

# Observatorio Semanal

## Asia

30 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

## Asia se sostiene, pero ¿por cuánto tiempo?

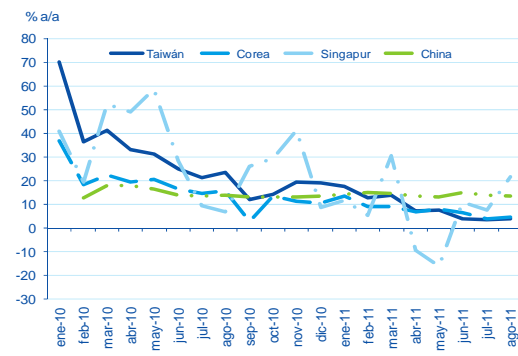
Las oscilaciones de la confianza mundial hacia las perspectivas de crecimiento de EE. UU. y las perspectivas de resolución de la crisis de deuda europea siguen sacudiendo los mercados regionales. Los mercados asiáticos terminaron la semana con esperanzas de que se apruebe la ampliación de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), pero cerraron con lamentos debido a la inquietud sobre el crecimiento (véase la sección Mercados). En Hong Kong, los mercados cerraron con una brusca caída, posiblemente debido a las repercusiones de los informes de las investigaciones del Departamento de Justicia de EE. UU. sobre las prácticas contables de empresas chinas registradas en el extranjero, así como a las continuas preocupaciones por las perspectivas de crecimiento de la región. En cuanto a esto último, podrían encontrarse indicios de solidez en el índice de gerentes de compras de HSBC de China publicado hoy, cuyos resultados no han sido tan malos como se temía (llega justo antes del índice de gerentes de compras oficial; véase nuestro último *Indicador de la semana*). No obstante, el crecimiento de la región es moderado: la producción industrial se está debilitando en Japón y Corea y las exportaciones han disminuido en Hong Kong y Tailandia (véase más abajo).

### La producción y las exportaciones muestran indicios de debilitamiento

Los resultados de la producción industrial publicados el pasado viernes decepcionaron en Japón (0,8% m/m en agosto; consenso: 1,5%) (Gráfico 2 y Datos relevantes) y en Corea (-1,9% m/m; consenso: -0,3%), mientras que el resultado de Singapur publicado a comienzos de la semana fue mejor de lo previsto (3,9% m/m; consenso: -4,5%). Por otro lado, el crecimiento de las exportaciones se está moderando en Hong Kong - así como en Tailandia -, donde el resultado de agosto se quedó por debajo de las expectativas (6,8% a/a; consenso: 7,5%).

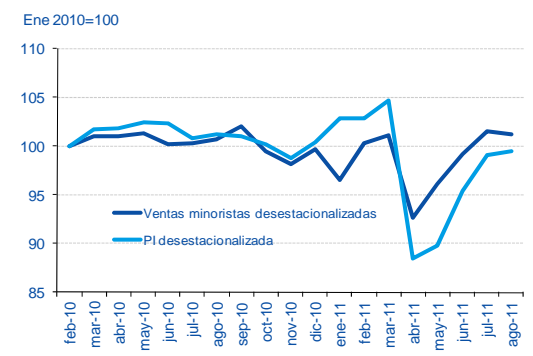
La próxima semana, Australia y Japón celebrarán reuniones sobre política monetaria en las que no se esperan cambios. Corea publicará las primeras cifras de comercio de la región correspondientes a septiembre (véase el Indicador de la semana). Además, se dará a conocer la inflación de septiembre en Corea, Indonesia, Taiwán, Tailandia y Filipinas (véase el Calendario).

