno externo sigue deteriorándose, también cabría esperar recortes de hasta 50 pb en los tipos de interés en el segundo o en el tercer trimestre del año. Por último, las reservas de divisas cayeron ligeramente en el cuarto trimestre hasta situarse en 3,18 billones de dólares estadounidenses (debido en parte a los efectos del tipo de cambio en la valoración), lo que indica cierta salida de capitales y refuerza las expectativas de que la apreciación monetaria se desacelere en 2012.

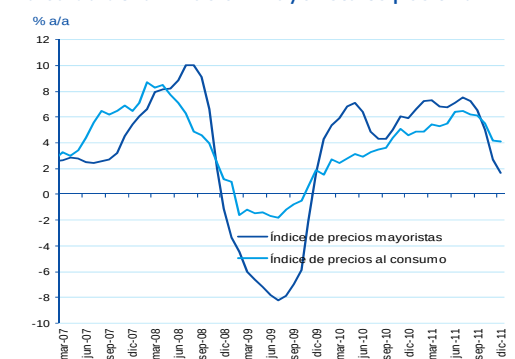
La próxima semana (17 de diciembre), se publicarán datos importantes sobre las actividad real, incluido el PIB del 4T (véase el Indicador de la semana) y la producción industrial, la inversión y las ventas minoristas de diciembre. A pesar de que las importaciones fueron más débiles en diciembre, todavía creemos que los indicadores de actividad de dicho mes deberían mantenerse sólidos, teniendo en cuenta, que el PMI volvió a repuntar por encima del umbral de 50 puntos que indica expansión, subiendo hasta el 50,3% desde el 40,0% de noviembre.

Gráfico 5
El superávit comercial se agranda



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6
La caída de la inflación mayorista es positiva



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

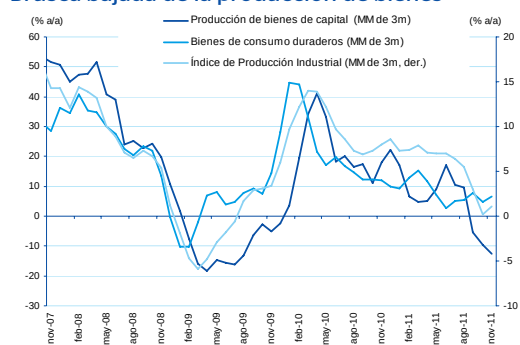
Recuperación del crecimiento de la India

Aunque se mantiene una previsión de crecimiento a medio plazo del 9% - 10%, el primer ministro de la India, Manmohan Singh, reconoció la semana pasada en un discurso que la economía india tiene por delante un año difícil. Señaló que el panorama todavía es manejable, pero bajó la previsión de crecimiento del gobierno para el año fiscal que termina en marzo de 2012 al 7,0% a/a (desde el 7,5% previsto anteriormente, y en línea con las estimaciones del BBVA de un 6,9%). Además de las dificultades externas, la revisión fue provocada por la bajada del crecimiento como consecuencia de los elevados tipos de interés y la debilidad de la inversión. La revisión a la baja se produce a pesar de las recientes sorpresas al alza de los indicadores de actividad: el crecimiento de la producción industrial (IPI) de noviembre de 2011 repuntó un 5,9% a/a, por encima del consenso (2,1%) y revirtió la caída del -4,7% del mes anterior, mientras que los PMI de diciembre subieron a su máximo de los últimos 5 meses. Los principales factores que debilitan las perspectivas de crecimiento de la India a medio plazo son sobre todo domésticos. La economía se enfrenta a problemas como la falta de actuación política, las inquietudes sobre la gobernanza, los altos tipos de interés, la elevada inflación, la depreciación de la moneda y los persistentes déficits "gemelos", es decir fiscal y de cuenta corriente.

Entre los diversos problemas, creemos que la incapacidad del gobierno de implementar importantes reformas sobre la inversión y proyectos de gran envergadura es la principal debilidad que amenaza el crecimiento de la India. La demanda de infraestructuras supera con creces la oferta. El déficit en el sector eléctrico es asombroso con aproximadamente un 30% de la población sin electricidad, en comparación con el 0,6% de China y Malasia según las estimaciones del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD). Los cortes de electricidad junto con la inadecuada infraestructura de transportes (las autopistas de la India representan únicamente el 2% del total de la red de carreteras) han obstaculizado la producción manufacturera al incrementar los costes, reducir los márgenes y hacer que las empresas indias sean menos competitivas en el mercado global, en especial si se comparan con otras economías de Asia oriental. En un artículo de opinión reciente, el ministro de comercio indio calcula que para sostener un crecimiento anual del PIB del 9% en los próximos cinco años (en línea con los objetivos del gobierno), la India necesitará fuentes privadas para financiar inversiones de 41,23 billones de rupias (unos 810.000 millones de dólares estadounidenses) en infraestructuras e industria. Pero es difícil que llegue esa financiación con perspectivas de crecimiento pesimistas e incertidumbre a nivel mundial.

