

# Observatorio Semanal

## Asia

18 de noviembre 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

## ¿Es historia el esplendor de Asia?

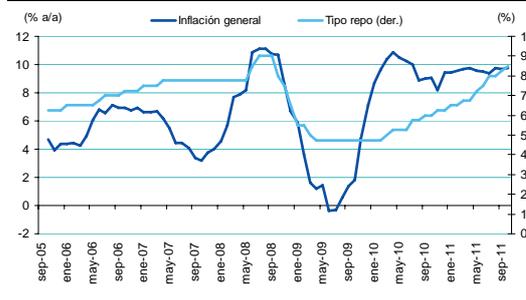
Todavía no, pero los riesgos a la baja aumentan a medida que las secuelas de los problemas de la deuda europea minan la confianza (ver Mercados). Como hemos afirmado previamente, Asia como región está bien posicionada para capear las turbulencias por el impulso de su crecimiento subyacente y sus sólidos fundamentos económicos. Sin embargo, debe mucho de su crecimiento a las exportaciones y a la demanda externa, las cuales se están viendo debilitadas. Esta dependencia se hizo recordar esta semana en los datos de exportación de Singapur de octubre, que mostraron una contracción sorprendentemente fuerte, en especial en las exportaciones a EE. UU. y Europa (véase más abajo). Pero no todo es negativo; Japón, tal como se esperaba, registró un firme resultado del PIB en el tercer trimestre a medida que se recupera del terremoto y tsunami del 11 de marzo (ver Datos relevantes). Además, la importancia de la región para el futuro crecimiento mundial se reforzó en las cumbres del APEC y de Asia Oriental. Dadas las opciones de maniobra política y con la ventaja de la fuerte demanda desde China, la India e Indonesia, seguimos mostrando un prudente optimismo sobre la sostenibilidad del crecimiento de la región y en la capacidad de atraer inversión, incluso con las turbulencias que pueda deparar el futuro.

### Momento para las excepciones: repunte de Japón en el 3T y alta inflación en la India

En contraste con el lento crecimiento del resto de la región, el PIB del tercer trimestre de Japón repuntó gracias a su recuperación tras el terremoto, con un 6,0% a/a anualiz. desest. (Gráfico 2), un resultado en línea con el consenso, aunque las perspectivas para el cuarto trimestre no son muy favorables (ver Datos relevantes). Por otro lado, la inflación de la India en octubre también contrastó con las tendencias regionales persistiendo en el 9,7% (Gráfico 1), a pesar del reciente ajuste aplicado por el BRI (ver Datos relevantes). Como observamos arriba, las exportaciones de Singapur no relacionadas con el petróleo sorprendieron a la baja en octubre, con una caída del -16,2% a/a (consenso: -7,8%), debido a la contracción especialmente acusada del comercio con EE. UU. (-50,6% a/a) y Europa (-30,9%). El resultado es preocupante por la debilidad mostrada por la demanda externa, aunque se sabe las cifras de comercio de Singapur son sumamente volátiles y deberían interpretarse con precaución (parte del desplome podría ser debido a factores temporales).

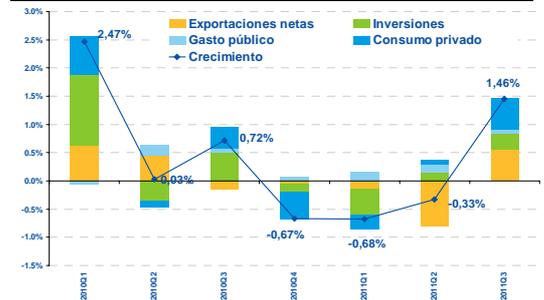
La próxima semana (por esta) se publicará el PIB del 3T en Tailandia y las cifras definitivas de Singapur y Taiwán. La inflación de octubre se dará a conocer en Hong Kong, Singapur, Japón, Malasia y Vietnam. Los pedidos de exportación de octubre de Taiwán es nuestro Indicador de la semana, dada su importancia como indicador adelantado de la demanda externa de la región. Por último, la estimación preliminar del PMI del sector privado (HSBC) podría afectar a los mercados, dada la inquietud sobre un aterrizaje brusco.

