

Asia

# Observatorio Semanal

Hong Kong, 18 de febrero de 2011

**Análisis Económico**

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

**Ricard Torne**  
 ricard.torne@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 Zhou**  
 serena.zhou@bbva.com.hk

**Serena Wang**  
 serena.wang@bbva.com.hk

**Mercados**  
**Richard Li**  
 richard.li@bbva.com.hk

**Ricard Torne**  
 ricard.torne@bbva.com.hk

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

## La moderada inflación de China eleva la confianza

La semana pasada, el moderado resultado de la inflación en enero de China contribuyó a aumentar la confianza al reducir los temores acerca de una postura de ajuste más férrea (véase la sección Datos relevantes), aunque las autoridades anunciaron otra subida de 50 pb en el coeficiente de reservas obligatorias a última hora del viernes, tras el cierre de los mercados. Los fuertes indicadores de crecimiento regionales, incluidos unos resultados del PIB del cuarto trimestre mejores de lo previsto en Taiwán y Japón dieron un apoyo adicional a los mercados durante la semana.

### En general, un buen conjunto de indicadores durante la semana

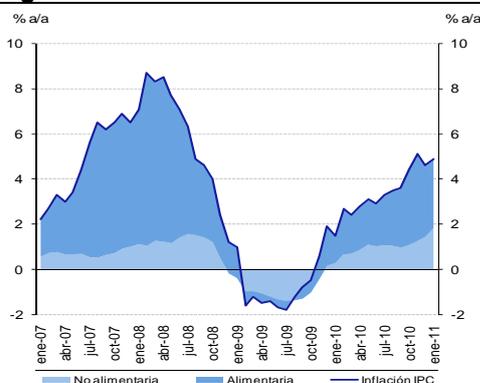
Los datos de comercio de China resultaron muy por encima de lo previsto, ya que tanto las exportaciones (37,7% a/a) como las importaciones (51,0%) superaron el consenso del mercado por un amplio margen, lo que supuso un menor superávit comercial, en parte debido a los efectos estacionales derivados del Año Nuevo chino. El PIB del cuarto trimestre en Japón (-1,1% anual desest; BBVA: -1,1%; consenso: -2,0%) y Taiwán (6,9% a/a, consenso: 6,4%) superó las expectativas de los mercados. Además de en China, la inflación también se moderó algo en la India (8,2% a/a en comparación con el 8,4% a/a del mes anterior y frente al 8,1% anticipado por el consenso), aunque las presiones subyacentes siguen siendo elevadas. Por otra parte, Vietnam elevó sus tipos de interés en 200 pb para contener la inflación tras la depreciación de la semana pasada (véase la sección Datos relevantes).

### En la próxima semana...

La próxima semana (el miércoles) se dará a conocer el presupuesto fiscal de Hong Kong para 2011-12, junto con la publicación de varios indicadores entre los que se incluyen el PIB del cuarto trimestre, el comercio, el desempleo y la inflación (véase la sección Datos relevantes). También se publicarán los datos de inflación de enero de Malasia y Singapur (véase la sección Datos a observar) y los datos de inflación de febrero de Vietnam, además del PIB de Tailandia.

Gráfico1

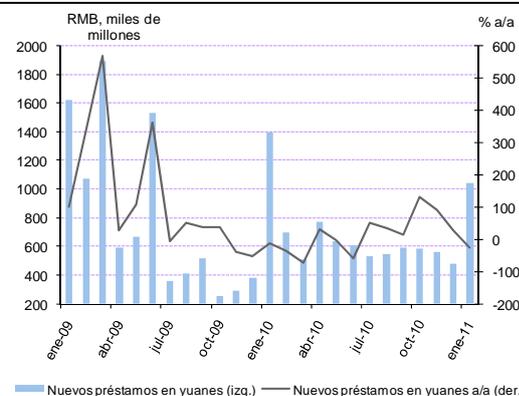
### El resultado de la inflación de China en enero fue relativamente moderado, pero sigue en niveles elevados



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico2

### ... y los préstamos nuevos en yuanes se moderaron en términos anuales



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Mercados

Datos relevantes →

Calendario →

Datos relevantes

---

**El resultado de la inflación de China contribuyó a reducir la inquietud de los mercados**

La inflación se situó por debajo de las previsiones, pero persisten las presiones subyacentes