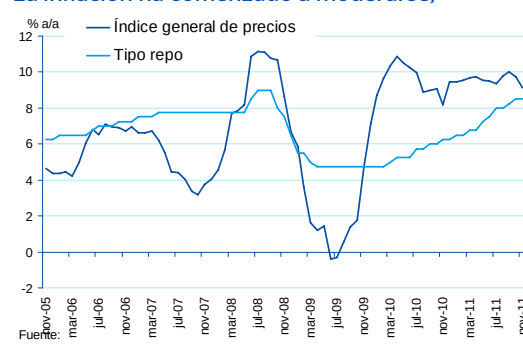
Igualar las enormes discrepancias entre la demanda y la oferta de las inversiones en infraestructura de la India justifica las medias de las autoridades para movilizar capital del mercado primario, las inversiones extranjeras directas y los préstamos comerciales externos. En este sentido, últimamente se han adoptado una serie de medidas para atraer capital, pero es necesario que se tomen muchas más. Entre otras cosas, la India debe desarrollar mercados de bonos profundos y líquidos, mercados cambiarios y mercados de derivados. La financiación a largo plazo es crucial para el sector de las infraestructuras. Es necesario que se hagan esfuerzos hacia la canalización de una mayor cuantía de los ahorros de las familias indias hacia la inversión en infraestructuras. La movilización de estos ahorros para satisfacer las necesidades de infraestructuras del país debe ir muy lejos para favorecer el desarrollo del potencial de crecimiento de la India a medio plazo.

Gráfico 7
Brusca bajada de la producción de bienes



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8
La inflación ha comenzado a moderarse,



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Calendario Indicadores

Australia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Tasa de paro	19 enero	DIC	5,30%	--
Índice de precios de importación (t/t)	20 enero	4T	0,00%	--
Índice precios de exportación (t/t)	20 enero	4T	4,00%	--
China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
IED real (a/a)	14-18 enero	DIC	-9,80%	--
Producción industrial (a/a) YTD	17 enero	DIC	14,00%	13,80%
Producción industrial (a/a)	17 enero	DIC	12,40%	12,30%
Inv. en activos fijos excl. las áreas rurales, a/a YTD	17 enero	DIC	24,50%	24,10%
PIB real (a/a) YTD	17 enero	4T	9,40%	9,20%
PIB real (t/t)	17 enero	4T	2,30%	--
PIB real (a/a)	17 enero	4T	9,10%	8,70%
Ventas minoristas YTD (a/a)	17 enero	DIC	17,00%	17,00%
Ventas minoristas (a/a)	17 enero	DIC	17,30%	17,30%
Hong Kong	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	19 enero	DIC	3,40%	--
IPC - Índice compuesto (a/a)	20 enero	DIC	5,70%	--
India	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Precios mayoristas mensuales (% a/a)	16 enero	DIC	9,11%	7,40%
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Pedidos de maquinaria (% a/a)	16 enero	NOV	1,50%	--
Índice del sector terciario (m/m)	17 enero	NOV	0,60%	--
Índice de actividad de toda la industria (m/m)	20 enero	NOV	0,80%	--
Filipinas	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Remesas del extranjero (a/a)	16 enero	NOV	6,20%	--
Singapur	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones de productos electrónicos (a/a)	17 enero	DIC	0,10%	0,40%
Exportaciones salvo petróleo (a/a)	17 enero	DIC	1,60%	1,20%
Exportaciones salvo petróleo desest. (m/m)	17 enero	DIC	5,90%	--
Taiwán	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas comerciales (a/a)	20 enero	DIC	-0,95%	--
Pedidos de exportación (a/a)	20 enero	DIC	2,54%	--
Producción industrial (a/a)	20 enero	DIC	-3,55%	--
Tailandia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones aduaneras (a/a)	16-18 enero	DIC	-12,40%	--

Indicador de la semana: PIB de China para el 4T (17 de diciembre)

Previsión: 8,2% a/a

Consenso: 8,7 % a/a

Anterior: 9,1% a/a

El resultado del PIB del 4T de China se observará en busca de nuevos indicios de desaceleración del crecimiento. Durante el 3T, el crecimiento del PIB retrocedió hasta el 9,1% desde el 9,5% del 2T. Según los indicadores de alta frecuencia como el PMI manufacturero el ritmo de desaceleración parece haber aumentado en los últimos meses como consecuencia de la débil demanda externa. Esperamos que el crecimiento del PIB siga desacelerándose en el 4T, lo que situaría el crecimiento para todo 2011 en el 9,0%. Con la inflación cayendo, las autoridades han cambiado su postura política para apoyar el crecimiento. La reciente relajación de la postura monetaria y una política fiscal de apoyo deberían mantener la demanda interna; esperamos que el crecimiento toque fondo en la primera mitad de 2012. Además del PIB, también conoceremos la próxima semana otros indicadores mensuales importantes: la producción industrial, la inversión y las ventas minoristas.