Gráfico 1  
**La inflación de la India se mantiene elevada**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2  
**La economía de Japón repunta en el 3T**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

## Datos relevantes

### Fuerte repunte de Japón en el 3T, pero quedan incertidumbres en el horizonte

El repunte tras el terremoto podría esfumarse a causa de las dificultades externas

### La India siente los efectos del aumento de los obstáculos para el crecimiento

Los déficits gemelos y la caída de su demanda interna la hacen vulnerable a los choques externos

Inicio →

Mercados →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Estrategia de Divisas

Richard Li  
richard.li@bbva.com.hk

Análisis Económico

Jeffrey Cantwell  
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

# Mercados

## El contagio de la deuda aumenta la presión sobre las monedas asiáticas

El temor de los mercados de que el contagio de la deuda europea alcance a Asia sigue en aumento. Aunque en Italia y Grecia los nuevos gobiernos transitorios han tomado posesión de sus cargos, la confianza se ha visto lastrada por la falta de un consenso político más amplio en estos países y por su capacidad para aprobar nuevas medidas de austeridad y ganarse a la vez la confianza de los demás miembros de la UE. Además, con la producción industrial europea estancada (2,0% negativo en términos intermensuales en septiembre) y las sombrías perspectivas a las que apunta el índice de gerentes de compras, de cara al futuro el crecimiento se enfrenta a nuevos riesgos bajistas que podrían comprometer los esfuerzos de los distintos países por consolidar sus posiciones fiscales.

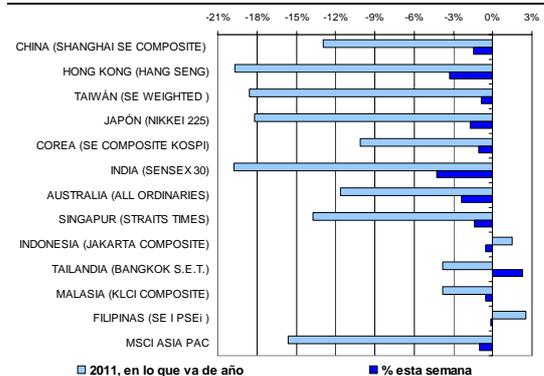
A medida que la deuda se intensifica, los mercados ponen su atención en los riesgos de contagio. En Asia, la desaceleración regional de las exportaciones y de las actividades industriales parece ser la tónica actual: los datos de exportación de Singapur y Hong Kong fueron bastante débiles (-16,2% a/a), aunque es probable que parte de la caída estuviera provocada por factores estacionales y extraordinarios. La producción industrial de la India también se moderó. Los nuevos indicios de desaceleración del crecimiento en un clima de aumento de las primas de riesgo ha llevado a que se produjeran presiones de depreciación sobre las monedas asiáticas: la rupia india ha caído de forma pronunciada (hasta 50,90/USD en el momento de escribir estas líneas). El SENSEX de la India se contrajo un 5% durante la semana, pues los resultados corporativos del tercer trimestre fueron mucho más bajos de lo que se había anticipado. En Hong Kong, el Hang Seng también cayó más de un 5% durante la semana como consecuencia de la combinación de las preocupaciones mundiales y los temores de que se deteriore la calidad de los activos de los bancos chinos. Además, las inundaciones de Tailandia pesan sobre los mercados debido a los trastornos de la cadena de suministros, en especial para las empresas japonesas.

Los inversores están esperando ahora a tener más información con respecto a cómo se apalancará el fondo de rescate europeo, que se dará a conocer el 27 de noviembre; también estarán atentos para ver si habrá algún tipo de participación del FMI y de los fondos soberanos de los mercados emergentes. Mientras tanto, creemos que es necesario que el BCE sea más agresivo en su programa de compra de bonos para estabilizar los mercados de bonos y evitar requisitos de márgenes más altos sobre la deuda española.

