

Observatorio Semanal

Hong Kong, 1 de abril 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

Jenny Zheng

jenny.zheng@bbva.com.hk

Serena Wang

serena.wang@bbva.com.hk

Mercados

Richard Li

richard.li@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Mario Nevares

mario.nevares@bbva.com.hk

Solidez de las economías a pesar de los crecientes riesgos

A pesar de que han aumentado los riesgos externos debido a las secuelas del terremoto de Japón y a que los precios del petróleo son más elevados, los indicadores económicos y las medidas políticas siguen apuntando a la solidez de las economías en toda la región, lo que ha contribuido a fortalecer la confianza de los inversores. El índice de gerentes de compras de China correspondiente a marzo muestra un crecimiento estable, y fue bien recibido por los analistas del mercado (véase la sección Datos relevantes); por otro lado, un nuevo movimiento alcista de los tipos en Taiwán, el cuarto desde junio del año pasado (Gráfico 1), transmite la confianza de las autoridades en que el impulso de crecimiento se mantiene intacto.

La inflación sigue haciendo mella

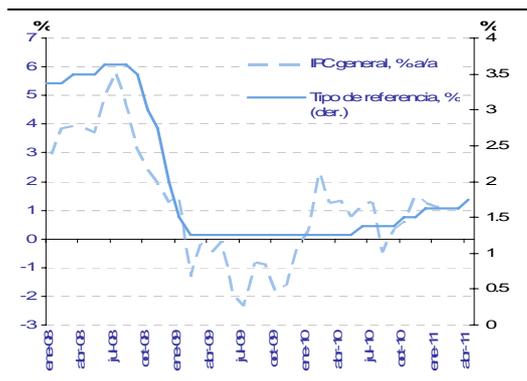
En marzo, la inflación de Corea subió al 4,7% a/a desde el 4,5% registrado en febrero (Gráfico 2). Aunque el resultado fue algo inferior a lo esperado (consenso: 4,8%), la inflación de Corea está muy por encima del rango meta de las autoridades, que se sitúa en el 2-4%, y se ha convertido en uno de los principales retos políticos, por lo que es más probable que el Banco de Corea siga subiendo los tipos en los próximos meses. La inflación de Tailandia también se aceleró hasta el 3,1% a/a (consenso: 3,0%) desde el 2,9% de febrero, debido al aumento de los precios del petróleo, mientras que en Indonesia, la inflación se ha moderado (6,7% a/a; consenso: 7,0%). Varios indicadores de la región muestran cierta debilidad, lo que es indicio de que se está produciendo una desaceleración. Así, las cifras de las ventas minoristas de Hong Kong correspondientes al mes de febrero han sido más débiles (5,1% a/a frente al consenso: 13,8%) y el PIB del primer trimestre de Vietnam se moderó hasta el 5,4% a/a desde el 7,4% a/a registrado en el trimestre anterior (véase la sección Datos relevantes).

En la próxima semana...

Se publicará la inflación de los precios al consumo (IPC) de marzo en Filipinas (véase la sección Datos a observar) y Taiwán, así como el índice de gerentes de compras de Singapur y Hong Kong. También se darán a conocer los datos de comercio de Malasia y Australia, junto con los datos por cuenta corriente de Japón. Además, habrá reuniones sobre política monetaria en Australia y Japón, y prevemos que los tipos de interés se mantendrán sin cambios en ambos casos (véase el Calendario).

Gráfico1

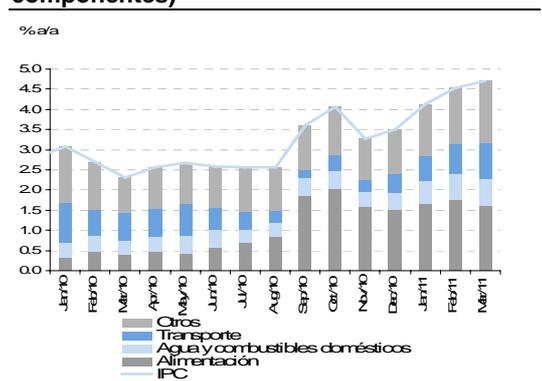
Taiwán sube los tipos de interés por cuarta vez



