

Observatorio Semanal

Asia

14 de octubre de 2011

Análisis Económico

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Mario Nevares

mario.nevares@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

Zhigang Li

zhigang.li@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhar

sumedh.deorukhar@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

Los riesgos provocan flexibilización monetaria

En vista de que la inflación ha llegado a su cima y de que los riesgos bajistas crecen para las perspectivas mundiales, algunos responsables de política monetaria de la región han comenzado a implementar medidas para apoyar el crecimiento. De hecho, el margen para la flexibilización de la política en la mayoría de las economías asiáticas es una de las razones por las que seguimos cautelosamente optimistas acerca de la capacidad de la región para resistir una desaceleración económica mundial más importante, aunque no salga ilesa. El Banco de Indonesia recortó de forma inesperada los tipos de interés en 25 pb en la reunión sobre política monetaria celebrada esta semana (véase Datos relevantes) y la Autoridad Monetaria de Singapur ha flexibilizado hoy su postura al desacelerar el ritmo de apreciación del dólar de Singapur. No obstante, la mayoría de los responsables políticos todavía están a la espera y, dado que las condiciones monetarias ya son bastante laxas y la inflación sigue elevada, no esperamos que haya nuevas medidas de flexibilización importantes a corto plazo (Corea, por ejemplo, dejó los tipos esta semana sin cambios).

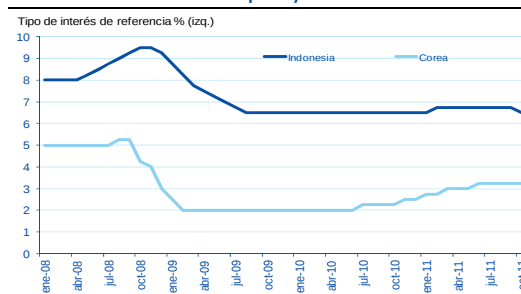
La desaceleración en la inflación supone un alivio

Tal como estaba programado, China y la India publicaron los datos sobre la inflación de septiembre, y en ambos casos los resultados han estado en línea con las expectativas: la inflación de China se la desacelerado hasta el 6,1% a/a (véase Datos relevantes) y la de la India hasta el 9,7%. Aunque todavía es muy temprano para esperar una flexibilización monetaria en estos casos, los resultados podrían estar creando un escenario propicio para ello, (especialmente en China, donde las decepcionantes exportaciones de septiembre sorprendieron a la baja,) si, tal como prevemos, la inflación sigue moderándose hacia finales del año. Por otra parte, el PIB adelantado del tercer trimestre de Singapur, la primera publicación de este dato en la región, se situó por encima de las expectativas (1,3% t/t anualiz. desest, consenso: 0,8%), recuperándose de la contracción del segundo trimestre (-6,5%), aunque las perspectivas son más débiles y el gobierno ha rebajado su previsión del crecimiento.

La próxima semana se publicarán otros indicadores de relevancia para los mercados, incluido el importantísimo PIB del tercer trimestre de China (véase el Indicador semanal), junto con otros indicadores de actividad, como la producción industrial, las ventas minoristas o los nuevos préstamos. En Tailandia y Filipinas se celebrarán reuniones de política monetaria que serán observadas con atención en busca de nuevos signos de flexibilización en la región, si bien nosotros no esperamos que se produzcan cambios en ninguno de los dos casos. Los pedidos de exportación de Taiwán arrojarán más luz sobre el impacto de la desaceleración de la demanda externa en la región y la inflación de Hong Kong y de Malasia se seguirán de cerca para ver si hay nuevos indicios de moderación de las presiones sobre los precios.

