

# Observatorio Semanal

## Asia

30 de junio de 2011  
Análisis Económico

Asia

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

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

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

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

**Jenny Zheng**  
jenny.zheng@bbva.com.hk

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

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

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

**Claire Chen**  
claire.chen@bbva.com.hk

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

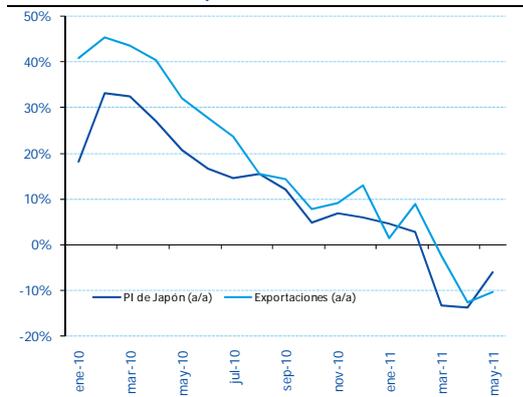
## Suben los mercados como consecuencia del voto griego

Esta semana imprimimos nuestro Observatorio Semanal antes de lo habitual debido a que mañana, 1 de julio, es día festivo en Hong Kong. Los mercados han repuntado en general como consecuencia de las noticias positivas procedentes de Europa (véase la sección Mercados). Esta semana nos faltan los datos del índice de gerentes de compras que se publicará en China y los datos de la inflación de junio de Corea, Tailandia e Indonesia. Además de la inquietud por la deuda griega, el foco de atención se ha situado en las cifras de la deuda pública de China (Datos relevantes) y la recuperación de Japón de los peores efectos del terremoto y tsunami del pasado mes de marzo. Por otro lado, Tailandia se prepara para las elecciones generales del 3 de julio (Datos relevantes).

### Los mercados estarán pendientes de la inflación de junio

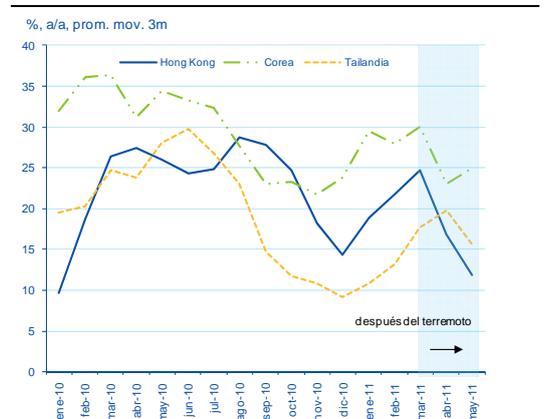
Los datos que se han publicado hasta ahora esta semana confirman un repunte en Japón (Gráfico 1) y mejores tendencias de exportación regionales de lo que se esperaba (Gráfico 2). En Hong Kong, las exportaciones de mayo repuntaron hasta el 10,1% (consenso: 3,9%), mientras que en el mismo periodo las exportaciones de Tailandia se situaron en el 17,3% a/a. El Banco Central de Taiwán subió los tipos de interés otros 12,5 pb, tal como se esperaba, ya que sigue normalizando su política monetaria.

Gráfico 1  
**La economía de Japón ha tocado fondo...**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2  
**Las exportaciones asiáticas se debilitan como consecuencia de la desaceleración mundial**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

### Datos relevantes

#### La Oficina de la Auditoría de China sitúa la deuda de los gobiernos locales en el 22% del PIB

Los nuevos datos oficiales sobre la deuda de los gobiernos locales se situaron por debajo de los de algunas estimaciones del mercado

#### Se acercan las elecciones en Tailandia y la estabilidad política pesa sobre las perspectivas económicas

A pesar de las continuas turbulencias políticas, el crecimiento de Tailandia ha mostrado solidez

#### El aumento de los precios de los combustibles en la India impulsa la confianza de los mercados, pero pesa sobre la inflación

El nuevo aumento de los precios de los combustibles presiona al alza la inflación de la India

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos de los mercados →

Gráficos →

## Análisis Económico

Richard Li  
richard.li@bbva.com.hk

Mario Nevares  
mario.nevares@bbva.com.hk

## Mercados

En los últimos días, la atención de los mercados financieros de la región ha estado puesta de forma incontenible en el voto parlamentario griego con respecto al plan de consolidación fiscal a medio plazo, condición clave para seguir teniendo el apoyo internacional. La aprobación de estas medidas dio lugar a repuntes notables en los índices bursátiles y en los activos de riesgo. Las respuestas de los mercados de divisas asiáticos fueron relativamente escasas y la mayoría de las monedas de la región terminaron sin variaciones con respecto al cierre de la semana anterior.

