

# Observatorio Semanal

## Asia

28 de octubre de 2011  
**Análisis Económico**

Asia

**Stephen Schwartz**  
 stephen.schwartz@bbva.com.hk

**Mario Nevares**  
 mario.nevares@bbva.com.hk

**Fielding Chen**  
 fielding.chen@bbva.com.hk

**Le Xia**  
 xia.le@bbva.com.hk

**Zhigang Li**  
 zhigang.li@bbva.com.hk

**Sumedh Deorukhkar**  
 sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

**Jeffrey Cantwell**  
 jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

**George Xu**  
 george.xu@bbva.com.hk

### Mercados

*Estrategia de Divisas*  
**Richard Li**  
 richard.li@bbva.com.hk

*Análisis Económico*  
**Jeffrey Cantwell**  
 jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

## El plan de la UE y el PIB de EE.UU. levantan el ánimo

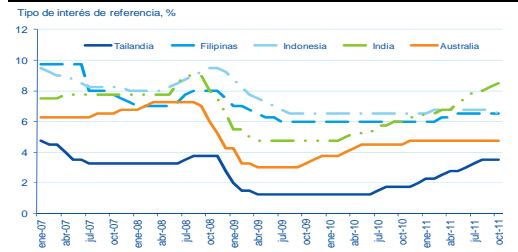
Los mercados asiáticos han respondido positivamente al plan europeo para resolver sus problemas con la deuda (véase *Mercados* en la página siguiente), y el resultado positivo del PIB de EE. UU del 3T ha hecho que el impulso sea mayor. Dicho esto, las débiles perspectivas mundiales de crecimiento y la caída de la demanda exterior siguen haciendo mella en las economías asiáticas (véase *Datos relevantes* sobre las exportaciones). Tal y como hemos observado últimamente, la atención de las autoridades de la región se ha ido desviando cada vez más desde la lucha contra la inflación hacia el apoyo al crecimiento. Sin embargo, el Banco de Reserva de la India (BRI), al margen de esta tendencia, volvió a subir esta semana los tipos de interés para frenar la inflación, si bien han indicado que es probable que este movimiento (la 13ª subida de tipos en el actual ciclo) sea el último. Por otra parte, fueron ciertamente llamativas las declaraciones del primer ministro chino, Wen Jiabao, anunciando que el gobierno "hará ajustes" en las políticas económicas para apoyar el crecimiento. Y el Banco de Japón presentó nuevas medidas de estímulo en vista de que persiste la fortaleza del yen y de las débiles perspectivas de crecimiento.

## Indicios de moderación de la inflación mientras que las exportaciones se debilitan

La inflación se mantiene elevada en muchas economías, pero muestra indicios de moderación. La inflación en Australia fue relativamente positiva, mostrando cierta moderación (3,5% a/a en el tercer trimestre; consenso: 3,5%), al igual que en Singapur (5,5% a/a; consenso: 5,6%) y en Vietnam, aunque éste último desde unos niveles muy elevados (21,6% a/a; anterior: 22,4%). Por otro lado, las salud de las exportaciones se está deteriorando; Las de Hong Kong sufrieron una contracción inesperada en septiembre (-3,0% a/a; consenso: 6,5%), y las de Japón disminuyeron, si bien superaron las expectativas (2,4% a/a; consenso: 1,0%). También en Japón, la producción industrial se desplomó en septiembre (-4,0% m/m; consenso: -2,1%). En Corea, el PIB del 3T se desaceleró hasta el 0,7% t/t (desde el 0,9% del 2T), coincidiendo en líneas generales con lo esperado.

