

# Observatorio Semanal

## Asia

23 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

- Mercados →
- Datos relevantes →
- Calendario →
- Datos mercados →
- Gráficos →

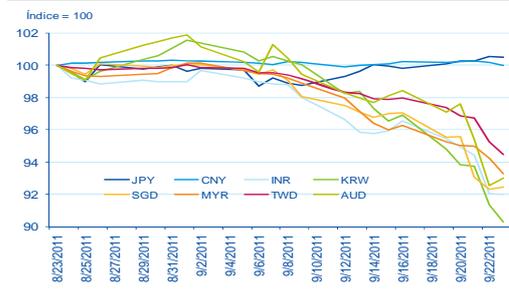
## Los mercados asiáticos se desploman

El nerviosismo por la economía mundial provoca una venta generalizada (véase la sección Mercados). En concreto, el recrudecimiento de las crisis de deuda y bancaria de Europa, junto con la inquietud acerca de las perspectivas de crecimiento de EE. UU. conduce al aumento de la aversión al riesgo; así, los inversores están abandonando los activos de riesgo en toda la región, como sucede también en otros mercados emergentes. Las monedas de la región han sufrido un duro golpe (Gráfico 1), llegando a mínimos de 10 meses en algunos casos (el yen japonés y el CNY chino son las excepciones, dadas las características de moneda refugio del primero y la fuerte gestión del último). Además, aumentan las preocupaciones por el impacto del empeoramiento de las condiciones mundiales sobre las perspectivas de crecimiento de Asia. Hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento para la región (Datos relevantes; véanse nuestras revisiones *aquí*), aunque por el momento sólo lo hemos hecho moderadamente, pues los fundamentos económicos de la región son sólidos y los indicadores de actividad siguen siendo fuertes, por lo que estarían en una buena posición para sobrellevar las secuelas. De hecho, las caídas de los índices de los mercados de valores de la región, aunque importantes, por ahora son mucho menos pronunciadas en Asia que en América Latina y en Europa (Gráfico 2).

## La inflación sorprende al alza en Singapur; débil actividad comercial

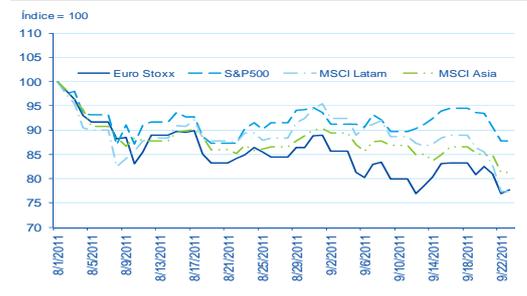
Tras una sucesión de movimientos alcistas de los tipos para frenar la inflación, esperamos que la mayoría de los bancos centrales asiáticos se mantengan sin cambios durante el resto del año debido a las incertidumbres mundiales. La inflación ha empezado a moderarse en varias economías, como la de Malasia por tercer mes consecutivo (3,3% a/a; anterior: 3,4%), y la de Hong Kong debido a los efectos base (5,7% a/a; anterior: 7,8%). En ambos casos los resultados coincidieron en líneas generales con las expectativas (Gráfico 2). Por otro lado, la inflación de Singapur sorprendió al alza y subió al 5,7% (anterior: 5,4% a/a; consenso: 5,2%) debido al aumento de los costes de los alimentos y del alquiler. Con ello será más difícil que la Autoridad Monetaria de Singapur modere su política monetaria (desacelerando el ritmo de apreciación), tal como esperamos, en la reunión que se llevará a cabo a mediados de octubre. Un indicio de que el crecimiento mundial más lento puede estar afectando a las exportaciones es que tanto los resultados de Japón (2,8% a/a; consenso: 8,0%) como los pedidos de exportación de Taiwán (5,26% a/a; consenso: 6,95%) se quedaron por debajo de las expectativas. La próxima semana se publicará el índice de gerentes de compras de China correspondiente a septiembre (véase el Indicador de la semana), que se observará con especial atención después de que esta semana se diera a conocer la decepcionante estimación preliminar de Markit.