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico2

Las presiones de demanda alimentan la inflación en Corea (contribución de los componentes)



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Mercados

Datos relevantes

Calendario

Datos de los mercados

Datos relevantes

El modesto incremento del índice de gerentes de compras de marzo en China anuncia un aterrizaje suave

Los últimos datos ayudan a aliviar los temores de una desaceleración brusca en China

Las perspectivas de crecimiento de Hong Kong siguen siendo sólidas

El rápido crecimiento del crédito y el aumento de la inflación son los principales retos políticos

El crecimiento del PIB de Vietnam se ralentiza mientras las autoridades tratan de mantener la estabilidad macroeconómica

A pesar de la desaceleración del PIB en el primer trimestre, las perspectivas de crecimiento a medio plazo son fuertes

Análisis de Mercados

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk

Mario Nevares
Mario.nevares@bbva.com.hk

Mercados

Prevalece el optimismo sobre la solidez de las economías asiáticas

Los mercados han demostrado confianza en la solidez de las economías asiáticas ante los colosales terremotos de Japón y las subidas de los precios del petróleo. La aversión al riesgo se ha moderado y las bolsas asiáticas han ampliado sus ganancias. Las monedas asiáticas en general se han apreciado y el won coreano ha sido el que ha obtenido mejores resultados debido a las perspectivas de que se producirán rápidos movimientos alcistas de los tipos. No obstante, sigue habiendo riesgos. Las fugas radiactivas fuera de la central nuclear de Fukushima son todavía una de las preocupaciones principales. Los precios del petróleo se mantienen elevados, y los futuros del crudo Brent están por encima de 117 USD/bbl, lo que refleja el prolongado conflicto de Libia y los informes que llegan sobre las protestas en el marco más amplio de la región MENA.

Ya hace tiempo que venimos defendiendo la solidez de las economías asiáticas ante este doble impacto con dos salvedades importantes: que las fugas radiactivas de Japón puedan contenerse pronto y que los disturbios civiles no se extiendan a los principales países productores de petróleo. Con estas salvedades, creemos que la crisis de Japón y el aumento de los precios del petróleo tendrán unas repercusiones negativas moderadas sobre el crecimiento de Asia en 2011, repercusiones que se concentrarán en el 2T. La economía de Asia seguirá creciendo en el segundo semestre; el aumento de la inflación y el ajuste por parte de los bancos centrales seguirán siendo los temas dominantes.

A este respecto, la inflación de Corea correspondiente a marzo subió hasta el 4,7% a/a y aumentó la inquietud de que el BdC volverá a subir los tipos de interés en breve. Dado que la economía todavía se está preparando para los efectos negativos derivados de la situación de Japón, es probable que el BdC haga una pausa en abril y vuelva a hacer un movimiento en la reunión de mayo/junio. La balanza comercial de marzo fue sorprendentemente robusta, y se situó por encima de 3.000 millones de dólares estadounidenses como consecuencia de unas exportaciones más fuertes apoyadas por un cambio USD-KRW por debajo de 1.100.

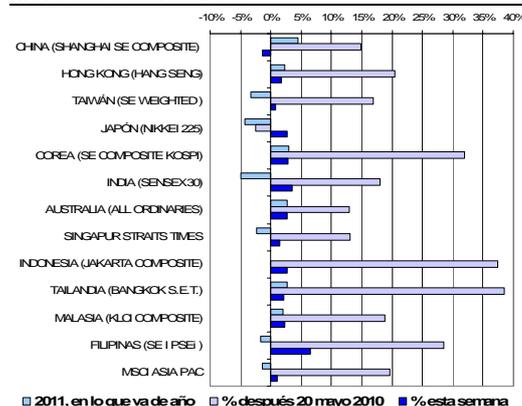
Por otro lado, el IPC de Indonesia de moderó ligeramente en marzo, debido en parte a un resultado más bajo de los derechos de importación sobre el arroz, el trigo y la soja, y a que la rupia indonesia está más fuerte. La inflación subyacente continúa aumentando y el crecimiento del crédito sigue oscilando en niveles elevados. Mantenemos, por tanto, que el BI tendrá que subir los tipos de interés gradualmente para atajar la inflación.