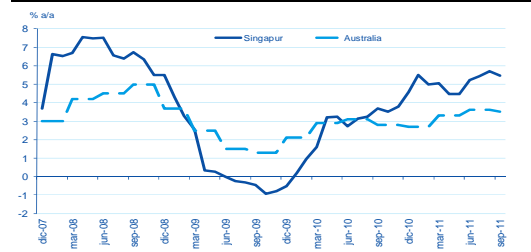
La próxima semana se publicará el PMI manufacturero de China (véase el Indicador de la semana), el cual esperamos que se fortalecimiento, como consecuencia de la solidez vista en los pedidos y de la demanda interna. En Australia, el RBA celebrará su reunión sobre política monetaria, en la que no prevemos cambios en los tipos, aunque tras la moderación de la inflación del 3T, las expectativas de un recorte de los tipos de interés antes de que finalice el año han aumentado. Corea, Indonesia, Tailandia y Filipinas publicarán la inflación de octubre, y Taiwán hará lo propio el PIB del 3T y la producción industrial. Los datos de exportación de Corea correspondiente a septiembre; serán los primeros de este tipo que se publique para octubre, y por tanto, se seguirán de cerca en busca de indicios de desaceleración.

Gráfico 1  
**India sube los tipos y ahora entra en pausa**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2  
**La inflación se modera en Australia y Singapur**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

## Datos relevantes

### Las exportaciones asiáticas continúan su tendencia a la baja

Las exportaciones han comenzado a debilitarse debido a la desaceleración del crecimiento global

### El BRI de la India sube de nuevo los tipos de interés pero indica el final del ciclo

El 13ª subida de los tipos del actual ciclo tiene como objetivo controlar la inflación terceramente alta

Estrategia de Divisas

Richard Li  
richard.li@bbva.com.hk

Análisis Económico

Jeffrey Cantwell  
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

# Mercados

## Los mercados se fortalecen por el plan europeo

El repunte que comenzó a principios de este mes ha recibido un nuevo impulso como consecuencia del anuncio que hicieron el jueves los líderes europeos de su plan para abordar la crisis de deuda de la región. El plan para recapitalizar los bancos y aumentar el tamaño del FEEF, así como la aplicación un de recorte del 50% en los bonos griegos se recibió favorablemente en los mercados. Los índices bursátiles repuntaron y el Han Seng rompió el nivel de 20.000 el viernes, mientras que otros índices importantes, como el Kospi y el Nikkei también muestran fuertes rendimientos. En cuanto al crédito, los diferenciales corporativos y soberanos están notablemente más ajustados y se han producido sólidos repuntes en la industria y las finanzas.

## Los riesgos de contagio a Asia disminuyen tras la cumbre de la UE

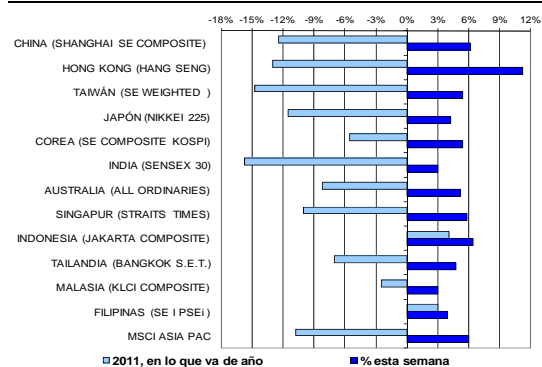
El plan europeo, si se implementa en su totalidad, debería ser un paso adelante para aliviar la crisis de deuda y mitigar los riesgos de contagio a Asia. En concreto, el equipo de estrategia del BBVA cree que la optimización del FEEF y el SPV facilitarán el proceso de emisión de deuda soberana y reducirán el coste de financiación de España e Italia. El fortalecimiento del capital bancario pone un límite y ataja los problemas de la deuda soberana y la solvencia (más que la liquidez) de los bancos europeos. La posibilidad de avales para la deuda bancaria de medio a largo plazo aborda dos cuestiones importantes: los vencimientos de deuda en 2012 (que son de gran tamaño) y la capacidad de mantener la actividad crediticia para evitar el riesgo sistémico. El recorte griego, que se eleva ahora hasta el 50%, reducirá la deuda pública griega a un nivel más sostenible del 120% del PIB. La hoja de ruta para mejorar la gobernanza europea debe estar lista en marzo de 2012, incluyendo una mayor integración económica y cambios limitados al Tratado de la UE. Si todas estas medidas se ponen en marcha, podrían romper el círculo vicioso entre el riesgo soberano y los mercados financieros y, por consiguiente, evitar mayores riesgos sistémicos en Europa y el contagio a Asia.

