

# Observatorio Semanal

## Asia

8 de julio 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

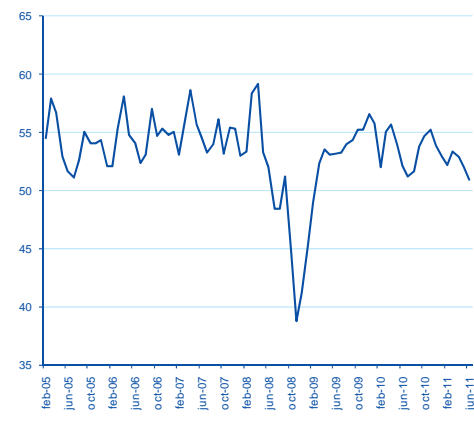
### Todas las miradas atentas a los datos de China

China tiene previsto publicar importantes indicadores económicos mensuales y trimestrales en los próximos días (Datos relevantes y Calendario). Los datos, que incluyen la inflación y el PIB del segundo trimestre, son de especial interés dada la inquietud por el recalentamiento y la inflación por un lado (esperamos que la inflación repunte en junio hasta el 6,1%), y un aterrizaje brusco por otro (el índice de gerentes de compras de junio fue más débil de lo previsto, Gráfico 1). Para mostrar su compromiso por frenar la inflación, el Banco Central de China (BPdC) anunció otro movimiento alcista de los tipos la semana pasada (Gráfico 2), movimiento que según algunos observadores podría ser el último incremento del ciclo de ajuste actual. Sin embargo, dado que aún subyace un fuerte crecimiento, nosotros esperamos un aumento más de los tipos en lo que queda de año.

### La inflación sigue preocupando, aunque todavía es manejable

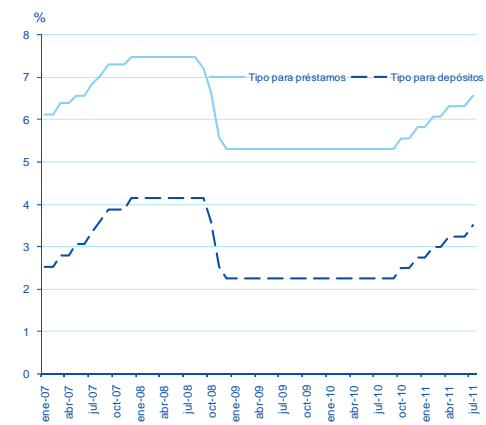
El RBA de Australia no realizó cambios en la reunión de política monetaria mensual celebrada el 5 de julio (véase la sección Datos relevantes) debido a los indicios de que la inflación se mantendrá dentro de su rango objetivo, entre el 2% y el 3%. Malasia también hizo lo mismo. Sin embargo, esperamos que ambos bancos centrales efectúen nuevas subidas de tipos durante este año. Por otro lado, tal como se esperaba, Taiwán subió los tipos la semana pasada tras la publicación de la inflación de junio, que resultó ligeramente por encima de lo previsto (1,93% a/a; consenso: 1,75%), aunque su tasa de inflación sigue siendo la más baja de Asia Emergente (Datos relevantes). En Tailandia, los mercados repuntaron la semana pasada tras la aplastante victoria del partido Pheu Thai de Yingluck Shinawatra. Aparte de los datos de China, los mercados se centrarán en el PIB adelantado de Singapur y en la inflación de la India correspondiente a junio. Los Bancos Centrales de Corea, Indonesia y Tailandia celebrarán reuniones sobre política monetaria, en las que no esperamos que haya cambios (Calendario).