Gráfico 1  
Fuerte depreciación de las monedas regionales



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2  
Caída de los mercados bursátiles



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

## Datos relevantes

### Actualización sobre la internacionalización del RMB de China

Crece el negocio del RMB, pero persisten los retos para una mayor internacionalización

### Nuestras previsiones para Asia cambian por las revisiones mundiales a la baja

Por el momento, modestas revisiones a la baja sobre el crecimiento de la región en 2011 y 2012

Análisis Económico

Jeffrey Cantwell  
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Estrategia de Divisas

Richard Li  
richard.li@bbva.com.hk

# Mercados

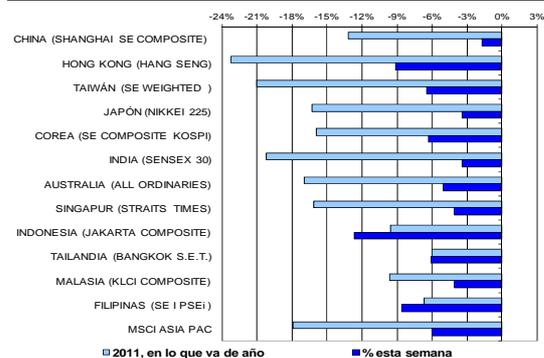
## Los mercados no están nada convencidos de las últimas medidas de la Fed

Los inversores globales siguen centrándose en los riesgos para las perspectivas económicas, en la crisis de la deuda europea y en la capacidad de los responsables políticos para abordar estos problemas con prontitud. A comienzos de esta semana y después de una reunión de dos días, el FOMC anunció sus planes para incrementar la duración media de la cartera de bonos de la Fed en una "Operación Twist" que incluye la venta de 400.000 millones de dólares en valores a un plazo de 3 años o inferior para comprar con ello valores a un plazo entre 6 y 30 años. Al parecer los mercados habían tenido ya en cuenta la medida de la Fed antes de la reunión, pero reaccionaron negativamente ante la pesimista valoración de las perspectivas económicas que hizo el Comité. Esto, unido a la rebaja de la calificación de tres bancos americanos por parte Moody's, a un valor moderado de la estimación preliminar del HSBC sobre el PMI manufacturero de China, a las continuas incertidumbres de las negociaciones entre Grecia y la troika y a los decepcionantes resultados del índice de gerentes de compras de la zona euro, ha provocado un aumento de la aversión al riesgo. El índice del dólar subió a su máximo nivel en siete meses, los precios de las materias primas cayeron a sus niveles más bajos del año y el rendimiento de los valores del Tesoro de EE. UU. a 30 años cayeron por debajo del 3% como consecuencia de la aversión al riesgo global. Los mercados bursátiles de Asia se desplomaron: solo el jueves el Hang Seng cayó cerca de un 5%. El Índice MSCI del Pacífico Asiático llegó a 113,52 el jueves, su cierre más bajo desde el 7 de julio de 2010.