**Fuerte crecimiento de Hong Kong antes de los próximos presupuestos 2011-12**

El aumento de la inflación es motivo de inquietud, y se prevén unos presupuestos ajustados para contener su impacto

**Vietnam lucha por mantener la estabilidad macroeconómica**

Una nueva depreciación en Vietnam pretende contener las presiones sobre la balanza de pagos

## Análisis de Mercados

Richard Li  
richard.li@bbva.com.hkRicard Torne  
ricard.torne@bbva.com.hkMario Nevares  
Mario.nevares@bbva.com.hk

## Mercados

**Los mercados asiáticos muestran ganancias, pero el tono sigue siendo cauto**

El IPC de China resultó por debajo de las previsiones de los mercados (aunque en línea con las previsiones de BBVA), mientras que los préstamos nuevos crecieron también a un ritmo más moderado de lo que se esperaba (véase la sección Datos relevantes). Los resultados han contribuido a reducir la inquietud acerca de que se tomaran nuevas medidas de ajuste además de las que ya se habían descontado; los índices bursátiles asiáticos y las divisas han respondido positivamente. Sin embargo, como señalan nuestros economistas, la inflación subyacente sigue siendo elevada, y el resultado de enero fue superior al del mes anterior y por encima de la zona cómoda del BPdC. Seguimos anticipando un movimiento alcista de los tipos de 50 pb en el 2T/3T y aumentos de al menos 100 pb en los requisitos de reservas. Dicho esto, también seguimos confiando en nuestro escenario de "aterrizaje suave". Los factores estacionales también podrían dar lugar a un resultado más bajo del IPC en febrero (que se publicará a mediados de marzo), lo que podría reducir aún más la inquietud por la inflación a corto plazo.

Por otro lado, los indicadores de actividad mostraron que el crecimiento económico asiático sigue en una senda saludable. El crecimiento del PIB del 4T más fuerte de lo previsto en Taiwán contribuyó a estabilizar el dólar taiwanés, que se había depreciado recientemente, a pesar de los rumores del mercado de que se producirían nuevas retiradas de las bolsas. Singapur también registró unas exportaciones mejores de lo previsto en enero, lo que compensa una sorpresa negativa por la revisión a la baja del PIB del 4T (3,9% anual desest.). El crecimiento más rápido en medio del aumento de la inflación presagia nuevos ajustes monetarios en el horizonte. La probabilidad de un nuevo ajuste, las incertidumbres sobre la deuda europea y la situación de inestabilidad en Oriente Medio mantendrán elevada la aversión al riesgo, lo que posiblemente repercutirá en los mercados asiáticos.

Como siempre, la atención se concentra en el yuan ante la próxima reunión de los ministros de Finanzas del G20, que se celebrará este fin de semana en París. Los altos funcionarios de los países miembros del G20 y de las organizaciones internacionales han presionado sobre la necesidad de una mayor apreciación, mientras que el vicegovernador del BPdC dijo a comienzos de esta semana que el ritmo de apreciación del yuan frente al dólar estadounidense ha sido el "apropiado". El debate continuará. El cambio fijo del yuan se ha apreciado ligeramente antes de la reunión, pero esto podría deberse a la moderada depreciación del dólar estadounidense más que a la creciente presión internacional. El movimiento del NDF a 12 meses está en línea con nuestra valoración, y hasta ahora, ha sido escaso esta semana.

Los mercados de valores de Asia repuntaron con fuerza la semana pasada, lo que hizo que los índices regionales obtuvieran las mayores ganancias semanales que se han visto en varias semanas. Además de los factores mencionados anteriormente, la confianza de los mercados aumentó debido a los fuertes indicadores económicos y a los sólidos resultados corporativos. Las bolsas de China, Taiwán y Hong Kong están entre las que obtuvieron mejores resultados, junto con la India, que había registrado fuertes pérdidas desde el comienzo de este año.