Gráfico 1  
**Los valores del índice de gerentes de compras siguen moderándose...**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2  
**... mientras que China sube de nuevo los tipos de interés para controlar la inflación**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

### China: los datos del 2T y de junio arrojarán luz sobre el ritmo de crecimiento

Los mercados estarán atentos a los nuevos datos en busca de indicios de un aterrizaje suave

### Taiwán sube los tipos como consecuencia del aumento de la inflación

A pesar de tener la inflación más baja de la región, Taiwán continúa haciendo ajustes

### Las perspectivas de Australia mejoran debido a los nuevos datos del empleo

Después de un primer trimestre débil, la economía de Australia podría repuntar

- Mercados →
- Datos relevantes →
- Calendario →
- Datos mercados →
- Gráficos →

Análisis Económico

Richard Li  
richard.li@bbva.com.hk

## Mercados

Los mercados asiáticos experimentaron repuntes de alivio tras la decisión de desembolsar el último tramo de los fondos de rescate del FMI para ayudar a Grecia durante el verano, y como consecuencia también de las noticias económicas favorables que llegan de EE. UU.

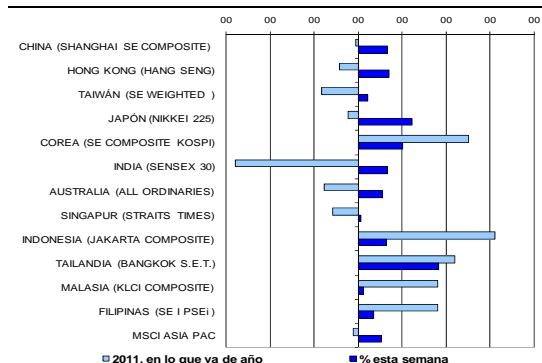
### Vuelven a sentirse los efectos de la deuda de Grecia en Portugal

El camino para llegar a un segundo paquete de rescate satisfactorio para Grecia es todavía pedregoso. Parte del problema es que los líderes de la UE han tratado de que el sector privado cargara con los costes del rescate para aliviar los problemas de riesgo moral en el futuro. La propuesta que hizo la asociación de la banca francesa para permutar la deuda griega que vence en tres años por deuda a un plazo más largo consiguió al principio el apoyo de los bancos alemanes y ganó fuerza en el debate. Pero esta semana S&P dijo que trataría dicha propuesta como una forma de impago selectivo, lo que pone en duda la viabilidad de la propuesta. Otras agencias de calificación no han opinado sobre el asunto, y todavía no está claro si el BCE dejaría de aceptar la deuda griega como aval en presencia de la calificación de impago selectivo por parte de una agencia. No obstante, las noticias destacan la posibilidad de aplazar el segundo paquete de rescate hasta después de julio. Por otro lado, la preocupación acerca de Portugal aumentó después de que Moody's rebajara su calificación soberana cuatro niveles. Las preocupaciones disminuyeron el viernes cuando el BCE dijo que suspendería las reglas de colateral para Portugal, pero sigue habiendo una creciente inquietud por la posibilidad de que las agencias inicien nuevas acciones contra los bancos y las empresas de Portugal y por los posibles efectos sobre Irlanda.

