

# Observatorio Semanal

## Asia

### Capeando el temporal

Muchos de los indicadores económicos apuntan hacia un fuerte impulso del crecimiento, a pesar del creciente temporal de los altos precios del petróleo y por los efectos negativos derivados de los trastornos de la oferta en Japón. Junto con la creciente inflación, los indicadores económicos (véase a continuación) han conllevado un mayor ajuste monetario, con otro aumento de las reservas obligatorias en China (Datos relevantes y Gráfico 1) y otro aumento de los intereses en Tailandia (hasta el 2,75%, con lo que ya se acumulan 150 pb desde que se inició el ciclo de ajuste el año pasado). Se prevé que continúen los ajustes y la apreciación de las monedas, dado que los bancos centrales pretenden frenar la inflación y evitar los riesgos de recalentamiento.

### Los indicadores de actividad regional siguen sólidos a pesar de los problemas de Japón

Como anticipábamos la semana pasada, los datos comerciales de marzo sobre Japón presentan un testimonio de las consecuencias del terremoto en la producción económica y las cadenas de suministro. Las exportaciones retrocedieron en marzo un -2,2% a/a (consenso: -1,1%), y los datos compilados apuntan hacia que en abril continuarán los trastornos en los sectores regionales de automoción y electrónica. En otros países, en marzo la inflación de Hong Kong (Gráfico 2) subió por encima de las previsiones (4,6% a/a, frente a un consenso del 4,2%), en Malasia se ajustó a las expectativas: 3,0% a/a, desde el 2,9% a/a del mes precedente. En Hong Kong, la tasa de paro cayó hasta el 3,4% (consenso: 3,5%). Ha sido la más baja desde 2008 (Datos relevantes). Otra sorpresa fueron los pedidos de exportación de Taiwán (13,4% a/a; consenso: 4,7%) y las exportaciones nacionales no relacionadas con el petróleo de Singapur (10,0% a/a; consenso: 5,0%).

21 de abril de 2011  
Análisis económico

**Asia**

Stephen Schwartz  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Mario Nevares  
mario.nevares@bbva.com.hk

Zhigang Li  
Zhigang.li@bbva.com.hk

Fielding Chen  
fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia  
xia.le@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar  
sumedh.deorukhkar@groupbbva.com

Jenny Zheng  
jenny.zheng@bbva.com.hk

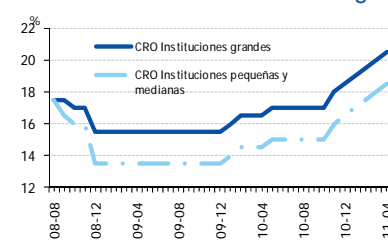
Serena Wang  
serena.wang@bbva.com.hk

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

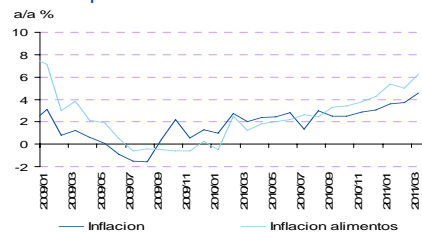
Mario Nevares  
mario.nevares@bbva.com.hk

Gráficos 1 y 2

China aumenta las reservas obligatorias



Suben las presiones inflacionistas en Hong Kong



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

## Datos relevantes

### India sigue luchando contra la alta inflación

La inflación de marzo, más alta de lo previsto, podría conllevar aumentos de los tipos de interés

### Los precios inmobiliarios de China se moderan como consecuencia de las recientes medidas de ajuste monetario

Los recientes datos reflejan una tendencia moderada en el aumento de los precios inmobiliarios