Gráfico 1

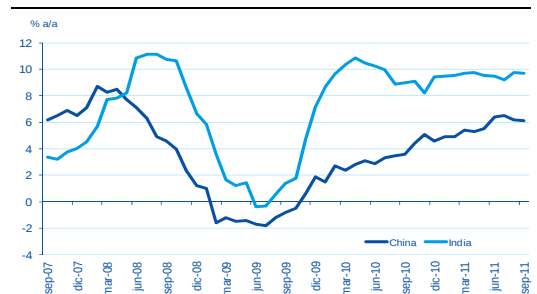
Indonesia recorta los tipos y Corea los mantiene



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2

La inflación se frena ligeramente en China e India



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Datos relevantes

La inflación de China se modera ligeramente

Sin embargo, el crecimiento de las exportaciones resulta decepcionante

Los bancos centrales de Asia empiezan a flexibilizar su política monetaria

El Banco de Indonesia recorta los tipos; los bancos centrales ponen la atención en el crecimiento

La Dirección de Política de 2011/12 de Hong Kong se publicó la pasada semana

Estuvo centrado en el mercado inmobiliario, el bienestar social y la integración económica

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos Mercados →

Gráficos →

Estrategia de Divisas

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Análisis Económico

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Mercados

Mercados: un repunte para comenzar el cuarto trimestre

Los mercados de valores asiáticos repuntaron con prudencia en el trimestre actual con respecto a los recientes mínimos anuales. El aumento de las expectativas de que haya más respuestas globales por parte de los líderes europeos en las próximas semanas y el abandono del excesivo posicionamiento de mercado han permitido a la mayoría de los activos de riesgo extender las ganancias esta semana, aunque los repentes se desvanecieron el jueves y el viernes. La próxima semana la atención se centrará en China, que publicará informes sobre el PIB del 3T y otros indicadores de actividad y en la evolución de Europa.

Ciertos progresos en Europa, pero persisten multitud de incertidumbres

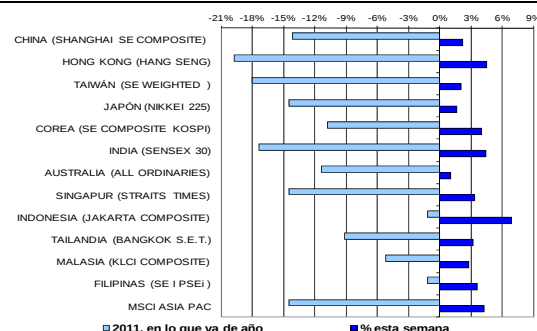
Con el voto final de Eslovaquia en la noche del jueves, los 17 países de la zona euro han ratificado la mejora del FEEF acordada en la cumbre anterior de la UE. El FEEF mejorado, con una mayor capacidad y la posibilidad de intervenir en países problemáticos, es un elemento integral de la resolución del problema de la deuda europea. Lo que resulta más alentador es que los altos funcionarios de la UE también comienzan a hablar abiertamente de un plan de recapitalización de la banca para proteger el sistema financiero europeo de posibles impagos en los países periféricos. Dicho esto, persisten muchas incertidumbres y en los próximos meses tendrán que decidirse varios asuntos importantes. Los mercados también siguen preocupados por los riesgos de implementación con respecto al programa de rescate de Grecia así como por las perspectivas de crecimiento de Europa en general. Las expectativas de los mercados acerca de una inminente resolución de la crisis europea parecen bastante altas. El fracaso en el cumplimiento de tales expectativas podría desencadenar un nuevo recrudecimiento de la aversión al riesgo. En este sentido, es posible que se produzcan nuevas salidas de capitales en Asia, lo que limitaría la tendencia alcista de las divisas asiáticas a corto plazo.

Compra prudente de activos de riesgo asiáticos

El sentimiento de los mercados se mantiene cauteloso a pesar del repunte; los inversores siguen centrándose en el entorno macroeconómico más que en los fundamentos de la economía. Los activos de riesgo subieron de forma generalizada esta semana; el grado de inversión y los bonos corporativos de alto rendimiento subieron tras su venta generalizada a finales de septiembre. Las firmas relacionadas con la propiedad china han empezado a estabilizarse tras una fuerte venta, y los bonos de Indonesia repuntaron después del recorte de los tipos por sorpresa efectuado por el Banco de Indonesia, que el martes bajó el precio oficial del dinero en 25 pb, hasta el 6,5%. Los diferenciales de los CDS soberanos también se han ajustado, lo que puede deberse en parte a la eliminación de las coberturas durante el tercer trimestre, ya que muchos CDS soberanos se utilizan para cubrir posiciones largas en contrapartes únicas (dado que en Asia muchas contrapartes únicas no tienen coberturas exactas). Los mercados bursátiles recibieron un impulso temporal a mitad de la semana cuando el fondo soberano de China anunció que compraría valores de los cuatro grandes bancos. Por ahora, nuestra opinión es que dado que los indicadores se están debilitando y que el entorno externo continúa poco claro, esta semana ha supuesto un grato respiro que podría servir para invalidar los temores sobre un inminente círculo vicioso negativo donde el pesimismo de los mercados podría terminar por repercutir en la economía real.