El yen fue la moneda que obtuvo los peores resultados, no sólo en Asia sino también entre las divisas del G10. Los datos procedentes de Japón muestran que el crecimiento y la confianza empresarial eran fuertes antes del terremoto, pero mayoritariamente el mercado hace caso omiso de estos datos. Después de la tragedia, Japón tenía las perspectivas más bajas del G10 en cuanto a subir los tipos. Con la moderación de la aversión al riesgo y la creciente inquietud de que la Fed podría retirar su estímulo más temprano que tarde, el yen se ha convertido en un vehículo de financiación atractivo para las operaciones comerciales. El cambio USD-JPY ha roto el promedio móvil de 200 días en el momento de redactar estas líneas. Creemos que el cambio de este par podría volver a situarse alrededor de 85 en el 2T como consecuencia de los débiles datos macroeconómicos de Japón, los rumores de los problemas fiscales y la intensificación del debate acerca de la política que seguirá la Fed de aquí en adelante.

Los mercados de valores subieron en su mayoría esta semana, con la única excepción de China (Gráfico 3). La tendencia al alza se estancó al final de la semana después de que uno de los responsables de la Reserva Federal dijera que es posible que sea necesario subir los tipos de interés. La semana pasada, el índice MSC del Pacífico Asiático experimentó su mayor subida semanal desde noviembre cuando Japón tomó medidas para estabilizar los reactores nucleares dañados por el terremoto y las empresas dieron a conocer que sus resultados habían superado las estimaciones.

Gráfico 3

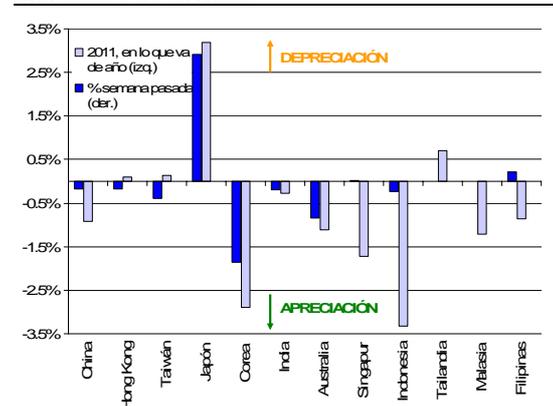
Mercados bursátiles



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4

Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

- Inicio →
- Datos relevantes →
- Calendario →
- Datos de los mercados →

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

Jenny Zheng

jenny.zheng@bbva.com.hk

Serena Wang

serena.wang@bbva.com.hk

Datos relevantes

El modesto incremento del índice de gerentes de compras de marzo en China anuncia un aterrizaje suave