### El 1 de mayo se implantará en Hong Kong el primer salario mínimo de su historia

El nuevo salario mínimo tendrá mínimos efectos negativos sobre el empleo

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos de los mercados →

Gráficos →

## Análisis económico

Richard Li  
richard.li@bbva.com.hkMario Nevares  
mario.nevares@bbva.com.hk

## Mercados

Los mercados bursátiles y de divisas de Asia se recuperaron de las pérdidas iniciales de la semana y acabaron subiendo en relación con el cierre de la semana anterior. Esto ha sido consecuencia del retorno del optimismo por el crecimiento global, que finalmente superó las inquietudes por la deuda europea y la alerta de S&P sobre la deuda estadounidense. La tendencia bajista de los mercados registrada a principios de semana, tras el anuncio de S&P, dejó lugar al optimismo como consecuencia del avance de las cifras de construcción de vivienda nueva en EE.UU. Los índices más beneficiados fueron el Kospi Composite coreano (+2,2%), el SET tailandés (+2,3%) y los mercados de Yakarta y Filipinas, que avanzaron un 1,6% y un 1,7%, respectivamente. La única excepción fue el Shanghai Composite, que bajó un -0,9% (Gráfico 3).

### Vuelve el optimismo sobre el crecimiento y despierta la predisposición a asumir riesgos

Durante la semana menguó la aversión a asumir riesgos. Los inversores compraron activos de riesgo, como divisas y renta variable asiáticas, utilizando el dólar estadounidense para financiar sus compras. El calendario de publicación de datos de la semana pasada fue relativamente ligero, sin desencadenantes obvios para esta situación. Pero los datos del PMI de la zona euro, mejores de lo previsto, y las declaraciones del primer ministro electo finés de que su país no bloqueará el plan de rescate a Portugal, fueron probablemente las aportaciones más importantes. La cotización de la moneda estadounidense alcanzó sus mínimos desde la crisis financiera de 2008, lo cual empujó la cotización de las divisas asiáticas. Creemos que la reciente debilidad del dólar no fue provocada por la calificación de las perspectivas del crédito de parte de S&P, ya que la rentabilidad de los valores del Tesoro apenas creció. Más bien, parece ser que los mercados creen que la situación mundial será favorable a la expansión económica de Asia, generando flujos de capital hacia sus divisas y renta variable.

### Los inversores descuentan el riesgo de recalentamiento de China

El fuerte impulso de crecimiento del IT y las crecientes presiones inflacionarias anticipan riesgos de recalentamiento en China y aumentan las probabilidades de nuevas medidas de ajuste. Hemos corregido al alza nuestras previsiones de tipos de interés y de incrementos en los coeficientes de reservas obligatorias. No obstante, este último perfil todavía es modesto y un nuevo ajuste no debería conllevar una abrupta desaceleración del crecimiento.

### Las declaraciones del gobernador del BPdC espolean las previsiones de una apreciación más rápida del yuan

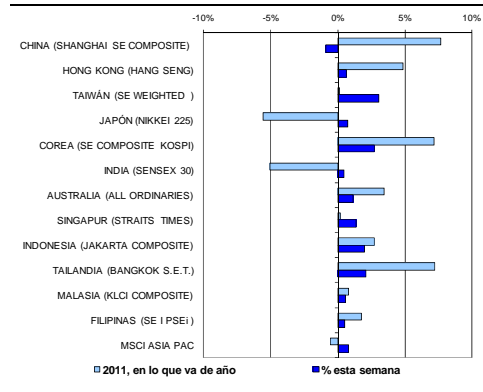
Tras el informe de reservas de divisas de marzo, el gobernador del BPdC manifestó que “las reservas de divisas han superado los niveles de demanda racional (de China), y esta acumulación ha provocado un exceso de liquidez en los mercados, que se ha sumado a la presión de la esterilización del banco central”. Los mercados lo han interpretado como un indicio de una apreciación más rápida del yuan, por lo que la cotización de futuros (NDF) de la paridad USD/CNY retrocedió hasta 6,3485 desde los 6,3943 del viernes pasado. Creemos que estos comentarios solamente indican un problema de larga data que viene enfrentando China, para abordar el cual también se han utilizado medidas distintas de la apreciación, como fomentar los flujos de salida a través de inversiones en el extranjero. En consecuencia, no prevemos ningún cambio en la política de apreciación gradual del BPdC.

