

# Observatorio Semanal

## Asia

2 de diciembre 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

## China gira hacia la flexibilización

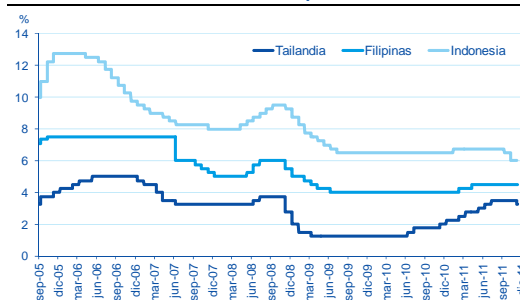
Mientras los bancos centrales de las economías desarrolladas toman acciones coordinadas para tratar de aliviar las condiciones de liquidez, los bancos centrales asiáticos están dando sus propios pasos de forma individual para apoyar las perspectivas de crecimiento. Lo más significativo es que China anunció esta semana un temprano e inesperado recorte en su coeficiente de reservas obligatorias, coincidiendo con la publicación del decepcionante resultado del PMI, que entró en la zona de contracción (48,0). Esta medida contribuyó a elevar la confianza regional y mundial, aunque iba dirigida a la economía nacional. Seguimos considerando que la economía de China se dirige hacia un aterrizaje suave, gracias, en parte, al margen que tienen para aplicar una política de estímulo como respuesta al debilitamiento de la demanda externa. También se ha visto flexibilización monetaria en Tailandia (ver Datos relevantes), iniciando un nuevo ciclo de recorte de tipos de interés (Gráfico 1), con el objeto de apoyar la recuperación tras las recientes inundaciones y de compensar los efectos del deterioro del entorno externo. Bajo estas circunstancias, prevemos que estos y otros bancos centrales tomen más medidas de flexibilización monetaria en los próximos meses

### Las presiones inflacionistas se moderan mientras se desacelera el crecimiento

La inflación de noviembre continúa apuntando a la baja, y en general por debajo del consenso. En Corea (4,2% a/a; consenso: 4,4%), Indonesia (4,2% a/a; consenso: 4,2%) y Tailandia (4,2% a/a; consenso: 4,4%) los resultados estuvieron en línea o por debajo del consenso, aunque la inflación persiste en términos interanuales (Gráfico 2). El crecimiento sigue mostrando indicios de desaceleración regional, tal como estaba previsto: el PIB del 3T de la India se desaceleró en línea con lo esperado (6,9% a/a; anterior: 7,7%), debido a la moderación de los indicadores de actividad, el lento progreso de las reformas y el empeoramiento de las perspectivas mundiales. Filipinas, por otro lado, experimentó una decepcionante desaceleración del crecimiento del PIB (3,2% a/a en el 3T en comparación con el 3,4% en el 2T; consenso: 4,1%). En el lado positivo, las exportaciones de noviembre de Corea repuntaron con un resultado mejor de lo previsto, un 13,8% a/a (consenso: 10,4%) como consecuencia de la demanda desde China y los países de ASEAN, que compensaron la muy debilitada demanda desde Europa (-30,5% a/a) (ver Datos relevantes).

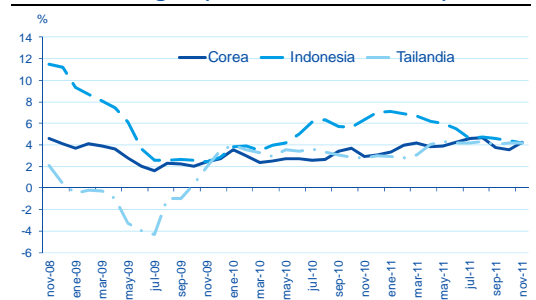
En Australia, Corea e Indonesia la próxima semana se celebrarán reuniones sobre política monetaria. Esperamos que los tipos de interés se mantengan sin cambios, aunque es arriesgado apostar por ello en Australia, dadas nuestras expectativas de que se efectúe un recorte de los tipos a comienzos de 2012. En China se dará a conocer un importante conjunto de indicadores de noviembre, incluida la inflación (ver en Indicador de la semana), el comercio, la producción industrial y las ventas minoristas. También se publicarán los resultados de la inflación de noviembre en Filipinas y Taiwán, así como el PIB del 3T en Australia y Corea.