Los datos del índice de gerentes de compras de China correspondientes a marzo llamaron la atención de los mercados al indicar un impulso de crecimiento cuando otros indicadores recientes apuntaban a que la economía podría estar desacelerándose. En marzo, el índice de gerentes de compras (PMI) del sector manufacturero registró un 53,4%, una cifra algo inferior a lo esperado, pero todavía fuerte (se mantiene firme en la zona de expansión: más de 50), lo que supone el primer incremento que se produce en cuatro meses y se sitúa por encima del resultado de febrero, un 52,2%. Aunque al ser un valor por debajo de lo previsto —y en combinación con otros indicadores que apuntan a un debilitamiento del crédito, las ventas minoristas y las exportaciones— podría suscitar inquietud por que se produzca una desaceleración brusca, creemos que este resultado es un buen síntoma de que el crecimiento se dirige hacia un aterrizaje suave, justo lo que las autoridades han estado tratando de conseguir a través de sus recientes medidas de ajuste. Los factores principales para el incremento del índice de gerentes de compras de marzo son las mejoras que se han producido en los subcomponentes de la producción y el empleo, que se han incrementado en 1,9 y 2,9 puntos porcentuales, respectivamente; el subcomponente de pedidos nuevos fue un poco más moderado, con un aumento de 0,9 puntos porcentuales. Los precios de los insumos registraron un grato descenso de -1,8 puntos porcentuales, lo que debería contribuir a moderar las presiones inflacionistas. En el plano externo, el subcomponente de las exportaciones aumentó saludablemente: 1,6 puntos porcentuales, mientras que el componente de las importaciones cayó en 1,9 puntos porcentuales, lo que sugiere que, tal como se esperaba, los déficits comerciales mensuales volverán a convertirse en superávits. Prevemos que el crecimiento del PIB en el primer trimestre será un 9,3% a/a, por debajo del 9,8% a/a registrado en el cuarto trimestre del año pasado y en línea con nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2011, que según nuestras estimaciones se situará en el 9,2% (a mitad de abril se publicará un nuevo lote de datos que incluye el PIB del primer trimestre). Es probable que las autoridades tengan ahora mayor cautela con el ajuste monetario, especialmente en vista del aumento de los precios del petróleo y de otras incertidumbres externas. No obstante, seguimos anticipando que se producirán otros dos movimientos alcistas de los tipos de 25 puntos básicos y una nueva subida de 100 puntos básicos en los coeficientes de reservas obligatorias durante el segundo y el tercer trimestre.

Las perspectivas de crecimiento de Hong Kong siguen siendo sólidas

La autoridad monetaria de Hong Kong (AMHK) acaba de hacer público su último informe semestral [Monetary and Financial Stability Report](#). La publicación documenta la rápida recuperación de 2010, cuando el crecimiento del PIB alcanzó el 6,8% debido a la fortaleza de la demanda, tanto interna como externa. Dada la caída del desempleo y la creciente confianza empresarial, se prevé que impulso de crecimiento subyacente se mantendrá en 2011, si bien a un ritmo moderado. La AMHK prevé que el PIB subirá un 4,8% (en comparación con nuestra previsión del 5%). La inflación aumentó hasta el 3,7% a/a en febrero, como consecuencia de las presiones derivadas del aumento de los precios de los alimentos y de la fuerte demanda. Entre los riesgos más notables a los que se enfrenta la economía figura el rápido crecimiento del crédito, que es el más alto de la región y llegó casi al 29% a/a en 2010. La rapidez con la que ha aumentado el crédito bancario se debe al repunte de los préstamos a empresas de China continental y al sector inmobiliario interno. Aunque no supone un riesgo inmediato, no es posible sostener ese ritmo de crecimiento sin comprometer la calidad crediticia, y la AMHK ha presionado a los bancos para que endurezcan los requisitos para la concesión de préstamos. Otro riesgo procede de la creciente inflación, que podría exacerbarse por el aumento de los precios internacionales de los alimentos y de la energía y por la entrada en vigor en mayo de una ley que establece un nuevo salario mínimo (la AMHK prevé una inflación media del 4,5%, en comparación con nuestras estimaciones de un 5,2%). Por último, los nuevos aumentos en los precios inmobiliarios presentan un riesgo, especialmente dada la posibilidad de que se produzca un incremento en los tipos de interés, lo que supondría una carga sobre el servicio de la deuda de los hogares. Las últimas medidas para enfriar el sector incluyen un impuesto de timbres y estampillas y mayores ratios entre el préstamo y el valor de la garantía, pero la demanda, no obstante, se mantiene fuerte, ya que los inversores se protegen contra la inflación.

