

Asia

# Observatorio semanal

Hong Kong, 21 de junio de 2010

## Análisis económico

### Asia

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

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

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

**Bingjie Hu**  
bingjie.hu@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

## Mejora la confianza a medida que se alivian las tensiones de los mercados en Europa

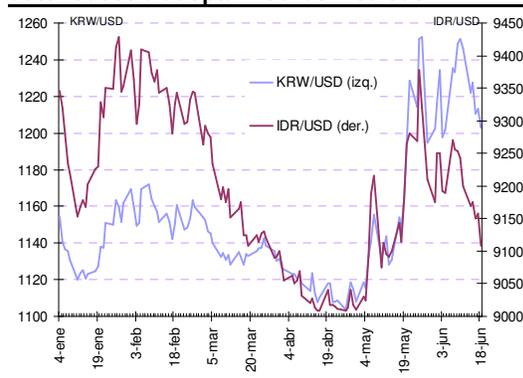
La semana pasada estuvo marcada por fuertes ganancias en los mercados de valores y de divisas de la región. La mejora de la confianza en EE.UU., como consecuencia de los nuevos datos favorables (aunque todavía desiguales) y la menor inquietud acerca de la crisis de deuda soberana de Europa, estimularon el apetito de riesgo y la entrada de capital en activos de mayor rentabilidad en toda la región.

**Otro factor que impulsó la confianza fue el anuncio que hizo el Banco Popular de China el fin de semana pasado de que permitirá una mayor flexibilidad en su moneda.** En concreto, las autoridades indicaron que pondrán más énfasis en una cesta de divisas, lo que podría implicar una mayor volatilidad en el tipo de cambio frente al dólar estadounidense. El anuncio se ha interpretado como una indicación de la voluntad de las autoridades de permitir una apreciación antes de la próxima reunión del G20 (26-27 de junio), tal como pretendían los principales socios comerciales de China. Sin embargo, las autoridades hicieron hincapié en que toda apreciación se hará de forma gradual.

Por lo que respecta a la política monetaria, la semana pasada Corea e Indonesia anunciaron medidas para reducir la volatilidad de la moneda (bajo regímenes de tasa de cambio flotante, sus monedas han estado sujetas a rápidos movimientos de flujos de capital, como se puede ver más abajo en Análisis de mercados y Datos relevantes). La India registró una inflación sorprendentemente alta en mayo (10,2%), lo que demuestra que las presiones inflacionistas persisten debido a que la demanda interna sigue siendo fuerte y aumentan las expectativas de que se produzca otro movimiento alcista de los tipos. En cuanto a la política monetaria, tal como se esperaba, Japón y Hong Kong dejaron sus tipos de interés sin cambios. El centro de atención de la próxima semana será el incremento de la flexibilidad del yuan en China y la publicación del IPC en varios países.

Gráfico 1

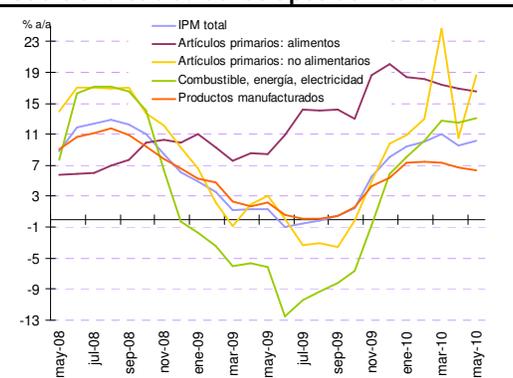
### La volatilidad de las monedas impulsa a las autoridades a adoptar nuevas medidas