Gráfico 1  
**Comienzan los recortes de tipos en Asia**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2  
**La inflación sigue, pero es menor de lo esperado**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

## Datos relevantes

### Las exportaciones de Corea mejoran, pero las perspectivas siguen débiles

Las exportaciones de Corea repuntaron debido a la fuerte demanda asiática

### Tailandia recorta los tipos para apoyar la recuperación tras las inundaciones

Se espera que la economía se contraiga en el último trimestre y que repunte en 2012

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 esfuerzo de los bancos centrales modera las tensiones en Europa

Los mercados han subido de nuevo impulsados por el optimismo con respecto a que la coordinación entre seis bancos centrales para proporcionar liquidez a los mercados financieros mundiales descongelará el préstamo interbancario en Europa. Los bancos centrales acordaron bajar en 50 puntos básicos los precios en los acuerdos swap de liquidez en dólares estadounidenses, lo que proporciona liquidez extra al mercado y permite a los bancos europeos recibir financiación en dólares a través del BCE. Los mercados de divisas y los mercados bursátiles asiáticos repuntaron como consecuencia de esas noticias; el Hang Seng subió casi 1.000 puntos el jueves y varias monedas asiáticas "high-beta", incluidos el won coreano y el dólar de Singapur, también experimentaron un repunte. Sin embargo, la medida de liquidez es sólo un bálsamo temporal que permite que continúe la actividad normal de los bancos, pero no resuelve con eficacia los riesgos sistémicos subyacentes, es decir, los problemas de solvencia y de la deuda soberana. No obstante, la acción coordinada ayuda a los bancos de todo el mundo, incluidos los de Asia, donde los bancos están bien capitalizados, presentan bajas ratios de mora y hacen préstamos en economías vigorosas y en crecimiento. Para los participantes del mercado, la atención se centrará en la importante cumbre del Consejo Europeo que se celebrará el 9 de diciembre.

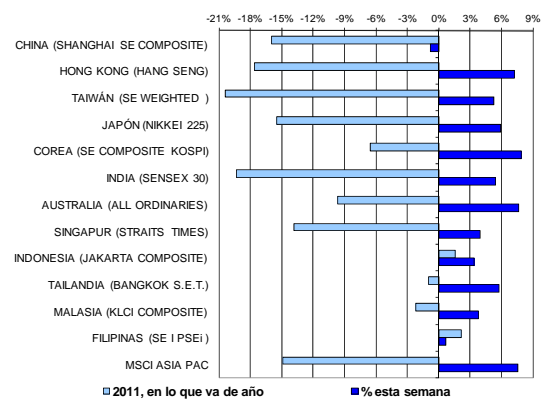
## Divisas: repunte tras las nuevas medidas de financiación en dólares

El sentimiento a favor de la asunción del riesgo tras la coordinación de los bancos centrales del miércoles produjo un fuerte repunte de las divisas. Como viene sucediendo desde agosto, con cada noticia se produce una reacción automática en los mercados, seguida de lo que parece una contrarreacción igual de fuerte: pensemos por ejemplo en la rupia, que de 9.200/USD se apreció hasta 9.100 inmediatamente después del anuncio y llegó a tocar brevemente el nivel de 9.000 al final del jueves antes de su venta masiva el viernes a 9.103 en el momento de escribir estas líneas. Los participantes de los mercados siguen en busca de indicios definitivos de que la crisis del euro se ha frenado.