El crecimiento del PIB de Vietnam se ralentiza mientras las autoridades tratan de mantener la estabilidad macroeconómica

El PIB del primer trimestre de 2011 en Vietnam se desaceleró hasta el 5,4% a/a con respecto al 7,4% a/a del trimestre anterior y del 6,8% registrado en el conjunto de 2010 (véase el Gráfico 6). La desaceleración se debe principalmente al descenso del ritmo de la producción manufacturera, posiblemente como consecuencia de las medidas de ajuste monetario adoptadas en los meses precedentes. El resultado pone en riesgo nuestra previsión de un 6,9% de crecimiento del PIB en 2011. Vietnam ha estado luchando contra un periodo de inestabilidad macroeconómica marcado por el aumento de la inflación, la ampliación de los déficits comerciales y las presiones bajistas sobre la moneda. Fue el único país de Asia Emergente que el año pasado vio cómo las principales agencias rebajaron su calificación. La inflación ha seguido subiendo en marzo hasta el 13,9% a/a, alimentada por los precios más altos de los combustibles y la electricidad y por los mayores costes de las importaciones como consecuencia de las recientes devaluaciones de su moneda. El Banco Central de Vietnam, en sus esfuerzos por dar respuesta a las presiones sobre la balanza de pagos, depreció el dong el pasado mes de febrero por cuarta vez en 15 meses. También subió los tipos de interés el 8 de marzo, aumentando sus tipos de refinanciación y descuento hasta el 12% para controlar la inflación, medidas que se suman a la serie de movimientos efectuados desde el pasado mes de noviembre. Pero a pesar del actual periodo de inestabilidad macroeconómica, las perspectivas de crecimiento de Vietnam a medio plazo son sólidas, lo que debería seguir alentando los flujos de inversión extranjera.

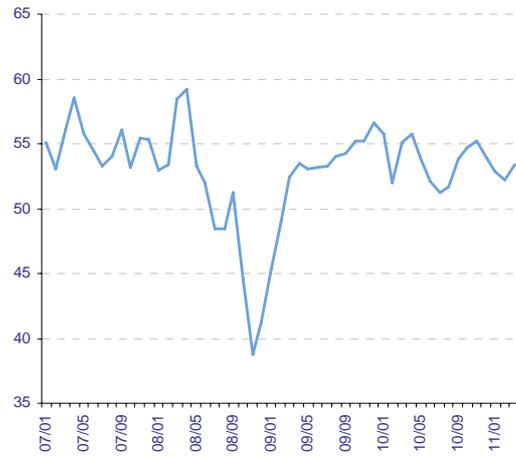
Inicio →

Mercados →

Calendario →

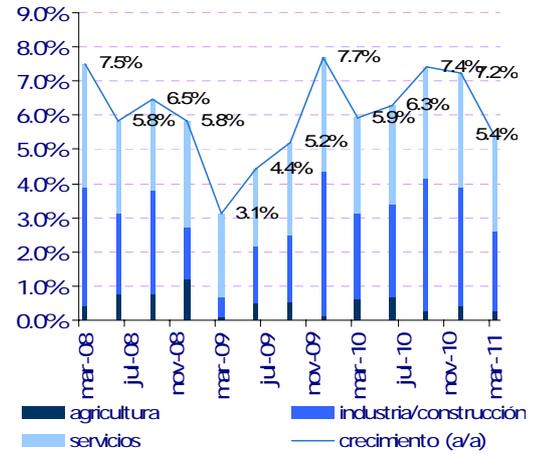
Datos de los mercados →

Gráfico 5
El modesto incremento del índice de gerentes de compras de marzo anuncia un aterrizaje suave



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6
El PIB del primer trimestre de Vietnam se desaceleró



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Análisis Económico

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Mario Nevaes

Mario.nevaes@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

Jenny Zheng

jenny.zheng@bbva.com.hk

Serena Wang

serena.wang@bbva.com.hk

Datos a observar

Filipinas: IPC de marzo (5 de abril)