Gráfico 3

**Mercados bursátiles**

Gráfico 4

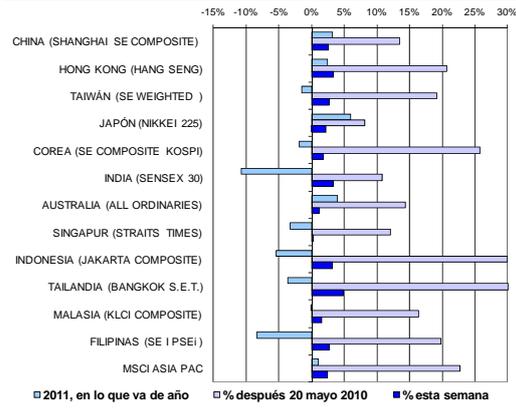
**Mercados de divisas**

Inicio →

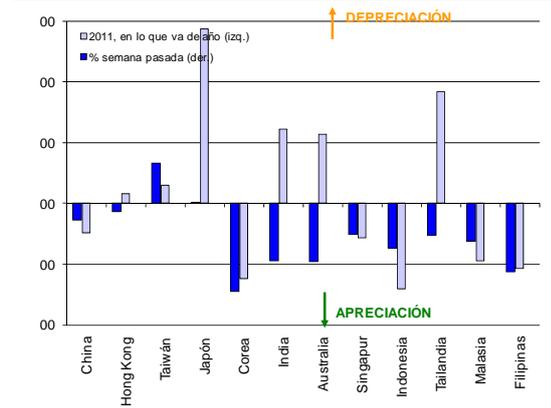
Datos relevantes →

Calendario →

Datos de los mercados →



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Análisis económico

## Asia

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

**Ricard Torne**  
ricard.torne@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 Zhou**  
serena.zhou@bbva.com.hk

**Serena Wang**  
serena.wang@bbva.com.hk

## Datos relevantes

### El resultado de la inflación de China contribuyó a reducir la inquietud de los mercados

Varios indicadores publicados la semana pasada en China contribuyeron a reducir las preocupaciones de los mercados por un aterrizaje brusco. En concreto, la inflación de los precios al consumo (IPC) se situó en el 4,9% a/a, en línea con nuestras expectativas pero muy por debajo del consenso de los mercados (BBVA: 4,9% a/a; consenso: 5,4% a/a). Los escépticos observaron que el valor de la inflación se basa en las nuevas ponderaciones oficiales para el cálculo del IPC, según las cuales el peso de los alimentos y otros componentes se ha reducido, mientras que el peso de los costes de la vivienda se ha aumentado. Sin embargo, las nuevas ponderaciones parecen haber tenido un impacto insignificante en el resultado. Dicho esto, las presiones inflacionistas siguen elevadas. Los precios de los alimentos y los costes de la vivienda aumentaron en enero un 10,3% a/a y un 6,7% a/a respectivamente, mientras que los precios mayoristas subieron un 6,6% a/a (consenso: 5,9%). Otra buena noticia fue el resultado relativamente favorable de los préstamos nuevos en enero, que ascendieron a 1,04 billones de RMB (consenso: 1,20 billones de RMB), un 25% por debajo del nivel registrado en el mismo periodo del año pasado. Este resultado, unido a un valor moderado en el crecimiento de la M2, sugiere que las medidas de ajuste adoptadas por las autoridades podrían estar resultando hasta ahora más eficaces de lo que esperaban los mercados. No obstante, todavía será necesario hacer nuevos esfuerzos para evitar el recalentamiento, ya que los resultados de la inflación y del crecimiento de la M2 siguen muy por encima de los niveles que resultan cómodos para las autoridades. De hecho, las autoridades anunciaron otro aumento de 50 pb en el coeficiente de reservas obligatorias a última hora del viernes. Por otra parte, los precios inmobiliarios han seguido subiendo en enero al 6,4% a/a. Por consiguiente, no anticipamos cambios en la campaña de ajustes monetarios de las autoridades y mantenemos nuestras previsiones de que se producirán otros dos movimientos alcistas de los tipos de 25 pb en el 2T/3T, además de nuevas subidas de al menos 50 pb en los requisitos de reservas.