### Los mercados asiáticos se han hecho menos sensibles a las noticias europeas

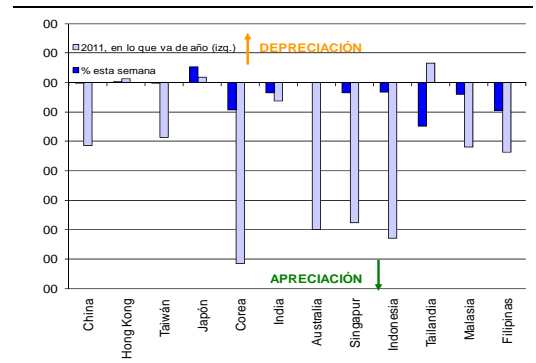
Mientras que en Europa siguen aumentando las incertidumbres, los inversores de Asia parecen haberse hecho menos sensibles a las noticias sobre la deuda de la periferia europea y más sensibles a los informes sobre el crecimiento mundial, especialmente a los informes que llegan de EE. UU. Un resultado del ISM mejor de lo previsto y unas cifras de empleo más fuertes en EE. UU. contrarrestaron las noticias desfavorables de Europa e hicieron aumentar los activos de riesgo en Asia en comparación con el cierre del viernes pasado. Las débiles respuestas ante las noticias negativas de Europa ayudaron a las divisas asiáticas a superar a sus ricos compañeros de Europa Occidental durante la semana pasada en un clima de agitación en los mercados. Por otra parte, dado su grado de apertura, Asia es más vulnerable a una posible desaceleración mundial. Hasta la fecha, los bancos centrales de la región siguen haciendo hincapié en la inflación más que en el crecimiento, como se puso de manifiesto el miércoles cuando del BPdC subió los tipos de interés. A medio plazo, la dinámica de crecimiento de Asia todavía parece muy superior a la de los países desarrollados. Por ello, las divisas asiáticas seguirán siendo atractivas mientras el crecimiento mundial siga en marcha. Aunque los nuevos indicios de mejora del empleo en EE. UU. y la solidez del crecimiento de China podrían sostener los repuntes, las monedas asiáticas han llegado a niveles máximos en varios años y es posible que se encuentren pronto con la intervención de los bancos centrales. Además, nuestros economistas de EE. UU. mantienen las perspectivas de que la Fed subirá los tipos de interés a comienzos del próximo año, y la preparación para una salida del estímulo monetario podría limitar las posibilidades de nuevas apreciaciones de las divisas asiáticas.

Gráfico 3  
Mercados bursátiles



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4  
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

### China: los datos del 2T y de junio arrojarán luz sobre el ritmo de crecimiento y la inflación

En medio del debate sobre si su economía se está recalentando o se está desacelerando demasiado rápido, China tiene previsto publicar una serie de importantes indicadores económicos en los próximos días (véase la sección Calendario). En concreto, los datos incluirán el PIB del 2T y las reservas de divisas, junto con la inflación, la inversión y el comercio de junio entre otros indicadores de actividad y financieros. Estos indicadores serán los factores clave en los que se basarán las autoridades para ajustar su postura de política macroeconómica y centrarán la atención de los mercados por si hay indicios de ajustes futuros en la política monetaria. Prevemos que el PIB del 2T crecerá un 9,5% a/a, en línea con una desaceleración gradual desde el crecimiento del 9,7% registrado en el 1T (para más detalles, véase la sección Indicador de la semana). Después de tres meses de caídas consecutivas, las últimas cifras del índice de gerentes de compras publicado a comienzos de esta semana apoyaban la posibilidad de una desaceleración. La moderación de junio fue mayor de lo que se esperaba y se produjo de forma generalizada, con caídas en la producción, el empleo, las compras de insumos y los pedidos nuevos. Pero a pesar de la desaceleración del índice de gerentes de compras, el Banco Central subió los tipos de interés de nuevo la semana pasada (el 6 de julio), la quinta subida efectuada desde octubre, en su intento de frenar la inflación. Según nuestras previsiones, la inflación de junio llegará a su peak y se situará en el 6,1% a/a desde el 5,5% de mayo, antes de caer durante el resto del año. Nuestro escenario central contempla una nueva subida de los tipos y una nueva subida del coeficiente de reservas obligatorias durante el resto del año, lo que contrasta con la opinión de muchos analistas que creen que el Banco Central podría haber terminado el ciclo de movimientos alcistas de los tipos en vista de la mayor debilidad de los indicadores de crecimiento.