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2

### La alta inflación en India alimenta expectativas sobre una subida de los tipos de interés



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

Mercados

Datos relevantes

Calendario

Datos de los mercados

**La inflación india aumenta a cifras de dos dígitos, por encima de las previsiones**

**Se implementan medidas para reducir la volatilidad de las monedas**

**El crecimiento de Singapur continúa, pero a un ritmo más lento**

Análisis de mercado

Los mercados se recuperan, mientras que la confianza sigue débil

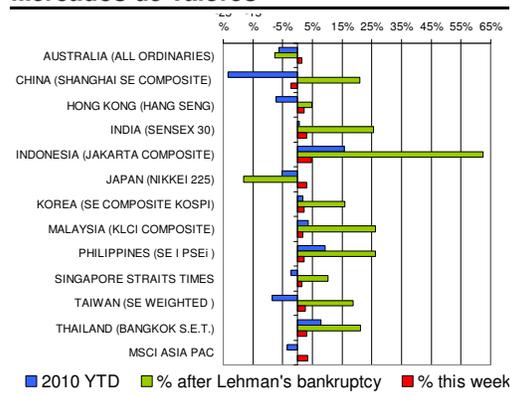
En una semana con publicaciones de datos limitadas, la noticia de una fuerte producción industrial en EE.UU. en el mes de mayo contribuyó a apaciguar los temores de una recesión secundaria. El éxito de la subasta de bonos por valor de 3.500 millones de euros en España alivió las preocupaciones sobre la deuda soberana europea, mientras que el compromiso del Banco de España de revelar los resultados de las pruebas de stress de los bancos impulsó la confianza en la salud financiera de la periferia de la zona euro. La mejora de la confianza hizo aumentar el apetito de riesgo y precipitó un repunte en las monedas y los índices bursátiles asiáticos.

Las exportaciones asiáticas continuaron fuertes en mayo, a pesar de las crecientes preocupaciones acerca de una recesión secundaria. En China se registraron sólidos resultados en las exportaciones (48,5% a/a). Esta semana, las exportaciones nacionales de Singapur no relacionadas con el petróleo subieron un 24,4% a/a y las exportaciones de productos electrónicos subieron un 38,9% a/a. Los optimistas citarían las fuertes exportaciones asiáticas como prueba de que la continúa recuperación, mientras que los escépticos se preocuparían probablemente porque los efectos de la desaceleración aún no han llegado. En cualquier caso, las exportaciones asiáticas y el desglose geográfico van a ser un indicador importante a seguir.

Por otro lado, las autoridades coreanas e indonesias presentaron nuevas regulaciones en un esfuerzo por reducir la volatilidad de las monedas (consulte la sección Datos relevantes). Sus respuestas son probablemente comprensibles dado que el won coreano y la rupia indonesia han sido de los más vulnerables a los flujos de capital así como a la creciente aversión al riesgo en los dos últimos meses (comparación de volatilidad). En Corea, las autoridades planificaron limitar la posición de las divisas en los swaps de divisas y a plazos que toman los bancos, especialmente los bancos extranjeros. El Banco de Indonesia amplió la “banda de fluctuación” de su tipo de interés a 1 día, de 50 a 100 puntos básicos y aumentó el mix de letras del SBI a más largo plazo. La percepción fue que la repercusión de estas medidas en los mercados será moderada y gradual y no alterará la recuperación del won y la rupia.

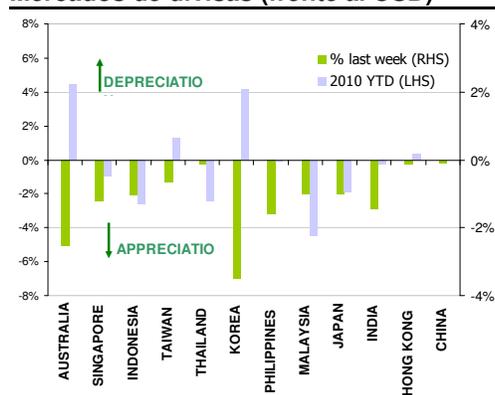
Los mercados de valores de Asia registraron ganancias la semana pasada impulsadas por los sólidos indicadores de EE.UU., el aumento de la confianza en el sistema financiero de la zona euro y un repunte técnico con respecto a la caída registrada en mayo. Los que obtuvieron mejores resultados fueron Yakarta (4,6%), India (3,0%) y Japón (3,0%). Los mercados de Filipinas y Australia estuvieron cerrados el pasado lunes, mientras que los de Hong Kong y Taiwán cerraron el miércoles por ser días festivos. Por su parte, los mercados de valores de China solo abrieron a partir del jueves.