Gráfico 1  
**La producción industrial se debilita en la región**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2  
**La recuperación de Japón está en riesgo.**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

## Datos relevantes

### Volatilidad poco común en el mercado de divisas off-shore en RMB

A pesar de la pronunciada depreciación del cambio off-shore, debería continuar la apreciación

### Japón asigna un presupuesto para la reconstrucción en un clima de riesgos

La reconstrucción debería sostener la recuperación a pesar de la debilidad de la demanda

### La elevada inflación se modera en Vietnam, pero lanza señales contradictorias

La inflación se modera por fin mientras las autoridades luchan por mantener la estabilidad

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

## A la espera de que llegue una resolución de Europa

Los mercados bursátiles asiáticos han respondido esta semana con un suave movimiento al alza mientras que Europa parece estar acercándose a un fondo de rescate, pero podría tratarse de un simple respiro tras la terrible semana anterior. Los diferenciales de los CDS soberanos asiáticos continuaron ampliándose como consecuencia de las preocupaciones por la demanda externa, pese a los sólidos fundamentos de la región. Aunque los bancos centrales asiáticos han indicado que son bien conscientes de los riesgos globales y que están preparados para ofrecer apoyo en caso necesario, en este momento a los mercados lo que más les preocupa es averiguar qué medidas adicionales se implementarán en la UE para estabilizar la situación actual con respecto a Grecia. Estas nuevas medidas podrían incluir el apalancamiento de la FEEF, el incremento de los recortes sobre la deuda griega o la creación de una red de seguridad para los bancos europeos.

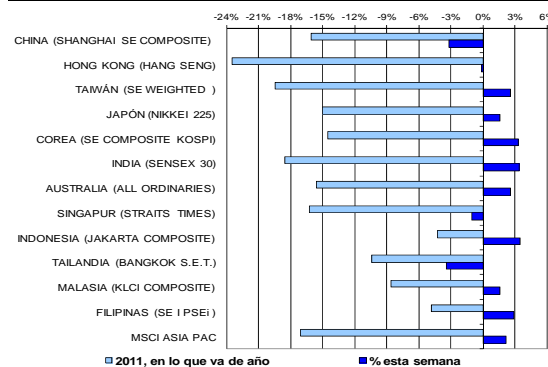
## Las monedas asiáticas se estabilizan, precaución en los bancos centrales

Las monedas asiáticas se han estabilizado en ausencia de titulares negativos procedentes de Europa, pero la confianza sigue siendo frágil. Los mercados están claramente preocupados por que la economía mundial se dirija hacia la recesión, lo que debilitaría las perspectivas de las exportaciones de la región y finalmente podría llevar a los bancos centrales asiáticos a recortar los tipos. La mayoría de los bancos centrales de Asia siguen expresando inquietud acerca de las incertidumbres mundiales y su atención se centra claramente en el crecimiento por encima de la inflación. El Banco de Tailandia elevó los tipos en agosto, pero recientemente su gobernador pasó a adoptar una postura neutral, al igual que el gobernador del Banco Central de Filipinas (BSP), que afirmó que dicho banco podría dejar los tipos de interés sin cambios durante el resto del año. El Banco de Indonesia fue de los más flexibles de la región, pues su director de política monetaria e investigación hizo un comentario diciendo que "hay espacio para bajar el tipo de referencia" y el Banco está preparado para recortar los tipos con el fin de fomentar el crecimiento. Por último, el Banco Central de Taiwán fue el último en los países de los ME en adoptar esta semana una postura neutra, dejando los tipos estables en el 1,875%. El riesgo cada vez mayor de que se produzca una brusca desaceleración del crecimiento seguirá limitando la tendencia al alza de las divisas asiáticas a corto plazo.