Gráfico 3

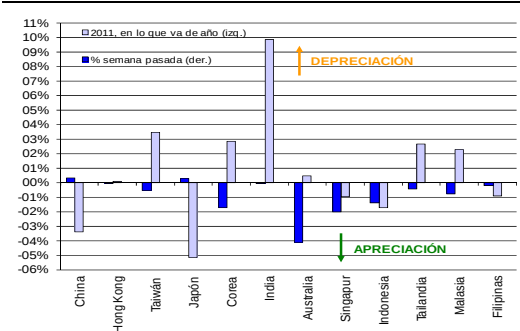
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4

Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

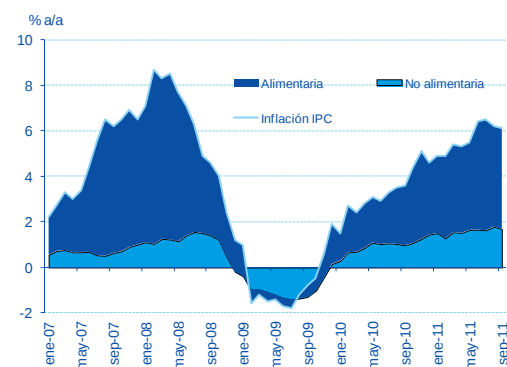
Análisis Económico

Datos relevantes

La inflación de China se modera ligeramente

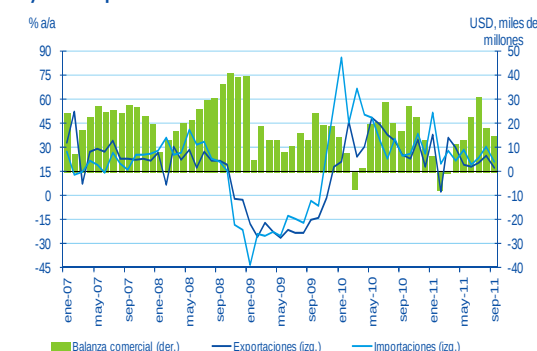
En medio de la incertidumbre mundial y de la creciente inquietud por la solidez del crecimiento de China, los últimos datos muestran una mayor moderación de la inflación, en combinación con el debilitamiento de la demanda externa. Como se había anticipado, la inflación ha seguido moderándose desde que alcanzó su peak en julio, pero se mantiene elevada en el 6,1% a/a (consenso: 6,2%, BBVA: 6,1%) en comparación con el 6,2% de agosto (Gráfico 1). El motor de la inflación sigue siendo el aumento de los precios de los alimentos, en especial de los precios del cerdo, que subió un 43,5% a/a en septiembre, un poco por debajo del 45,5% a/a registrado en agosto. En términos intermensuales, los precios de los alimentos subieron un 1,1%, en comparación con el 0,6% del mes anterior, debido principalmente a factores estacionales. La inflación de los precios mayoristas (IPM) de septiembre también se desaceleró hasta el 6,5% a/a, ligeramente por debajo de las expectativas (consenso: 6,7% a/a), frente al 7,3% a/a de agosto. Por otro lado, la desaceleración de la economía mundial muestra su impacto sobre China a través de un crecimiento más débil de las exportaciones. Tanto las exportaciones como las importaciones de China se quedaron en septiembre por debajo de las expectativas [Gráfico x], con un crecimiento del 17,1% a/a y el 20,9% a/a, respectivamente (consenso: 20,4% a/a y 23,9% a/a, respectivamente). La desaceleración de las exportaciones refleja sobre todo la debilidad de la demanda externa, ya que las exportaciones a Europa, EE. UU. y Japón cayeron del 22,3%, 12,5% y 29,8% a/a de agosto al 9,8%, 11,6% y 21,6% a/a en septiembre. A fin de cuentas, esperamos que la política monetaria se mantenga sin cambios a corto plazo para frenar las expectativas de inflación, con apoyo al crecimiento a través de medidas fiscales puntuales, entre las que se incluye la aceleración del gasto en vivienda social. Esperamos que la inflación se modere durante el resto del año hasta situarse en torno al 4% al cierre del mismo, y nuestra proyección de crecimiento del 9,2% para 2011 se mantiene intacta, pero con riesgos a la baja a causa de la debilidad del entorno exterior. La próxima semana se publicarán otros indicadores de actividad, incluida la producción industrial, la inversión y las ventas minoristas de septiembre, así como el resultado del PIB del tercer trimestre. El mercado observará dichos indicadores con atención para calibrar si China puede conseguir un aterrizaje suave, tal como se prevé. Nuestras proyecciones anuales con respecto al crecimiento en 2011 y 2012 se mantienen en el 9,2% y el 8,9% respectivamente, aunque los riesgos a la baja se han incrementado por las incertidumbres mundiales y la continua inquietud acerca del sector inmobiliario, así como por el impacto de unas condiciones de crédito más restrictivas sobre las PYMES.