Gráfico 3  
Mercados de valores



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4  
Mercados de divisas (frente al USD)



Fuente: BBVA Research

## Datos relevantes

### La inflación india aumenta a cifras de dos dígitos, por encima de las previsiones

La India, una de las dos economías asiáticas que lucha contra una inflación alta (la otra es Vietnam) experimentó otra subida de la inflación en mayo, lo que aumenta la posibilidad de que el BRI suba los tipos entre reuniones (la próxima reunión sobre política monetaria está programada para el 27 de julio). En particular, el índice de precios mayoristas (IPM) de mayo subió un 10,2% a/a (consenso: 9,6%). Los precios de los alimentos todavía fueron los que más contribuyeron a la inflación, pero en menor medida si los comparamos con los meses anteriores. Sin embargo, los artículos de primera necesidad no alimentarios, los metales básicos y las aleaciones, así como los textiles y la electricidad contribuyeron más, lo que elevó la inflación total. Se prevé que la próxima estación de los monzones ayudará a moderar los precios de los alimentos y a reducir la inflación en la segunda mitad del año. El gobierno prevé que la inflación se moderará hasta situarse en un 5-6% al final del año. Por otro lado, el BRI, el segundo banco central más agresivo de la región en cuanto a ajustes, después de Australia, podría subir los tipos de interés en las próximas semanas. Según nuestras previsiones, se producirá una subida de los tipos de interés de 25 puntos básicos antes de la revisión trimestral del BRI que tendrá lugar el 27 de julio. Esperamos que la tasa repo alcance el 6,5% a finales de 2010 (frente al 5,25% actual).

### Se implementan medidas para reducir la volatilidad de las monedas

Los responsables económicos asiáticos han estado combatiendo la alta volatilidad de los flujos de capital, que han provocado fuertes oscilaciones en el valor de las monedas. Corea e Indonesia están entre las economías de Asia que han sido más susceptibles a la volatilidad en ese sentido.

Como ya se observó en la última edición del Observatorio, Corea acaba de imponer unos controles monetarios más estrictos, entre los que se incluye la limitación de los derivados cambiarios de los bancos extranjeros y nacionales (250% de capital total para los primeros y 50% para los últimos) y un límite en los derivados para cubrir liquidaciones corporativas (recorte hasta el 100% del total en comparación con el 125% actual). El Banco de Indonesia (BI) anunció esta semana pasada varias medidas para reducir la volatilidad. Las medidas más significativas fueron una banda de fluctuación del tipo de interés a 1 día más amplia (desde los +/-50 pb actuales a +/-100 pb) y un periodo de tenencia mínimo de 1 mes para las letras del BI ("SBI", es un vehículo de inversión común para los especuladores). Otras medidas relevantes fueron el aumento de la emisión de SBI con vencimientos más largos (9 y 12 meses). El BI ha señalado que estas medidas no deben interpretarse como controles del capital, sino más bien como medidas para animar a los inversores a mantener el dinero en el país durante periodos más prolongados. Otros países de la región, como la India, Pakistán y Taiwán han destacado recientemente su intención de limitar las oscilaciones de sus monedas.

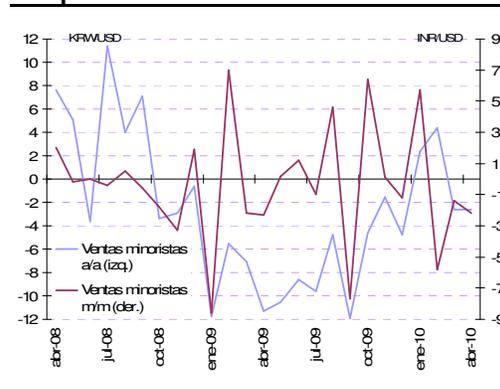
### El crecimiento de Singapur continúa, pero a un ritmo más lento