## Todavía hay unas cuantas incertidumbres de cara al futuro

Todavía hay factores que determinarán la sostenibilidad del proceso de mejora a medio plazo y que deben seguirse de cerca. En particular, el proceso de consolidación fiscal en la periferia europea tendrá que continuar y mantenerse bien encarrilado. El poder final del SPV debe estar lo suficientemente definido como para reforzar el tope de protección para España e Italia y la participación del FMI y de otros fondos soberanos de las Economías Emergentes podría ser crucial. La definición del mecanismo de garantía del FEEF tiene que articularse. Y por último, también tendremos que supervisar la hoja de ruta publicada en marzo de 2012.

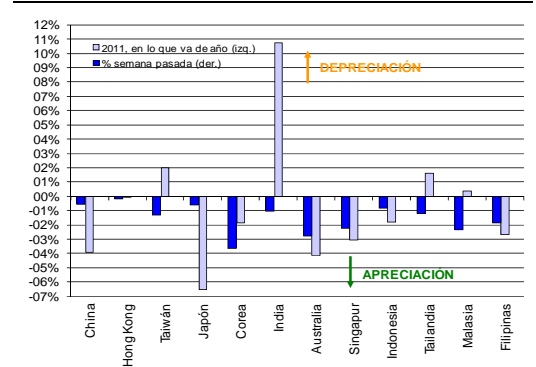
Aunque el plan de la UE es en general positivo para los mercados financieros asiáticos, lo que hace es reducir los riesgos de cola de una crisis financiera más que impulsar directamente las perspectivas de crecimiento mundial. Mientras tanto, el crecimiento económico asiático se desacelera y el ajuste monetario llega a su fin (véase la sección Datos relevantes sobre la India). Así pues, el impulso de las monedas asiáticas, que se aproximan a los máximos del pasado verano, podría no estar completamente justificado según las actuales perspectivas del crecimiento mundial y la dirección de la política monetaria.

Gráfico 3  
Mercados de valores



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4  
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

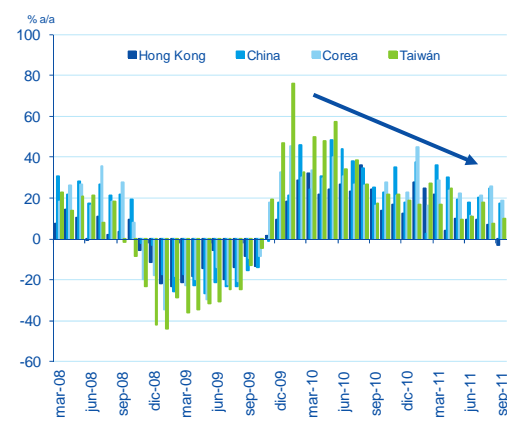
## Datos relevantes

### Las exportaciones asiáticas continúan su tendencia a la baja

Esta semana ha seguido aumentando la evidencia de que las exportaciones de la región se desaceleran a causa del debilitamiento de la demanda mundial, como queda patente en el anuncio de Hong Kong de un resultado de septiembre por debajo de lo previsto (-3,0% a/a; consenso: +6,5%). Este débil comportamiento de las exportaciones se debe a la baja demanda desde China (-7,3% a/a), lo que a su vez se debe posiblemente al descenso de la demanda final en otros lugares (Hong Kong envía muchas materias primas a China para la manufactura y exportación de productos acabados), y desde EE. UU. (-8,9%) (Gráfico 1). Las exportaciones de maquinaria y productos electrónicos (-7,5% a/a) cayó de forma pronunciada y el resultado de septiembre marcó la primera contracción interanual desde octubre de 2009. El gobierno mantiene que las perspectivas parecen 'sombrias', aunque a nuestro juicio las exportaciones tocarán fondo en los dos próximos trimestres antes de comenzar un repunte a mediados de 2012.