## Compás de espera en los mercados asiáticos

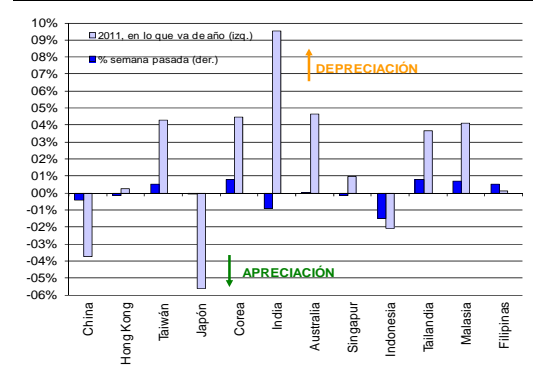
El índice MSCI de Asia subió más de un 2,5% con respecto a la semana pasada. La actividad de esta semana es una continuación de un patrón más amplio en torno al cual parecen estar girando los mercados semanalmente debido a las preocupaciones por la situación de Europa y de la economía mundial. El sentimiento general sigue inclinándose por evitar la asunción de riesgos sostenida por parte de los inversores. Un claro indicio de ello puede apreciarse en las nuevas emisiones, que se han frenado tanto en las OPV como en los mercados de bonos, ya que los inversores muestran una menor demanda de nuevas emisiones debido a las incertidumbres mundiales. Los mercados de bonos, en particular los de Indonesia y China se han visto sometidos a tensiones. Por tanto, mantenemos nuestro pronóstico de que los mercados regionales seguirán inquietos por los riesgos a la baja.

Gráfico 3  
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4  
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

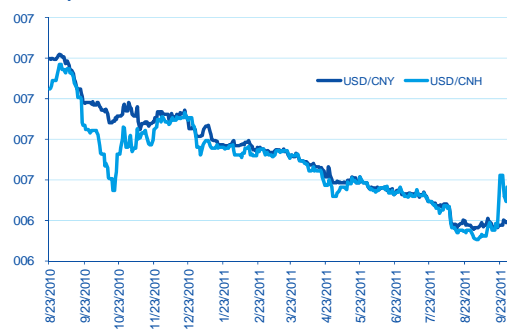
### Volatilidad poco común en el mercado de divisas off-shore en RMB

La moneda china se depreció con fuerza la semana pasada frente al dólar estadounidense en los mercados off-shore (donde se conoce como CNH). El tipo de cambio off-shore llegó al peak de cinco meses (depreciación) de 6,512 el 23 de septiembre, provocando una brecha inusualmente amplia con el tipo oficial nacional (CNY); desde la creación del mercado off-shore en agosto de 2010, ésta es la primera vez que el tipo off-shore se ha cotizado con un descuento (más depreciado) con respecto al tipo nacional de forma sostenida. Al mismo tiempo, el mercado off-shore de futuros sin entrega física (NDF) comenzó a descontar una ligera depreciación en los plazos de uno a doce meses. Por otra parte, como indicio de que las autoridades tienen planes de continuar con una apreciación gradual de la moneda, en el mercado nacional continuaron estableciendo los tipos fijos diarios en niveles apreciados, aunque la cotización intradía hizo que el tipo de cambio se inclinara más hacia el extremo de depreciación de la banda (se permite la cotización del tipo en una banda diaria de +/-0,5% en torno al fijo diario).

La repentina debilidad de la cotización del CNH off-shore refleja una venta entre los gestores de carteras que están cerrando posiciones en los mercados emergentes para cubrir posibles necesidades de amortización. Como consecuencia, los bonos del mercado off-shore ("bonos Dim Sum") denominados en RMB siguieron las tendencias generales de los mercados emergentes, con una venta significativa y un incremento de los diferenciales. Además de la presión de la venta, algunos inversores podrían haber empezado a cuestionar si el BPdC mantendrá su política de apreciación monetaria en vista del debilitamiento de la actividad mundial y del aumento de la inquietud por los problemas de la deuda europea, con el resultado de fuertes subidas del dólar estadounidense frente a otras monedas asiáticas. (Una cuestión técnica importante es que el Banco de China, el único banco designado de compensación de CNY de Hong Kong, agotó su cuota trimestral con el BPdC y suspendió las compras de CNH, lo que exacerbó la debilidad de la moneda en los mercados off-shore).