Las exportaciones de Singapur (exportaciones nacionales no relacionadas con el petróleo o NODX) de mayo subieron un 24,4% a/a (consenso: 25,7%) tras un aumento del 30% revisado en abril. En términos intermensuales desestacionalizados, las exportaciones NODX cayeron marginalmente, un 0,1% en mayo de 2010, en contraste con la subida del 2,5% registrada el mes anterior. Los productos electrónicos fueron el principal motor, compensando así las escasas ventas de productos farmacéuticos, que con frecuencia son volátiles debido a las oscilaciones de producción. En cuanto a la demanda interna, las ventas minoristas cayeron de forma inesperada por segundo mes consecutivo (una caída del 2,6% a/a frente al aumento del 0,8% a/a anticipado por el consenso), debido a que se desplomaron las compras de automóviles. Si excluimos los vehículos motorizados, las ventas minoristas registraron un incremento del 7,4% a/a debido al mayor gasto en grandes almacenes por la mayor atracción de turistas a los dos centros turísticos con casinos. Por

otro lado, el mercado de trabajo se fortaleció debido a que las empresas crearon más puestos de los que se estimaban inicialmente. De ese modo la tasa de desempleo bajó a su nivel mínimo de los últimos dos años.

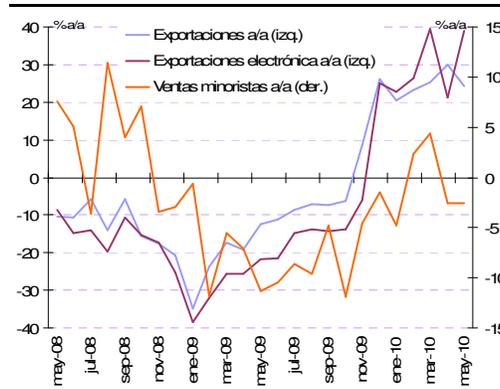
De cara al futuro, seguimos manteniendo nuestra perspectiva optimista con respecto al crecimiento anual de la economía de Singapur (BBVA: 8,3% en el año 2010), ya que las exportaciones se han recuperado del desplome de 2009 y aumentan los flujos de turismo entrante. Dado que la economía de Singapur depende en gran medida del comercio, podría sufrir si se produjera un deterioro en la economía mundial. Sin embargo, el impacto directo de Europa (el mayor destino de las exportaciones) podría quedar limitado mientras continúe el fuerte crecimiento en China y en EE.UU., ya que estos socios comerciales representan la segunda y tercera cuota de mercado más grande de las exportaciones NODX de Singapur.

Gráfico 5  
**Las ventas de Singapur cayeron inesperadamente**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
**Singapur creció, pero a un ritmo más lento**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

## Calendario

<b>CHINA</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Beneficios industriales a/a en lo que va de año	25 jun	MAY	119,70%	--
<b>HONG KONG</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
IPC – Índice compuesto (a/a)	22 jun	MAY	2,40%	--
Balanza de pagos - General	22 jun	1T	230.640 millones de \$	--
Balanza de pagos – Cuenta corriente	22 jun	1T	36.610 millones de \$	--
Exportaciones (% a/a)	24 jun	MAY	21,70%	--
Importaciones (% a/a)	24 jun	MAY	28,80%	--
Balanza comercial	24 jun	MAY	-35.200 millones	--
<b>JAPÓN</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Índice de actividad de toda la industria (m/m)	21 jun	ABR	-0,80%	--
Ventas grandes almacenes en toda la nación (a/a)	21 jun	MAY	-3,70%	--
Balanza comercial total de mercancías	24 jun	MAY	742.300 millones de ¥	557.600 billones de ¥
Balanza comercial de mercancías ajustada	24 jun	MAY	729.100 millones de ¥	723.500 millones
Exportaciones comerciales interanuales	24 jun	MAY	40,4	37,6
Importaciones comerciales interanuales	24 jun	MAY	24,2	33,1
IPC a/a	25 jun	MAY	-1,20%	-1,10%
<b>COREA</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Índice SK de Confianza del Consumidor	25 jun	JUN	111	--
<b>FILIPINAS</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Déficit/superávit presupuestario	21 jun	MAY	2.600 millones	--
Importaciones totales (a/a)	25 jun	ABR	38,90%	--
Total de importaciones mensuales	25 jun	ABR	4.542,6 millones de \$	--
Balanza comercial	25 jun	ABR	-362 millones de \$	--
<b>SINGAPUR</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
IPC (a/a)	23 jun	MAY	3,20%	3,00%
=" % m/m sin desestacionalizar "	23 jun	MAY	0,90%	0,30%
Producción industrial (a/a)	25 jun	MAY	51,00%	32,10%
Producción industrial m/m desestacionalizada	25 jun	MAY	24,30%	-13,70%
<b>TAIWÁN</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Pedidos de exportación (a/a)	21 jun	MAY	35,15%	36,00%
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	22 jun	MAY	5,43%	5,33%
Producción industrial (a/a)	23 jun	MAY	31,38%	30,50%
<b>TAILANDIA</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Exportaciones aduaneras (a/a)	21 jun	MAY	35,20%	34,00%
Importaciones aduaneras (a/a)	21 jun	MAY	46,00%	60,50%
Balanza comercial de aduanas	21 jun	MAY	-266 millones de \$	660 millones de \$
<b>VIETNAM</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
IPC (a/a)	22-27 jun	JUN	9,10%	--