### Fuerte crecimiento de Hong Kong en medio de los próximos presupuestos 2011-12

Hong Kong publicará el PIB del cuarto trimestre el próximo miércoles. Tras un crecimiento económico del 7,1% a/a en los tres primeros trimestres, en el 4T esperamos una moderación del impulso hasta el 5,0% a/a, como consecuencia de la mayor debilidad de la demanda externa. Esto llevaría el crecimiento anual de 2010 a un sólido 6,5%, lo que representa un repunte significativo con respecto a la contracción del -2,8% registrada en 2009. En 2011, esperamos que el crecimiento se sostenga con el apoyo de una demanda interna robusta y del fuerte crecimiento de China. Sin embargo, las presiones inflacionistas están al alza. La inflación de enero se publicará la próxima semana (el martes), y prevemos una aceleración hasta el 3,3% a/a desde el 3,1% a/a del mes anterior. Al igual que en gran parte de la región, la inflación se ha convertido en un motivo de preocupación importante. Anticipamos que la inflación media subirá al 5,2% en 2011 desde el 2,4% de 2010, impulsada por el aumento de la inflación importada, especialmente por los efectos derivados de China continental. Las presiones de demanda son también un factor, en especial el aumento de los alquileres y los salarios (en mayo entrará en vigor la ley que establece un nuevo salario mínimo). Además, la abundancia de liquidez aumenta los riesgos de burbujas de activos, en particular en el sector inmobiliario. Otro foco de atención se centrará la próxima semana en el presupuesto 2011-12, que se anunciará el miércoles. Se prevén diversas medidas para amortiguar el impacto del aumento de la inflación, como desgravaciones fiscales y subvenciones a la vivienda y el transporte públicos. En general, se prevé que la postura fiscal seguirá siendo restrictiva (con un superávit considerable) para ayudar a reducir los riesgos de recalentamiento.

### Vietnam lucha por mantener la estabilidad macroeconómica

Vietnam ha estado luchando en los últimos meses por mantener la estabilidad macroeconómica ante las presiones de recalentamiento. Moody's y S&P rebajaron la

Inicio →

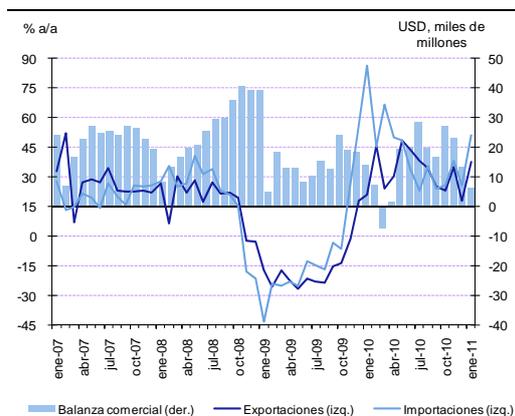
Mercados →

Calendario →

Datos de los mercados →

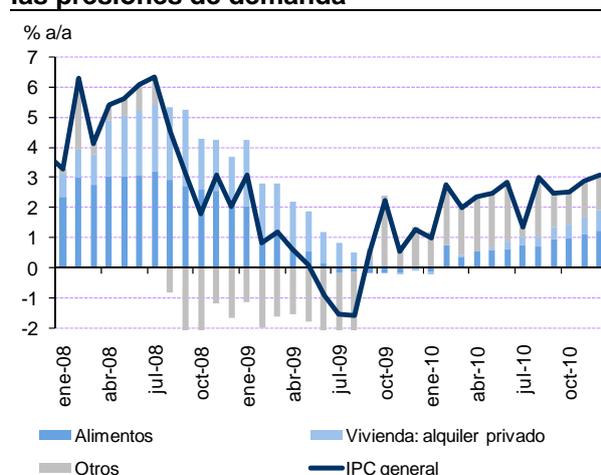
calificación de Vietnam el pasado mes de diciembre (después de una rebaja anterior por parte de Fitch) debido al aumento del déficit comercial y al bajo nivel de las reservas de divisas. Ante las presiones sobre la balanza de pagos, el State Bank de Vietnam (SBV) devaluó la moneda (dong vietnamita) la semana pasada y redujo la banda de cambio de  $\pm 3\%$  a  $\pm 1\%$ . Fue la cuarta depreciación desde comienzos de 2010 y del 7%, la mayor que se ha producido desde 1992. Las reservas de divisas ascienden en la actualidad a 13.600 millones aproximadamente, lo que equivale a menos de tres meses de importaciones. Además, a pesar de que las perspectivas de crecimiento de Vietnam a medio plazo son fuertes, los flujos de inversión extranjera directa (IED) no se han recuperado desde la crisis económica mundial. La inflación también ha sido un problema, con un aumento hasta el 12,2% a/a en enero como consecuencia de los mayores costes de los alimentos y de la vivienda. Las autoridades monetarias han recibido críticas de los analistas y las agencias internacionales por centrarse en el crecimiento a expensas de la estabilidad macroeconómica, y en particular, por no abordar el control de las presiones de recalentamiento a través de una política monetaria más estricta. Sobre este particular, el SBV aumentó ayer su tipo de refinanciación en 200 puntos básicos, hasta el 11%, el primero de lo que podría ser una serie de movimientos alcistas de los tipos de interés para restablecer la estabilidad. Seguimos manteniendo una visión positiva de las perspectivas de crecimiento de Vietnam, que se estiman en un 6,9% en 2011, y aún más altas a medio plazo. Sin embargo, la apertura y la debilidad de las instituciones de Vietnam seguirán planteando retos a corto plazo a los responsables de la política para mantener la estabilidad.