Gráfico 5
La inflación de China se modera...



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6
...y las exportaciones se debilitan



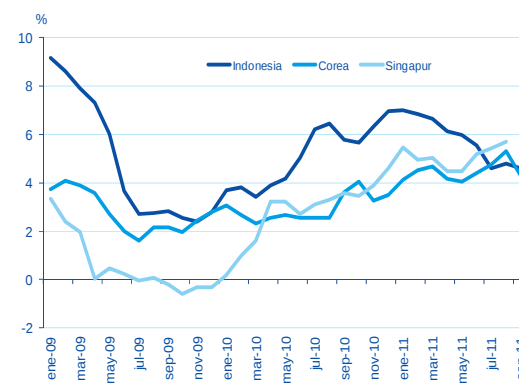
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Los bancos centrales de Asia empiezan a flexibilizar su política monetaria

El pasado martes, en su reunión mensual sobre política monetaria, el Banco de Indonesia (BI) anunció por sorpresa un recorte de los tipos de interés de 25 pb, hasta el 6,50%, aduciendo la dinámica favorable de la inflación y los riesgos para el crecimiento derivados de la desaceleración exterior. Esta medida sorprendió a los mercados dadas las recientes salidas de capitales de Indonesia y las presiones bajistas sobre la moneda, y a corto plazo no prevemos nuevos movimientos alcistas de los tipos por parte del BI. Durante algún tiempo suscitó expectativas de

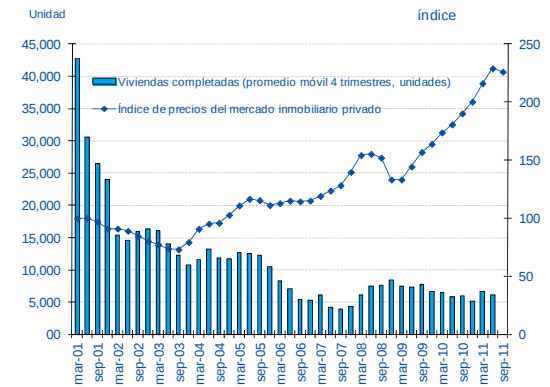
que otros bancos centrales siguieran la misma senda haciendo recortes de los tipos de interés. De hecho, en línea con nuestras expectativas, la Autoridad Monetaria de Singapur (AMS) ha flexibilizado su postura política hoy por primera vez en dos años al suavizar la pendiente de la trayectoria de apreciación de su moneda (la AMS utiliza el tipo de cambio en vez de los tipos de interés como tipo de referencia). Esta medida refleja que el crecimiento supera a la inflación (5,7% a/a en agosto) como principal motivo de preocupación de la política. No obstante, el PIB del tercer trimestre (preliminar) que se ha anunciado hoy ha sorprendido al alza (al 5,9% a/a y el 1,3% t/t anual. desest.), pero dadas las incertidumbres exteriores, las perspectivas de crecimiento se han deteriorado: el gobierno rebajó su previsión de crecimiento al 5% para este año (en comparación con su previsión anterior del 5-6%) y también advirtió que la economía podría crecer menos del 3% el próximo año. Pero no todos los bancos centrales están cambiando hacia la flexibilización de la política. Por ejemplo, en su reunión sobre política monetaria de esta semana, el Banco de Corea dejó los tipos sin cambios por cuarto mes consecutivo a pesar de que la inflación se situó en el 4,3% a/a en septiembre, por encima del rango meta oficial del 2-4%.

