

# Observatorio Semanal

## Asia

7 de octubre 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

## Volatilidad pese a lo tranquilizador de los datos

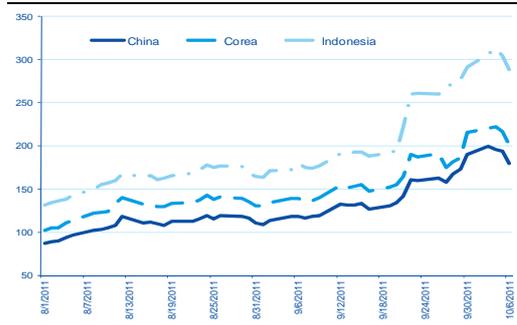
Los mercados asiáticos siguen fluctuando en línea con las tendencias mundiales, terminando la semana al alza con la esperanza de que los líderes europeos alcancen una resolución de las dificultades de la deuda soberana y del sector bancario, ya que el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra anunciaron nuevas medidas de liquidez el jueves (véase la sección Mercados). Dicho esto, los nervios en los mercados, como se puede observar en el aumento de los diferenciales de los CDS y en las preocupaciones acerca de la sostenibilidad del crecimiento de China (Gráfico 1). Este nerviosismo se ha producido a pesar de que los últimos datos muestran lo sólido del crecimiento de la región hasta la fecha. El resultado del PMI de septiembre en China, que mostraba un repunte, fue un alivio (véase la sección Datos relevantes) y algunas recientes cifras de comercio de la región también han sido tranquilizadoras. Por otra parte, varios países publicaron las cifras de inflación de septiembre (véase más abajo), que muestran una moderación de las presiones sobre los precios, tal como se esperaba (Gráfico 2), lo que da margen para maniobras políticas en caso de que empeore el entorno mundial, como señaló esta semana el Banco de Reserva de Australia en su reunión sobre política monetaria. En oposición a esta tendencia está Vietnam, que ayer anunció una subida de los tipos en su lucha por controlar la inflación y recuperar la confianza de los inversores.

### La inflación se modera, aunque persisten las presiones subyacentes

La inflación de septiembre se moderó en Corea hasta el 4,3% a/a (consenso: 4,5%), Indonesia (4,6% a/a; consenso: 4,9%) y Tailandia (4,0% a/a; consenso: 3,9%), por lo que la inflación se aproxima a los rangos meta oficiales. Sin embargo, las caídas se deben a la moderación de los precios de los alimentos y de las materias primas, mientras que la inflación subyacente sigue siendo elevada en la mayoría de los casos. En cuanto al comercio, las exportaciones de septiembre de Corea, la primera publicación mensual de la región, mostraron cierta solidez (19,6% a/a; consenso: 16,6%), aunque las tendencias de exportación están claramente desacelerándose.

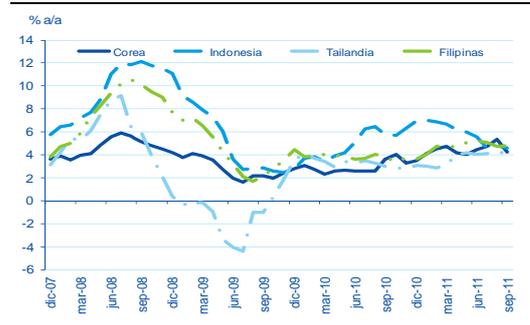
La próxima semana, China será el centro de atención principal con un lote de datos mensuales entre los que se incluyen la inflación de septiembre (véase el Indicador de la semana), comercio y otras actividades e indicadores de crédito. En la India también se publicarán la inflación y la producción industrial de septiembre; y el PIB adelantado del 3T de Singapur será el primero de la región que se dé a conocer. Indonesia y Corea celebrarán reuniones sobre política monetaria (no se prevén cambios) y en Singapur se espera que las autoridades flexibilicen un tanto la política monetaria ralentizando el ritmo de apreciación de su moneda.