[Inicio](#) →[Datos relevantes](#) →[Calendario](#) →[Datos de los mercados](#) →[Gráficos](#) →

**El dólar australiano resulta ser el principal beneficiario del optimismo por el crecimiento.**

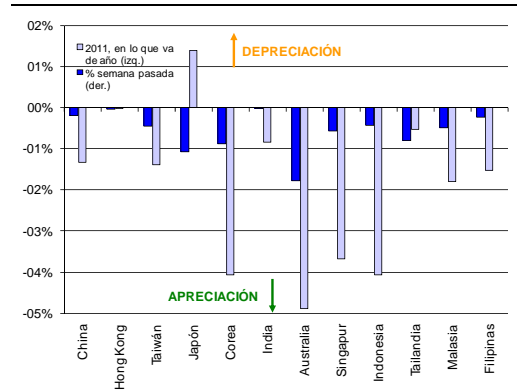
La cotización del dólar australiano (AUD) se apuntó un nuevo récord en los últimos 29 años, y en el momento de escribir estas líneas superaba la barrera de 1,0740 (Gráfico 4). La divisa australiana lideró los beneficios de la reciente ola alcista de activos de riesgo en divisas asiáticas, dado que se prevé que los precios de las materias primas seguirán altos dentro del optimismo global generalizado. Aunque optimistas en cuanto a la evolución del AUD a largo plazo, estas previsiones parecen apartarse de los fundamentos. En especial considerando que nuestros analistas de materias primas anticipan que el petróleo, los metales básicos y los productos agrícolas posiblemente se consoliden en niveles más bajos en los próximos meses. El tipo de cambio, mayor del esperado, posiblemente haya desencadenado un cierto grado de ajuste, que mitigará la necesidad de aumentos de los tipos de interés en el segundo semestre.

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 →

Gráficos →

## Datos relevantes

### India sigue luchando contra la alta inflación

Las autoridades de la tercera economía asiática se enfrentan a la difícil tarea de combatir la inflación. Con un 9,0% a/a, el índice de precios mayoristas de marzo (publicado el viernes pasado) resultó ser mucho más alto de lo esperado (BBVA: 8,4%), en comparación con el 8,3% del mes precedente, y marcadamente por encima de las proyecciones del banco central, 8,0% (Gráfico 5). Estos resultados se han producido a pesar de ocho aumentos de los tipos de interés desde marzo de 2010 (el más reciente en marzo de 2011), acumulando 200 pb en la tasa repo de referencia desde que comenzó el ciclo de ajuste. La evolución de los datos en los últimos meses apunta a que los efectos de la segunda ronda de aumento de los precios de los alimentos (9,5% a/a en marzo) se ha convertido en un factor importante para la persistencia de la inflación. En marzo, los precios de los productos no alimentarios han seguido creciendo, empujando a la inflación subyacente hasta el 7,1% a/a, su nivel más alto de los últimos 29 meses. El aumento del precio del petróleo supone una presión inflacionista adicional. El componente del índice de combustibles del IPM subió en marzo de 2011 un 12,9%, frente al 11,5% del mes anterior. El continuo aumento del riesgo inflacionista merma el impulso de crecimiento, en especial si fuese a tener repercusiones negativas sobre la actividad inversora debido a los tipos de interés más altos. Con las autoridades indias enfrentadas al dilema entre la inflación de hoy y el crecimiento del futuro, creemos que en su reunión del 3 de mayo, el banco central adoptará medidas antiinflacionistas más drásticas y subirá los tipos de interés en 25 pb. Con el BRI ajustando las opciones para controlar la inflación, en condiciones de liquidez ya ajustadas, prevemos un ciclo de aumentos de tipos de interés que acumulará incrementos de 50 pb entre ahora y finales de 2011.