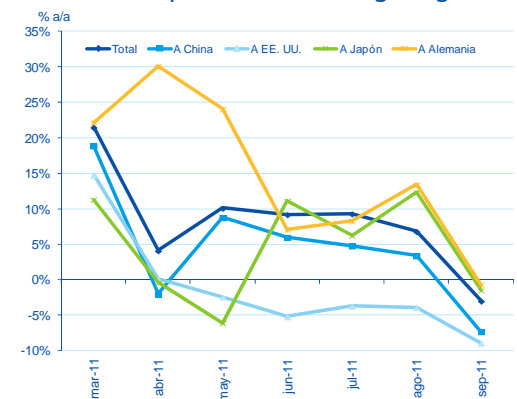
La moderación de los resultados de las exportaciones de Hong Kong reflejan lo que otras muchas economías asiáticas han estado experimentando desde la crisis de la UE (Gráfico 2). Más recientemente, los riesgos bajistas de una desaceleración pronunciada se han incrementado. Taiwán se enfrenta a dificultades similares a las de Hong Kong debido al deterioro de la recuperación mundial, pues el crecimiento de las exportaciones se ha mantenido por debajo del 10% durante dos meses consecutivos. Aunque las exportaciones taiwanesas de productos relacionados con la información y la comunicación todavía siguen creciendo rápidamente gracias a la fuerte demanda mundial de teléfonos inteligentes y tabletas de alta gama, en general, el componente de productos electrónicos de las exportaciones, que representa el 28%, se moderó considerablemente en el tercer trimestre, hasta situarse en el 3,0% a/a. A comienzos de este mes China advirtió de los difíciles retos que se avecinaban para sus exportaciones después de que los resultados de septiembre se quedaran por debajo de las previsiones (17,1% a/a; consenso: 20,5% a/a). La demanda desde el extranjero es probable que se mantenga débil a corto plazo. Las presiones sobre las exportaciones podrían incluso agudizarse en zonas como Tailandia, que está sufriendo trastornos debido a las fuertes inundaciones. Dicho esto, nuestra opinión es que aunque el próximo trimestre será difícil para los exportadores de Asia, la solidez de la demanda interna y la fortaleza del comercio intrarregional servirán de amortiguador y crearán el escenario propicio para un futuro repunte.

Gráfico 5  
**El crecimiento de las exportaciones asiáticas se debilita**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
**Caída de las exportaciones de Hong Kong**



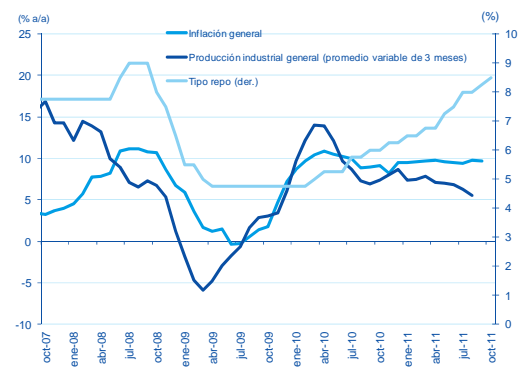
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