## Fracasas las presiones políticas con respecto a la apreciación del CNY

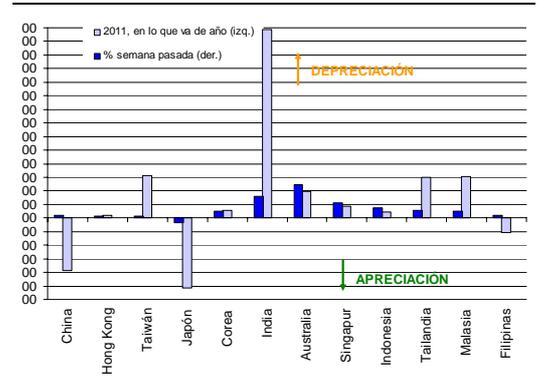
EE. UU. sacó el tema de la política cambiaria de China en la cumbre del APEC. Los chinos respondieron que una abrupta apreciación del CNY no resolvería los problemas de déficit de EE. UU. ni los desequilibrios del comercio mundial. Esta semana, el Banco Popular de China (BPC) fijó el cambio USD-CNY cerca de 250 pb más alto (más depreciado). Aunque esto se debe en parte a la reciente fortaleza del USD, también podría ser una señal a los responsables políticos de EE. UU. de que China no va a sucumbir a las presiones internacionales. A menos que se produzcan nuevos repuntes del USD, todavía vemos margen para una nueva apreciación del CNY hacia el 6,31 antes del informe sobre divisas del Tesoro de EE. UU. que se dará a conocer más adelante este año.

Gráfico 3  
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4  
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

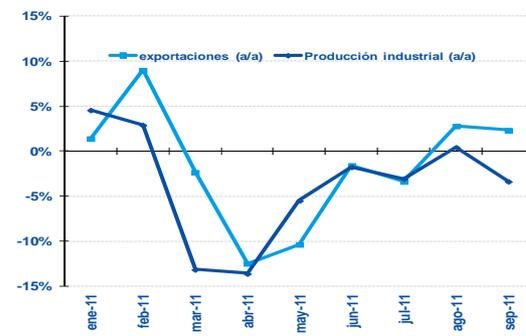
## Datos relevantes

### Fuerte repunte de Japón en el 3T, pero quedan incertidumbres en el horizonte

El PIB del tercer trimestre de Japón publicado a comienzos de esta semana muestra que la economía creció un fuerte 6,0%, tasa anualizada y desestacionalizada, en línea con las expectativas de que se produciría un repunte de la economía con respecto a su nivel después del impacto del terremoto y tsunami del pasado 11 de marzo. Así pues, la economía registró su primer crecimiento positivo después de tres trimestres de contracción consecutivos. Además de la recuperación de las cadenas de suministro, el gasto de la reconstrucción tras el terremoto ha contribuido a impulsar la demanda interna. La producción industrial y las exportaciones han alcanzado los niveles anteriores al terremoto al terremoto (Gráfico 5). Por otra parte, el gasto en consumo también repuntó un 1,0% t/t desest., gracias a la recuperación de la confianza de los consumidores. El repunte del 3T se apoyó en las sólidas exportaciones netas y en el consumo privado, que representan el 39% y el 38% del crecimiento t/t desestacionalizado, mientras que la inversión también hizo una contribución importante, aproximadamente un 20% del crecimiento trimestral. Pero a pesar del repunte, de cara al futuro la recuperación se enfrenta a dificultades derivadas de la desaceleración económica mundial, de la fortaleza del yen (que mina las exportaciones y hace que las empresas se trasladen al extranjero) y de las interrupciones que causan las inundaciones de Tailandia en las empresas japonesas especializadas en automóviles y productos electrónicos. A este respecto, los indicadores de actividad actuales apuntan a una desaceleración en el próximo trimestre.