## Las monedas asiáticas cayeron a mínimos de 10 meses

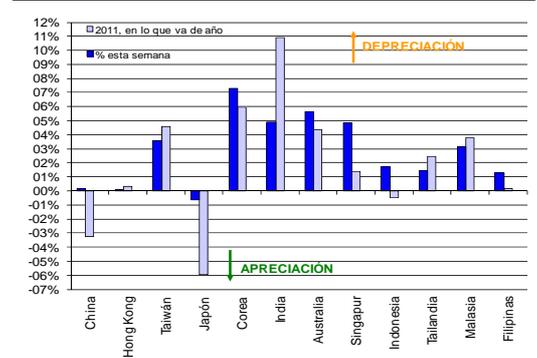
Las monedas asiáticas han caído a nuevos mínimos, el índice de referencia cayó cerca de un 4,0% en menos de dos semanas. El won coreano fue el que sufrió mayores pérdidas frente al dólar estadounidense, con una caída del 5,8%, seguido por el dólar de Singapur (-4,5%) y la rupia india (-4,7%). Se ha detectado que algunos bancos centrales de la región como el de Corea y el de Indonesia han intervenido para suavizar la volatilidad. Si miramos hacia atrás, las monedas asiáticas se mostraron sólidas inicialmente ante la escalada de la aversión al riesgo y la venta de títulos de agosto (una tendencia que también se ha experimentado en otras monedas de las Economías Emergentes), pero empezaron a capitular en septiembre. En nuestra opinión, hay tres factores relacionados que podrían explicar este patrón. En primer lugar, tanto el crecimiento global como la situación europea mostraron pocos indicios de mejora a lo largo del verano, y los mercados empezaron a reducir las expectativas de recuperación de los activos de riesgo al cierre del año: dado que los activos asiáticos han sido por lo general los que mejor se han comportado en términos regionales, la toma de beneficios ha sido la opción obvia para los gestores de carteras globales. En segundo lugar, los inversores en divisas globales se volcaron en posiciones largas en dólares estadounidenses cuando el sentimiento de riesgo siguió empeorando, a pesar de los problemas fiscales de EE. UU. y de la posible flexibilización (QE) adicional por parte de la Fed. El índice del dólar estadounidense se ha incrementado un 5,4% desde el 1 de septiembre; el último informe de la CFTC indicaba que los mercados ya tenían una posición neta larga en dólares estadounidenses. Por último, los bancos centrales de la región empezaron a cambiar su foco de atención de la inflación al crecimiento y adoptaron una postura más neutral.

Gráfico 3  
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4  
Mercados de divisas



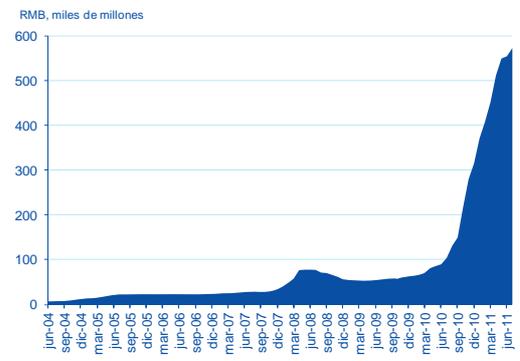
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

### Actualización sobre la internacionalización del RMB de China

La internacionalización de la moneda de China sigue generando interés en la comunidad bancaria internacional por las oportunidades de negocio que ofrece. Esto es especialmente cierto en el caso de Hong Kong, que se ha convertido en el principal centro financiero para la actividad en RMB. Según las últimas estadísticas oficiales (de la Autoridad Monetaria de Hong Kong, AMHK), los depósitos en RMB en Hong Kong han aumentado un 82% desde comienzos de año (de 315.000 millones de RMB a 572.000 millones de RMB a finales de julio). Por otro lado, la liquidación comercial en RMB realizada a través de los bancos de Hong Kong llegó a 800.000 millones de RMB en la primera mitad de 2011, cifra que es más del doble del nivel registrado en todo el año pasado (370.000 millones de RMB) y representa alrededor del 85% del total de la liquidación comercial en RMB con China a nivel mundial. Otro indicio de la expansión de las oportunidades de negocio es el crecimiento del mercado extraterritorial de bonos en RMB (el denominado mercado "Dim Sum"); el volumen en circulación ha aumentado hasta llegar a 178.000 millones de RMB en agosto desde los 48.000 millones de RMB registrados a comienzos de este año debido a las nuevas emisiones. Como ya hemos observado en otros informes semanales anteriores, la internacionalización del RMB se vio impulsada el mes pasado cuando las autoridades chinas anunciaron un nuevo conjunto de medidas para acelerar el proceso. Entre estas medidas, que se prevé que entrarán en vigor dentro de este año, se incluyen: i) la ampliación del programa piloto de liquidación comercial transfronteriza que cubrirá toda China (en vez de las 20 provincias/ayuntamientos que cubría anteriormente), ii) permiso para la inversión directa exterior (IED) en China en RMB recaudados fuera de su territorio, iii) la introducción de un programa "mini-QFII (RQFII)" que permitirá a los inversores invertir RMB extraterritoriales en bonos y mercados de valores nacionales de China (sujeto al principio a una cifra relativamente pequeña de 20.000 millones de RMB).

Gráfico 5  
Los depósitos en RMB aumentan en Hong Kong...