Gráfico 7
La inflación podría haber llegado a su cima



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
Los precios de la vivienda de Hong Kong se han disparado, aunque ahora están bajando



Fuentes: CEIC y BBVA Research

La Dirección de Política de 2011/12 de Hong Kong se publicó la pasada semana

Donald Tsang, consejero delegado saliente de Hong Kong pronunció su último discurso anual sobre política (2011/12) la semana pasada. En el discurso, que estuvo en línea con las expectativas, Tsang se centró en el mercado inmobiliario, donde los incrementos de los precios durante el último año y medio se han convertido en un problema social acuciante. El gobierno tiene planes de facilitar 20.000 pisos residenciales privados cada año en la próxima década. También piensa construir 75.000 unidades de vivienda pública en los próximos cinco años. Tsang anunció la reanudación del programa de vivienda en propiedad (HOS) para las familias de rentas bajas y medias, con un plan para proporcionar más de 17.000 pisos en cuatro años a partir de 2016/17 (2.500 el primer año y un promedio de 5.000 pisos por año en los tres años siguientes). El discurso también incluyó una serie de medidas de previsión social para ayudar a las personas de edad avanzada y a los segmentos de la población con rentas bajas y medias. Entre estas medidas se incluye una nueva prestación para la vejez (OAA) que se basa en el programa para los residentes mayores de Guangdong en China, junto con la continuación de medidas de alivio excepcionales para reducir los alquileres en la vivienda pública en 2012. En cuanto a las cuestiones estructurales, el discurso puso énfasis en una mayor integración con China continental y en el papel de Hong Kong en el 12º plan quinquenal de China. Hong Kong trata de ampliar la presencia de su sector servicios en China continental para mejorar su papel como centro de RMB off-shore e intensificar el comercio, la inversión directa exterior y la inversión en renta variable con China. En nuestra opinión, las iniciativas políticas están bien equilibradas y, según una encuesta de la Universidad de Hong Kong, la reacción del público ha sido relativamente favorable.

Inicio →

Mercados →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Calendario Indicadores

Australia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de precios de importación (t/t)	21 oct	3T	0,8%	--
Índice precios de exportación (t/t)	21 oct	3T	6,0%	--
China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Nuevos préstamos en yuanes (millones)	15 oct	SEP	548.500	550.000
Masa monetaria - M2 (a/a)	15 oct	SEP	13,5%	14,0%
IED real (a/a)	15-17 oct	SEP	11,1%	--
PIB real (t/t)	18 oct	3T	2,2%	--
PIB real (a/a)	18 oct	3T	9,5%	9,3%
Producción industrial (a/a)	18 oct	SEP	13,5%	13,3%
Ventas minoristas (a/a)	18 oct	SEP	17,0%	17,0%
Hong Kong	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	18 oct	SEP	3,2%	--
Inflación IPC (a/a) - Índice compuesto	21 oct	SEP	5,7%	--
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas grandes almacenes (a/a)	18 oct	SEP	-1,7%	--
Índice de actividad de la industria (m/m)	19 oct	AGO	0,4%	-0,5%
Ventas tiendas de conveniencia (a/a)	20 oct	SEP	7,9%	--
Malasia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Inflación IPC (a/a)	21 oct	SEP	3,3%	3,3%
Filipinas	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Remesas del extranjero (a/a)	17 oct	AGO	6,1%	--
Singapur	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones de productos electrónicos	17 oct	SEP	-19,4%	--
Exportaciones no rel. con el petróleo	17 oct	SEP	8,3%	-3,0%
Taiwán	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Pedidos de exportación (a/a)	20 oct	SEP	5,26%	--
Tailandia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones aduaneras (a/a)	20-25 oct	SEP	31,1%	--
Importaciones aduaneras (a/a)	20-23 oct	SEP	44,0%	--