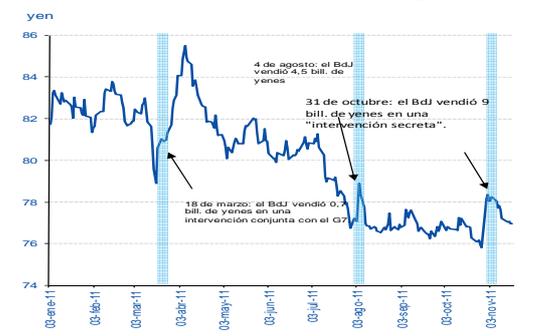
Para contrarrestar estos riesgos, las autoridades han implementado un conjunto de medidas fiscales y monetarias estimulantes. Por el lado fiscal, el gobierno y la cámara baja han aprobado un tercer presupuesto complementario de 12,1 billones de yenes (2,5% del PIB), que se suma a los dos paquetes complementarios anteriores que ascendían a un total de 6 billones de yenes. En cuanto a la política monetaria, el Banco de Japón ha incrementado recientemente el tamaño de su fondo de compra de activos en 15 billones de yenes (hasta los 55 billones de yenes actuales) en el transcurso de las reuniones sobre política monetaria celebradas en agosto y octubre. Por otra parte, el BdJ también ha intervenido para evitar la apreciación del yen, para lo cual entró en el mercado en octubre por tercera vez en lo que va de año (Gráfico 6), con un periodo de compra de divisas particularmente prolongado. A pesar de estas medidas, prevemos que el PIB total se contraerá un -0,4% en el ejercicio completo del año 2011 (lo que implica un crecimiento del 0,1% t/t en desest. en el 4T), antes de repuntar gradualmente en 2012 hasta el 2,7%. Pero los riesgos se inclinan a la baja como consecuencia de las inciertas perspectivas mundiales.

Gráfico 5  
Japón: a pesar del repunte del PIB en el 3T, la producción podría debilitarse en el 4T



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
Las intervenciones japonesas en los mercados de divisas tuvieron poco impacto a largo plazo



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## La India siente los efectos del aumento de los obstáculos para el crecimiento

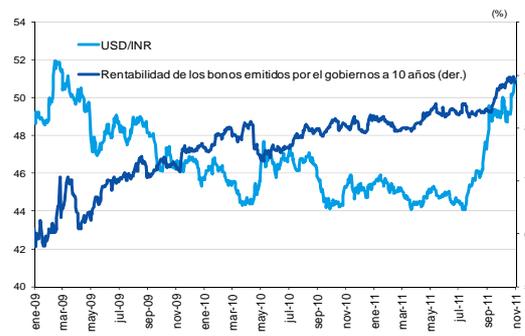
Las dificultades derivadas del empeoramiento del entorno mundial combinadas con los problemas internos de inflación, la desaceleración de la demanda interna y el indolente progreso en las reformas económicas agravan la tendencia a la desaceleración del crecimiento en la India. Recientes indicadores de actividad como la producción industrial, las ventas de vehículos motorizados, los ingresos fiscales y las exportaciones apuntan al debilitamiento de las perspectivas de crecimiento y plantean riesgos a la baja para nuestras previsiones para 2011 y 2012, situadas en el 7,6% y el 8,0% respectivamente. La producción industrial (PI) de septiembre, publicada la semana pasada, cayó a su nivel más bajo de los últimos dos años, situándose en el 1,9% a/a (consenso: 3,5%) en comparación con el 3,6% revisado a la baja registrado en agosto. La inflación persiste alta y también plantea riesgos al alza a nuestra previsión media anual del IPM de 2011, un 9,3% a/a. La inflación ha planteado un dilema a los responsables de la política económica, ya que hasta ahora han tenido que sacrificar el crecimiento en su esfuerzo por reducir la inflación: el BRI subió los tipos de interés por última vez el 25 de octubre, pero ahora se mantiene en espera.

Por otra parte, la India se destaca en la región por sus déficits "gemelos", es decir, el déficit fiscal y el déficit por cuenta corriente, que presentan vulnerabilidades ante el empeoramiento del panorama macroeconómico mundial. Al minar la confianza de los inversores, los déficits gemelos han agravado la reciente depreciación de la moneda e inducen a posibles revisiones por parte de las agencias de calificación crediticia. Las perspectivas externas se han debilitado, ya que los exportadores nacionales no sólo se enfrentan a la desaceleración de la demanda global, sino también a la reducción de los márgenes a nivel nacional debido a los elevados costes de endeudamiento y al aumento de los costes de importación como consecuencia del debilitamiento del tipo de cambio. A este respecto, la rupia se ha depreciado casi un 14% frente al USD desde finales de julio. Las grandes necesidades de financiación del gobierno y descenso de los ingresos de las empresas han minado el mercado doméstico de bonos de la India: las rentabilidades de los bonos emitidos por el gobierno a 10 años rozaron casi el 9,0% en comparación con el 8,3% de septiembre (Gráfico 7). La ratio de deuda pública sobre PIB de la India se sitúa en casi el 70% del PIB (incluida la deuda de los gobiernos central y estatales), una cifra superior a la media de países con calificaciones similares.