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
...y crece la emisión de bonos en RMB



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Pero a pesar del crecimiento del negocio en RMB y de las iniciativas políticas más recientes, persisten varios retos. Primero, la mayoría de las operaciones comerciales liquidadas en RMB siguen siendo asimétricas, se trata principalmente de importadores chinos que utilizan el RMB en vez del dólar estadounidense para liquidar sus pagos. Irónicamente, esto ha tenido el efecto de acelerar la acumulación oficial de reservas, en contra de las intenciones que tenían las autoridades cuando iniciaron el programa. Segundo, persisten las dificultades para el crecimiento del mercado de RMB extraterritorial debido a la limitada disponibilidad de los canales de inversión. Así pues, el crecimiento de los depósitos en RMB puede estar relacionado más con las expectativas de apreciación de la moneda que con su uso económico o en la inversión. Por consiguiente, cualquier cambio en las expectativas hacia una desaceleración del ritmo de apreciación podría dar como resultado una ralentización o incluso una inversión de las tendencias de los depósitos en RMB. Por último, una internacionalización más completa de la moneda requerirá la total convertibilidad de la misma y una cuenta de capital abierta. Sin embargo, dado que las autoridades son reacias a abrir la cuenta de capital demasiado rápido y que prefieren un enfoque gradual, la internacionalización puede llevar tiempo. Dicho esto, indicios recientes apuntan a que el proceso podría avanzar más rápido de lo que se había previsto anteriormente.

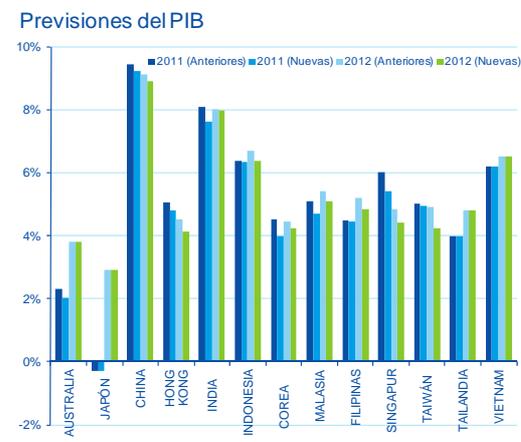
Por ejemplo, aunque todavía no hay un calendario oficial, los comentarios oficiales que aparecen en la prensa indican que la total convertibilidad de la cuenta de capital y la flexibilización del tipo de cambio podría producirse ya en 2015.

**Nuestras previsiones para Asia cambian por las revisiones mundiales a la baja**

Nuestro equipo especializado en economía mundial ha revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento para EE. UU. y Europa en 2011 y 2012 (hasta el 1,6% y el 2,3%, respectivamente para EE. UU. y hasta el 1,7% y el 1,0% respectivamente en Europa). Las revisiones se deben a una combinación de sorpresas a la baja para el crecimiento en la primera parte del año y a que las dificultades bancarias y de deuda soberana europea se han intensificado. De hecho, a la luz del agravamiento de estos problemas, los riesgos a la baja han aumentado.

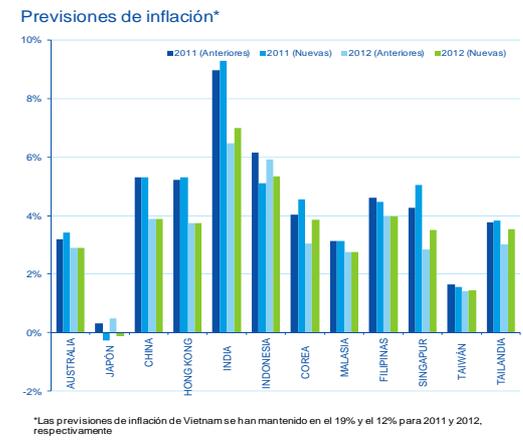
Como hemos argumentado en ocasiones anteriores, Asia, como región, está bien posicionada para sobrellevar las secuelas de un crecimiento mundial más bajo y de la volatilidad de los mercados financieros. Sin embargo, dada la dependencia que tiene la región de las exportaciones y el grado de apertura de los mercados financieros, no es ni mucho menos inmune. Para captar el posible impacto de un crecimiento mundial más lento en nuestro escenario central, hemos bajado nuestras previsiones de crecimiento para Asia Emergente hasta el 7,6% en 2011 y 2012, una revisión a la baja de 0,3 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente. Dentro de este grupo, hemos rebajado nuestras previsiones de crecimiento para China hasta el 9,2% y el 8,9% en 2011 y 2012, respectivamente (una revisión a la baja de 0,2 puntos porcentuales en ambos años). En su mayoría, las mayores revisiones a la baja que hemos efectuado corresponden a las economías de la región que tienen menor tamaño y que dependen más de las exportaciones. Al mismo tiempo, nuestras previsiones de inflación se han revisado ligeramente al alza, para tener en cuenta los resultados por encima de lo previsto de los tres primeros trimestres de 2011.