Gráfico 1  
**Aumentan los diferenciales de los CDS**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2  
**La inflación se modera**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

## Datos relevantes

### Observación de los datos de China: solidez en medio de la incertidumbre

El resultado del PMI de septiembre estuvo en línea con un aterrizaje suave

### India tiene dificultades con los déficits en su lucha contra los riesgos globales

Los déficits fiscal y por cuenta corriente plantean riesgos

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Estrategia de Divisas

Richard Li  
richard.li@bbva.com.hk

Análisis Económico

Jeffrey Cantwell  
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

# Mercados

## Los mercados dan por descontado la recesión a pesar de los sólidos datos

Los inversores asiáticos buscan suelos más firmes esta semana después de que Moody's rebajara la calificación de Italia tres niveles (hasta A2) y de que surgieran nuevas preocupaciones por la salud de los bancos europeos. Aunque los mercados están descontando una mayor probabilidad de recesión en EE. UU. y en Europa, algunos datos económicos han seguido mostrándose bastante sólidos, en especial los resultados de los índices de gerentes de compras de China (51,2%) y de EE. UU. (51,6%), lo que indica expansión. Las monedas asiáticas, que terminaron septiembre con su peor comportamiento mensual desde la crisis financiera asiática (depreciación de un 4,1% según el Índice del dólar asiático) (véase más abajo). La atención seguirá centrada en Europa.

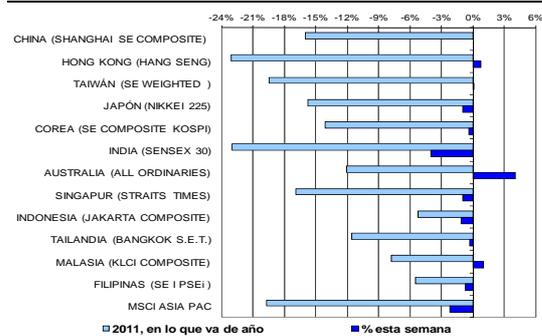
## Las divisas asiáticas se cotizaron de forma desigual

La mayoría de las divisas de la región pudieron recuperar sus pérdidas al cierre de la semana debido a que disminuyó la inquietud sobre la deuda europea y se renovó el apoyo de liquidez del BCE para la financiación de los bancos. Sin embargo, estos repuntes han sido poco pronunciados en comparación con la gravedad de las caídas de las últimas semanas, lo que refleja la extraordinaria precaución que comparten la mayoría de los inversores. Desde el 1 de agosto, los principales mercados bursátiles asiáticos (excluidos Hong Kong y China) han registrado salidas de capital de cerca de 22.000 millones de dólares, lo que supera con creces las modestas entradas netas de capital por valor de 4.900 millones de dólares observadas en los primeros siete meses del año. Esta reversión de los flujos de capital ha sido un factor importante en la reciente depreciación de las monedas regionales. Hasta que los inversores no vean la implementación de una solución creíble para el problema de la deuda europea y puedan confirmar posteriormente que el crecimiento económico asiático no se ha visto afectado, es bastante improbable que los flujos de capital vuelvan a cambiar rápidamente en dirección a Asia. Estas sombrías perspectivas limitarán aún más las posibilidades de un repunte sostenible de las divisas asiáticas a corto plazo.