### Taiwán sube los tipos de interés como consecuencia del aumento de la inflación

Aunque Taiwán sigue teniendo el récord de las tasas de inflación más bajas de la región (fuera de Japón), el Banco Central ha tomado medidas para evitar el aumento de las presiones subiendo (o "normalizando") los tipos de interés. En su reunión trimestral sobre política monetaria del 30 de junio, y tal como se esperaba, el Banco Central de Taiwán (BCC) subió sus tipos de referencia en otros 12,5 puntos básicos, que han pasado del 1,75% al 1,875%, la quinta subida consecutiva desde el año pasado (con una subida acumulada de 62,5 puntos básicos). En su declaración, el BCC dijo que mantiene el ritmo de los movimientos alcistas de los tipos con el fin de anclar las expectativas de inflación. Esta medida se ha producido justo antes de la publicación de los datos del IPC de junio, que muestran un incremento de la inflación hasta el 1,93% a/a, el nivel más alto de los últimos 16 meses, y por encima de las expectativas (consenso: 1,75% a/a). Por otro lado, la inflación subyacente se mantiene más moderada en el 1,23% a/a en comparación con el 1,18% a/a de mayo. El incremento del índice general de precios fue originado principalmente por el aumento de los precios de los alimentos, que se vieron impulsados por la fuerte subida de los precios de la fruta (un 21,3% a/a) después de una alarma sanitaria (acerca de la contaminación de bebidas deportivas y bebidas de frutas). Aparte de esto, las presiones inflacionistas crecen gradualmente como consecuencia del aumento de los precios de las materias primas. La actividad económica fue muy dinámica a lo largo del año pasado, con un asombroso repunte del PIB del 10,9% en 2010 en comparación con la contracción del año precedente durante la crisis financiera mundial. Más recientemente, el crecimiento se ha moderado, al igual que en el resto de la región; el crecimiento del PIB en el 1T fue un 6,55% a/a y algunos indicadores de actividad, como las exportaciones y la producción industrial se han debilitado en el 2T, lo que se debe en parte a los trastornos del suministro procedente de Japón, ya que Taiwán tiene una dependencia muy fuerte de los componentes importados. Dado que se prevé un repunte en el segundo semestre, todavía esperamos que el BCC continúe normalizando los tipos de interés durante el resto del año. Nuestra previsión de inflación al cierre del año es un 1,7% y nuestra previsión del crecimiento del PIB para el conjunto del año un 4,8%.