## Datos a observar

### Japón: índice de precios al consumo de mayo (25 de junio)

Previsión: -0,9%

Consenso: -1,1%

Anterior: -1,20%

Prevedemos que el ritmo de deflación de Japón se moderará ligeramente en mayo. Los indicadores recientes sugieren que la economía es robusta: las exportaciones son sólidas (especialmente al resto de Asia) y la inversión de las empresas nacionales está repuntando. No obstante, la incertidumbre ante la perspectiva mundial y la carga de la alta deuda pública de Japón presentan vientos en contra, por lo que es probable que la deflación continúe en el próximo año. Una deflación por debajo de lo previsto mejoraría la confianza y apoyaría la recuperación al fomentar el consumo y la inversión de las empresas.

### Taiwán: tipo de interés de referencia (24 de junio)

Esperamos que los tipos de interés permanezcan invariables

**Efectivo**   **Consenso**

1.25%   1.25%

## Datos de los mercados mundiales

Table 1  
Market data

		Close	Weekly change	Monthly change	Annual change	
Interest rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.54	0	5	-7
		2-yr yield	0.71	-2	0	-49
		10-yr yield	3.20	-3	-1	-58
	EMU	3-month Euribor rate	0.73	1	4	-49
		2-yr yield	0.57	11	9	-88
		10-yr yield	2.72	16	4	-78
Exchange rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.236	2.5	0.1	-11.5
		Pound-Euro	0.83	0.5	-3.1	-1.5
		Swiss Franc-Euro	1.37	-1.2	-3.5	-8.9
	America	Argentina (peso-dollar)	3.93	0.1	0.5	4.0
		Brazil (real-dollar)	1.78	-1.5	-6.0	-9.3
		Colombia (peso-dollar)	1901	-1.2	-5.6	-10.1
		Chile (peso-dollar)	533	-0.9	-2.4	-0.4
		Mexico (peso-dollar)	12.56	-1.1	-4.7	-6.1
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.83	-0.4	-0.6	-5.0
		Japan (Yen-Dollar)	90.71	-1.0	1.5	-5.7
		Korea (KRW-Dollar)	1195.50	-4.2	-2.7	-5.9
		Australia (AUD-Dollar)	0.868	2.4	6.4	7.7
Comm. (chg %)	Brent oil (\$/b)	77.7	4.5	8.1	12.3	
	Gold (\$/ounce)	1255.9	2.4	6.2	34.5	
	Base metals	478.1	0.5	-0.7	19.9	
Stock markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	9875	3.3	6.5	3.1
		EuroStoxx 50	2729	3.4	6.2	12.1
		USA (S&P 500)	1115	2.1	4.0	21.0
	America	Argentina (Merval)	2315	1.5	10.8	48.4
		Brazil (Bovespa)	64513	1.4	10.9	25.6
		Colombia (IGBC)	12407	0.8	4.7	27.3
		Chile (IGPA)	18931	2.6	6.9	26.3
		Mexico (CPI)	32694	1.8	7.7	34.7
		Peru (General Lima)	14367	1.0	1.1	9.4
		Venezuela (IBC)	64715	1.6	4.0	49.6
	Asia	Nikkei225	9995	3.0	-0.4	2.1
		HSI	20287	2.1	3.8	13.2
	Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	121	-9	-5
Itraxx Xover			541	-55	-63	-199
Sovereign risk		CDS Germany	40	1	-3	2
		CDS Portugal	301	12	-28	220
		CDS Spain	243	37	36	145
		CDS USA	36	-1	-2	—
		CDS Emerging	261	-25	-53	-150
		CDS Argentina	1041	-69	-221	-1171
		CDS Brazil	131	-10	-22	-62
		CDS Colombia	152	-11	-33	-73
		CDS Chile	92	-13	-18	-38
		CDS Mexico	128	-13	-25	-106
CDS Peru	129	-12	-25	-68		