Creemos que la volatilidad de la moneda es temporal. Las autoridades están enviando un claro mensaje sobre su intención de mantener una política de apreciación gradual. De hecho, hace sólo una semana, el gobernador del BPdC, Zhou Xiaochuan, reiteró que China no cambiaría su "tono político general." De acuerdo con ello, y como se ha observado más arriba, el BPdC lleva estableciendo agresivamente los tipos fijos del CNY en niveles apreciados desde el pasado viernes. Así pues, mantenemos nuestro escenario central, cuyos objetivos del cambio USD-CNY para finales de 2011 y finales de 2012 se sitúan en 6,300 y 6,00 respectivamente. También creemos que los diferenciales entre el USD-CNH off-shore y el USD-CNY nacional probablemente se reducirán en octubre, cuando se restablezca la nueva cuota del BdC. Sin embargo, los mercados siguen especulando sobre la posibilidad de que las autoridades amplíen eventualmente la banda de cotización diaria, cuyo resultado podría ser que la volatilidad diaria bidireccional sea mayor que en el pasado.

Gráfico 5  
Un repunte inusual en el RMB (CNH) off-shore...



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
...provoca que el CNH se cotice con un descuento



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Japón asigna un presupuesto para la reconstrucción en un clima de riesgos

Mientras que la economía de Japón sigue recuperándose del terremoto y posterior tsunami del 11 de marzo, los indicadores de actividad de la semana pasada subrayaron los riesgos para las perspectivas. En concreto, la producción industrial de agosto aumentó a un ritmo más lento de lo previsto, un 0,8% m/m desestacionalizado (consenso: 1,5%). Por otro lado, las ventas minoristas registraron una sorprendente caída en ese mes (-1,7% m/m desestacionalizado). Los datos publicados a comienzos de este mes también mostraban que las exportaciones de agosto aumentaron menos de lo previsto (2,8% a/a frente al consenso: 8,0% a/a). La debilidad de los datos de exportación es una prueba más de que la desaceleración mundial, la crisis de deuda europea y la fortaleza del yen (que se ha apreciado debido a sus características de moneda refugio) pesan sobre las perspectivas de recuperación. A pesar de a estos riesgos bajistas, seguimos confiando en que la economía seguirá recuperándose durante el resto del año, impulsada por la reconstrucción tras el terremoto. En el conjunto de 2011, prevemos que el PIB se contraerá en un -0,3%, mientras que crecerá un 2,9% en 2012.

Por otro lado, la semana pasada hubo mucha actividad en el gobierno japonés y en el Partido Democrático (PDJ) en el poder, que llegaron a acuerdo sobre un tercer presupuesto complementario de 12 billones de yenes (156.000 millones de dólares estadounidenses) destinado a la reconstrucción tras el terremoto. (El primer presupuesto complementario por valor de 4 billones de yenes se aprobó el 2 de mayo y el segundo, por valor de 2 billones de yenes, el 25 de julio.) Si se suman los tres presupuestos, el gasto que el gobierno destinará en los próximos 5 años a la reconstrucción tras el terremoto asciende a un total de 18 billones de yenes, lo que equivale al 3,8% del PIB. Se prevé que el tercer presupuesto será enviado al parlamento en octubre para su aprobación. Dado el limitado margen de emisión de deuda que tiene Japón debido a su elevada ratio de deuda sobre PIB, se presentó un plan de aumento temporal de los impuestos para ayudar a financiar este gasto. Según el plan, el gobierno recaudará ingresos no fiscales por valor de 7 billones de yenes mediante la venta de acciones de Japan Tobacco y cuentas relacionadas con la energía; el impuesto sobre la renta de los individuos se aumentará durante 10 años a partir de enero de 2013 y el impuesto de sociedades durante tres años a partir del próximo mes de abril; también se hizo un llamamiento para aumentar los impuestos sobre el tabaco y los impuestos locales. El gobierno está planeando la emisión de bonos especiales a un plazo de más de 10 años para financiar el tercer presupuesto extraordinario. También se han puesto en marcha planes para un cuatro presupuesto complementario de 1-2 billones de yenes, para lo que se recurriría a nuevas emisiones de bonos.