Gráfico 7  
**Modestas revisiones a la baja en las previsiones**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8  
**Las previsiones de inflación suben en su mayoría**



\*Las previsiones de inflación de Vietnam se han mantenido en el 19% y el 12% para 2011 y 2012, respectivamente

Fuentes: CEIC y BBVA Research

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

Los últimos indicadores de actividad de la región se han mantenido sorprendentemente bien. Sin embargo, aunque anteriormente habíamos previsto un repunte de la actividad durante la segunda mitad del año 2011, esto ya no parece probable debido a que el crecimiento mundial se ha debilitado. No obstante, en nuestro escenario central contemplamos que el crecimiento de Asia debería seguir siendo razonablemente fuerte, impulsado por el continuo crecimiento de China y de la India y por la fuerte demanda interna. También hay margen para aplicar políticas de estímulo que contrarresten el impacto de una demanda externa más débil. De hecho, hemos rebajado nuestras previsiones sobre los tipos de interés, ya que la mayoría de los bancos centrales de la región parece que se mantendrán a la espera en lo que queda de año. Asimismo, podrían aplicarse estímulos fiscales en caso necesario.

Sin embargo, los riesgos bajistas se han incrementado considerablemente. Las revisiones a las que hemos hecho referencia reflejan sobre todo la mayor debilidad de la demanda a través del canal de comercio. Si continúan las tensiones en el sector financiero extranjero, sus repercusiones justificarían nuevas y más importantes revisiones a la baja para nuestras previsiones de crecimiento de cara al futuro.

## Calendario Indicadores

China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Beneficios industriales hasta ahora (a/a)	27 sep	AGO	28,3%	--
PMI manufacturero de HSBC	30 sep	SEP	49,9	--
PMI manufacturero	1 oct	SEP	50,9	--
Hong Kong	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones (a/a)	27 sep	AGO	9,3%	8,2%
Importaciones (a/a)	27 sep	AGO	10,2%	10,0%
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de precios de servicios corp (a/a)	27 sep	AGO	-0,5%	-0,4%
Comercio minorista desestacionalizado	29 sep	AGO	-0,3%	0,2%
Tasa de desempleo	30 sep	AGO	4,7%	4,7%
IPC (a/a)	30 sep	AGO	0,2%	0,1%
IPC excl. alimentos frescos (a/a)	30 sep	AGO	0,1%	0,1%
Producción industrial (m/m)	30 sep	AGO A	0,4%	1,5%
Construcción de nuevas viviendas (a/a)	30 sep	AGO	21,2%	4,5%
Filipinas	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Importaciones totales (a/a)	27 sep	JUL	6,6%	--
Singapur	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Producción industrial desestacionalizada	26 Sep	AGO	0,3%	-4,5%
Préstamos y anticipos bancarios (a/a)	30 sep	AGO	27,8%	--
Corea	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Producción industrial (m/m)	30 sep	AGO	-0,4%	--
Tailandia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones (a/a)	30 sep	AGO	36,4%	--
Importaciones (a/a)	30 sep	AGO	13,1%	--
Vietnam	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
IPC (a/a)	26-30 sep	SEP	23,0%	--
PIB - Precios constantes hasta ahora (a/a)	26-30 sep	3T	5,6%	--
Exportaciones en lo que va de año (a/a)	26-30 sep	SEP	33,7%	--
Importaciones en lo que va de año (a/a)	26-30 sep	SEP	25,4%	--
Ventas minoristas hasta ahora (a/a)	26-30 sep	SEP	22,2%	--
Producción industrial (a/a)	26-30 sep	SEP	5,8%	--