Previsión: 4,5%

Consenso: 4,5%

Anterior: 4,3%

Comentario: el Banco Central de Filipinas era el último de Asia que seguía sin iniciar el ajuste de la política monetaria, hasta que la semana pasada, concretamente el 24 de marzo, anunció una subida de los tipos de interés de 25 puntos básicos, hasta el 4,25%. El Banco Central ha dado este paso en respuesta al aumento de la inflación, que se ha exacerbado con la reciente subida de los precios de los alimentos y del petróleo. El Banco Central trata de mantener la inflación dentro de su rango meta del 3-5%, pero con la inflación subyacente al alza debido a las presiones de demanda (3,5% a/a en febrero) y la revisión de sus propias previsiones sobre la media anual del índice general de precios para 2011, que se han incrementado recientemente del 3,6% al 4,4%, ese objetivo está en riesgo. **Repercusión en los mercados:** una aceleración de la inflación por encima de las expectativas podría desencadenar nuevas subidas de los tipos de interés a corto plazo (actualmente anticipamos que se producirán otras tres subidas durante este año).

Calendario

| Australia | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
|---|-----------|---------|---------------|---------------|
| Balanza comercial | 5 abr | FEB | 1.875 M | 1.100 M |
| Préstamos hipotecarios | 6 abr | FEB | -4,50% | -2,50% |
| Crédito para inversión | 6 abr | FEB | -6,80% | -- |
| Tasa de paro | 7 abr | MAR | 5,00% | 5,00% |
| China | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Índice PMI no manufacturero de China | 3 abr | MAR | 44,1 | -- |
| PMI de China de HSBC Services | 6 abr | MAR | 51,9 | -- |
| Hong Kong | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Índice de gerentes de compras | 6 abr | MAR | 53,7 | -- |
| Indonesia | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Índice de confianza de los consumidores | 1-11 abr | MAR | 112,3 | -- |
| India | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Saldo por cuenta corriente | 31 mar | 4T | -- | -- |
| Exportaciones (% a/a) | 1 abr | FEB | 32,40% | -- |
| Importaciones (% a/a) | 1 abr | FEB | 13,10% | -- |
| Japón | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Base monetaria (a/a) | 4 abr | MAR | -- | -- |
| Total cuenta corriente ajustada | 8 abr | FEB | 1.089.200 M ¥ | 1.329.100 M ¥ |
| Balanza por cuenta corriente, % a/a | 8 abr | FEB | -- | 7,90% |
| Balanza comercial – Base BdP | 8 abr | FEB | 394.500 M ¥ | 745.500 M ¥ |
| Malasia | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Exportaciones (% a/a) | 5 abr | FEB | 3,00% | 5,00% |
| Importaciones (% a/a) | 5 abr | FEB | 13,50% | 14,40% |
| Balanza comercial | 5 abr | FEB | 9.190 M | 8.850 M |
| Filipinas | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Déficit/superávit presupuestario | 04-08 abr | FEB | 13.400 M | -- |
| Índice de precios al consumo (a/a) | 5 abr | MAR | 4,30% | 4,50% |
| Préstamos bancarios a/a | 8 abr | FEB | 12,40% | -- |
| Singapur | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Índice del sector de productos electrónicos | 5 abr | MAR | 52,6 | 51,5 |
| Índice de gerentes de compras | 5 abr | MAR | 52,3 | 51,8 |
| Corea | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| IED Corea del Sur (a/a) | 3-6 abr | 1T | 62 | -- |
| Índice de precios mayoristas (a/a) | 8 abr | MAR | 6,60% | -- |
| Taiwán | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| IPC (% a/a) | 6 abr | MAR | 1,33% | 1,70% |
| IPM (a/a) | 6 abr | MAR | 3,46% | 3,75% |
| Tailandia | Fecha | Período | Anterior | Cons. |
| Confianza de los consumidores | 7 abr | MAR | 72,2 | -- |

