

Observatorio Semanal

Asia

16 de septiembre de 2011
Análisis Económico

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Mario Nevares
mario.nevares@bbva.com.hk

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia
xia.le@bbva.com.hk

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar
sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

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

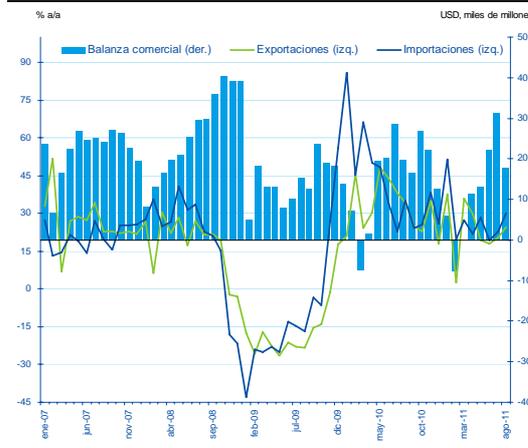
Las economías asiáticas muestran su solidez

Las economías asiáticas muestran signos de solidez mientras en Europa los responsables políticos buscan soluciones a las dificultades del crecimiento, la deuda y el sector bancario. Aunque en la región ya se notan los efectos de la desaceleración causada por la mayor debilidad de la demanda externa, la mayor parte de los últimos datos de actividad se han mostrado por ahora sorprendentemente sólidos. Los últimos indicios de ello son los datos procedentes de China (Gráfico 1) y Singapur (véase la sección Datos relevantes), donde las exportaciones de agosto sorprendieron al alza. Las cifras de exportación de Corea fueron asimismo optimistas, como ya se informó a comienzos de este mes. A pesar de que la inflación sigue siendo elevada, la mayoría de los bancos centrales, aunque no todos, han pasado a un "modo de pausa". De hecho, la India ha subido hoy los tipos de interés por duodécima vez en 18 meses (véase la sección Datos relevantes) para frenar las expectativas de inflación, después de que el Banco de Tailandia efectuara una subida el mes pasado. Sin embargo, debido a la incertidumbre y a la desaceleración del crecimiento mundial, no esperamos nuevos movimientos alcistas de los tipos en la región durante el resto del año. Al mismo tiempo, la fuerte demanda interna subyacente y la todavía elevada inflación es probable que impidan a los bancos centrales aplicar pronto una política de flexibilización.

Sólidos indicadores de actividad y de exportación

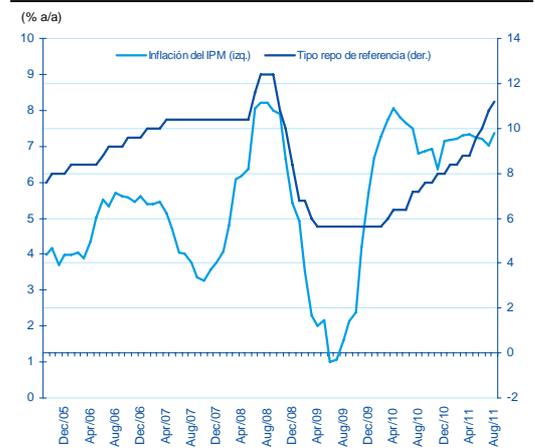
Los resultados del comercio de China en agosto fueron mejores de lo previsto (véase la sección Datos relevantes), lo que supone un fuerte apoyo a la demanda de la región. Las exportaciones de Singapur correspondientes a agosto también sorprendieron al alza (5.1% a/a, consenso: -6.5%) antes de la reunión bianual de la AMS sobre política monetaria que se celebrará a mediados de octubre. El movimiento alcista de los tipos en la India fue una respuesta a la elevada inflación, que se aproxima al 10% (Gráfico 1). La próxima semana, la atención se centrará en el IPC, ya que Hong Kong, Singapur y Malasia publicarán los resultados de agosto. Asimismo, las exportaciones de Japón y los pedidos de exportación de Taiwán (véase el Indicador de la semana) serán importantes para medir la demanda externa.