## Fuerte rendimiento de los mercados, pero con perspectivas prudentes

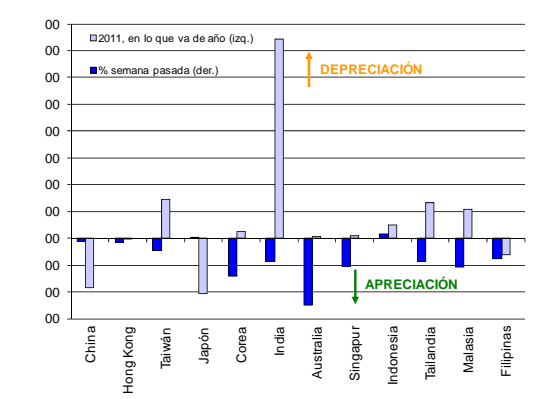
Tanto el crédito corporativo como el crédito soberano estuvieron más ajustados esta semana como consecuencia de las noticias procedentes de Europa. Los diferenciales de los bonos corporativos indonesios y chinos se ajustaron unos 30 pb durante la semana. Los diferenciales de los CDS también se contrajeron y el coste de la compra de protección en muchas contrapartes únicas del sector bancario asiático fue notablemente más ajustado, como cabría esperar. El comportamiento de los mercados responde a los acontecimientos europeos, y aunque crece el optimismo (las subastas de bonos de Italia y España fueron bien recibidas ayer, y las rentabilidades italianas cayeron por debajo del 7%), aún no estamos fuera de peligro.

Gráfico 3  
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4  
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

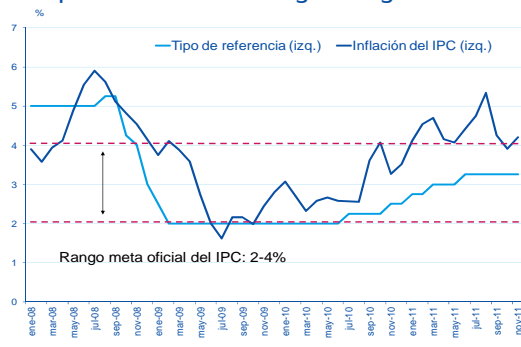
### Las exportaciones de Corea repuntaron en noviembre, pero las perspectivas siguen siendo débiles

Las exportaciones de noviembre de Corea, los primeros datos mensuales que se publican en la región, repuntaron con respecto al débil resultado obtenido en octubre (8,0% a/a), con un crecimiento del 13,8% a/a (consenso: 10,4%). Los principales motores fueron las fuertes demandas desde China (9,2% a/a) y los países ASEAN (16,5% a/a), que compensaron la pronunciada caída de la demanda en los mercados europeos (-30,5% a/a). A la cabeza del repunte se situaron los productos químicos, el acero y las piezas electrónicas. Sin embargo, a pesar de este resultado positivo, las perspectivas a corto plazo siguen siendo débiles, pues se prevé que la desaceleración de la economía mundial seguirá afectando a los exportadores coreanos, y los indicadores avanzados, como el índice de gerentes de compras manufacturero (47,1 en noviembre) y los nuevos pedidos de exportación (47,8) apuntan a un entorno más difícil de cara al futuro.

La inflación de noviembre también se ha publicado esta semana, con un resultado al alza (4,2% a/a; consenso: 4,4%) en comparación con octubre (3,6% a/a). La inflación ha mostrado una tendencia a la baja, hacia el rango meta de las autoridades, un 2-4%. Los recientes cambios en la cesta de la compra (por ejemplo se han eliminado los anillos de oro y se han añadido los teléfonos inteligentes) llevarán a una caída mecánica del 0,4% en el índice el próximo año. Preveamos que el Banco de Corea se mantendrá sin cambios en el 3,25% en la próxima reunión sobre política monetaria que se celebrará el 8 de diciembre.