Sources: Bloomberg, Datastream and JP Morgan

## Datos de los mercados asiáticos

Tabla 2

MERCADOS BURSÁTILES	ÍNDICE	Último precio	Variación porcentual semanal	En lo que va de año	Variación porcentual en 1 año
	China – Shanghai Comp.	2.513,2	-2,2	-23,3	-11,9
Hong Kong – Hang Seng	20.286,7	2,1	-7,3	14,1	
Taiwán – Weighted	7.493,1	2,7	-8,5	21,9	
Japón – Nikkei 225	9.995,0	3,0	-5,2	3,0	
Corea – Kospi	1.712,0	2,2	1,7	24,4	
India – Sensex 30	17.595,6	3,1	0,7	23,3	
Australia – SPX/ASX 200	4.551,9	1,0	-6,5	17,0	
Singapur – Strait Times	2.833,4	1,3	-2,2	26,6	
Indonesia – Jakarta Comp.	2.929,6	4,6	15,6	50,2	
Tailandia – SET	791,1	2,8	7,7	38,7	
Malasia – KLCI	1.317,7	1,8	3,5	25,0	
Filipinas – Manila Comp.	3.335,5	2,1	9,3	37,0	

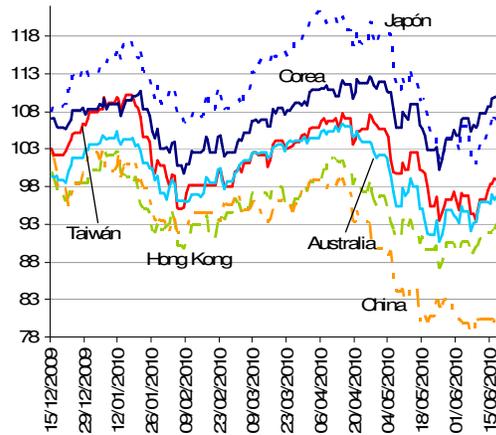
Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Tabla 3

MERCADOS DE DIVISAS	MONEDA	Spot	Variación porcentual semanal	Forward 3 meses	Forward 12 meses
	China (CNY/USD)	6,83	0,10	-0,04	-0,1146
Hong Kong (HKD/USD)	7,79	0,09	-76	-255	
Taiwán (TWD/USD)	32,15	0,69	-0,27	-0,918	
Japón (JPY/USD)	90,72	1,03	-13,2	-70,98	
Corea (KRW/USD)	1.202	3,63	-4,15	-2,85	
India (INR/USD)	46,17	1,47	41,5	130,44	
Australia (USD/AUD)	0,87	2,14	125	n.d.	
Singapur (SGD/USD)	1,39	1,10	-5,3	-25	
Indonesia (IDR/USD)	9.103	1,07	105,25	467,5	
Tailandia (THB/USD)	32,41	0,12	5	15,5	
Malasia (MYR/USD)	3,259	1,03	135	460	
Filipinas (PHP/USD)	45,90	1,61	0,34	1,42	