Gráfico 1
China: fuerte demanda de importaciones



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 2
India: el BRI sube de nuevo los tipos de interés



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Datos relevantes

Los alentadores datos de comercio de China en agosto completan un panorama de fuerte demanda

Los datos de actividad de China siguen apuntando a un aterrizaje suave de la economía

India: el BRI se mantiene firme con respecto a la inflación y sube los tipos

India sube los tipos a pesar de la incertidumbre mundial y de los indicios de desaceleración

Las exportaciones de Singapur, mejores de lo previsto, son el indicio más reciente de la solidez de Asia

Aunque las exportaciones de Singapur sorprenden al alza, se vislumbra una desaceleración a causa de la debilidad de la demanda externa

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Análisis Económico

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Estrategia de Divisas

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Mercados

Los mercados siguen acusando la onda expansiva procedente de Europa

Los índices bursátiles asiáticos, así como el crédito y las monedas siguen experimentando una elevada volatilidad a corto plazo a medida que se agravan las preocupaciones por el sistema bancario y la situación fiscal de Europa. El miércoles, el efecto combinado de la rebaja de la calificación de dos bancos franceses efectuada por Moody's y el informe del Banco Asiático de Desarrollo en el que se prevé un menor crecimiento y una inflación más elevada para Asia fue suficiente para enviar el índice MSCI de Asia a su nivel más bajo desde agosto de 2010. Las monedas asiáticas sufrieron una fuerte depreciación y algunos bancos centrales, como el Banco de Indonesia intervinieron para suavizar la volatilidad. Sin embargo, después de que Alemania y Francia reiteraran su compromiso para ayudar a Grecia y de que los bancos centrales se pusieran de acuerdo y se comprometieran a ofrecer financiación en dólares estadounidenses a los bancos de la zona euro, se produjo un cauto retorno a la asunción de riesgos, aunque en general la confianza sigue siendo débil a corto plazo.

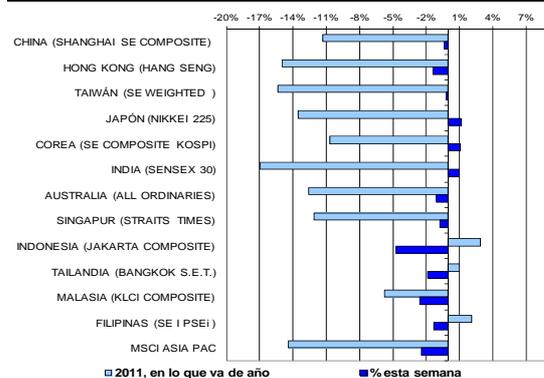
Divisas asiáticas: depreciación generalizada mientras continúan los temores

Las monedas de la región se depreciaron a comienzos de esta semana en un modo generalizado de eliminación del riesgo antes de recuperarse un tanto el viernes. El miércoles, el Banco de Indonesia intervino después de que las presiones de venta provocaran que ese día su moneda se depreciara un 2,6%. En la India, la rupia se depreció cerca del 2% durante la semana como consecuencia de la preocupación por un posible aterrizaje duro desencadenado por las salidas de capital de las bolsas. Los mercados están preocupados por la posibilidad de que se produzca un aterrizaje brusco en la India, pues la inflación se mantiene elevada incluso después del agresivo ajuste efectuado este año, y el crecimiento de la producción industrial ha mostrado indicios de fuerte desaceleración. A corto plazo, las divisas asiáticas seguirán impulsadas por factores externos. Este fin de semana, los inversores estarán pendientes de que los responsables de la política europea den indicios de estabilización; asimismo, se mantendrán atentos a que el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke (la reunión de dos días de la Fed está programada el 20-21 de septiembre) dé más detalles sobre qué significa para la economía de EE. UU. "un debate más completo sobre las herramientas de política monetaria".