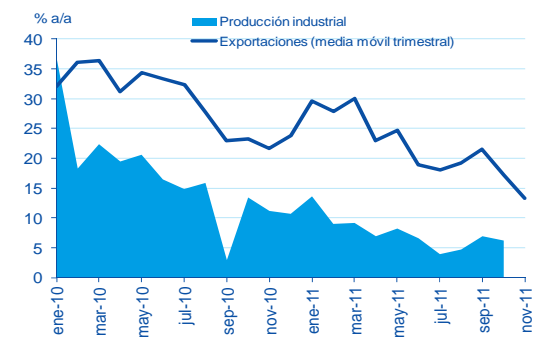
Por otro lado, las autoridades coreanas han tomado medidas para impulsar la economía en caso de que se produzca un mayor deterioro en el entorno externo. Corea acusó especialmente el golpe de la crisis financiera mundial en 2008-09, tanto en el canal de comercio como en el financiero. Las vulnerabilidades se han reducido con respecto a esto último gracias a la aplicación de medidas macroprudenciales para reducir la deuda externa a corto plazo y las ratios préstamo-depósito de los bancos. Así pues, la economía está ahora en mejor posición para capear un choque externo, sobre todo porque cuentan con una cifra elevada de reservas, superávit por cuenta corriente y unas finanzas públicas sólidas. Estos factores hicieron que la agencia de calificación Fitch mejorara el mes pasado la perspectiva de la deuda soberana de Corea de "estable" a "positiva". No obstante, Corea sigue expuesta dado su alto grado de apertura.

Gráfico 5  
El Banco de Corea no subirá los tipos dado que los tipos de interés reales siguen negativos...



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
...a pesar de la desaceleración de los indicadores de actividad



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

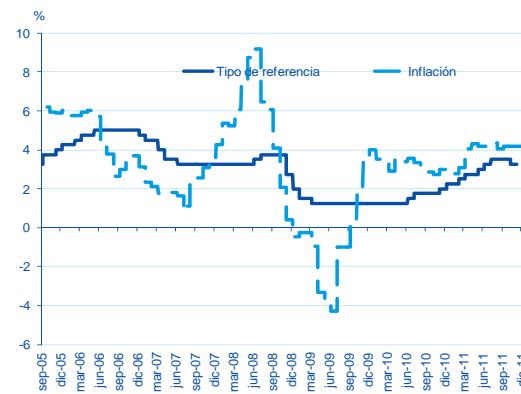
### Tailandia recorta los tipos de interés para apoyar la recuperación tras las inundaciones

Tal como se esperaba después de las declaraciones de los días precedentes en las que el Gobernador insinuaba una flexibilización de la política, el Banco de Tailandia recortó los tipos de interés esta semana en 25 pb (Gráfico 7). Esta medida da respuesta al impacto generalizado de las inundaciones y al debilitamiento del entorno externo, y marca el fin de la serie de movimientos alcistas de los tipos efectuados este año hasta el mes de septiembre. A pesar de estar aumentando de nuevo debido a las interrupciones de la oferta a causa de las recientes inundaciones (4,2% a/a en noviembre, consenso: 4,4%), la inflación está bajo control (la inflación subyacente está por debajo de la meta del 3%) y el crecimiento se ha convertido en la preocupación política más urgente como consecuencia del devastador impacto de las inundaciones. Entre otros bancos centrales de la región que han cambiado a una postura de flexibilización se incluyen el de China, que ha recortado esta semana el CRO, y el de Indonesia.

Las inundaciones han afectado a numerosos sectores de la economía, entre los que se incluyen la agricultura, el turismo y la producción manufacturera, y también han provocado trastornos en las cadenas de suministro mundiales de los sectores de la electrónica y la automoción. Los trastornos fueron evidentes en las cifras del comercio de Tailandia en octubre, cuando tanto las exportaciones (-0,1% a/a, anterior: 18,4%) como las importaciones (20,6% a/a, anterior: 42,6%) se desaceleraron tras el desplome de la producción industrial. La producción del sector manufacturero ha sufrido graves interrupciones, con efectos negativos en las cadenas de suministro mundiales. Tailandia tiene una elevada cuota del mercado mundial de unidades de disco duro y también es un importante centro de exportación regional de la industria del automóvil. Muchas empresas extranjeras, especialmente de Japón, se han visto afectadas, y el gobierno se enfrenta a una ardua tarea para restablecer la confianza de consumidores y empresas. Además, como los alimentos son una de las principales exportaciones de Tailandia, la reducción de la producción agrícola puede ejercer presiones alcistas en los precios mundiales de determinados alimentos, como el arroz.