### Los precios inmobiliarios de China se moderan como consecuencia de las recientes medidas de ajuste monetario

Los datos sobre precios inmobiliarios de marzo, publicados la semana pasada, reflejan una continuidad de la moderación (Gráfico 6). Esto es consecuencia de las recientes medidas de prudencia macroeconómica y de ajuste monetario de las autoridades, previstas para frenar el crecimiento del crédito y la inflación, evitando la formación de burbujas de precios de activos en el sector inmobiliario. De las 70 ciudades de la encuesta mensual, en 20 los precios de la vivienda nueva no variaron o bajaron (m/m), un incremento desde las 14 ciudades de febrero. En cuanto a la venta de vivienda de segunda mano, en 26 ciudades los precios no variaron o bajaron (frente a las 20 de febrero). Sin embargo, durante marzo en la mayoría de las ciudades del estudio se produjeron nuevos aumentos de los precios inmobiliarios, aunque a un ritmo más moderado. Como respuesta a los indicadores de la solidez del impulso de crecimiento, en especial después de las cifras de crecimiento del PIB del 1T y de la inflación de marzo, el domingo pasado el Banco Popular de China (BPdC) anunció otro incremento de 50 puntos básicos en el coeficiente de reserva obligatorio (CRO). Esto supone el cuarto aumento del CRO en lo que va del año, y se prevé que con esta medida se absorberán alrededor de 370.000 millones de yuanes del sistema bancario. Para el 2T y el 3T prevemos nuevas medidas de ajustes, consistentes en aumentos adicionales del CRO (150 PB) y dos aumentos más de 25 pb de los tipos de interés hasta final de año (una revisión al alza de nuestras anteriores previsiones de un incremento del 50 pb del CRO y de 25 de los intereses).

### El 1 de mayo se implantará en Hong Kong el primer salario mínimo de su historia

Tal y como estaba previsto, Hong Kong implementará un nuevo salario mínimo el 1 de mayo, fijado en 28 HKD (equivalentes a 3,60 USD) por hora. Hasta ahora, Hong Kong no tenía salario mínimo, reflejo del tradicional concepto de no intervención de su política económica. La idea de un salario mínimo ha sido bastante controvertida, y fue aprobada por la legislatura de la región en julio pasado. Algunos grupos del sector privado han expresado su preocupación por las repercusiones de esta medida en los costes laborales y en el empleo. Según las estimaciones de las autoridades, los salarios del 11% de los trabajadores (unos 314.000 empleados en total) subirán una media del 16,9%. Las estimaciones del gobierno apuntan a que la tasa de paro podría subir en un 1,2%. Sin embargo, lo más probable es que estas consecuencias queden mitigadas por las actualmente favorables condiciones del mercado de trabajo. La tasa de paro de Hong Kong retrocedió en marzo hasta el