### Las negociaciones de la prórroga de la deuda griega podrían mantener la volatilidad de los mercados asiáticos

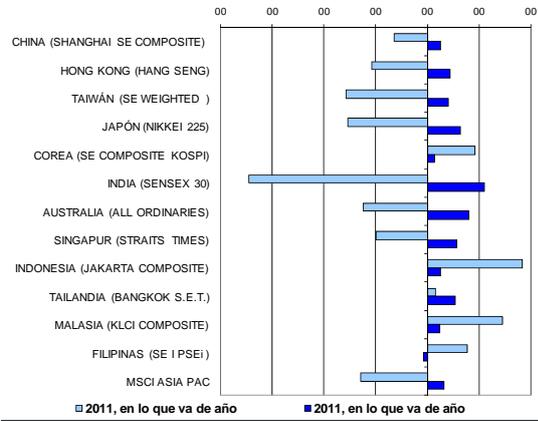
A pesar de la aprobación de las medidas de austeridad, sigue habiendo riesgos para la aprobación del segundo plan de rescate, ya que los líderes de la UE todavía tienen que definir la participación del sector privado, conseguir el apoyo de la mayoría de los acreedores y convencer a las agencias de calificación de que el plan de la prórroga no infringe ninguna cláusula de incumplimiento. Antes de que la situación se calme, los mercados podrían continuar su volatilidad. Dicho esto, el voto del miércoles por la noche demostró la determinación de Grecia de recortar el déficit, lo que ayuda a abrir el camino para los desembolsos del FMI y la UE. Si se confirma, el dinero será suficiente para ayudar a Grecia durante el verano y eliminar los riesgos de liquidez a corto plazo. En este contexto, los mercados se centrarán en la actitud de los responsables de la UE y el FMI en los próximos días y en la reunión que celebrará el EcoFin el 3 de julio.

### La política china se encuentra en una coyuntura crítica

Los últimos comentarios del primer ministro Wen Jiabao acerca de la victoria sobre la inflación y la tolerancia de unos datos del IPC más altos han aumentado las expectativas de que se produzca un cambio en la política. Aunque es demasiado pronto para sacar la conclusión de que China terminará en breve su ciclo de ajuste, sí vemos en el último mes tres acontecimientos significativos que podrían hacer que los responsables de la política adopten un enfoque más cauto en el 2S.

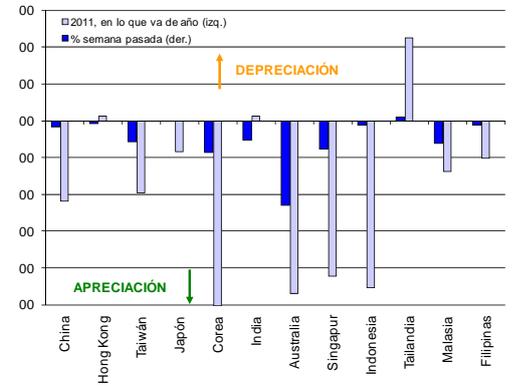
En primer lugar, los precios del petróleo han experimentado una corrección considerable y las últimas medidas de la Agencia Internacional de Energía para liberar reservas deberían ayudar a proteger la economía mundial contra nuevos aumentos. Por tanto, los riesgos alcistas para la inflación por causa de los precios de las materias primas se han moderado. En segundo lugar, las encuestas de los índices de gerentes de compras en todo el mundo han mostrado signos de debilidad en los últimos meses. Aunque todavía no hay certeza de si la reciente debilidad es simplemente un bache o presagia un crecimiento limitado de mayor duración, es justo decir que el entorno externo en el 2S será probablemente menos propicio en comparación con el 1S. Por último, el índice de gerentes de compras de China también indica una desaceleración del impulso de crecimiento de cara al futuro, aunque los indicadores de actividad han experimentado hasta ahora poca desaceleración. Además, la masa monetaria no ha llegado a los objetivos, y se han observado indicios de una severa restricción de liquidez en los mercados monetarios. Aunque el IPC se mantiene persistentemente alto (probablemente se situará en torno a un 6,0% en junio debido en parte a los efectos base), la mayoría anticipa que la inflación de los precios al consumo caerá gradualmente en el 2S. Dado el balance de riesgos, sería razonable que los responsables de la política china, en especial los del BPdC, reevaluaran su estrategia política en el 2S en este momento. En este contexto, el próximo índice de gerentes de compras de China, que se publicará mañana tendrá una importancia crucial. La última estimación del índice de gerentes de compras del HSBC apunta a una mayor moderación. Si se materializa, el índice no estaría muy lejos de la marca de 50 y se reducirían las posibilidades de que continúe la política de ajuste que prevemos en el 2S. De momento, mantenemos nuestras previsiones de que se producirán otros dos movimientos alcistas de los tipos y un nuevo aumento de 50 pb en el coeficiente de reservas obligatorias en el siguiente o en los dos siguientes trimestres.