Mercados: las noticias sobre la solidez de Asia se ponen en entredicho

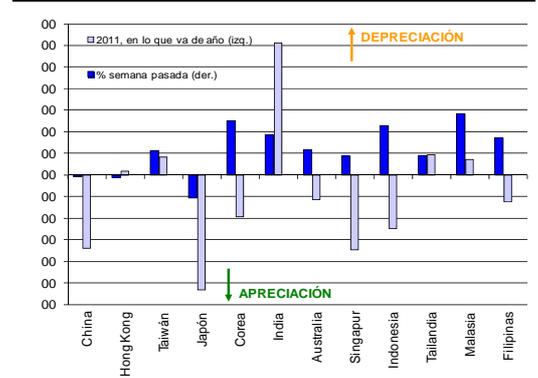
Muy conscientes de que sigue habiendo importantes riesgos a la baja y de que las dificultades macroeconómicas mandan en el rendimiento de la región, nuestras perspectivas siguen siendo que las economías asiáticas están bien posicionadas en un entorno mundial poco entusiasta donde EE. UU. continúa creciendo moderadamente y no se produce un impago desordenado de la deuda griega. Esta semana el movimiento de los precios en el mercado de divisas asiático parece haber tenido en cuenta un escenario más pesimista donde las condiciones financieras asiáticas podrían ajustarse si la crisis de la deuda europea se contagiara a los países principales. Esto no forma parte todavía de nuestro escenario base, pero será necesario que los líderes europeos actúen a tiempo para frenar los riesgos.

Gráfico 3
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Datos relevantes

Los datos de comercio de China completan un panorama de fuerte demanda

Esta semana se publicó un conjunto de cifras de comercio positivas que ayudan a redondear un panorama de fuerte demanda y crecimiento en China. Considerados en su conjunto y después de los alentadores indicadores de actividad de la semana pasada, los datos contribuyeron a elevar la confianza de los mercados de la región, que se habían visto lastrados por las medidas de ajuste tomadas en China y por la debilidad de las perspectivas de crecimiento mundial. Tanto las exportaciones como las importaciones registraron en agosto un crecimiento superior al previsto (exportaciones: 24,5% a/a; importaciones: 30,2% a/a), muy por encima de las expectativas del consenso (exportaciones 21,9%, importaciones: 21,0%), lo que da como resultado un superávit comercial más estrecho de 17.800 millones de dólares estadounidenses (julio: 31.500 millones de dólares). El desglose detallado de las exportaciones muestra un aumento del comercio con otros mercados emergentes, junto con una fuerte demanda desde Japón a medida que su economía sigue recuperándose tras el terremoto. Por otro lado, han caído las exportaciones a Europa, mientras que las destinadas a EE. UU. se mantuvieron sin cambios. El rápido crecimiento de las importaciones es un reflejo de la solidez de la demanda interna, especialmente en lo que se refiere a materias primas energéticas como el petróleo y el mineral de hierro. En cuanto a la política monetaria, los datos publicados la semana pasada sobre la masa monetaria (Gráfico 5) y el crecimiento del crédito (Gráfico 6) también muestran una mayor fortaleza de la demanda interna, en línea con nuestras previsiones de aterrizaje suave. Los préstamos nuevos ascendieron a 548.500 millones de RMB en agosto (consenso: 500.000 millones de RMB), lo que indica que las condiciones de liquidez son algo mejores de lo que se esperaba. El crecimiento global del crédito registró un 14,8% a/a (julio: 15,0% a/a) y el crecimiento de la masa monetaria (M2) se situó en el 13,5% a/a (julio: 14,7% a/a), como consecuencia de los efectos de las recientes medidas de ajuste. A pesar de que la inflación todavía sigue siendo elevada (6,1% a/a en agosto), creemos que el ciclo de ajuste está llegando a su fin, ya que las perspectivas de crecimiento se están convirtiendo cada vez más en el centro de atención de las autoridades debido a la incertidumbre de las perspectivas externas. Así pues, la política monetaria ha entrado en una fase de espera en la que parece improbable que nuestras anteriores expectativas de un nuevo movimiento alcista de los tipos antes de fin año se hagan realidad. Aunque algunos participantes del mercado prevén ahora una flexibilización monetaria, creemos que dicha flexibilización es asimismo improbable, dado que la inflación es elevada y la demanda interna sigue siendo fuerte.