Gráfico 5  
**El superávit comercial de China se reduce en enero**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
**La inflación de Hong Kong repunta debido a los precios de los alimentos y a las presiones de demanda**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

**Análisis económico**

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

**Ricard Torne**  
ricard.torne@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 Zhou**  
serena.zhou@bbva.com.hk

**Serena Wang**  
serena.wang@bbva.com.hk

**Datos a observar**

**Singapur: inflación de los precios al consumo de enero (23 febrero)**

**Previsión: 3,9% a/a      Consenso: 4,6 % a/a      Anterior: 4,6% a/a**

La inflación sigue subiendo en Singapur, impulsada por el aumento de los costes del transporte y de los precios de la vivienda. Aunque las presiones subyacentes se mantienen fuertes, esperamos una caída en la inflación mensual tras el aumento excepcionalmente alto experimentado en diciembre. Nuestra previsión de inflación al cierre del año es un 3,6%, y el ministro de comercio de Singapur acaba de subir su previsión de inflación para 2011 al 3%-4% desde el 2%-3% anterior. Además ha advertido que la inflación podría aumentar hasta el 5%-6% en los próximos meses y ha hecho hincapié en el reto de las autoridades para lograr su control. Un valor de la inflación más alto de lo previsto aumentaría las expectativas de un nuevo ajuste monetario a través de una apreciación monetaria más rápida. La próxima reunión de la autoridad monetaria será en abril.

**Calendario**

Hong Kong	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	21 feb	ENE	4,00%	4,00%
IPC – Índice compuesto (a/a)	22 feb	ENE	2,90%	3,30%
PIB anual	23 feb	31 dic	-2,70%	6,50%
Balanza comercial	24 feb	ENE	-43.500 millones	-41.700 millones
Exportaciones (% a/a)	24 feb	ENE	12,50%	15,40%
Importaciones (% a/a)	24 feb	ENE	14,80%	17,00%
Japón	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Índice de actividad de toda la industria (m/m)	21 feb	DIC	-0,10%	--
Exportaciones comerciales interanuales	23 feb	ENE	13,0%	--
Importaciones comerciales interanuales	23 feb	ENE	10,6%	--
IPC Natl (a/a)	25 feb	ENE	0,00%	--
Malasia	Fecha	Período	Anterior	Cons.
IPC a/a	23 feb	ENE	2,20%	--
Filipinas	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Importaciones totales (a/a)	25 feb	DIC	35,30%	--
Singapur	Fecha	Período	Anterior	Cons.
IPC (a/a)	23 feb	ENE	4,60%	--
Producción industrial m/m desestacionalizada	23 feb	ENE	-11,80%	--
Taiwán	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Pedidos de exportación (a/a)	21 feb	ENE	15,27%	--
Balanza por cuenta corriente (USD)	21 feb	4T	8.990 millones	--
Producción industrial (a/a)	23 feb	ENE	18,18%	--
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	24 feb	ENE	4,73%	--
Tailandia	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Producto interior bruto desestacionalizado (t/t)	21 feb	4T	-0,20%	0,90%
PIB anual (a/a)	21 feb	31 dic.	-2,30%	7,90%
Exportaciones aduaneras (a/a)	21-25 feb	ENE	18,80%	22,50%
Importaciones aduaneras (a/a)	21-25 feb	ENE	11,50%	19,50%
Vietnam	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Exportaciones en lo que va de año (a/a)	21-23 feb	FEB	18,10%	--
Importaciones en lo que va de año (a/a)	21-23 feb	FEB	15,50%	--
IPC (a/a)	21-24 feb	FEB	12,20%	--