Gráfico 3  
Mercados bursátiles



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4  
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

### La Oficina de la Auditoría de China sitúa la deuda de los gobiernos locales en el 22% del PIB

El lunes, la Oficina de la Auditoría Nacional de China anunció sus conclusiones de que la deuda total de los gobiernos locales asciende a 10,7 billones de RMB (un 22% del PIB), la mitad de la cual consiste en obligaciones contraídas a través de los vehículos de financiación de los gobiernos locales (LGFV). La cifra de los préstamos de los LGFV es mucho más baja que la de las estimaciones previas de fuentes oficiales y del mercado. Creemos que la discrepancia entre las estimaciones se debe a las diferencias de definiciones y conceptos, más que a un intento deliberado de distorsionar el panorama. En cualquier caso, los nuevos datos podrían ser útiles para valorar el verdadero volumen de la deuda pendiente de los LGFV, que ahora estimamos en torno a 14 billones de RMB a finales de 2010, lo que equivale al 35% del PIB. No toda esta deuda lleva una garantía explícita del gobierno local o central (razón por la que la Oficina de la Auditoría Nacional estima que la deuda de los gobiernos locales relacionada con estos vehículos es sólo de 5 billones de RMB). Las nuevas estimaciones generaron un aluvión de debates en los medios de comunicación acerca del verdadero peso de la deuda pública en China, que algunos calculan que se eleva al 80% del PIB, si se combinan la deuda del gobierno central y la deuda de los gobiernos locales. Aunque ese nivel no plantea ningún problema financiero a corto plazo, si se deja que siga aumentando, puede dar lugar en el futuro a que se produzcan problemas en el servicio de la deuda de los gobiernos locales y morosidad. En las últimas semanas, ha circulado información sobre una propuesta del Ministerio de Hacienda para que el gobierno central y los bancos soporten parte de estas deudas. En nuestra opinión, un mensaje positivo es que las autoridades son conscientes de los riesgos y están tomando medidas para atajarlos.

### Se avecinan las elecciones en Tailandia y la estabilidad política pesa sobre las perspectivas económicas

Los tailandeses votarán este domingo 3 de julio en las largamente esperadas elecciones generales, lo que marca otro hito en la turbulenta y a veces violenta escena política que apareció en 2006 con el golpe que envió al ex-primer ministro Thaksin Shinawatra al exilio. En las elecciones se enfrentarán el partido de la oposición de los seguidores de Thaksin, los llamados "camisas rojas" y el partido de los "camisas amarillas" asociados con el partido demócrata del primer ministro Abhisit Vejjajiva, actualmente en el poder. La hermana de Thaksin, que es la suplente de hecho del propio Thaksin, lidera la oposición y va en cabeza en las encuestas cuando quedan pocos días antes de las elecciones. Dado el tumultuoso pasado, en el que ninguna de las partes ha demostrado estar dispuesta a aceptar los resultados de la elección ni a llegar a compromisos, se teme que se produzcan enfrentamientos. Durante el periodo de agitación política de los últimos años, la economía tailandesa ha mostrado una solidez extraordinaria. Aunque el turismo, uno de los principales sostenes de la economía de Tailandia ha sufrido golpes de vez en cuando, se ha recuperado, y las exportaciones del país se han mantenido sólidas, incluso ante los recientes trastornos de la oferta derivados de la situación de Japón, que hace importantes inversiones en el sector del automóvil. El crecimiento del PIB fue un 7,8% en 2010 (Gráfico 5), y según nuestras previsiones, se situará en el 3,8% en 2011. Aunque la inestabilidad política postelectoral plantea riesgos a la baja para las perspectivas económicas, no se prevé que haya cambios en la política monetaria. De hecho, ambos partidos hacen propuestas políticas similares, prometiendo aumentos en los salarios mínimos y otras medidas populistas. Mientras tanto, el Banco de Tailandia (BdT) ha seguido destacando los riesgos inflacionistas, especialmente debido a que la inflación subyacente va en aumento. En lo que va de año, los tipos de interés se han incrementado tres veces (25 pb cada vez) y esperamos que el Banco Central suba los tipos otras dos veces durante el resto del año.