## Los mercados siguen agitados en Asia. Los CDS soberanos en el punto de mira

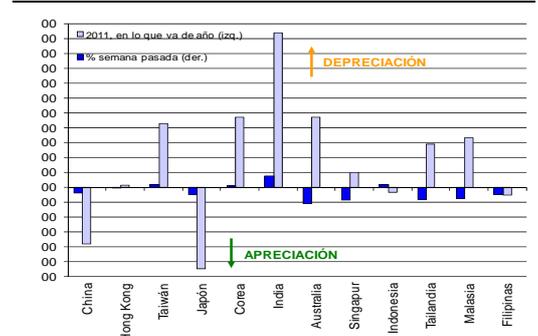
A pesar de que los índices bursátiles experimentaron un repunte el jueves y el viernes, la confianza continúa baja. El Hang Seng ha sufrido un brusco descenso de más del 30% desde su máximo de este año y las acciones H siguen enfrentándose a muchas dificultades, donde se incluyen las dudas sobre las prácticas contables de las empresas, los temores con respecto al aumento de los índices de morosidad en las PYMES y la cuestión de si las medidas de ajuste del Banco Central han excedido sus propósitos. Los mercados son conscientes de estos riesgos desde hace un tiempo y por lo tanto parece que la aprensión actual está relacionada principalmente con las incertidumbres mundiales. Sin embargo, seguiremos alerta para observar si se producen nuevos acontecimientos, en particular con respecto a los índices de morosidad. También seguiremos prestando mucha atención a los diferenciales de los CDS soberanos, que esta semana se restringieron ligeramente de forma generalizada, pero que se han ampliado notablemente durante los últimos dos meses. En muchos países (China, Corea, Indonesia, Tailandia y Malasia), los precios de la protección para cinco años se han doblado desde el 1 de agosto en respuesta a los riesgos externos. No obstante, seguimos siendo optimistas con respecto a las economías asiáticas y creemos que se mantendrán relativamente sólidas en caso de que se produzca una 'recesión del crecimiento mundial'.

Gráfico 3  
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4  
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

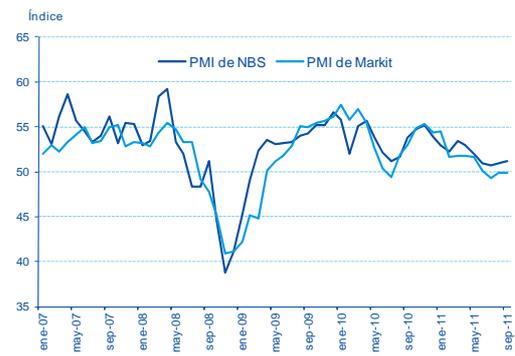
## Datos relevantes

### Observación de los datos de China: solidez en medio de la incertidumbre

El crecimiento económico de China sigue moderándose, pero se mantiene sólido y en línea con un aterrizaje suave a pesar de las débiles perspectivas del crecimiento mundial. Las últimas pruebas llegaron la semana pasada con la publicación del índice de gerentes de compras (PMI) oficial de septiembre. El índice se situó en el 51,2% (consenso: 51,1), al alza desde el 50,9% de agosto y, lo que es más importante, sigue dentro de la zona de expansión superior a 50. Las expectativas de un resultado peor se habían avivado con los datos del sector privado (HSBC) publicados anteriormente, que se habían situado por debajo de la zona de expansión durante varios meses (el índice tiende a concentrarse en empresas pequeñas orientadas a la exportación, lo que puede explicar la diferencia con respecto al PMI oficial). Aunque el resultado es tranquilizador, el repunte refleja en parte factores estacionales. Por lo demás, el aumento del PMI se debió principalmente a los nuevos pedidos, la producción y el empleo. En concreto, el subcomponente de los pedidos nuevos (con un peso del 30%) aumentó de 51,1% en agosto a 51,3% en septiembre. El subcomponente de nuevos pedidos de exportación aumentó de forma todavía más significativa, pues pasó de 48,3% a 50,9%, el mayor avance de todos los subíndices. Otros dos indicadores importantes, el subcomponente de producción (con un peso del 25%) y del empleo (con un peso del 20%) aumentaron hasta 52,7% y 51,0% en septiembre desde 52,3% y 50,4% en el mes anterior. El subcomponente del precio de compra bajó de 57,2% a 56,6%, lo que muestra que las presiones inflacionistas se están moderando.