Gráfico 5
El crecimiento de la M2 se está reduciendo...



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6
...así como el crecimiento del crédito



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

India: el BRI se mantiene firme con respecto a la inflación y sube los tipos

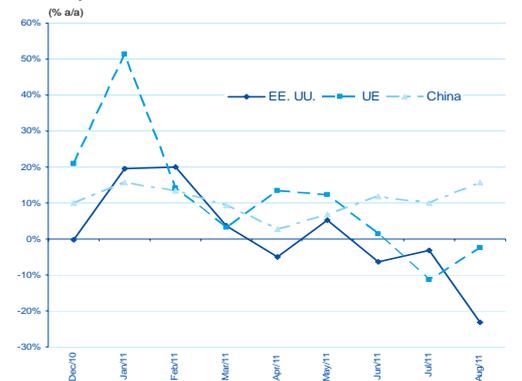
La semana pasada estuvo llena de acontecimientos para la India tanto en el ámbito político como en el de los datos económicos, pues los crecientes riesgos bajistas para el crecimiento, las persistentes presiones inflacionistas y una pronunciada depreciación de la moneda empañaron las perspectivas económicas en el periodo previo a la reunión sobre política monetaria que el Banco Central ha celebrado hoy. En un esfuerzo por moderar las expectativas de inflación (la inflación del IPM alcanzó el nivel máximo de 12 meses, pasando del 9,2% en julio al 9,8% en agosto) y reforzar las medidas políticas anteriores, el BRI subió el tipo repo de referencia en otros 25 pb, hasta el 8,25%, lo que supone la 12ª subida consecutiva de los tipos en el ciclo actual (350 pb acumulados). La medida contrasta con nuestras expectativas (fuera del consenso) de una pausa, que se basaban en la rapidez con la que aumentan los riesgos bajistas para el crecimiento

interno. En los últimos meses los ajustes de la política monetaria se han ido haciendo cada vez más complejos, ya que las autoridades se enfrentan a la combinación de una inflación persistentemente alta con un rápido empeoramiento del entorno mundial que agrava la desaceleración de la actividad económica de la India. Por otro lado, la pronunciada caída de la rupia este mes a mínimos de 16 meses debido a los temores de un brusco aterrizaje mundial ha contribuido aún más a las dificultades inflacionistas. El BRI ha mantenido su postura ortodoxa en la reunión sobre política monetaria que se ha celebrado hoy, dejando la puerta abierta a nuevas medidas políticas si continúa la trayectoria inflacionista. Sin embargo, de cara al futuro, esperamos que los tipos de interés hayan llegado a su nivel máximo, ya que los precios tienden a desacelerarse, si bien de forma gradual, en un contexto de medidas políticas para aliviar los cuellos de botella de la oferta alimentaria, un monzón favorable y compresión de la demanda debido a los altos tipos de interés y al empeoramiento de las perspectivas en el ámbito mundial. Tras un crecimiento del PIB real por debajo del 8,0% a/a en el 1S 2011, la tendencia a la desaceleración en el crecimiento interno, es decir, en la producción industrial, el índice de gerentes de compras, las ventas de vehículos motorizados y los despachos de cemento indica una mayor moderación de la actividad económica, lo que a su vez eleva los riesgos bajistas para nuestras perspectivas de crecimiento.