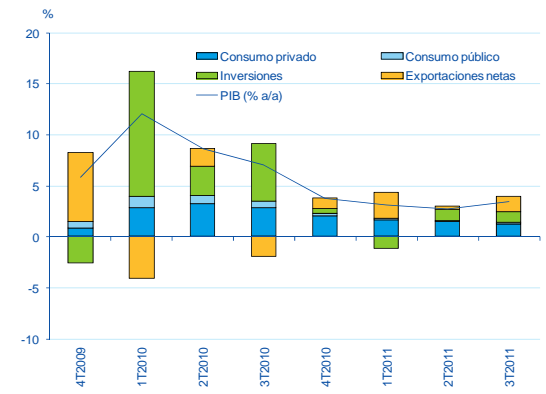
Hasta la fecha, las inundaciones han provocado daños por un valor aproximado de 45.000 millones de dólares, que se dividen por igual entre pérdidas de propiedades y pérdida de producción, y el coste estimado de la reconstrucción y prevención de inundaciones asciende a 24.100 millones de dólares según el Banco Mundial. Estos trastornos han dado lugar a fuertes rebajas de las perspectivas de crecimiento de Tailandia a corto plazo: la Junta Nacional de Desarrollo Económico y Social ha rebajado sus previsiones de crecimiento en 2011 al 1,5% desde el 4,0% original debido a que se espera una contracción en el cuarto trimestre. Estas perspectivas de crecimiento más bajas llegan tras el decepcionante resultado del PIB en el tercer trimestre (3,5% a/a; consenso: 4,5%) (Gráfico 8). No obstante, se prevé un repunte en 2012 debido a un efecto base bajo, aunque las perspectivas de debilitamiento externas podrían ponerlo en peligro también. En cuanto a la política monetaria, preveemos que la postura de flexibilización que acaba de comenzar continuará al menos hasta el segundo trimestre. En ocasiones anteriores, el BdT no ha dudado en hacer fuertes recortes en los tipos de interés cuando lo han considerado necesario, de modo que no se pueden descartar mayores recortes.

Gráfico 7  
El Banco de Tailandia recorta los tipos de interés



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8  
Se prevé que el crecimiento se desacelere en 4T



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Calendario Indicadores

<b>Australia</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Australia, exportaciones netas al PIB	6 dic.	3T	-0,5%	-0,6%
Producto interior bruto (t/t)	7 dic.	3T	1,2%	1,2%
Producto interior bruto (a/a)	7 dic.	3T	1,4%	2,3%
Tasa de paro	8 dic.	NOV	5,2%	5,2%
<b>China</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Índice PMI no manufacturero de China	3 dic.	NOV	57,7	--
PMI de China de HSBC Services	5 dic.	NOV	54,1	--
Inflación (a/a)	9 dic.	NOV	5,5%	4,5%
Índice de precios mayoristas (a/a)	9 dic.	NOV	5,0%	3,2%
Producción industrial (a/a)	9 dic.	NOV	13,2%	12,7%
Ventas minoristas (a/a)	9 dic.	NOV	17,2%	16,8%
<b>Japón</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Pedidos de maquinaria (m/m)	8 dic.	OCT	-8,2%	0,5%
Producto Interior Bruto anualizado	9 dic.	3T F	6,0%	--
Producto interior bruto (t/t)	9 dic.	3T F	1,5%	--
<b>Filipinas</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Inflación (a/a)	6 dic.	NOV	5,2%	5,0%
Inflación IPC subyacente (a/a) 2000=100	6 dic.	NOV	3,9%	--
<b>Corea</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Producto interior bruto (t/t)	6 dic.	3T F	0,7%	--
Producto interior bruto (a/a)	6 dic.	3T F	3,4%	--
Índice de precios mayoristas (a/a)	9 dic.	NOV	5,6%	--
<b>Taiwán</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Inflación (a/a)	5 dic.	NOV	1,22%	1,27%
IPM (a/a)	5 dic.	NOV	5,93%	6,0%
Exportaciones (a/a)	8 dic.	NOV	11,7%	8,6%
Importaciones (a/a)	8 dic.	NOV	11,8%	2,4%