**El BRI de la India sube de nuevo los tipos de interés pero indica el final del ciclo**

El Banco Central de la India volvió a subir los tipos de interés en su reunión sobre política monetaria del 25 de octubre como respuesta a la todavía elevada inflación. Por tanto, su respuesta política sigue en contradicción con la de otras Economías Emergentes, donde los bancos centrales se mantienen en espera o han empezado a recortar los tipos en vista de la desaceleración del crecimiento y del deterioro de las perspectivas mundiales. El último movimiento alcista de los tipos efectuado por el Banco de Reserva ha sido de 25 pb y es el 13º movimiento alcista del ciclo actual, con un ajuste acumulado de 525 pb. Dicha medida estuvo en línea con el consenso y aumenta el tipo repo de referencia hasta el 8,5%. Esta política ha sido impulsada por la necesidad de frenar una inflación persistentemente alta y anclar las expectativas de inflación. Sin embargo, la declaración que la acompañaba fue bastante flexible ya que el BRI llamó la atención sobre los importantes riesgos para el crecimiento y bajó su previsión de crecimiento del PIB, indicando claramente el final del ciclo alcista. La previsión del escenario central del BRI para el crecimiento del PIB en el año fiscal que termina en marzo de 2012 se revisó a la baja, del 8,0% al 7,6% a/a, en línea con nuestras previsiones, mientras que la previsión de inflación se mantuvo en el 7,0% a/a para el periodo correspondiente. Prevemos que los tipos de referencia han llegado a su peak en al India debido a lo siguiente: (1) presencia de importantes riesgos bajistas para el crecimiento interno a través de los canales del comercio, la financiación y la confianza derivados del empeoramiento del entorno macroeconómico mundial, (2) el crecimiento interno ya muestra signos visibles de desaceleración, en particular en lo que respecta a la inversión, y (3) los indicadores de tendencias apuntan a la moderación de la inflación interna de cara al futuro. La mezcla de políticas de la India cada vez está más por debajo del nivel óptimo, con una política fiscal todavía muy flexible mientras que la política monetaria está considerablemente ajustada. Los responsables políticos advirtieron que la reciente ampliación del programa de préstamos del gobierno puede desplazar la inversión más productiva del sector privado y añadir al mismo tiempo presiones de demanda en la economía. Además del comunicado, los responsables políticos estuvieron deliberando sobre varios anuncios importantes destinados a un mayor desarrollo del sector bancario de la India. El principal de ellos es la liberalización de los tipos de interés para depósitos.

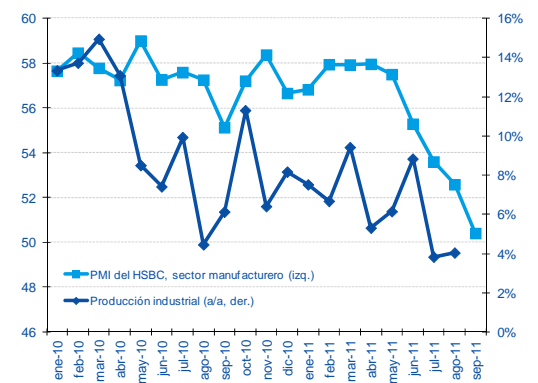
- Inicio →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos de los mercados →
- Gráficos →

Gráfico 7  
**El BRI de la India sube los tipos de interés para contener la inflación...**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8  
**...a pesar de que la producción continúa desacelerándose**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

## Calendario Indicadores

	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
<b>Australia</b>				
Aprobaciones de construcción (a/a)	2 nov	SEP	-5,5%	--
Ventas minoristas desest. (m/m)	3 nov	SEP	0,6%	--
<b>China</b>				
PMI manufacturero	1 nov	OCT	51,2	--
Índice PMI no manufacturero de China	3 nov	OCT	59,3	--
<b>Hong Kong</b>				
Ventas minoristas (a/a)	1 nov	SEP	29,0%	--
<b>India</b>				
Exportaciones (a/a)	1 nov	SEP	44,3%	--
<b>Indonesia</b>				
Inflación IPC (a/a)	1 nov	OCT	4,61%	4,76%
Exportaciones (a/a)	1 nov	SEP	37,1%	40,0%
<b>Japón</b>				
Construcción de nuevas viviendas (a/a)	31 oct	SEP	14,0%	6,8%
Venta de vehículos (a/a)	1 nov	OCT	1,7%	--
<b>Malasia</b>				
Exportaciones (a/a)	4 nov	SEP	10,9%	--
<b>Filipinas</b>				
Inflación IPC (a/a)	4 nov	OCT	4,8%	--
<b>Singapur</b>				
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	31 oct	3T A	2,1%	--
<b>Corea</b>				
Producción industrial (m/m)	31 oct	SEP	-1,9%	-0,5%
Inflación IPC (a/a)	1 nov	OCT	4,3%	4,2%
Exportaciones (a/a)	1 nov	OCT	19,6%	11,0%
<b>Taiwán</b>				
PIB - Precios constantes (a/a)	31 oct	3T A	5,02%	3,58%
<b>Tailandia</b>				
Exportaciones (a/a)	31 oct	SEP	28,4%	--
Inflación IPC (a/a)	1 nov	OCT	4,03%	4,00%
<b>Vietnam</b>				
Ventas minoristas en lo que va de año (a/a)	25-31 oct	OCT	22,8%	--
Producción industrial (a/a)	25-31 oct	OCT	12,0%	--