---

Inicio →

---

Mercados →

---

Calendario →

---

Datos mercados →

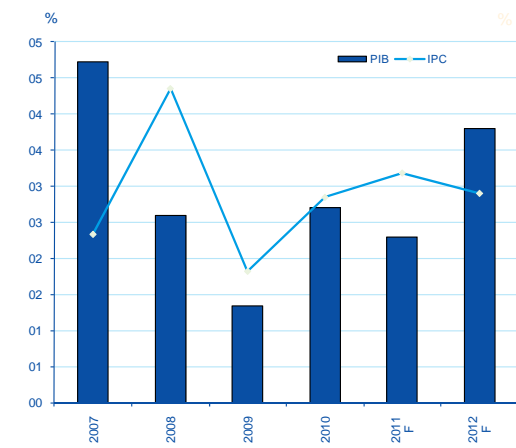
---

Gráficos →

## Las perspectivas económicas de Australia mejoran debido a los nuevos datos del empleo

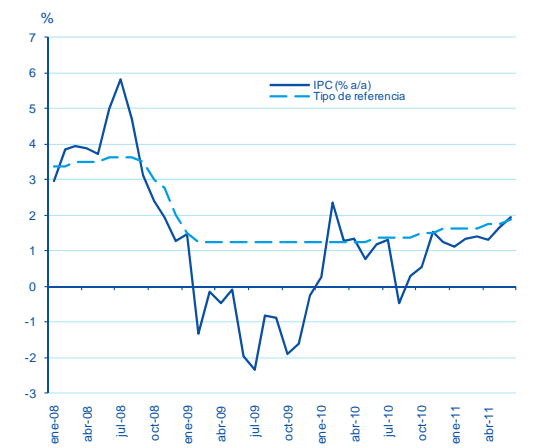
La economía de Australia se desaceleró en los últimos meses tras las fuertes inundaciones de Queensland en diciembre y enero, que produjeron trastornos en la producción y en las actividades mineras. Además, la demanda interna se ha debilitado y el consumo y el crédito registraron un crecimiento lento durante la primera mitad del año, pese a la fortaleza de las exportaciones de materias primas, que constituyen un gran parte de la economía. El PIB del primer trimestre se contrajo un 1,2% (t/t desest.) debido al impacto de las inundaciones de Queensland. Dicho esto, según los indicadores que nos llegan, la economía debería repuntar en la segunda mitad del año, impulsada por la inversión en la reconstrucción tras las inundaciones y la recuperación después del terremoto de Japón. Es alentador que la creación de empleo en junio aumentara en 23.000 puestos, muy por encima de las expectativas del mercado (15.000 empleos), y que la tasa de desempleo se mantuviera sin cambios en el 4,9%, un nivel relativamente bajo. En su última reunión mensual sobre política monetaria del 5 de julio, el RBA mantuvo el tipo de referencia sin cambios en el 4,75%, dado que las perspectivas de inflación se mantienen dentro del rango meta oficial del 2-3%. Aunque la debilidad de los indicadores de crecimiento ha llevado a que muchos observadores no esperen movimientos alcistas de los tipos, o esperen incluso una flexibilización de la política monetaria en los próximos meses, dadas nuestras previsiones de crecimiento de un 2,3% y un 3,8% para 2011 y 2012 respectivamente, seguimos anticipando una nueva subida de los tipos de 25 pb en 2011, probablemente en la próxima reunión del RBA en agosto o en noviembre. Australia comenzó a subir los tipos de interés a finales de 2009, antes que otros bancos centrales de la región, y hasta la fecha la subida acumulada es de 175 pb.

Gráfico 5  
**Se prevé un repunte en el crecimiento del PIB de Australia**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
**El Banco Central de Taiwán sube los tipos de interés para mantener las expectativas de inflación bajo control**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Calendario Indicadores

China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Índice de precios mayoristas (a/a)	9 julio	JUN	6,80%	6,90%
Índice de precios al consumo (a/a)	9 julio	JUN	5,50%	6,20%
Balanza comercial (en USD)	10 julio	JUN	13.050 m \$	14.200 m \$
Exportaciones (% a/a)	10 julio	JUN	19,40%	18,60%
Importaciones (% a/a)	10 julio	JUN	28,40%	25,30%
IED real (a/a)	10-15 julio	JUN	13,40%	--
Producción industrial (a/a)	13 julio	JUN	13,30%	13,10%
PIB real (a/a)	13 julio	2T	9,70%	9,30%
Ventas minoristas (a/a)	13 julio	JUN	16,90%	17,00%
Nuevos préstamos en yuanes	14-15 julio	JUN	551.600 m	622.500 m
Masa monetaria - M2 (a/a)	14-15 julio	JUN	15,10%	15,30%
India	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Producción industrial (a/a)	12 julio	MAY	6,30%	8,90%
Precios mayoristas mensuales (% a/a)	14 julio	JUN	9,06%	9,40%
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Stock de dinero de Japón - M2 (a/a)	11 julio	JUN	2,70%	2,70%
Pedidos de maquinaria (a/a)	11 julio	JUN A	34,00%	--
Malasia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Producción industrial (a/a)	11 julio	MAY	-2,20%	-1,20%
Valor de ventas de manufactura, % a/a	11 julio	MAY	15,50%	--
Filipinas	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Total exportaciones (a/a)	12 julio	MAY	19,10%	4,50%
Remesas del extranjero (a/a)	15 julio	MAY	6,30%	--
Singapur	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Estimación adelantada PIB (a/a)	14 julio	2T A	8,30%	0,70%
Ventas minoristas (a/a)	15 julio	MAY	8,10%	4,60%
Corea	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
IED Corea del Sur (a/a)	11-15 julio	2T	30,1	--
Tasa de paro (desestacionalizada)	13 julio	JUN	3,30%	3,50%
Índice de precios de exportación (a/a)	15 julio	JUN	3,30%	--
Índice de precios de importación (a/a)	15 julio	JUN	13,20%	--