## La elevada inflación se modera en Vietnam, pero lanza señales contradictorias

Desde hace ya más de un año, Vietnam está luchando por mantener la estabilidad macroeconómica ante el recalentamiento de su economía. Aunque las perspectivas para la economía mundial son menos ciertas, por primera vez desde hace bastante tiempo hay indicios de que las presiones podrían estar moderándose en Vietnam. Por ejemplo, la inflación muestra, por fin, signos de moderación, y aunque todavía es muy elevada (un 22,4% en septiembre en comparación con un 23% en agosto), y es con mucho la más alta de Asia, los mercados han reaccionado de forma positiva, con una caída de la rentabilidad de los bonos a su nivel más bajo de tres meses. No obstante, las autoridades han confundido a los mercados con algunas de sus medidas políticas. Por ejemplo, la semana pasada el State Bank of Vietnam (el Banco Central) aumentó el plazo de recompra para ayudar a la liquidez, la última medida de la política monetaria que se ha tomado desde finales de agosto para apoyar el crecimiento económico, mientras que por otra parte el gobierno de Vietnam dijo que restringiría aún más el crecimiento del crédito y que recortaría la expansión de la masa monetaria con el fin de poner freno a la inflación. Estas medidas se suman a las que se adoptaron hace unos meses, cuando el Banco Central recortó inesperadamente los tipos de interés mientras que la inflación se disparaba. Dentro de este marco, prevemos que la inflación se mantendrá elevada, en torno al 17-20% a/a, hasta finales del año. También prevemos que el crecimiento del PIB continuará su tendencia al alza y llegará al 6,2% en 2011.

Inicio →

Mercados →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

## Calendario Indicadores

	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
<b>Australia</b>				
Aprobaciones de construcción (m/m)	4 oct	AGO	1,00%	0,60%
Ventas minoristas desestacionalizadas	5 oct	AGO	0,50%	0,20%
<b>China</b>				
PMI manufacturero	1 oct	SEP	50,9	51,1
Índice PMI no manufacturero de China	3 oct	SEP	57,6	--
<b>Indonesia</b>				
Inflación IPC (a/a)	3 oct	SEP	4,79%	4,88%
Inflación subyacente (a/a)	3 oct	SEP	5,15%	4,98%
Exportaciones (a/a)	3 oct	AGO	39,50%	28,90%
Importaciones (a/a)	3 oct	AGO	27,20%	28,40%
<b>India</b>				
Exportaciones (a/a)	3 oct	AGO	81,80%	--
Importaciones (a/a)	3 oct	AGO	51,50%	--
<b>Malasia</b>				
Exportaciones (a/a)	6 oct	AGO	7,10%	7,70%
Importaciones (a/a)	6 oct	AGO	2,90%	6,20%
<b>Filipinas</b>				
Inflación IPC (a/a)	5 oct	SEP	4,70%	4,90%
IPC subyacente (a/a)	5 oct	SEP	3,40%	--
<b>Corea</b>				
Exportaciones (a/a)	1 oct	SEP	27,10%	16,60%
Importaciones (a/a)	1 oct	SEP	29,20%	28,50%
Inflación IPC (a/a)	4 oct	SEP	5,30%	4,50%
IPC subyacente (a/a)	4 oct	SEP	4,00%	--
<b>Taiwan</b>				
Inflación IPC (a/a)	5 oct	SEP	1,34%	1,40%
Exportaciones (a/a)	7 oct	SEP	7,20%	10,30%
Importaciones (a/a)	7 oct	SEP	6,40%	8,90%
<b>Tailandia</b>				
Inflación IPC (a/a)	3 oct	SEP	4,29%	3,90%
IPC subyacente (a/a)	3 oct	SEP	2,85%	2,90%