---

Inicio →

---

Mercados →

---

Calendario →

---

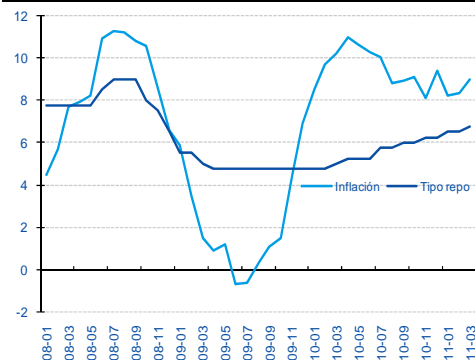
Datos de los mercados →

---

Gráficos →

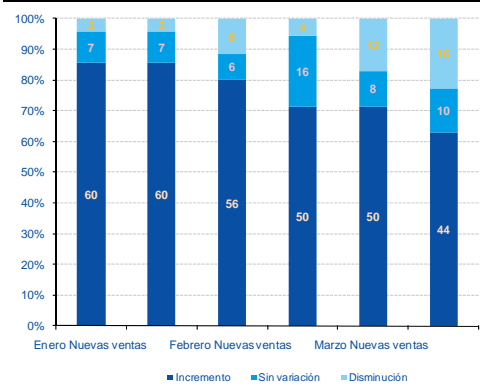
3,4%, el nivel más bajo desde que en 2008 estalló la crisis financiera mundial, y bastante por debajo de la media del 6,1% de 2002-2007. En el peor de los casos (que el incremento de los costes salariales se traslade íntegramente a los precios), el gobierno estima que las repercusiones inflacionistas del nuevo salario mínimo podrían alcanzar el 0,4%, una situación desfavorable debido al aumento de la inflación general en el territorio.

Gráfico 5  
La elevada inflación india persiste tercamente



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
La evolución de los precios inmobiliarios en China refleja una bienvenida moderación



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Inicio →

Mercados →

Calendario →

Datos de los mercados →

Gráficos →

## Calendario Indicadores

<b>Australia</b>	<b>Fecha</b>	<b>Período</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Precios al consumidor (a/a)	4/27/2011	1T	2.70%	3.00%
<b>Hong Kong</b>	<b>Fecha</b>	<b>Período</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Balanza comercial	4/28/2011	MAR	-25.100 millones	-38.200 millones
Exportaciones (% a/a)	4/28/2011	MAR	24.90%	17.50%
Importaciones (% a/a)	4/28/2011	MAR	25.20%	14.90%
Masa monetaria M2 en \$ de Hong Kong (a/a)	4/29/2011	MAR	8.00%	--
<b>Japón</b>	<b>Fecha</b>	<b>Período</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Comercio minorista a/a	4/27/2011	MAR	0.10%	--
IPC Natl (a/a)	4/28/2011	MAR	0.00%	--
Producción industrial % a/a	4/28/2011	MAR A	2.90%	--
<b>Filipinas</b>	<b>Fecha</b>	<b>Período</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Importaciones totales (a/a)	4/27/2011	FEB	23.90%	--
Balanza comercial	4/27/2011	FEB	-1312 M \$	--
<b>Singapur</b>	<b>Fecha</b>	<b>Período</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
IPC (a/a)	4/25/2011	MAR	5.00%	5.20%
Producción industrial (a/a)	4/26/2011	MAR	4.80%	23.80%
<b>Corea</b>	<b>Fecha</b>	<b>Período</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
PIB a precios constantes (a/a)	4/27/2011	1T P	4.70%	4.40%
Balance de bienes en millones \$ EE.UU.	4/28/2011	MAR	1583 M \$	--
Producción industrial (a/a)	4/29/2011	MAR	9.10%	--
<b>Taiwán</b>	<b>Fecha</b>	<b>Período</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	4/22/2011	MAR	4.59%	4.53%
Producción industrial (a/a)	4/25/2011	MAR	13.28%	10.77%
PIB - Precios constantes (a/a)	4/29/2011	1T P	6.92%	5.00%
<b>Tailandia</b>	<b>Fecha</b>	<b>Período</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Total exportaciones, % a/a	4/29/2011	MAR	29.10%	--
Total importaciones, % interanual	4/29/2011	MAR	18.60%	--
Balanza comercial total	4/29/2011	MAR	2.031 millones de \$	--
<b>Vietnam</b>	<b>Fecha</b>	<b>Período</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Exportaciones en lo que va de año (a/a)	25-27 ABR	TAE:	33.70%	--
Importaciones en lo que va de año (a/a)	25-27 ABR	TAE:	23.80%	--
IPC (a/a)	25-27 ABR	TAE:	13.90%	--
Producción industrial en lo que va de año (a/a)	26-29 ABR	TAE:	14.10%	--