### Indicador de la semana: China, PIB del 2T (15 de julio)

Previsión: 9,5% a/a

Consenso: 9,3% a/a

Anterior: 9,7% a/a

Comentario: el resultado del PIB del 2T se observará con atención en busca de indicios de un "aterizaje suave"; estos datos irán acompañados de un conjunto de indicadores de actividad mensuales y de la inflación correspondiente a junio. Las autoridades han seguido ajustando la política monetaria para desacelerar el crecimiento del crédito y frenar la inflación, por lo que la semana pasada efectuaron un nuevo movimiento alcista de los tipos (el quinto desde octubre). Basándonos en los últimos indicadores de alta frecuencia, que muestran una desaceleración saludable, anticipamos que el PIB del 2T se moderará.

Repercusión en los mercados: un valor más débil de lo previsto podría empeorar los temores del mercado con respecto a un aterizaje brusco, mientras que un resultado más fuerte de lo previsto podría aumentar las expectativas de nuevos ajustes monetarios.

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos mercados →

Gráficos →

## Calendario: eventos

### Indonesia: tipo de referencia del Banco de Indonesia, 12 de julio

No prevemos cambios en los tipos de interés

**Actual** 6,75%  
**Previsto** 6,75%

### Japón: tipo objetivo del BdJ, 12 de julio

No prevemos cambios en los tipos de interés

**Actual** 0,10%  
**Previsto** 0,10%

### Tailandia: tipo de interés de referencia, 13 de julio

No prevemos cambios en los tipos de interés

**Actual** 3,00%  
**Previsto** 3,00%

### Corea: tipo repo a 7 días en Corea del Sur, 14 de julio

No prevemos cambios en los tipos de interés

**Actual** 3,25%  
**Previsto** 3,25%

## 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.	2.800,1	1,5	-0,3	15,9
Hong Kong - Hang Seng	22.782,2	1,7	-1,1	13,6	
Taiwán - Weighted	8.770,9	0,4	-2,2	15,3	
Japón - Nikkei 225	10.158,9	2,9	-0,7	6,5	
Corea - Kospi	2.180,5	2,6	6,3	28,4	
India - Sensex 30	19.087,2	1,7	-6,9	8,1	
Australia - SPX/ASX 200	4.651,3	1,3	-2,0	6,8	
Singapur - Strait Times	3.146,0	0,2	-1,4	8,6	
Indonesia - Jakarta Comp.	3.994,1	1,7	7,8	37,0	
Tailandia - SET	1.088,2	4,5	5,4	33,1	
Malasia - KLCI	1.587,6	0,3	4,5	20,6	
Filipinas - Manila Comp.	4.388,7	0,9	4,5	29,2	

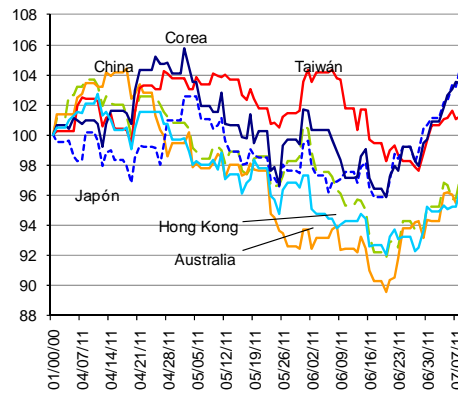
Última actualización: jueves, 11:15 hora de Hong Kong.