### Indicador de la semana: PMI de China para octubre (1 de noviembre)

Previsión: 51,7

Consenso: aún no disponible

Anterior: 51,2

**Comentario:** a pesar de las recientes preocupaciones acerca de la fortaleza del impulso de crecimiento de China a medida que se debilita la demanda externa, los últimos indicadores de actividad han aguantado bien en septiembre. Un ejemplo de ello es que la última estimación preliminar del índice de gerentes de compras del sector privado correspondiente a octubre (Markit) subió hasta el 51,1 después de estar en la zona de contracción (por debajo de 50), debido a la fortaleza que muestran los componentes de los pedidos nuevos y los pedidos de exportación. Esperamos que el índice de gerentes de compras mensual oficial, que cubre una muestra más amplia, confirme un leve repunte con respecto al mes anterior. **Repercusión en los mercados:** un valor por debajo de lo previsto podría hacer mella en la confianza acerca de las perspectivas de crecimiento, mientras que un resultado por encima de lo esperado, unido a los últimos indicios de flexibilización de la política podría fortalecer aún más las perspectivas.

### Calendario: eventos

**Australia: reunión de política monetaria del RBA, 1 de noviembre** Actual Consenso

Esperamos que el tipo de referencia se mantenga sin cambios

4,75%

4,75%

## 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.	2.459,4	6,1	-12,4	-17,8
	Hong Kong: Hang Seng	20.051,3	11,2	-13,0	-13,6
	Taiwán - Weighted	7.650,6	5,5	-14,7	-8,4
	Japón - Nikkei 225	9.048,4	4,3	-11,5	-3,4
	Corea - Kospi	1.937,8	5,4	-5,5	1,6
	India - Sensex 30	17.288,8	3,0	-15,7	-13,6
	Australia - SPX/ASX 200	4.356,9	5,2	-8,2	-7,0
	Singapur - Strait Times	2.870,7	5,8	-10,0	-8,3
	Indonesia - Jakarta Comp.	3.852,8	6,4	4,0	5,9
	Tailandia - SET	960,2	4,8	-7,0	-2,7
	Malasia - KLCI	1.481,8	3,0	-2,4	-1,2
	Filipinas - Manila Comp.	4.328,3	3,9	3,0	1,6

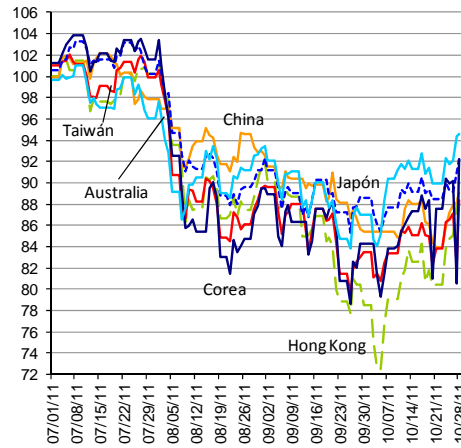
Última actualización: viernes, 11:45 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Futuro a 3 meses	Futuro a 12 meses
	China (CNY/USD)	6,35	0,57	6,35	6,36
	Hong Kong (HKD/USD)	7,77	0,16	7,76	7,75
	Taiwán (TWD/USD)	29,9	1,32	29,77	29,36
	Japón (JPY/USD)	75,8	0,59	75,73	75,26
	Corea (KRW/USD)	1.105	3,81	1.112	1.118
	India (INR/USD)	49,5	-0,43	49,72	50,77
	Australia (USD/AUD)	1,07	2,87	0,95	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,24	2,30	1,24	1,24
	Indonesia (IDR/USD)	8.834	0,84	8.920	9.359
	Tailandia (THB/USD)	30,5	1,21	30,74	31,12
	Malasia (MYR/USD)	3,07	2,42	3,09	3,12
	Filipinas (PHP/USD)	42,6	1,92	42,44	42,36