Indicador de la semana: PIB de China en el 3T (18 de octubre)

Previsión: 9,2% a/a

Consenso: 9,3 % a/a

Anterior: 9,5% a/a

Comentario: mientras las perspectivas para la economía mundial siguen siendo muy inciertas, los mercados se centran en los indicadores de actividad de China para medir la solidez de la segunda mayor economía del mundo y calibrar si puede seguir actuando como amortiguador ante el debilitamiento de la demanda de EE. UU. y Europa. En este contexto, la próxima semana se publicarán una serie de indicadores importantes que incluyen el resultado del PIB del 3T, la producción industrial de septiembre, la inversión y las ventas minoristas. Seguimos manteniendo la visión de un aterrizaje suave y esperamos que el crecimiento del PIB del 3T se modere ligeramente. Repercusión en los mercados: un valor por encima de lo esperado podría fortalecer la confianza en las perspectivas, mientras que un valor más débil de lo previsto agravaría las preocupaciones por la posibilidad de un aterrizaje brusco.

Calendario: eventos

Tailandia: tipo de interés de referencia, 19 de octubre

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

Actual **Consenso**

3,50% 3,50%

Filipinas: tipo de captación a un día, 20 de octubre

Esperamos que el tipo de captación a un día se mantenga sin cambios

Actual **Consenso**

4,50% 4,50%

Informe económico de la Secretaría de la Presidencia de Japón, 17 de octubre

Australia: actas de octubre del Comité del Banco de Reserva, 18 de octubre

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.	2.410,8	2,2	-14,1	-16,3
	Hong Kong: Hang Seng	18.496,2	4,5	-19,7	-22,5
	Taiwán - Weighted	7.355,9	2,0	-18,0	-10,5
	Japón - Nikkei 225	8.744,9	1,6	-14,5	-8,8
	Corea - Kospi	1.830,1	4,0	-10,8	-3,7
	India - Sensex 30	16.946,1	4,4	-17,4	-17,3
	Australia - SPX/ASX 200	4.205,6	1,0	-11,4	-10,5
	Singapur - Strait Times	2.728,8	3,4	-14,5	-14,6
	Indonesia - Jakarta Comp.	3.661,2	6,9	-1,1	1,2
	Tailandia - SET	938,1	3,2	-9,2	-5,6
	Malasia - KLCI	1.439,4	2,8	-5,2	-3,8
	Filipinas - Manila Comp.	4.153,4	3,6	-1,1	-1,9

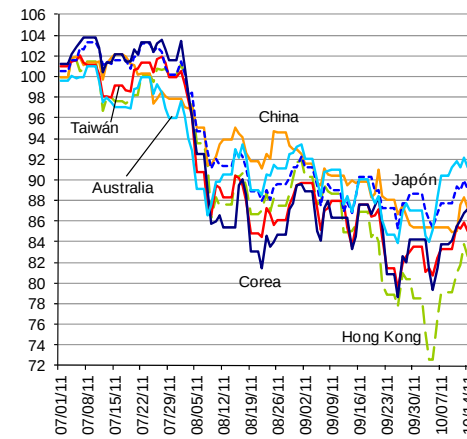
Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,38	-0,32	6,39	6,40
	Hong Kong (HKD/USD)	7,78	0,05	7,77	7,75
	Taiwán (TWD/USD)	30,3	0,56	30,19	29,79
	Japón (JPY/USD)	76,9	-0,25	76,80	76,32
	Corea (KRW/USD)	1.158	1,78	1.164	1.168
	India (INR/USD)	49,1	0,09	49,75	50,73
	Australia (USD/AUD)	1,02	4,30	0,99	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,27	2,06	1,27	1,26
	Indonesia (IDR/USD)	8.840	1,41	8.970	9.314
	Tailandia (THB/USD)	30,9	0,45	31,05	31,47
	Malasia (MYR/USD)	3,13	0,82	3,15	3,17
	Filipinas (PHP/USD)	43,4	0,22	43,44	43,45