**Indicador de la semana: exportaciones de Corea (1 de octubre)**
**Previsión: 27,6% a/a**
**Consenso: 16,6% a/a**
**Anterior: 25,9% a/a**

**Comentario:** las exportaciones coreanas son la primera publicación mensual de la región y se seguirán de cerca como barómetro de la situación dado el importante papel de Corea en las cadenas de suministro mundiales. Las exportaciones de Corea se han mostrado hasta ahora sólidas, y la demanda desde los mercados emergentes compensaba la debilidad de la demanda en las economías desarrolladas. De cara al futuro, esperamos que las tendencias de exportación se moderen debido a la desaceleración mundial, aunque en términos interanuales las exportaciones de septiembre deberían sostenerse debido a los efectos base. Asimismo, la reciente depreciación del won debería ayudar a los exportadores a mantener su ventaja competitiva. **Repercusión en los mercados:** un resultado por debajo de lo previsto podría debilitar la confianza en las perspectivas de crecimiento de Asia y a corto plazo podría llevar a una mayor depreciación de las monedas de Corea y del resto de la región.

**Calendario: eventos**
**Australia: tipo de referencia del RBA, 4 de octubre**

No prevemos cambios en el tipo objetivo.

<b>Actual</b>	<b>Consenso</b>
4,75%	4,75%

**Japón: tipo objetivo del BdJ, 7 de octubre**

No prevemos cambios en el tipo objetivo.

<b>Actual</b>	<b>Consenso</b>
0,10%	0,10%

## 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.	2.356,5	-3,2	-16,1	-11,3
	Hong Kong - Hang Seng	17.636,5	-0,2	-23,4	-21,2
	Taiwán - Weighted	7.227,1	2,6	-19,5	-12,3
	Japón - Nikkei 225	8.691,6	1,5	-15,0	-7,2
	Corea - Kospi	1.754,4	3,4	-14,5	-6,3
	India - Sensex 30	16.700,1	3,3	-18,6	-16,8
	Australia - SPX/ASX 200	4.004,8	2,6	-15,6	-12,6
	Singapur - Strait Times	2.671,7	-1,0	-16,3	-13,8
	Indonesia - Jakarta Comp	3.545,9	3,5	-4,3	1,3
	Tailandia - SET	925,1	-3,5	-10,4	-5,2
	Malasia - KLCI	1.387,7	1,6	-8,6	-5,2
	Filipinas - Manila Comp.	3.999,7	2,9	-4,8	-2,4

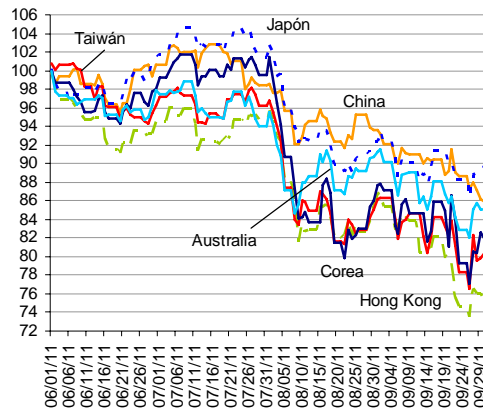
Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong.