### Indicador de la semana: CPI de China para noviembre (9 de diciembre)

Previsión: 4,3% a/a

Consenso: 4,5 % a/a

Anterior: 5,5% a/a

Comentario: la próxima semana se publicarán en China una serie de indicadores importantes que incluyen la inflación de noviembre, el comercio, la producción industrial y las ventas minoristas. La inflación ha sido un motivo de preocupación especial durante gran parte del año, pero está empezando a retroceder a medida que se moderan los precios de los alimentos y de las materias primas y a medida que se desacelera el crecimiento debido a las dificultades externas. Los mercados estarán atentos a una nueva caída de la inflación, que podría dar margen para una mayor flexibilización monetaria tras el reciente recorte aplicado en el CRO. Sin embargo, como la inflación sigue todavía por encima del nivel de confort de las autoridades (4%), lo más probable es que las nuevas medidas de flexibilización monetaria se implementen con cautela. Repercusión en los mercados: un valor de la inflación por debajo de lo previsto podría aumentar las expectativas de nuevas medidas de flexibilización monetaria e indicaría una desaceleración del crecimiento, mientras que un valor más alto haría mella en la confianza al limitar el margen de maniobra política de las autoridades.

Inicio →

Mercados →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

#### **Australia: reunión de política monetaria del RBA, 6 de diciembre**

Esperamos que el tipo de interés básico se mantenga sin cambios

**Actual** 4,50%  
**Consenso** 4,50%

#### **Indonesia: reunión del Banco Indonesia, 8 de diciembre**

Esperamos que el tipo de interés de referencia se mantenga sin cambios

**Actual** 6,00%  
**Consenso** 6,00%

#### **Corea: reunión del BdC, 8 de diciembre**

Esperamos que el tipo de interés repo a 7 días se mantenga sin cambios

**Actual** 3,25%  
**Consenso** 3,25%

## 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.	2.360,7	-0,8	-15,9	-17,0
	Hong Kong: Hang Seng	18.973,2	7,3	-17,6	-19,1
	Taiwán - Weighted	7.140,7	5,2	-20,4	-16,8
	Japón - Nikkei 225	8.643,8	5,9	-15,5	-15,0
	Corea - Kospí	1.916,0	7,9	-6,6	-1,8
	India - Sensex 30	16.546,5	5,4	-19,3	-17,2
	Australia - SPX/ASX 200	4.288,0	7,6	-9,6	-8,3
	Singapur - Strait Times	2.747,4	3,9	-13,9	-14,1
	Indonesia - Jakarta Comp.	3.759,7	3,4	1,5	1,8
	Tailandia - SET	1.022,8	5,7	-1,0	-0,9
	Malasia - KLCI	1.485,7	3,8	-2,2	-1,2
	Filipinas - Manila Comp.	4.290,9	0,7	2,1	3,4

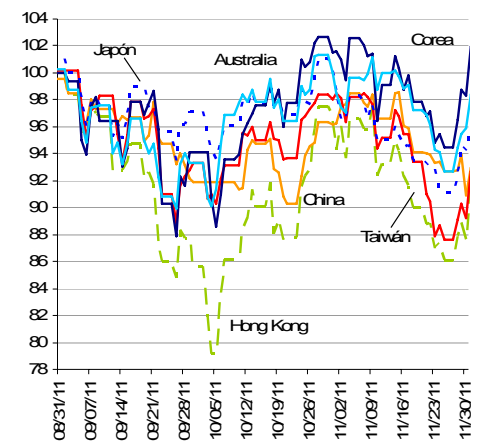
Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,36	0,26	6,37	6,38
	Hong Kong (HKD/USD)	7,77	0,31	7,77	7,75
	Taiwán (TWD/USD)	30,1	0,95	30,11	29,77
	Japón (JPY/USD)	77,8	-0,08	77,62	77,08
	Corea (KRW/USD)	1.131	2,91	1.136	1.142
	India (INR/USD)	51,4	1,76	52,24	53,68
	Australia (USD/AUD)	1,02	5,21	0,99	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,29	2,14	1,29	1,28
	Indonesia (IDR/USD)	9.088	-0,33	9.213	9.685
	Tailandia (THB/USD)	30,9	1,72	31,08	31,48
	Malasia (MYR/USD)	3,13	2,22	3,14	3,16
	Filipinas (PHP/USD)	43,3	1,60	43,33	43,35