### El aumento de los precios de los combustibles en la India impulsa la confianza de los mercados, pero pesa sobre la inflación

En un momento en que la mayoría de las economías experimentan alivio en las presiones inflacionistas gracias a la moderación de los precios internacionales del petróleo, la batalla de la India contra la elevada inflación se recrudece. El empeoramiento de las perspectivas de inflación de la India se debe en parte a la medida discrecional que han aplicado las autoridades indias para subir los precios regulados de los combustibles recortando simultáneamente los impuestos indirectos sobre los productos del petróleo. El 24 de junio de 2011, los precios del gasóleo se elevaron un 9%, los del queroseno un 20% y los del gas licuado de petróleo un 14% con efecto inmediato. La medida se esperaba desde hace tiempo y quizá era inevitable, ya que los precios regulados de los combustibles se habían mantenido sin cambios durante cerca de un año a pesar de que anteriormente se había producido un aumento en los precios mundiales del crudo. El gobierno espera que los ajustes de los precios contribuirán a reducir las pérdidas de las empresas de comercialización del petróleo, que han estado vendiendo estos combustibles a tarifas subvencionadas. Sin embargo, para amortiguar la carga del precio sobre los consumidores, el gobierno ha anunciado una reducción del 5% de los aranceles sobre el petróleo y sobre los productos del petróleo, recortando a la vez los impuestos sobre el gasóleo. Los mercados bursátiles indios recibieron bien la decisión, ya que augura buenas perspectivas para la industria, en particular la salud financiera de los comercios de petróleo propiedad del estado. Sin embargo, la medida es negativa desde la perspectiva fiscal y desde la perspectiva de la inflación. Los menores ingresos tributarios y las todavía altas subvenciones pesarán sobre el déficit, que prevemos que llegará a un 5,7% del PIB en 2011. Esta medida política aumenta los riesgos alcistas para

Inicio	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos de los mercados	→
Gráfico	→

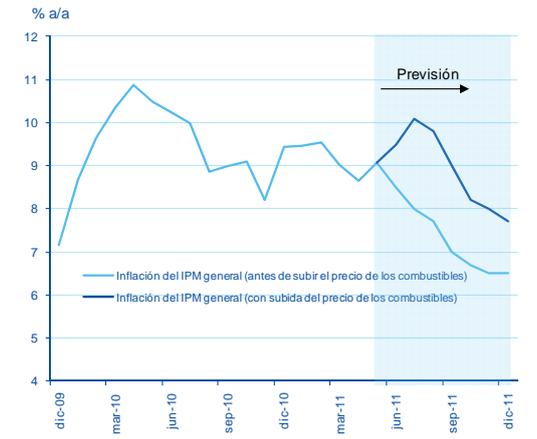
nuestra previsión de inflación de 2011, que situábamos en el 8,0% (Gráfico 6), riesgos que ya venimos advirtiendo desde hace un tiempo. Creemos que el efecto agregado de la combinación de aumentos de los precios de los combustibles podría añadir aproximadamente 100 pb al índice general de precios en los próximos meses. Dado que ya está preparado un ajuste significativo de la política, mantendremos nuestras previsiones de que el final del ciclo de movimientos alcistas de los tipos por parte del BRI se producirá después de efectuarse otra subida de 25 pb el 26 de julio de 2011.

Gráfico 5  
**El crecimiento del PIB de Tailandia se ha mostrado sólido incluso en periodos de agitación política**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
**Las perspectivas de inflación de la India se verán afectadas por el aumento de los precios de los combustibles**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Calendario Indicadores