Las exportaciones de Singapur son el indicio más reciente de la solidez de Asia

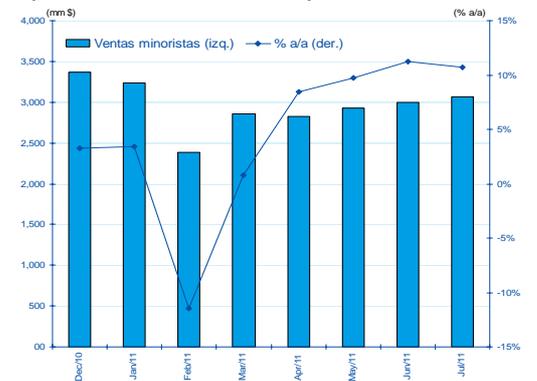
Aunque las economías asiáticas son vulnerables a la desaceleración mundial, gran parte de los datos de actividad siguen apuntando hasta ahora a un sorprendente grado de solidez (como ya informamos la semana pasada con respecto a China). Los últimos indicios a este respecto proceden de los datos publicados esta semana en una de las economías más abiertas y de menor tamaño de la región: Singapur. Las ventas minoristas de julio (Gráfico 8) sorprendieron al alza (10,7% a/a, consenso: 8,7% a/a), y los datos de las exportaciones que se han publicado hoy han sido más fuertes de lo previsto, pues las exportaciones no relacionadas con el petróleo (Gráfico 7) crecieron un 5,1% a/a en agosto, muy por encima de las estimaciones del consenso, que esperaban una contracción del -6,5% a/a. En términos desestacionalizados, las exportaciones aumentaron un 8,3% m/m, también muy por encima de las expectativas de un 0,5%. Estos datos de Singapur son considerablemente volátiles y la fortaleza podría resultar ser temporal, ya que la curva ascendente se debió a las fuertes ventas de buques, barcos y equipos ópticos. Sin embargo, las exportaciones de productos electrónicos siguieron retrocediendo y registraron una caída del -19,4% a/a como consecuencia de la debilidad de la demanda desde la UE (-2,5% a/a) y EE. UU. (-23,1% a/a). La demanda de ordenadores y chips informáticos fue débil, lo que es probablemente un mal augurio dado que se aproxima la temporada navideña en los países desarrollados. Las exportaciones a China son ya otra historia, pues la fuerte demanda (15,7% a/a) de su segundo mayor comprador de productos electrónicos fortaleció la economía de Singapur. Para los responsables políticos de Singapur, que siguen alerta ante la recesión que se avecina, estos resultados fueron un respiro de lo que se había convertido en una serie constante de datos problemáticos (PIB del 2T, IPC de julio). La atención pasará ahora a centrarse en la publicación del IPC de la próxima semana, que ayudará a perfilar las expectativas antes de que la Autoridad Monetaria de Singapur celebre su reunión bianual sobre política monetaria a mediados de octubre, reunión en la que actualmente no se prevé un cambio de postura.

Gráfico 7
Las exportaciones se mantienen fuertes...



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
...y las ventas minoristas sorprenden al alza



Fuentes: CEIC y BBVA Research

- Inicio →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos mercados →
- Gráficos →

Calendario de indicadores

China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Estimación del PMI de China de HSBC	22-25 sep	SEP	49,9	--
Hong Kong	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	20 sep	AGO	3,4%	--
Balanza de pagos - Cuenta corriente	22 sep	2T	40.640 m \$	--
Balanza de pagos - General	22 sep	2T	18.690 m \$	--
IPC - Índice compuesto (a/a)	22 sep	AGO	7,9%	5,8%
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas tiendas de conveniencia (a/a)	20 sep	AGO	9,5%	--
Balanza comercial total de mercancías	21 sep	AGO	72.500 m ¥	-300.000
Balanza comercial de mercancías ajustada	21 sep	AGO	-130.500 m	-22.100 m
Exportaciones comerciales interanuales	21 sep	AGO	-3,3	8,0
Importaciones comerciales interanuales	21 sep	AGO	9,9	14,3
Índice de actividad de la industria (m/m)	21 sep	JUL	2,30%	0,5%
Ventas supermercados (a/a)	22 sep	AGO	2,10%	--
Malasia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
IPC a/a	21 sep	AGO	3,4%	3,3%
Filipinas	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Balanza de pagos	19 sep	AGO	1.270 m \$	--
Déficit/superávit presupuestario	19-25 sep	AGO	-26.500 m	--
Singapur	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
IPC (m/m) - sin desestacionalizar	23 sep	AGO	1,5%	--
IPC (a/a)	23 sep	AGO	5,4%	--
Corea	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas grandes almacenes (a/a)	18-20 sep	AGO	8,5%	--
Ventas tiendas de descuento (a/a)	18-20 sep	AGO	4,9%	--
Tasa de paro (desestacionalizada)	21 sep	AGO	3,3%	--
Taiwán	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Pedidos de exportación (a/a)	20 sep	AGO	11,1%	7,6%
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	22 sep	AGO	4,4%	4,4%
Ventas comerciales (a/a)	23 sep	AGO	4,61%	5,1%
Producción industrial (a/a)	23 sep	AGO	3,93%	4,0%
Tailandia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones aduaneras (a/a)	20-23 sep	AGO	38,30%	--
Importaciones aduaneras (a/a)	20-23 sep	AGO	0,135	--
Balanza comercial de aduanas	20-23 sep	AGO	2.798 m \$	--