**Hong Kong: Discurso sobre el presupuesto fiscal 2011-12, 23 de febrero**

**Japón: Informe económico mensual de la Secretaría de la Presidencia, 20 de febrero**

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

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.	2.899,8	2,6	3,3	-3,9
	Hong Kong – Hang Seng	23.595,2	3,4	2,4	15,5
	Taiwán – Weighted	8.843,8	2,7	-1,4	18,8
	Japón – Nikkei 225	10.842,8	2,2	6,0	4,9
	Corea – Kospi	2.013,1	1,8	-1,8	24,2
	India – Sensex 30	18.318,4	3,3	-10,7	12,2
	Australia – SPX/ASX 200	4.936,7	1,1	4,0	6,1
	Singapur – Strait Times	3.086,8	0,3	-3,2	11,5
	Indonesia – Jakarta Comp.	3.501,5	3,2	-5,5	36,8
Tailandia – SET	995,6	4,8	-3,6	43,1	
Malasia – KLCI	1.517,6	1,5	-0,1	20,5	
Filipinas – Manila Comp.	3.851,2	2,7	-8,3	28,4	

Última actualización: viernes, 17:15 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Forward 3 meses	Forward 12 meses
	China (CNY/USD)	6,57	0,27	6,54	6,42
	Hong Kong (HKD/USD)	7,79	0,13	7,8	8
	Taiwán (TWD/USD)	29,4	-0,66	29,05	28,47
	Japón (JPY/USD)	83,5	-0,04	83,4	83,0
	Corea (KRW/USD)	1.112	1,47	1.118,86	1.133,47
	India (INR/USD)	45,2	0,97	46,0	48
	Australia (USD/AUD)	1,01	0,97	1	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,28	0,52	1,28	1,3
	Indonesia (IDR/USD)	8.870	0,73	8.945	9.351
Tailandia (THB/USD)	30,6	0,52	30,69	30,9	
Malasia (MYR/USD)	3,03	0,62	3,0	3	
Filipinas (PHP/USD)	43,3	1,14	43,35	43,67	