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,36	0,44	6,41	6,44
	Hong Kong (HKD/USD)	7,79	0,14	7,78	7,76
	Taiwán (TWD/USD)	30,6	-0,52	30,49	30,12
	Japón (JPY/USD)	76,6	0,08	76,45	76,03
	Corea (KRW/USD)	1.176	-0,76	1.182	1.181
	India (INR/USD)	49,0	1,23	49,76	50,82
	Australia (USD/AUD)	0,98	-0,01	1,03	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,30	0,15	1,30	1,29
	Indonesia (IDR/USD)	8.808	1,51	9.360	9.650
	Tailandia (THB/USD)	31,2	-0,77	31,37	31,86
	Malasia (MYR/USD)	3,19	-0,71	3,21	3,23
	Filipinas (PHP/USD)	43,8	-0,51	43,96	44,10

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

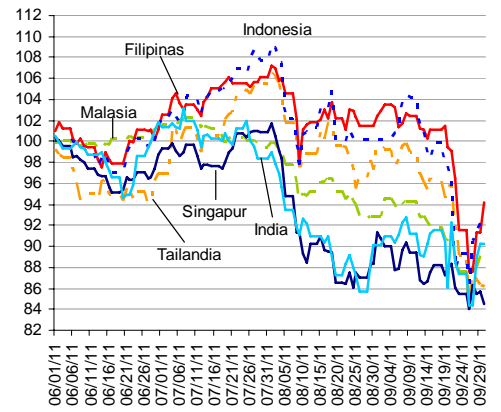
## Gráficos

Gráfico 9  
**Mercados bursátiles**



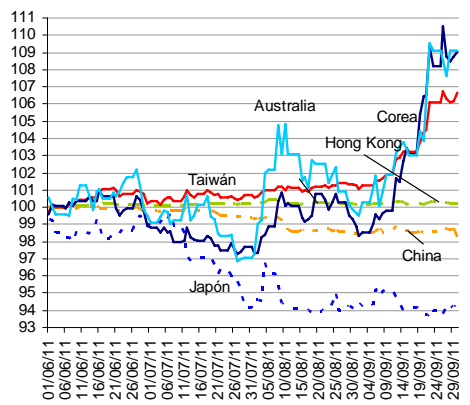
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10  
**Mercados bursátiles**



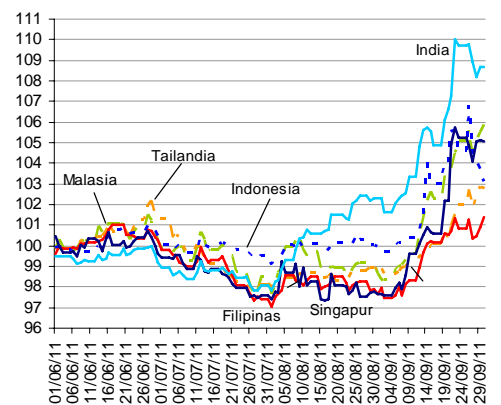
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11  
**Mercados de divisas**



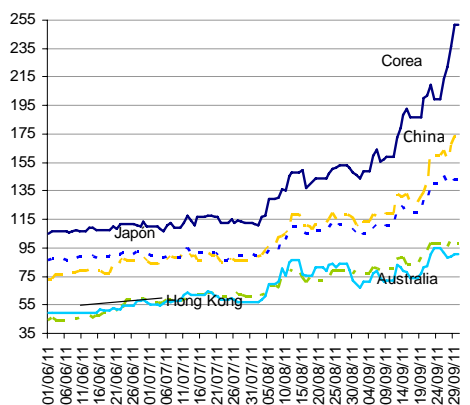
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12  
**Mercados de divisas**



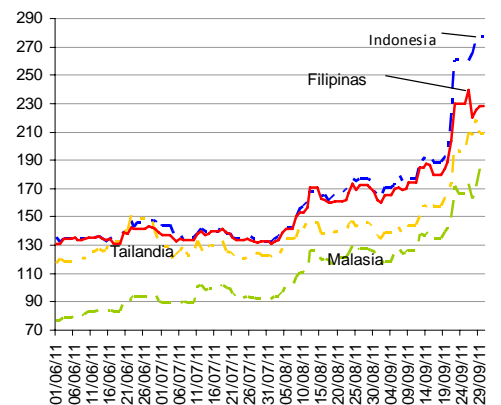
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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 O182.**