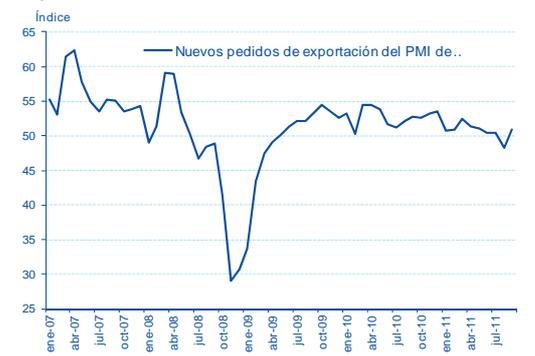
Pero a pesar del tranquilizador resultado del índice de gerentes de compras, los mercados siguen obsesionados con la cuestión de si China puede mantener su crecimiento en un contexto de desaceleración económica mundial. A este respecto, los nuevos datos que se darán a conocer en las próximas semanas (10-18 de octubre) serán fundamentales, en especial la inflación de septiembre (véase el Indicador de la semana), el comercio, la producción industrial, la inversión y las ventas minoristas. Además, la publicación del resultado del PIB del tercer trimestre está prevista para el 18 de octubre. Por nuestra parte, mantenemos la opinión de que el crecimiento se está desacelerando en línea con un escenario de aterrizaje suave, aunque ahora, dadas las incertidumbres mundiales, han aumentado los riesgos bajistas para nuestras previsiones anuales de un 9,2% y un 8,9% en 2011 y 2012. En cuanto a la política monetaria, esperamos que las autoridades mantengan la postura actual hasta finales de año.

Gráfico 5  
El PMI de China se mantiene...



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
...gracias a la recuperación de los pedidos de exportación



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

### India tiene dificultades con los déficits en su lucha contra los riesgos globales

Como ya se observó durante la crisis crediticia mundial de 2008, la India tiene recursos para superar una desaceleración mundial relativamente bien. Esta solidez se basa en el hecho de que su déficit fiscal se ha financiado sobre todo a nivel nacional y en que su economía interna es de gran tamaño (baja proporción de exportaciones en relación al PIB), además de un sistema financiero saludable. Si trazamos un paralelismo entre el entorno macroeconómico actual y el del periodo después de la quiebra de Lehman, veremos que la India parece estar relativamente mejor

posicionada en cuanto a la demanda interna, el consumo y la inversión. Sin embargo, la elevada inflación y el aumento del déficit fiscal, unidos al déficit por cuenta corriente externo, plantean riesgos.

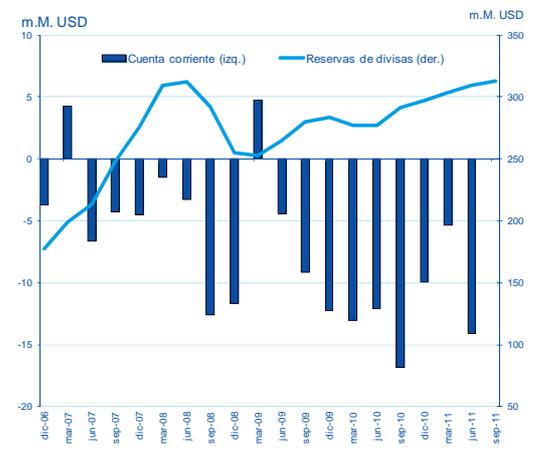
En lo que respecta a la demanda interna, las tendencias de consumo se mantienen relativamente fuertes a pesar de los altos costos por préstamos y de la persistente inflación. Por ejemplo, en términos de promedio móvil de tres meses, las ventas de automóviles crecieron a un ritmo importante, un 14% a/a en agosto de 2011. Por otro lado, las tendencias de inversión también parecen mejores en comparación con 2008. Y la mayoría de los indicadores del sector servicios, por ejemplo las llegadas de visitantes, el transporte de carga y el tráfico por ferrocarril, así como los ingresos, siguen registrando un mayor crecimiento, aunque modesto, en comparación con las cifras correspondientes a 2008. En el lado negativo, la inflación se mantiene persistentemente alta (por encima del 9% a/a en 2011) y en comparación con el periodo de 2008 hay menos margen para flexibilizar la política monetaria en vista de las presiones inflacionistas. Los enormes déficits gemelos de la India son una preocupación desde hace mucho tiempo y plantean vulnerabilidades en tiempos de elevada aversión al riesgo global. El déficit fiscal para el año que termina en marzo de 2012 se prevé que excederá el objetivo presupuestado del 4,6% del PIB, pues la desaceleración del crecimiento y los recortes de los impuestos sobre los productos del petróleo están haciendo mella en las recaudaciones tributarias, mientras que los planes de desinversión en empresas propiedad del estado se han dejado apartados por ahora. En cuanto al gasto, la reciente venta masiva de la rupia india debido a los efectos del contagio podría empeorar la carga de las subvenciones a los combustibles asumidas por el gobierno. (La semana pasada, las autoridades anunciaron un programa de préstamos tomados por el gobierno en el 25 del ejercicio fiscal 2012 por una cuantía mayor de lo presupuestado.) La actual tendencia a la indisciplina fiscal podría limitar el margen fiscal para la financiación de infraestructuras y suscita inquietud acerca de la sostenibilidad del crecimiento económico del país. Por otra parte, la volatilidad de las inversiones en cartera, la depreciación de la rupia y la incertidumbre financiera mundial plantean riesgos externos, mientras que el déficit por cuenta corriente casi se ha triplicado y ha aumentado hasta el 3,1% del PIB en el 2T11 desde el 1,1% en el 1T11. Otras áreas de precaución incluyen las presiones de cancelaciones derivadas del endeudamiento comercial externo y el aumento de la deuda a corto plazo. Aunque un importante colchón de reservas de divisas (277.000 millones de dólares estadounidenses) combinado con las tendencias favorables de los flujos de inversión extranjera a largo plazo reducen las presiones sobre la balanza de pagos general, la volatilidad de los flujos de cartera podría continuar; de hecho, los flujos de cartera son negativos para el año (600 millones de dólares estadounidenses), lo que refleja los flujos de salida que se han producido desde comienzos de agosto por valor de más de 2.500 millones de dólares estadounidenses. En este contexto, las recientes medidas adoptadas para facilitar el acceso a los fondos no bancarios para las corporaciones indias a través de un aumento de los límites de la deuda externa podrían dar cierto apoyo a la balanza de pagos.