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

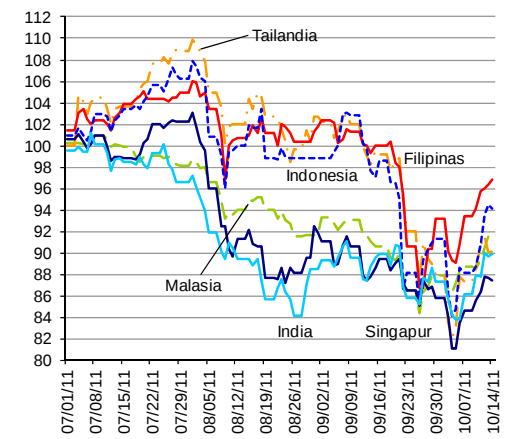
Gráficos

Gráfico 9
Mercados bursátiles



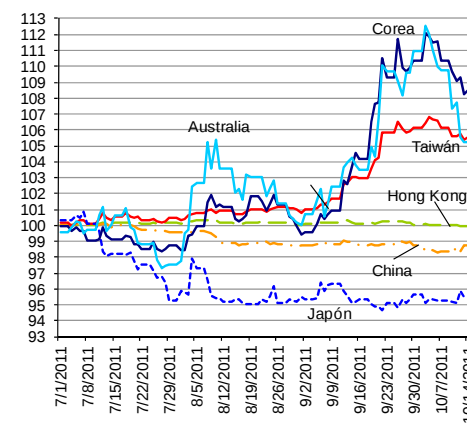
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10
Mercados bursátiles



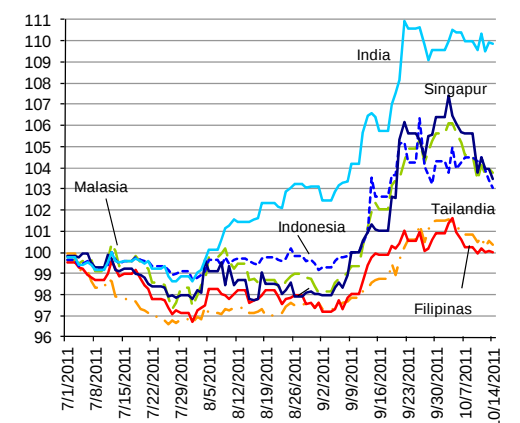
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11
Mercados de divisas



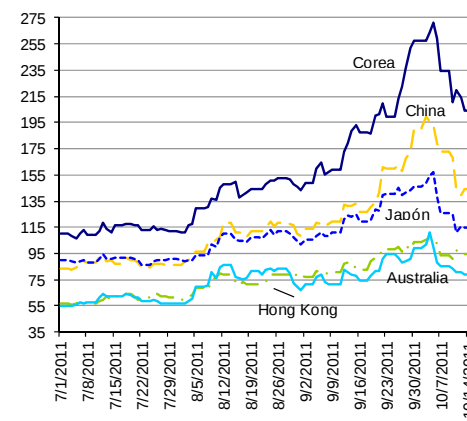
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12
Mercados de divisas



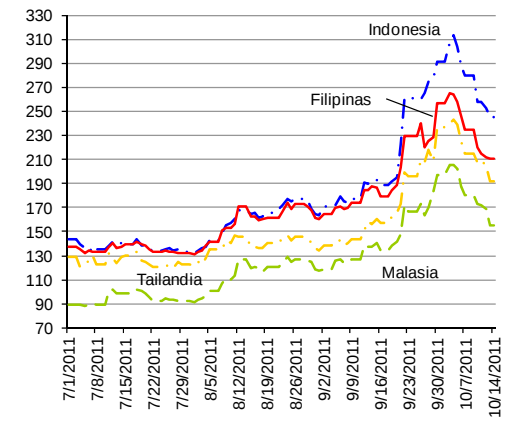
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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 / 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.