Sin embargo, un aspecto más tranquilizador es que la deuda pública de la India se ha financiado en gran parte a nivel nacional (el 94% de la deuda pública está denominada en INR), por lo que es menos vulnerable al movimiento de los inversores extranjeros hacia valores seguros. Además, las reservas de divisas de la India se mantienen en un nivel aceptable de 315.000 millones de USD, lo que equivale a 4,6 veces la deuda externa de la India a corto plazo y a 9 meses de importaciones, un colchón suficiente en caso de que se produzca un choque externo y flujos de salida de la renta variable. Por otro lado, el BRI está tomando medidas para atraer capitales al mercado de bonos, impulsar las reformas de la inversión y amortiguar los efectos en los importadores nacionales. Por ejemplo, esta semana, anunció un incremento del techo de la inversión IIE en bonos del gobierno y corporativos de 5.000 millones de dólares estadounidenses, subiendo a la vez el techo de los tipos de interés para aumentar el crédito comercial extranjero en 150 pb. El BRI también se asegura una liquidez del mercado adecuada a través de operaciones de mercado abierto: el 24 de noviembre está prevista una gran inyección por valor de 100.000 millones de INR.

Gráfico 7

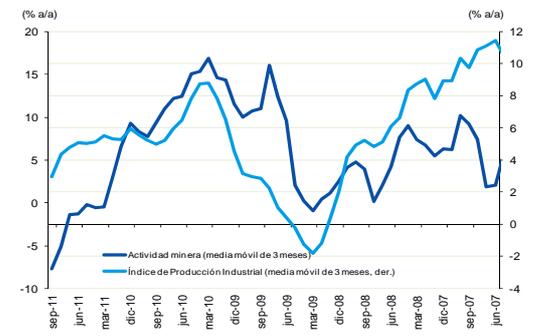
### Bonos indios más rentables y la rupia se deprecia



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8

### El sector minero de la India se debilita



Fuentes: CEIC y BBVA Research

## Calendario Indicadores

China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Estimación del PMI del HSBC	22-25 nov.	NOV	51,1	--
Hong Kong	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Inflación IPC (a/a)	22 nov.	OCT	5,8%	--
Exportaciones (a/a)	24 nov.	OCT	-3,0%	--
Importaciones (a/a)	24 nov.	OCT	2,3%	--
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones comerciales interanuales	21 nov.	OCT	2,4%	0,5%
Importaciones comerciales interanuales	21 nov.	OCT	12,1%	15,5%
Inflación IPC (a/a)	25 nov.	OCT	0,0%	-0,1%
Inflación IPC excl. alimentos y energía (a/a)	25 nov.	OCT	-0,4%	-0,9%
Malasia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Inflación IPC (a/a)	23 nov.	OCT	3,4%	--
Singapur	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Evolución del PIB (t/t)	21 nov.	3T P	1,3%	2,0%
Evolución del PIB (a/a)	21 nov.	3T P	5,9%	6,1%
Inflación IPC (m/m) sin desest.	23 nov.	OCT	-0,2%	0,4%
Inflación IPC (a/a)	23 nov.	OCT	5,5%	5,2%
Producción industrial (m/m) desest.	25 nov.	OCT	-0,7%	-2,0%
Producción industrial (a/a)	25 nov.	OCT	12,8%	8,6%
Taiwán	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Pedidos de exportación (a/a)	21 nov.	OCT	2,7%	3,8%
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	22 nov.	OCT	4,3%	4,3%
Producción industrial (a/a)	23 nov.	OCT	1,6%	2,5%
Evolución del PIB (a/a)	24 nov.	3T P	3,4%	3,4%
Masa monetaria M2, promedio diario (a/a)	25 nov.	OCT	5,9%	5,6%
Tailandia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Crecimiento del PIB (t/t) desest.	21 nov.	3T	-0,2%	1,5%
Evolución del PIB (a/a)	21 nov.	3T	2,6%	4,4%
Exportaciones aduaneras (a/a)	21-25 nov.	OCT	19,1%	9,8%
Importaciones aduaneras (a/a)	21-25 nov.	OCT	41,9%	29,2%
Vietnam	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Inflación IPC (a/a)	24 nov.	NOV	21,6%	--
Exportaciones en lo que va de año (a/a)	24-30 nov.	NOV	34,6%	--
Importaciones en lo que va de año (a/a)	24-30 nov.	NOV	27,2%	--
Producción industrial (a/a)	24-30 nov.	NOV	5,3%	--