Última actualización: viernes, 17:15 hora de Hong Kong

Inicio →

Mercados →

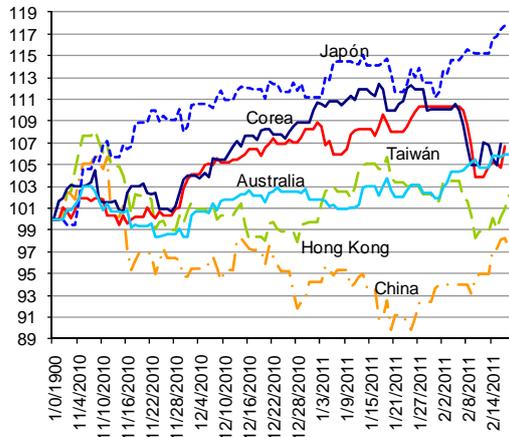
Datos relevantes →

Calendario →

Datos de los mercados

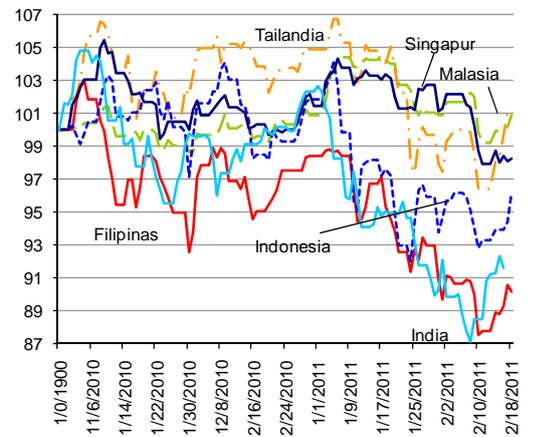
Gráficos de Asia

MERCADOS BURSÁTILES



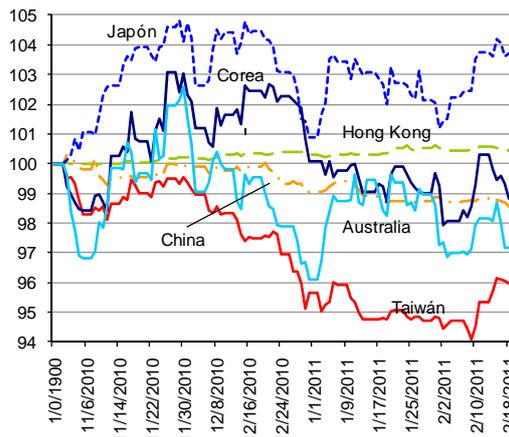
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg Índice=100

MERCADOS BURSÁTILES



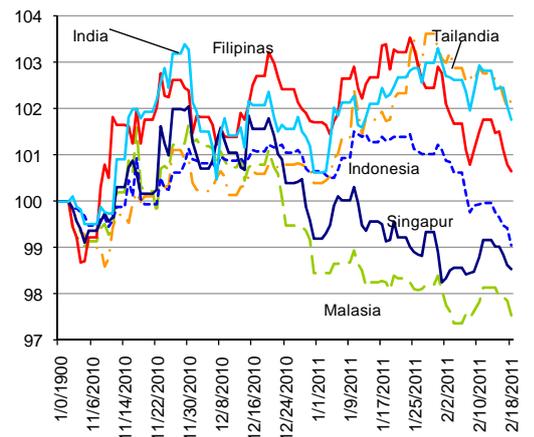
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg Índice=100

MERCADOS DE DIVISAS



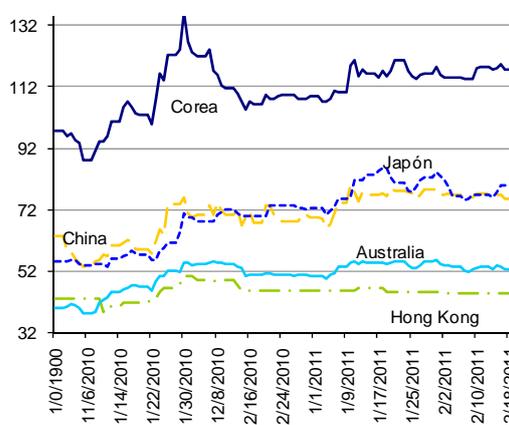
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg Índice=100

MERCADOS DE DIVISAS



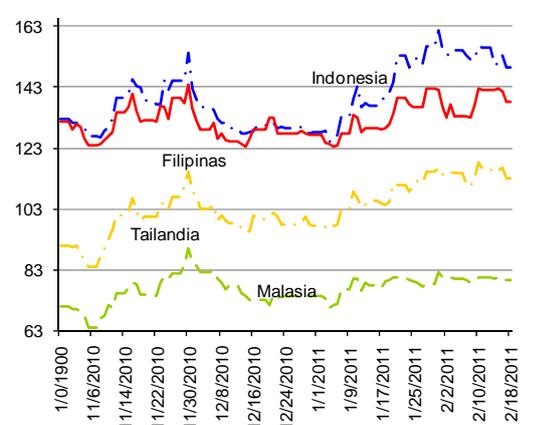
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg Índice=100

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, 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 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. 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 inconsistentes 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, 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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Orden 2001 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros (Promoción Financiera) de 2000 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular, el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Orden 2001, (iii) aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Orden 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la Bolsa de Nueva York ni de la Asociación Nacional de Corredores de Valores (NASD) no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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".**