China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Aprobaciones de construcción (m/m)	4 julio	MAY	-1,30%	--
Ventas minoristas desestacionalizadas (m/m)	4 julio	MAY	1,10%	--
Balanza comercial	5 julio	MAY	1597 millones	--
Tasa de paro	7 julio	JUN	4,90%	--
China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice PMI no manufacturero de China	3 julio	JUN	61,9	--
PMI de China de HSBC Services	5 julio	JUN	54,3	--
Índice de confianza empresarial	8 julio	2T	133,8	--
Hong Kong	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas minoristas: valor (a/a)	4 julio	MAY	27,70%	28,20%
Índice de gerentes de compras	4-5 julio	JUN	52,2	--
Indonesia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Masa monetaria - M2 (a/a)	7-13 julio	MAY	15,10%	--
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Base monetaria (a/a)	4 julio	JUN	16,20%	--
Pedidos de maquinaria (m/m)	7 julio	MAY	-3,30%	--
Stock de dinero de Japón - M2 (a/a)	8 julio	JUN	2,70%	--
Balanza por cuenta corriente, % a/a	8 julio	MAY	-69,50%	--
Balanza comercial - Base BdP	8 julio	MAY	millones de ¥	--
Quiebras (a/a)	8 julio	JUN	4,90%	--
Malasia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Exportaciones (% a/a)	5 julio	MAY	11,10%	11,00%
Importaciones (% a/a)	5 julio	MAY	9,40%	8,50%
Balanza comercial	5 julio	MAY	11.010 millones	10.800 millones
Filipinas	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de precios al consumo (a/a)	5 julio	JUN	4,50%	4,70%
Corea	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
IED Corea del Sur (a/a)	1-6 julio	2T	30,1	--
Índice de precios mayoristas (a/a)	8 julio	JUN	6,20%	--
Taiwán	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
IPC (% a/a)	5 julio	JUN	1,66%	1,80%
IPM (a/a)	5 julio	JUN	3,31%	--
Balanza comercial total, en miles de millones de USD	7 julio	JUN	1.220 millones de \$	1.020 millones de \$
Total exportaciones (a/a)	7 julio	JUN	9,50%	19,10%
Importaciones totales (a/a)	7 julio	JUN	19,30%	22,50%
Vietnam	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas locales de vehículos (a/a)	6-12 julio	JUN	--	--

## Indicador de la semana: tasa de desempleo de Australia en junio (7 de julio)

Previsión: 4,9%      Consenso: -      Anterior: 4,9%

Comentario: aunque la tasa de desempleo de Australia se ha mantenido estable en los últimos meses, la tasa de participación y las cifras del empleo a tiempo completo han caído junto con el crecimiento del PIB. Los datos de empleo se observarán por ser un indicador del estado de la economía y en ellos se basará el RBA para determinar el rumbo futuro de la política monetaria. Repercusión en los mercados: unos datos de empleo más fuertes de lo previsto aumentarían la confianza de los mercados y podrían incrementar las expectativas de que el RBA suba los tipos de interés, lo que daría lugar a la apreciación del dólar australiano.

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos de los mercados →

Gráficos →

## Calendario: eventos

### Australia: tipo de referencia del RBA, 5 de julio

No prevemos cambios en los tipos de interés

Actual 4,75%      Real 4,75%

### Malasia: tipo a un día, 7 de julio

No prevemos cambios en los tipos de interés

Actual 3,00%      Real 3,00%

## 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.	2.763,8	0,6	-1,6	15,2
	Hong Kong - Hang Seng	22.418,0	1,1	-2,7	11,4
	Taiwán - Weighted	8.617,6	1,0	-4,0	17,6
	Japón - Nikkei 225	9.833,8	1,6	-3,9	4,8
	Corea - Kospi	2.097,6	0,3	2,3	23,5
	India - Sensex 30	18.741,1	2,7	-8,6	5,9
	Australia - SPX/ASX 200	4.598,9	2,0	-3,1	6,9
	Singapur - Strait Times	3.109,6	1,4	-2,5	9,7
	Indonesia - Jakarta Comp.	3.870,6	0,6	4,5	33,8
	Tailandia - SET	1.036,6	1,3	0,4	30,0
	Malasia - KLCI	1.574,5	0,6	3,7	19,8
	Filipinas - Manila Comp.	4.282,6	-0,2	1,9	27,0

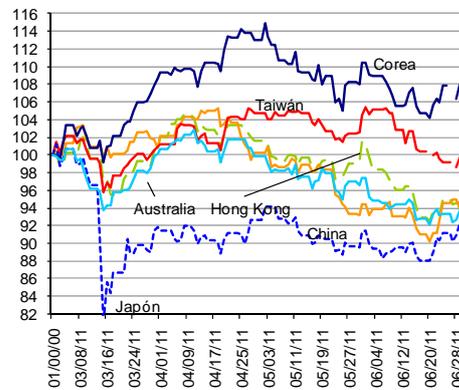
Última actualización: jueves, 11:15 hora de Hong Kong.