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos de los mercados →

Australia: TIPO DE REFERENCIA DEL RBA, 5 de abril

No prevemos cambios en los tipos de interés

| Actual | Previsto |
|--------|----------|
| 4,75% | 4,75% |

Japón: tipo objetivo del BdJ, 7 de abril

No prevemos cambios en los tipos de interés

| Actual | Previsto |
|--------|----------|
| 0,10% | 0,10% |

Datos de los mercados

Mercados asiáticos

| MERCADOS BURSÁTILES | ÍNDICE | Última cotización | Variación porcentual semanal | En lo que va de año | Variación porcentual en 1 año |
|---------------------------|------------------------|-------------------|------------------------------|---------------------|-------------------------------|
| | China – Shanghai Comp. | 2.935,3 | -1,4 | 4,5 | -6,7 |
| Hong Kong – Hang Seng | 23.563,8 | 1,7 | 2,3 | 9,4 | |
| Taiwán – Weighted | 8.680,4 | 0,8 | -3,3 | 8,3 | |
| Japón – Nikkei 225 | 9.786,2 | 2,6 | -4,3 | -13,0 | |
| Corea – Kospi | 2.112,0 | 2,8 | 3,0 | 22,8 | |
| India – Sensex 30 | 19.480,6 | 3,5 | -5,0 | 10,1 | |
| Australia – SPX/ASX 200 | 4.872,9 | 2,7 | 2,7 | -0,7 | |
| Singapur – Strait Times | 3.114,9 | 1,4 | -2,4 | 5,8 | |
| Indonesia – Jakarta Comp. | 3.701,2 | 2,6 | -0,1 | 30,8 | |
| Tailandia – SET | 1.060,9 | 2,2 | 2,7 | 32,4 | |
| Malasia – KLCI | 1.549,5 | 2,2 | 2,0 | 16,5 | |
| Filipinas – Manila Comp. | 4.129,5 | 6,5 | -1,7 | 30,6 | |

Última actualización: viernes, 11:15 hora de Hong Kong

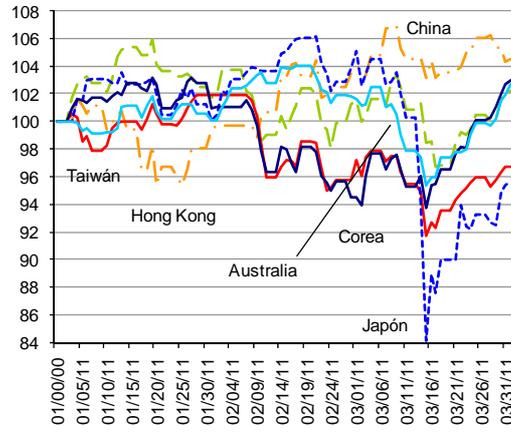
| MERCADOS DE DIVISAS | DIVISA | Spot | Variación porcentual semanal | Forward 3 meses | Forward 12 meses |
|---------------------|-----------------|-------|------------------------------|-----------------|------------------|
| | China (CNY/USD) | 6,55 | 0,17 | 6,51 | 6,42 |
| Hong Kong (HKD/USD) | 7,78 | 0,18 | 7,8 | 8 | |
| Taiwán (TWD/USD) | 29,3 | 0,40 | 29,05 | 28,32 | |
| Japón (JPY/USD) | 83,7 | -2,84 | 83,7 | 83,3 | |
| Corea (KRW/USD) | 1.093 | 1,91 | 1.099,68 | 1.114,40 | |
| India (INR/USD) | 44,6 | 0,38 | 45,3 | 47 | |
| Australia (USD/AUD) | 1,03 | 0,86 | 1 | n.a. | |
| Singapur (SGD/USD) | 1,26 | -0,02 | 1,26 | 1,3 | |
| Indonesia (IDR/USD) | 8.697 | 0,23 | 8.742 | 9.085 | |
| Tailandia (THB/USD) | 30,3 | 0,03 | 30,33 | 30,7 | |
| Malasia (MYR/USD) | 3,03 | 0,00 | 3,0 | 3 | |
| Filipinas (PHP/USD) | 43,4 | -0,21 | 43,41 | 43,55 | |