### Indicador de la semana: PMI de China para septiembre (1 de octubre)

**Previsión: 51,6**      **Consenso: no disponible aún**      **Anterior: 50,9**

Comentario: los indicadores de actividad se han mantenido bien hasta ahora, en línea con nuestras expectativas de un escenario de aterrizaje suave. Sin embargo, con el aumento de los riesgos bajistas para la demanda mundial, los mercados estarán a la expectativa del próximo índice de gerentes de compras mensual (PMI) por si hay indicios de una desaceleración más significativa. La estimación preliminar del índice de gerentes de compras del sector privado (Markit) apunta a un debilitamiento de la confianza en la producción manufacturera. No obstante, como los últimos datos de actividad han seguido mostrándose fuertes, esperamos que el índice de gerentes de compras oficial de septiembre se incremente con respecto al mes pasado, aunque este aumento reflejaría principalmente factores estacionales (a pesar de los esfuerzos de la agencia de estadística por desestacionalizar la serie). Repercusión en los mercados: un valor por debajo de lo previsto, especialmente una caída con respecto al mes anterior o un resultado por debajo del umbral de expansión (por encima de 50), podría hacer mella en la confianza acerca de las perspectivas de crecimiento.

### Calendario: eventos

#### Taiwán: tipo de interés de referencia, 29 de septiembre

No prevemos cambios en el tipo de interés de referencia.

**Actual**      **Consenso**

1,875%      1,875%

## 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.	2.438,9	-1,7	-13,1	-5,9
	Hong Kong: Hang Seng	17.677,0	-9,1	-23,3	-19,8
	Taiwán - Weighted	7.089,5	-6,4	-21,0	-13,6
	Japón - Nikkei 225	8.560,3	-3,4	-16,3	-10,5
	Corea - Kospi	1.723,0	-6,4	-16,0	-6,0
	India - Sensex 30	16.361,2	-3,4	-20,2	-17,6
	Australia - SPX/ASX 200	3.941,2	-5,0	-16,9	-14,9
	Singapur - Strait Times	2.675,9	-4,1	-16,1	-13,2
	Indonesia - Jakarta Comp	3.348,3	-12,7	-9,6	0,3
	Tailandia - SET	972,3	-5,9	-5,9	2,7
	Malasia - KLCI	1.372,8	-4,1	-9,6	-5,9
	Filipinas - Manila Comp.	3.920,4	-8,6	-6,7	-3,6

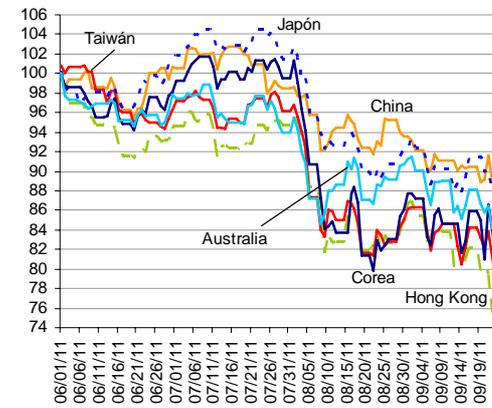
Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong.

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,39	-0,15	6,44	6,45
	Hong Kong (HKD/USD)	7,80	-0,09	7,79	7,77
	Taiwán (TWD/USD)	30,6	-3,45	30,55	30,14
	Japón (JPY/USD)	76,3	0,67	76,18	75,78
	Corea (KRW/USD)	1.193	-6,80	1.198	1.198
	India (INR/USD)	49,6	-4,07	50,42	51,55
	Australia (USD/AUD)	0,98	-5,40	1,03	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,30	-4,61	1,30	1,30
	Indonesia (IDR/USD)	8.953	-1,68	9.400	9.711
	Tailandia (THB/USD)	30,8	-1,40	31,00	31,45
	Malasia (MYR/USD)	3,18	-3,04	3,20	3,23
	Filipinas (PHP/USD)	43,9	-1,26	44,08	44,25