### Indicador de la semana: pedidos de export. de Taiwán (21 de noviembre)

Previsión: 4,2% a/a

Consenso: 3,8% a/a

Anterior: 2,7% a/a

**Comentario:** los pedidos de exportación de Taiwán son un indicador adelantado de la fortaleza de la demanda externa de gran parte de las economías asiáticas de alta tecnología. Los pedidos de exportación registraron su nivel más bajo de los últimos dos años en septiembre y los recientes resultados de las exportaciones de China, Filipinas y Singapur entre otros, muestran una clara tendencia al debilitamiento, en especial en los pedidos procedentes de EE. UU. y Europa. Prevemos que la tendencia a la desaceleración de los pedidos de exportación de Taiwán continuará en octubre, compensada en parte por la fuerte demanda desde China, donde se mantiene una sólida demanda interna. La demanda de productos electrónicos como semiconductores y componentes sigue siendo lenta. **Repercusión en los mercados:** junto con los datos de comercio de Japón que se publicarán el mismo día, los pedidos de exportación tendrán un impacto en la confianza de los mercados; un resultado peor de lo esperado podría traducirse en previsiones de crecimiento más bajas y aumentar las expectativas de flexibilización de la política económica en Taiwán y en el resto de la región.

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.	2.444,6	-1,5	-12,9	-14,7
	Hong Kong: Hang Seng	18.508,6	-3,3	-19,7	-21,7
	Taiwán - Weighted	7.301,3	-0,9	-18,6	-11,9
	Japón - Nikkei 225	8.367,2	-1,7	-18,2	-16,4
	Corea - Kospi	1.844,3	-1,0	-10,1	-4,3
	India - Sensex 30	16.461,7	-4,3	-19,7	-17,4
	Australia - SPX/ASX 200	4.193,4	-2,4	-11,6	-9,6
	Singapur - Strait Times	2.750,8	-1,4	-13,8	-14,4
	Indonesia - Jakarta Comp.	3.757,0	-0,6	1,4	2,2
	Tailandia - SET	993,4	2,3	-3,8	-1,1
	Malasia - KLCI	1.460,1	-0,6	-3,9	-2,4
	Filipinas - Manila Comp.	4.307,5	-0,1	2,5	4,5

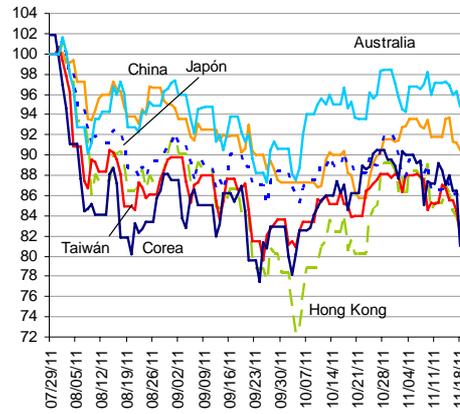
Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,35	-0,17	6,34	6,33
	Hong Kong (HKD/USD)	7,79	-0,12	7,78	7,76
	Taiwán (TWD/USD)	30,2	-0,11	30,17	29,81
	Japón (JPY/USD)	76,9	0,34	76,74	76,00
	Corea (KRW/USD)	1.133	-0,53	1.139	1.142
	India (INR/USD)	50,9	-1,43	51,90	53,46
	Australia (USD/AUD)	1,00	-2,37	1,01	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,29	-1,11	1,29	1,29
	Indonesia (IDR/USD)	9.035	-0,75	9.190	9.631
	Tailandia (THB/USD)	31,0	-0,58	31,20	31,63
	Malasia (MYR/USD)	3,16	-0,48	3,17	3,20
	Filipinas (PHP/USD)	43,3	-0,17	43,39	43,33