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Forward 3 meses	Forward 12 meses
	China (CNY/USD)	6,46	0,01	6,45	6,39
Hong Kong (HKD/USD)	7,78	-0,03	7,8	8	
Taiwán (TWD/USD)	28,8	0,03	28,60	28,08	
Japón (JPY/USD)	81,3	-0,53	81,2	80,9	
Corea (KRW/USD)	1.057	0,92	1.063,39	1.075,60	
India (INR/USD)	44,4	0,62	44,7	46	
Australia (USD/AUD)	1,08	0,00	1	n.a.	
Singapur (SGD/USD)	1,22	0,34	1,22	1,2	
Indonesia (IDR/USD)	8.518	0,34	8.578	8.866	
Tailandia (THB/USD)	30,3	1,52	30,39	30,8	
Malasia (MYR/USD)	3,00	0,41	3,0	3	
Filipinas (PHP/USD)	42,8	0,97	42,86	43,07	

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

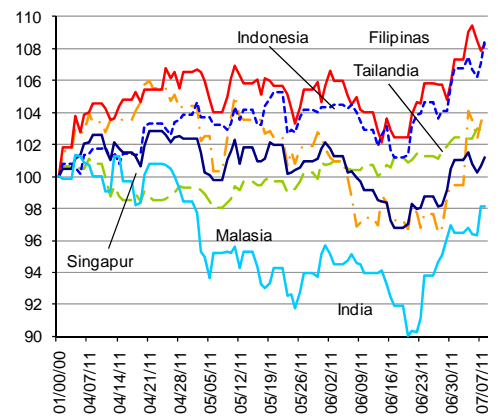
## Gráficos

Gráfico 7  
Mercados bursátiles



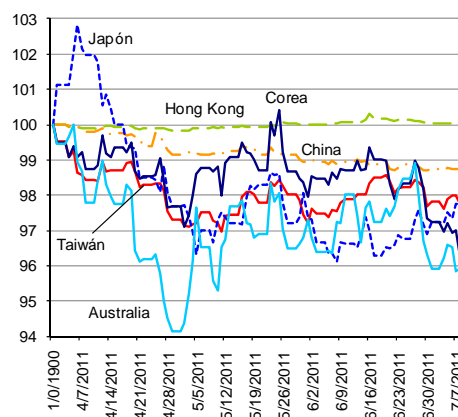
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8  
Mercados bursátiles



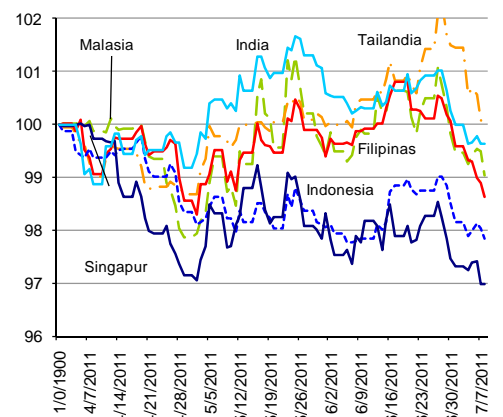
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 9  
Mercados de divisas



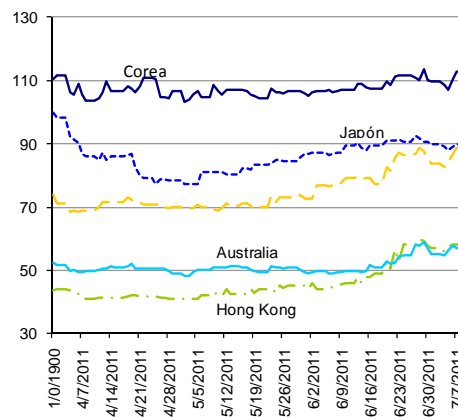
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10  
Mercados de divisas



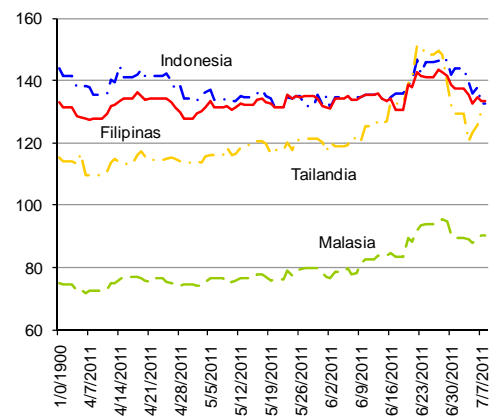
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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 0182.**