Indicador de la semana: pedidos de exportación de Taiwán en agosto (20 de septiembre)

Previsión: 7,8% a/a

Consenso: 7,6 % a/a

Anterior: 11,1% a/a

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos mercados →

Gráficos →

Comentario: como indicador adelantado de las exportaciones reales a 1-3 meses vista, los pedidos de exportación de Taiwán son un buen medidor de la demanda mundial. La debilidad del crecimiento de EE. UU. y Europa está afectando ya al comportamiento de las exportaciones de Taiwán, que se observará muy de cerca dada la posición de dicha economía en la cadena de suministro mundial. No obstante, la fuerte demanda procedente de China continental está siendo un apoyo para la demanda de las exportaciones, especialmente la demanda de productos relacionados con la información y la comunicación. Repercusión en los mercados: un resultado peor de lo previsto podría minar la confianza en las perspectivas de crecimiento de Asia y afianzar las expectativas de que el ciclo de movimientos alcistas de los tipos haya finalizado.

Calendario de eventos

Australia: actas de septiembre del Comité del Banco de Reserva, 20 de septiembre

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.	2.489,4	-0,3	-11,3	-4,3
	Hong Kong: Hang Seng	19.591,9	-1,4	-14,9	-9,7
	Taiwán - Weighted	7.594,9	-0,2	-15,4	-6,2
	Japón - Nikkei 225	8.840,5	1,2	-13,6	-7,0
	Corea - Kospi	1.832,1	1,1	-10,7	1,1
	India - Sensex 30	17.045,3	1,1	-16,9	-12,2
	Australia - SPX/ASX 200	4.150,3	-1,1	-12,5	-9,9
	Singapur - Strait Times	2.804,1	-0,7	-12,1	-8,6
	Indonesia - Jakarta Comp.	3.808,1	-4,8	2,8	14,0
	Tailandia - SET	1.043,0	-1,8	1,0	12,8
	Malasia - KLCI	1.430,9	-2,6	-5,8	-2,9
	Filipinas - Manila Comp.	4.290,2	-1,3	2,1	7,1

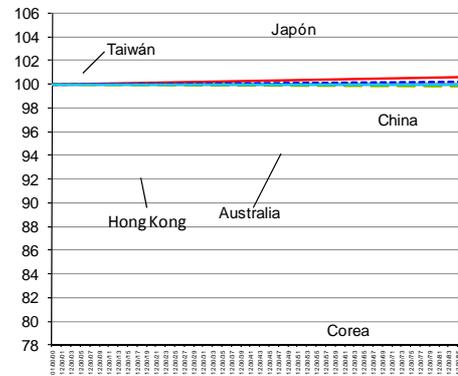
Última actualización: viernes, 12:20 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,38	0,08	6,36	6,32
	Hong Kong (HKD/USD)	7,79	0,10	7,78	7,75
	Taiwán (TWD/USD)	29,5	-1,12	29,36	28,87
	Japón (JPY/USD)	76,8	1,07	76,70	76,32
	Corea (KRW/USD)	1.104	-2,44	1.110	1.113
	India (INR/USD)	47,4	-1,82	48,10	49,05
	Australia (USD/AUD)	1,04	-1,15	0,98	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,24	-0,84	1,24	1,23
	Indonesia (IDR/USD)	8.774	-2,23	8.922	9.268
	Tailandia (THB/USD)	30,3	-0,89	30,56	31,06
	Malasia (MYR/USD)	3,09	-2,75	3,10	3,12
	Filipinas (PHP/USD)	43,3	-1,66	43,33	43,46