Gráfico 7  
La rupia india se ha depreciado...



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8  
...mientras que se ha ampliado el déficit por cuenta corriente



Fuentes: CEIC y BBVA Research

## Calendario Indicadores

<b>Australia</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Tasa de paro	13 oct	SEP	5,30%	--
<b>China</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
IED real (a/a)	10-15 oct	SEP	11,10%	--
Nuevos préstamos en yuanes	11-15 oct	SEP	548.500 m	550.000 m
Masa monetaria - M2 (a/a)	11-15 oct	SEP	13,50%	14,10%
Balanza comercial (en USD)	13 oct	SEP	17.760 m \$	16.350 m \$
Exportaciones (a/a)	13 oct	SEP	24,5%	20,40%
Importaciones (a/a)	13 oct	SEP	30,2%	23,90%
Inflación IPC (a/a)	14 oct	SEP	6,2%	6,20%
Índice de precios mayoristas (a/a)	14 oct	SEP	7,3%	6,90%
<b>India</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Producción industrial (a/a)	12 oct	AGO	3,3%	--
Precios mayoristas mensuales (a/a)	14 oct	SEP	9,78%	--
<b>Japón</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Balanza por cuenta corriente (a/a)	11 oct	AGO	-42,4%	-62,30%
Pedidos de maquinaria (a/a)	11-14 oct	SEP A	15,2%	--
Índice del sector terciario (m/m)	13 oct	AGO	-0,1%	-0,50%
IPBC nacional (m/m)	14 oct	SEP	-0,2%	-0,20%
<b>Malasia</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Producción industrial (a/a)	11 oct	AGO	-0,6%	--
<b>Singapur</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
PIB (t/t)	12-14 oct	3T A	-6,5%	--
PIB (a/a)	12-14 oct	3T A	0,9%	--
Ventas minoristas (m/m) desest.	14 oct	AGO	2,1%	--
<b>Corea</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Índice de precios mayoristas (a/a)	11 oct	SEP	6,60%	--
Tasa de paro (desestacionalizada)	12 oct	SEP	3,1%	3,2%
Índice de precios de exportación (m/m)	14 oct	SEP	1,3%	--
Índice de precios de importación (m/m)	14 oct	SEP	0,5%	--