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

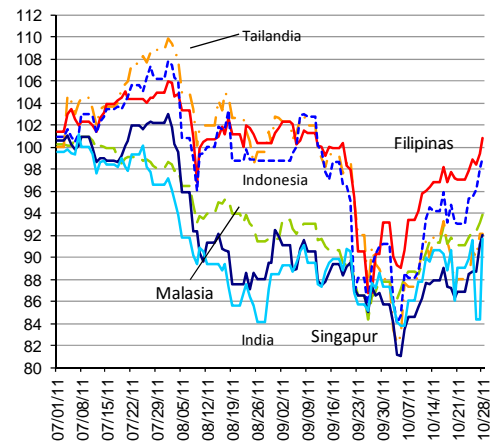
## Gráficos

Gráfico 9  
Mercados bursátiles



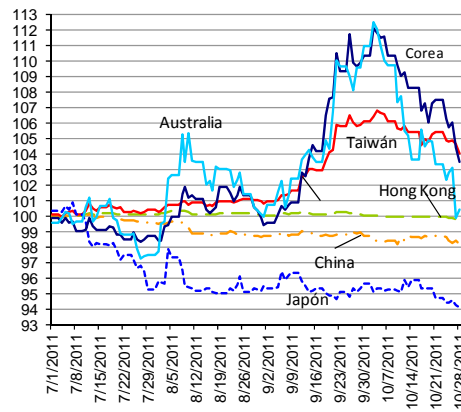
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10  
Mercados bursátiles



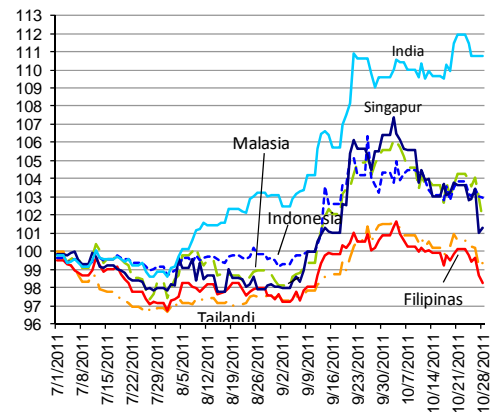
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11  
Mercados de divisas



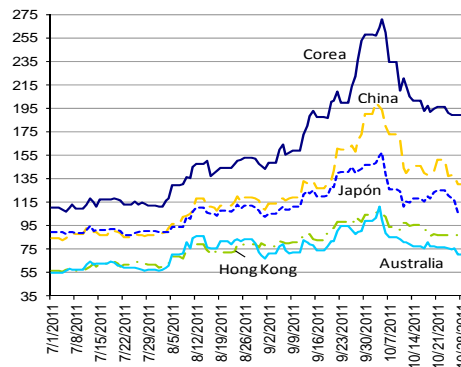
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12  
Mercados de divisas



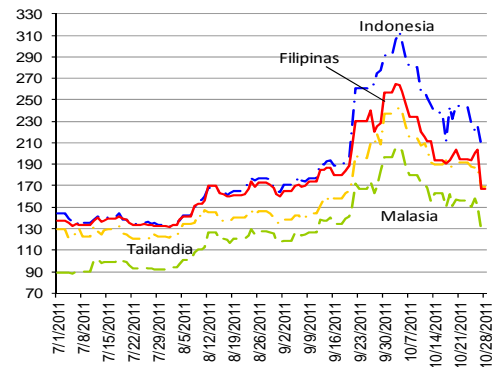
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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, 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 publicación 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 tomados en consideración para la elaboración del presente informe.** Por lo tanto, debe tomar 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 ni 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. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.**

BBVA o cualquier otra entidad filial, 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 o de sus filiales 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 filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse 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.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. 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 sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Corporate Governance".**

BBVA es un banco sujeto a la supervisión del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y está inscrito en el Banco de España con el número 0182.