Última actualización: viernes, 11:15 hora de Hong Kong

[Inicio](#) →[Mercados](#) →[Datos relevantes](#) →[Calendario](#) →

Gráficos de Asia

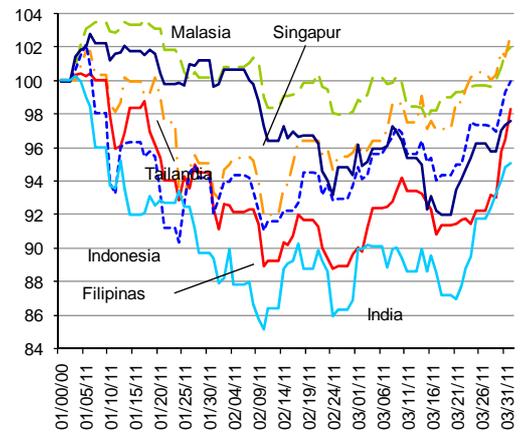
MERCADOS BURSÁTILES



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Índice=100

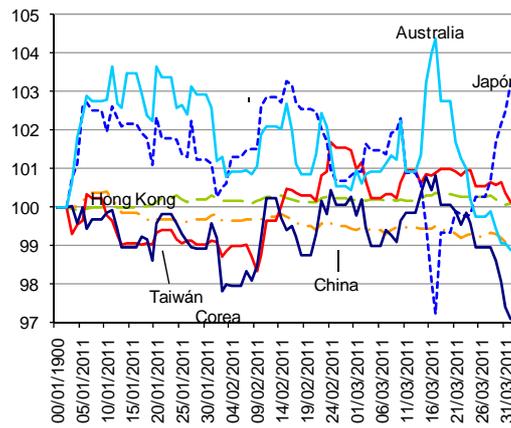
MERCADOS BURSÁTILES



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Índice=100

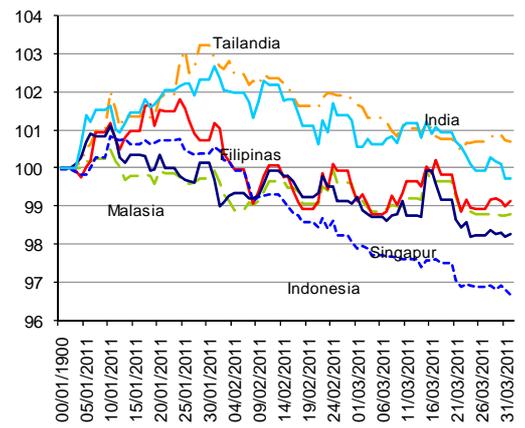
MERCADOS DE DIVISAS



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Índice=100

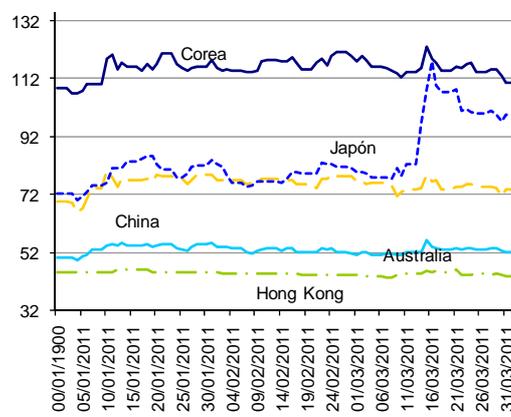
MERCADOS DE DIVISAS



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

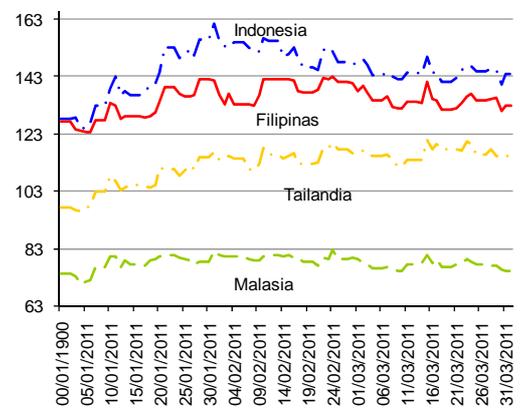
Índice=100

CREDIT DEFAULT SWAPS



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

CREDIT DEFAULT SWAPS



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

- Inicio →
- Mercados →
- Datos relevantes →
- Calendario →

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 / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

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.