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

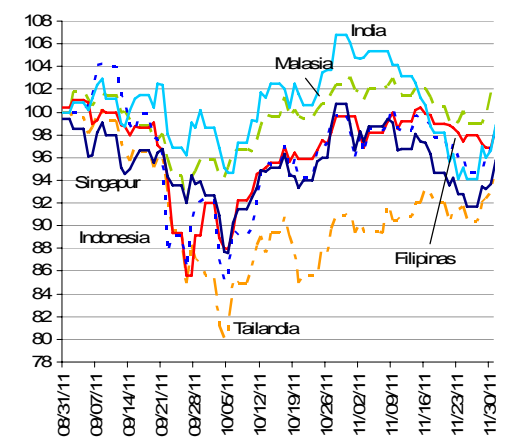
## Gráficos

Gráfico 9  
Mercados bursátiles



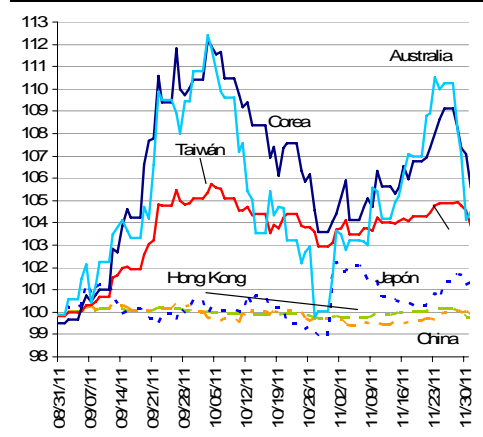
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10  
Mercados bursátiles



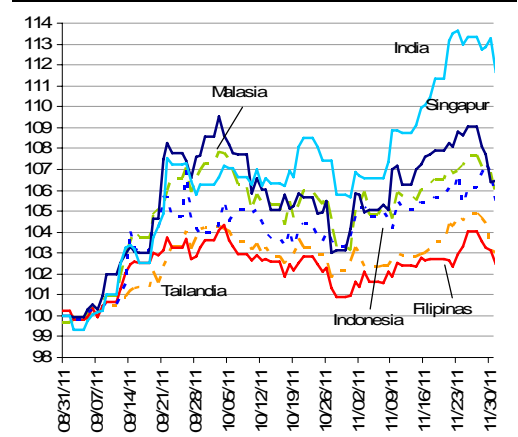
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11  
Mercados de divisas



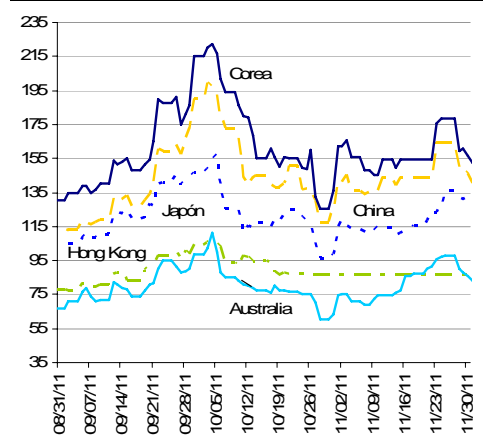
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12  
Mercados de divisas



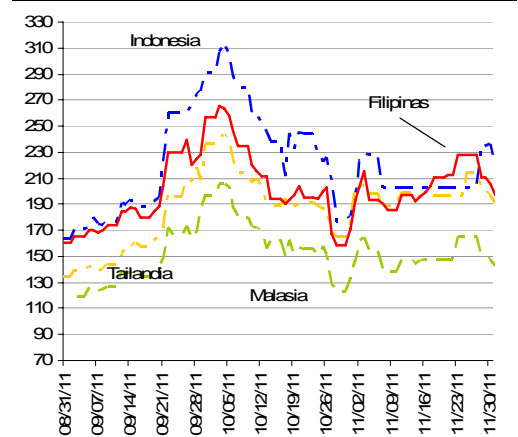
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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.**