### Indicador de la semana: inflación de China para septiembre (14 de octubre)

**Previsión: 6,1% a/a**
**Consenso: 6,2 % a/a**
**Anterior: 6,2% a/a**

Comentario: en un contexto de creciente inquietud sobre el entorno externo y sus repercusiones en el crecimiento, la inflación interna sigue siendo motivo de preocupación para los responsables políticos chinos. El índice general de precios subió por encima del 6% a/a en los últimos meses, aunque empezó a caer en agosto tras llegar a su peak del 6,5% a/a el mes anterior. Esperamos que la tendencia a la moderación continúe en septiembre debido a los efectos base y a la moderación de los precios de los alimentos.

Repercusión en los mercados: un valor por encima de lo previsto se interpretaría como una limitación del margen de maniobra política de las autoridades contra las dificultades derivadas del entorno externo y podría minar la confianza de los mercados, mientras que un valor por debajo reforzaría la visión de un aterrizaje suave.

### Calendario: eventos

<b>Indonesia: tipo de interés del Banco de Indonesia, 11 de octubre</b>	<b>Actual</b>	<b>Consenso</b>
No prevemos cambios en el tipo de interés de referencia.	6,75%	6,75%
<b>Corea: reunión de política monetaria del BdC, 13 de octubre</b>	<b>Actual</b>	<b>Consenso</b>
No prevemos cambios en el tipo repo a 7 días.	3,25%	3,25%
<b>Singapur: reunión bianual de la AMS sobre política monetaria, 14 de octubre</b>		
Se prevé una desaceleración del ritmo de apreciación		

### Informe económico mensual del Banco de Japón, 11 de octubre

Inicio	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos 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.	2.359,2	0,0	-16,0	-11,2
	Hong Kong: Hang Seng	17.718,8	0,7	-23,1	-22,6
	Taiwán - Weighted	7.229,2	0,1	-19,4	-12,7
	Japón - Nikkei 225	8.619,0	-0,9	-15,7	-11,0
	Corea - Kospi	1.762,4	-0,4	-14,1	-7,3
	India - Sensex 30	15.792,4	-4,0	-23,0	-23,1
	Australia - SPX/ASX 200	4.171,7	4,1	-12,1	-11,1
	Singapur - Strait Times	2.649,2	-1,0	-17,0	-16,3
	Indonesia - Jakarta Comp.	3.509,7	-1,1	-5,2	-2,1
	Tailandia - SET	913,7	-0,3	-11,5	-5,9
	Malasia - KLCI	1.400,5	1,0	-7,8	-5,5
	Filipinas - Manila Comp.	3.967,6	-0,8	-5,6	-6,5

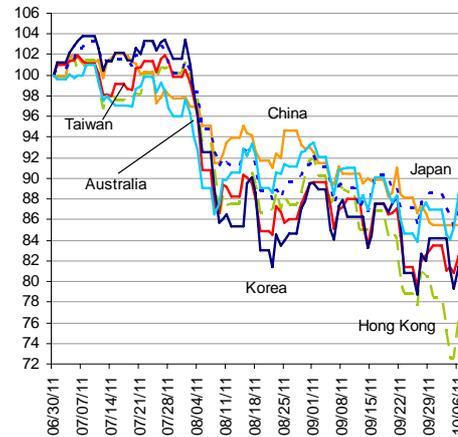
Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,36	0,40	6,37	6,37
	Hong Kong (HKD/USD)	7,78	0,05	7,77	7,75
	Taiwán (TWD/USD)	30,5	-0,20	30,41	30,04
	Japón (JPY/USD)	76,7	0,51	76,55	76,09
	Corea (KRW/USD)	1.179	-0,10	1.185	1.184
	India (INR/USD)	49,3	-1,21	49,90	50,59
	Australia (USD/AUD)	0,98	1,15	1,03	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,30	0,85	1,30	1,29
	Indonesia (IDR/USD)	8.965	-0,17	9.119	9.395
	Tailandia (THB/USD)	30,9	0,84	31,13	31,63
	Malasia (MYR/USD)	3,17	0,76	3,18	3,21
	Filipinas (PHP/USD)	43,6	0,48	43,69	43,82