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

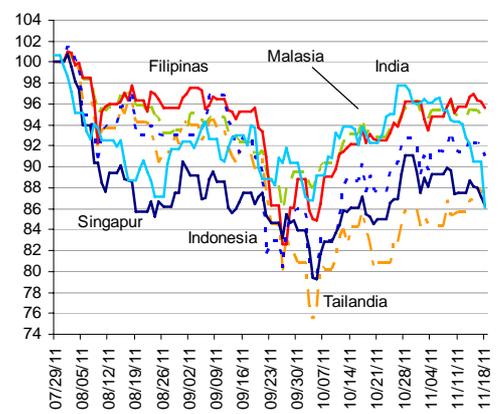
## Gráficos

Gráfico 9  
**Mercados bursátiles**



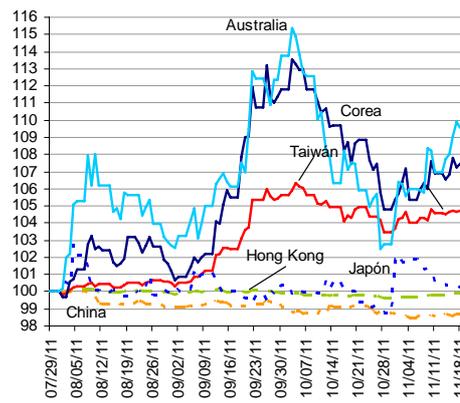
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10  
**Mercados bursátiles**



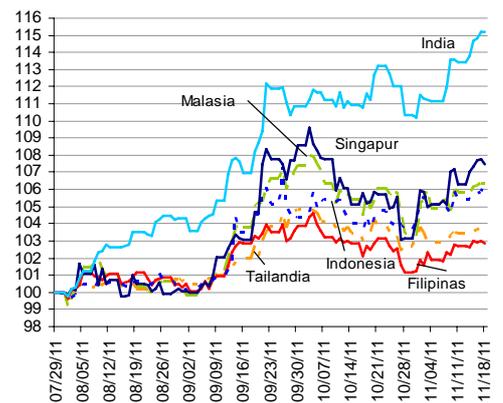
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11  
**Mercados de divisas**



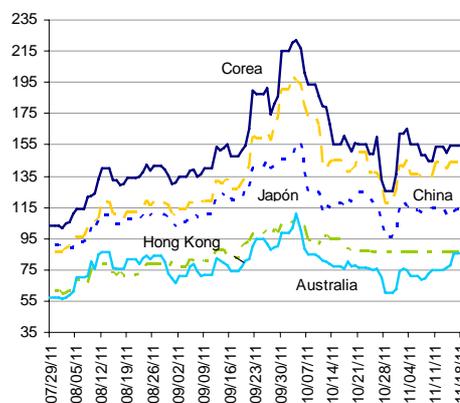
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12  
**Mercados de divisas**



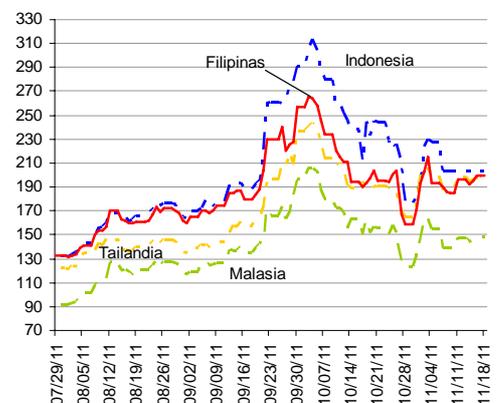
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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.**