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos de los mercados →

Gráficos →

### Japón: tipo objetivo del BdJ, 28 de abril

No prevemos cambios en los tipos de interés

**Actual**    **Previsto**

0.10%    0.10%

## Calendario: eventos

### Corea: PIB real del 1T (27 de abril)

Previsión: 4,6% a/a

Consenso: 3,9 % a/a

Anterior: 4,7% a/a

Comentario: los primeros datos publicados del PIB de Corea, junto con el de China y Singapur, sirven de indicador de las perspectivas de crecimiento de la región. China y Singapur ya han publicado unos resultados del 1T mejores de los previstos, y las sólidas cifras de Corea confirmarían un fuerte crecimiento de la región durante ese período, a pesar de los vientos en contra por el aumento de los precios del petróleo y, de cara al futuro, las repercusiones del terremoto de Japón. Creemos que el crecimiento del PIB de 2011 alcanzará el 4,5%, un retroceso desde el 6,1% del año pasado. Repercusión en los mercados: un resultado mejor de lo previsto podría generar expectativas de subidas de tipos más agresivas, mientras que un resultado peor provocaría lo contrario, especialmente vistas las previsiones adversas para el crecimiento para los siguientes trimestres.

---

Inicio →

---

Mercados →

---

Datos relevantes →

---

Datos de los  
mercados →

---

Gráficos →

---

## 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.	3023.0	-0.9	7.7	-0.3
Hong Kong – Hang Seng	24151.0	0.6	4.8	12.3	
Taiwán – Ponderado	8987.0	3.1	0.2	12.5	
Japón – Nikkei 225	9662.7	0.7	-5.5	-12.9	
Corea – Kospi	2198.5	2.7	7.2	25.8	
India – Sensex 30	19471.0	0.4	-5.1	11.4	
Australia – SPX/ASX 200	4907.8	1.1	3.4	-0.9	
Singapur – Strait Times	3195.5	1.3	0.2	7.7	
Indonesia – Jakarta Comp.	3804.0	2.0	2.7	30.6	
Tailandia – SET	1107.4	2.1	7.2	46.1	
Malasia – KLCI	1530.7	0.6	0.8	14.8	
Filipinas – Manila Comp.	4274.8	0.5	1.8	33.4	

Última actualización: viernes, 16:15 hora de Hong Kong.

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Forward 3 meses	Forward 12 meses
	China (CNY/USD)	6.52	0.19	6.45	6.34
Hong Kong (HKD/USD)	7.77	0.06	7.8	8	
Taiwán (TWD/USD)	28.9	0.44	28.61	27.87	
Japón (JPY/USD)	82.2	1.54	82.2	81.9	
Corea (KRW/USD)	1080	0.62	1086.43	1100.75	
India (INR/USD)	44.3	0.40	45.1	47	
Australia (USD/AUD)	1.08	2.06	1	n.a.	
Singapur (SGD/USD)	1.24	0.83	1.24	1.2	
Indonesia (IDR/USD)	8630	0.42	8691	9010	
Tailandia (THB/USD)	29.9	0.80	29.98	30.3	
Malasia (MYR/USD)	3.01	0.46	3.0	3	
Filipinas (PHP/USD)	43.1	0.25	43.13	43.40	

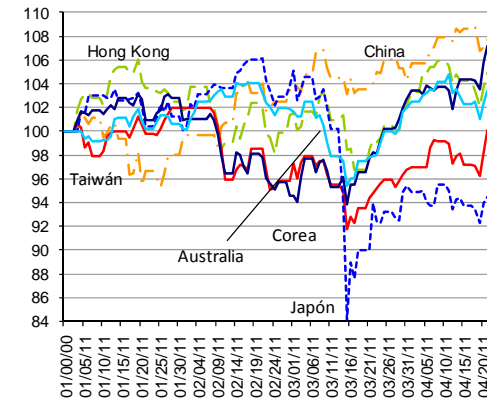
Última actualización: viernes, 11:15 hora de Hong Kong