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

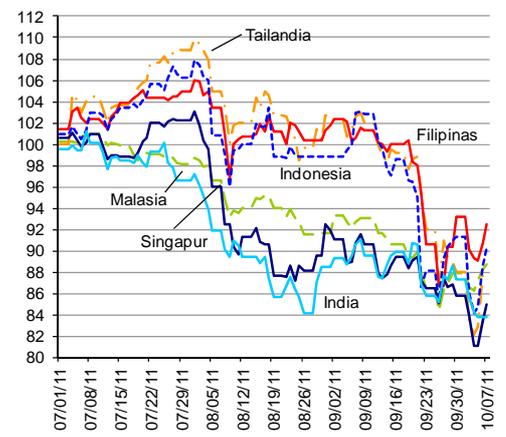
## Gráficos

Gráfico 9  
**Mercados bursátiles**



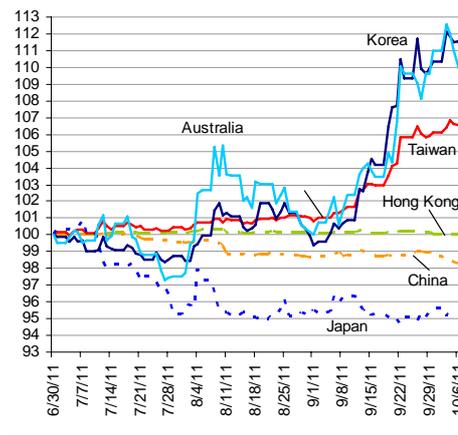
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10  
**Mercados bursátiles**



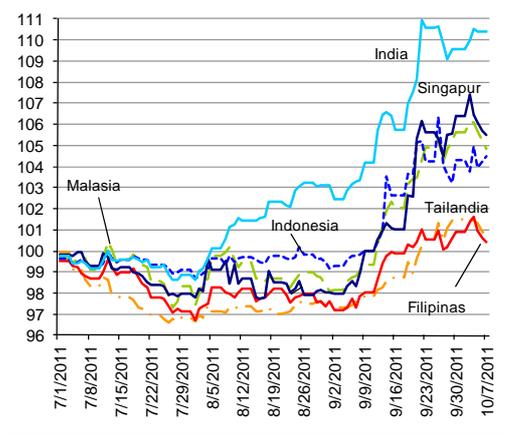
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11  
**Mercados de divisas**



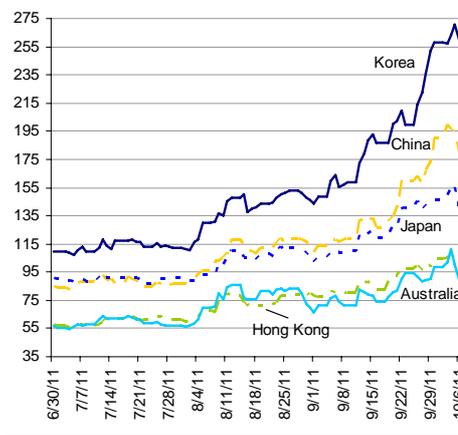
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12  
**Mercados de divisas**



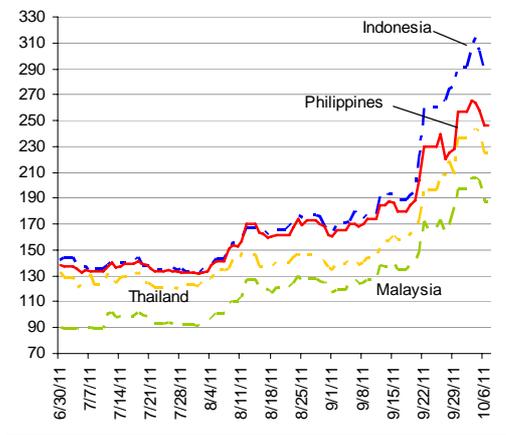
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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.**