Calendario: eventos

Japón: Informe económico mensual de la Secretaría de la Presidencia, 17 de enero

Filipinas: reunión sobre política monetaria, 19 de enero

Esperamos un recorte de 25 pb en los tipos

Actual	Consenso
4,50%	4,25%

Inicio	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos de los 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.	2.256,9	4,3	2,6	-20,2
	Hong Kong: Hang Seng	19.107,6	2,8	3,7	-21,2
	Taiwán - Weighted	7.207,1	1,2	1,9	-19,7
	Japón - Nikkei 225	8.473,8	1,0	0,2	-20,0
	Corea - Kospi	1.876,7	1,8	2,8	-10,2
	India - Sensex 30	16.037,5	1,1	3,8	-16,4
	Australia - SPX/ASX 200	4.191,2	2,0	3,3	-12,6
	Singapur - Strait Times	2.758,9	1,6	4,3	-15,3
	Indonesia - Jakarta Comp.	3.921,7	1,4	2,6	10,0
	Tailandia - SET	1.052,2	1,5	2,6	1,7
	Malasia - KLCI	1.523,1	0,6	-0,5	-3,1
	Filipinas - Manila Comp.	4.654,0	3,8	6,5	14,3

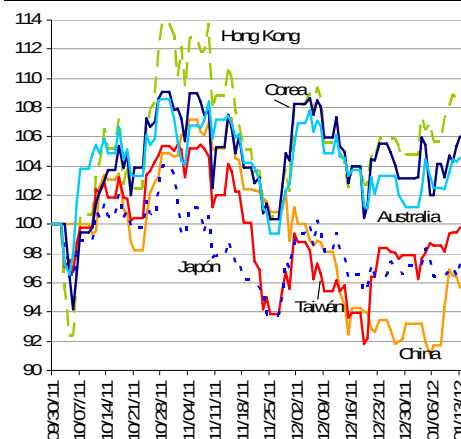
Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,32	-0,16	6,31	6,32
	Hong Kong (HKD/USD)	7,77	-0,05	7,77	7,76
	Taiwán (TWD/USD)	30,0	0,89	29,77	29,44
	Japón (JPY/USD)	76,8	0,27	76,68	76,30
	Corea (KRW/USD)	1.151	0,99	1.158	1.165
	India (INR/USD)	51,6	2,72	52,83	54,56
	Australia (USD/AUD)	1,03	0,84	0,98	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,29	0,45	1,29	1,28
	Indonesia (IDR/USD)	9.200	-1,11	9.290	9.670
	Tailandia (THB/USD)	31,8	-0,22	31,98	32,33
	Malasia (MYR/USD)	3,13	0,58	3,15	3,18
	Filipinas (PHP/USD)	43,8	0,57	44,03	44,21

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

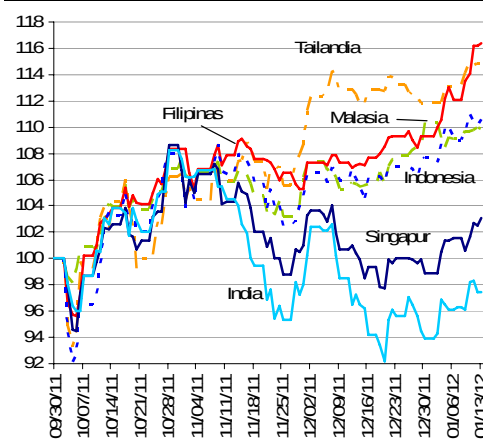
Gráficos

Gráfico 9
Mercados bursátiles



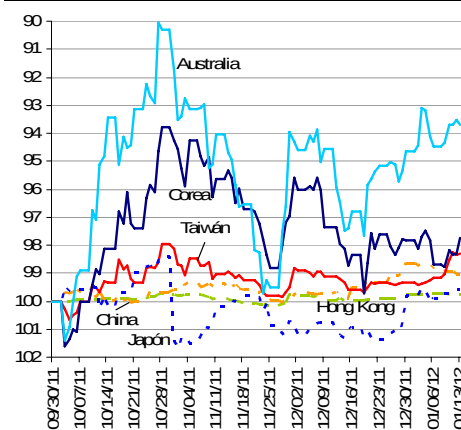
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10
Mercados bursátiles



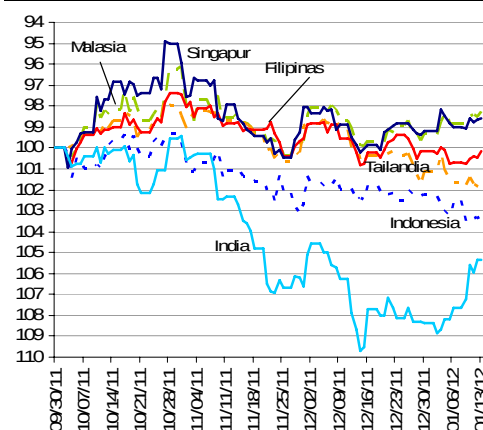
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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 0182.