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

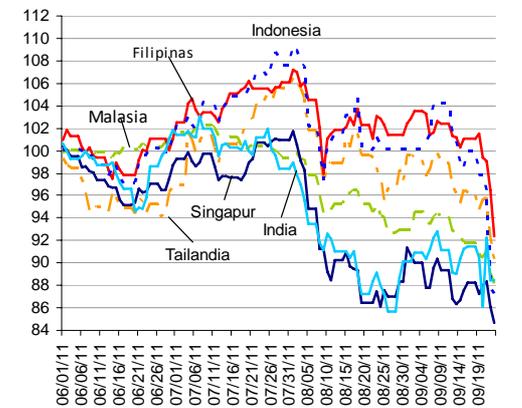
## Gráficos

Gráfico 9  
**Mercados bursátiles**



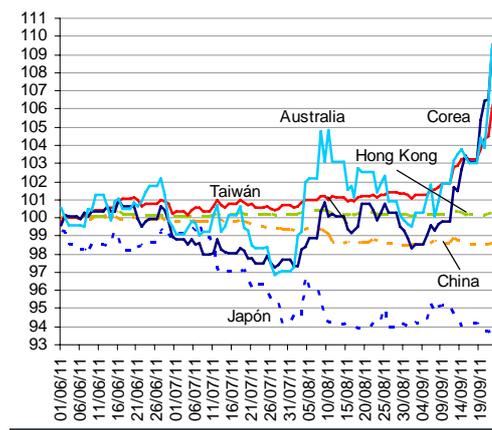
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10  
**Mercados bursátiles**



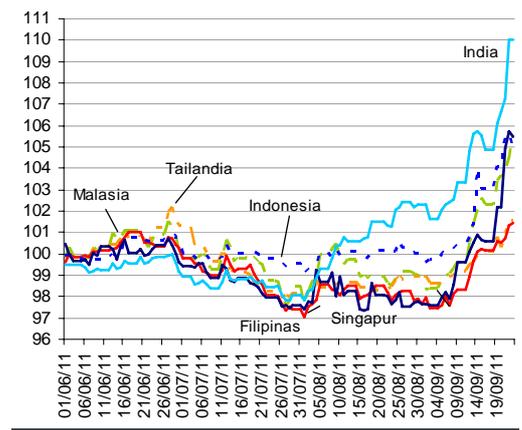
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11  
**Mercados de divisas**



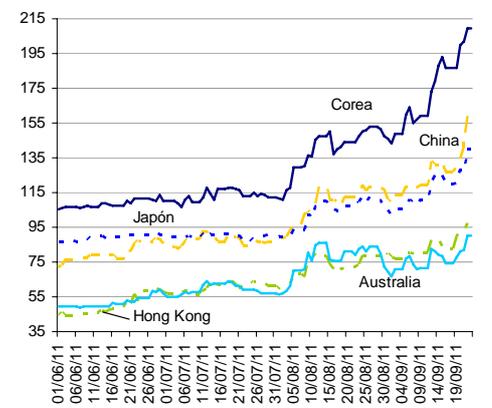
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12  
**Mercados de divisas**



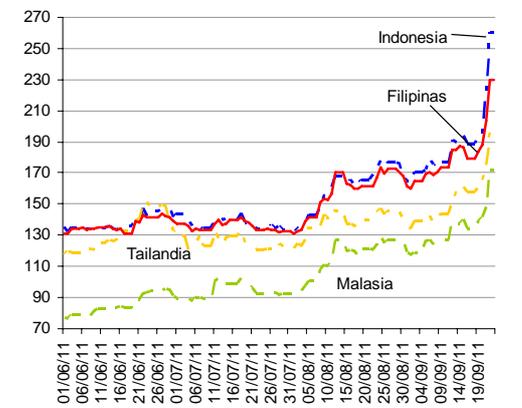
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 13  
**Credit Default Swaps**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 14  
**Credit Default Swaps**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya **que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://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.**