Inicio	→
Mercados	→
Datos relevantes	→
Calendario	→
Gráficos	→



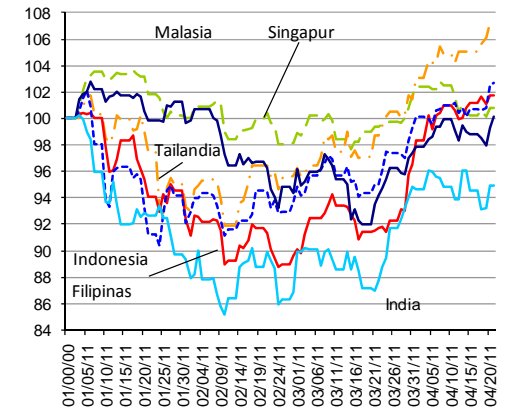
## Gráficos

Gráfico 6  
Mercados bursátiles



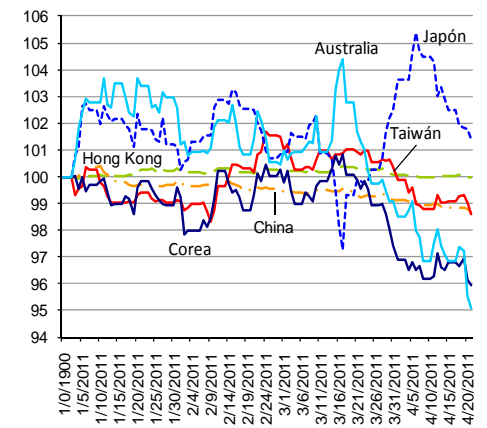
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 7  
Mercados bursátiles



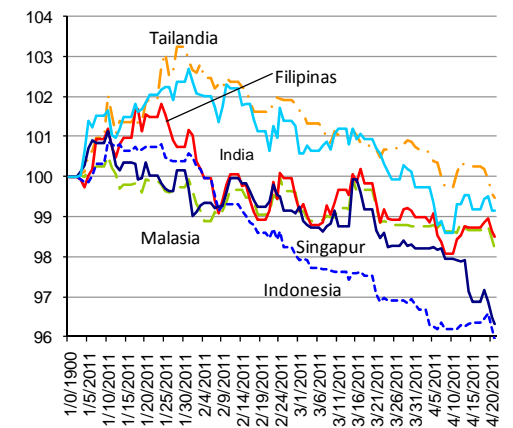
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8  
Mercados de divisas



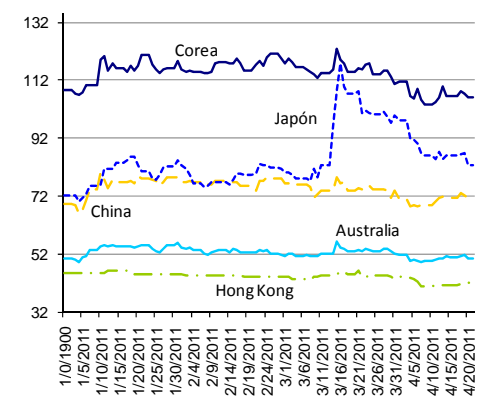
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 9  
Mercados de divisas



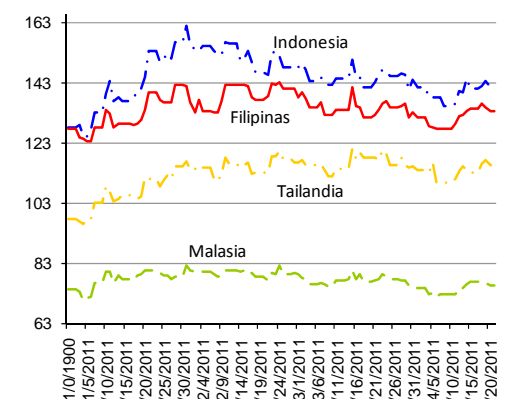
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10  
Credit Default Swaps



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11  
Credit Default Swaps



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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

## AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".

BBVA, S.A. es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.