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Forward 3 meses	Forward 12 meses
	China (CNY/USD)	6,46	0,07	6,45	6,38
	Hong Kong (HKD/USD)	7,78	0,09	7,8	8
	Taiwán (TWD/USD)	28,7	0,53	28,51	27,96
	Japón (JPY/USD)	80,4	0,10	80,4	80,1
	Corea (KRW/USD)	1.069	0,69	1.075,17	1.087,33
	India (INR/USD)	44,8	0,44	45,3	47
	Australia (USD/AUD)	1,07	2,05	1	n.a.
	Singapur (SGD/USD)	1,23	0,59	1,23	1,2
	Indonesia (IDR/USD)	8.588	0,14	8.669	8.986
	Tailandia (THB/USD)	30,7	-0,46	30,91	31,3
	Malasia (MYR/USD)	3,02	0,36	3,0	3
	Filipinas (PHP/USD)	43,4	0,26	43,55	43,76

Última actualización: jueves, 11:15 hora de Hong Kong.

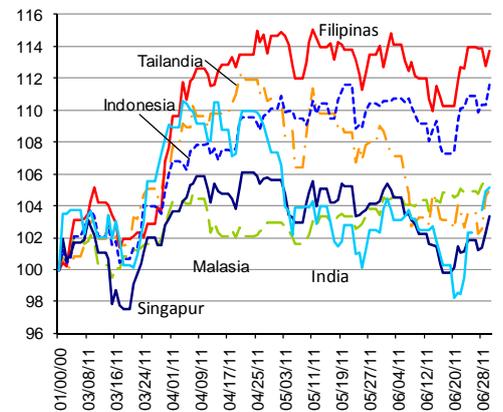
## Gráficos

Gráfico 7  
Mercados bursátiles



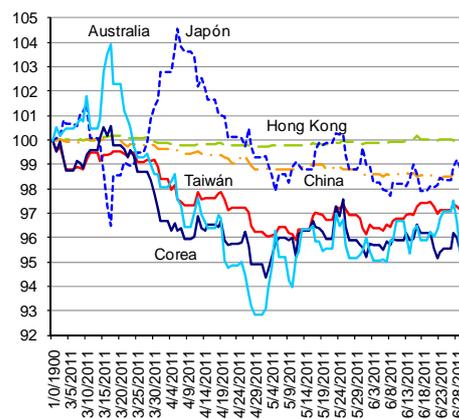
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8  
Mercados bursátiles



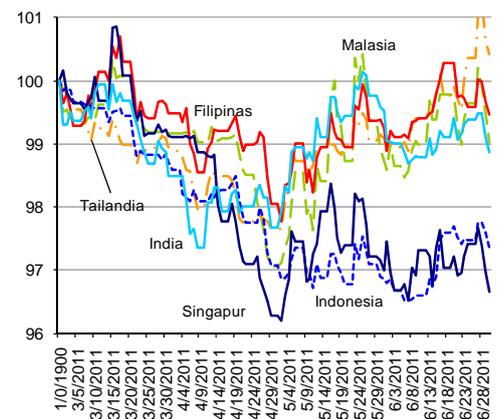
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 9  
Mercados de divisas



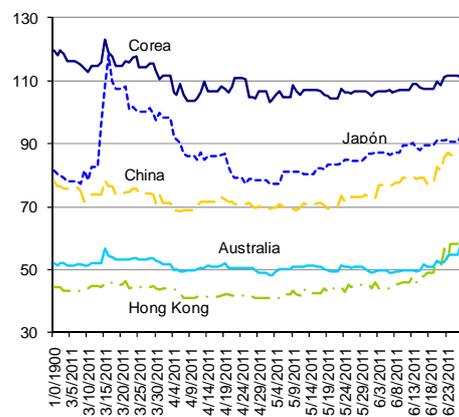
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10  
Mercados de divisas



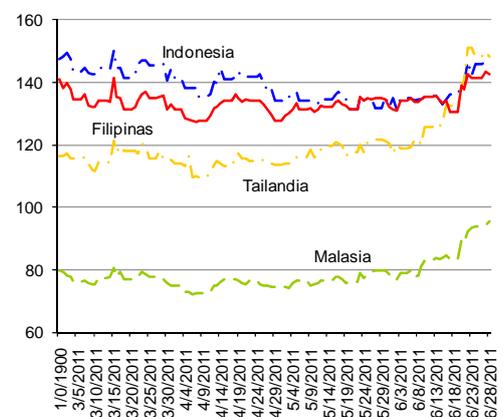
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11  
Credit Default Swaps



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12  
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](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 O182.**