Última actualización: viernes, 12:20 hora de Hong Kong

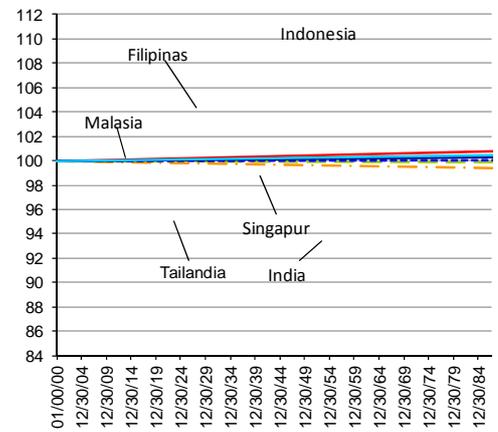
Gráficos

Gráfico 9
Mercados bursátiles



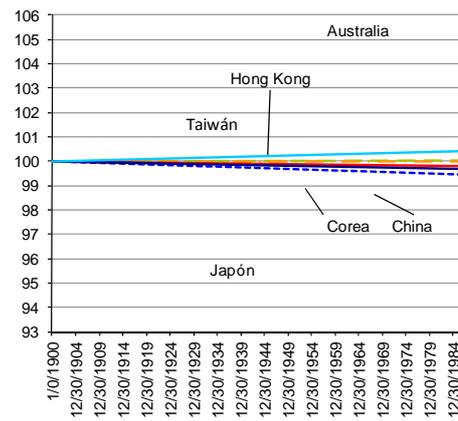
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10
Mercados bursátiles



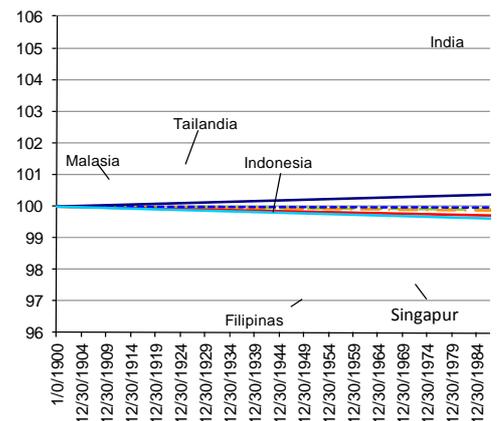
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11
Mercados de divisas



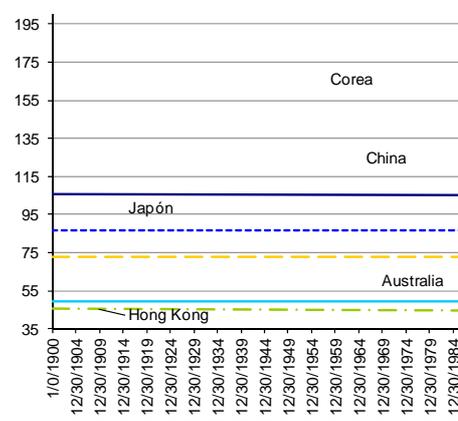
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12
Mercados de divisas



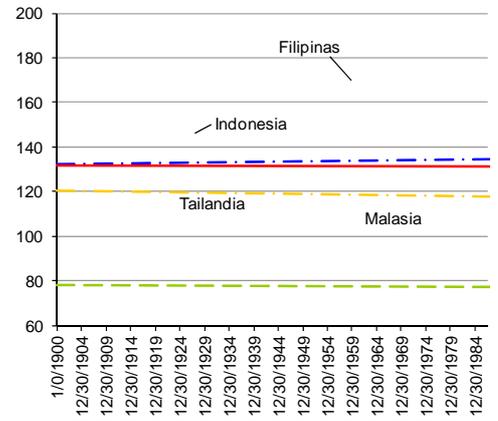
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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.