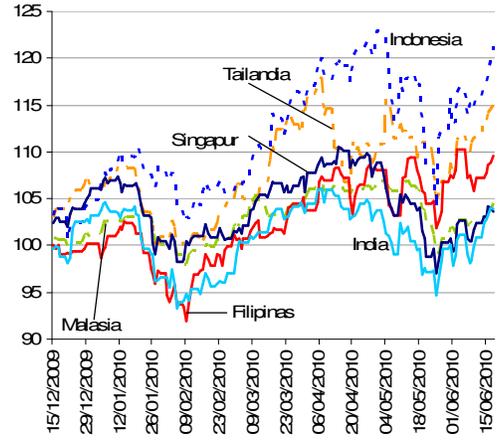
Fuente: BBVA Research y Bloomberg

**MERCADOS BURSÁTILES**



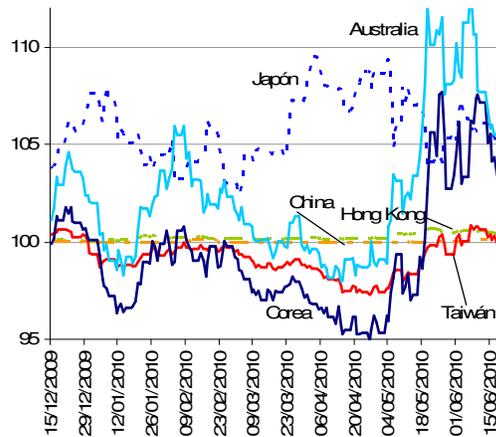
Fuente: BBVA Research y Bloomberg Índice=100

**MERCADOS BURSÁTILES**



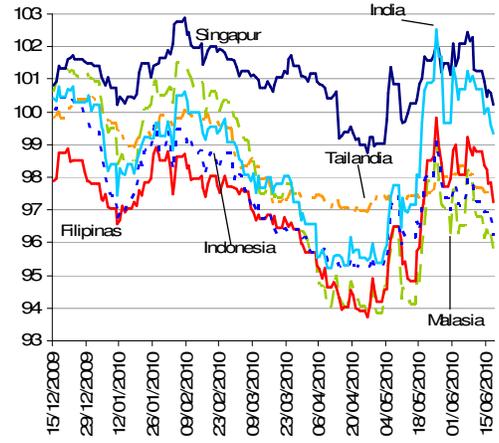
Fuente: BBVA Research y Bloomberg Índice=100

**MERCADOS DE DIVISAS**



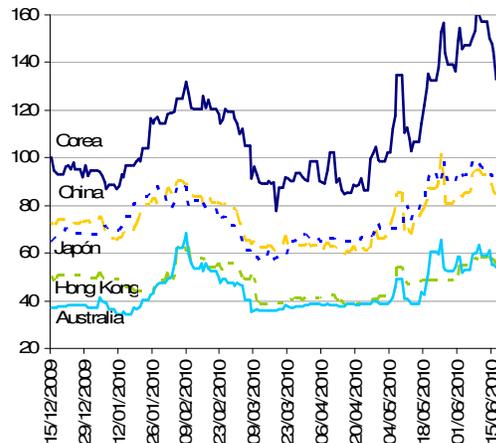
Fuente: BBVA Research y Bloomberg Índice=100

**MERCADOS DE DIVISAS**



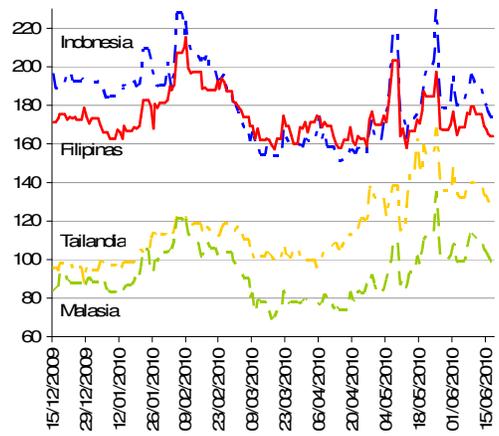
Fuente: BBVA Research y Bloomberg Índice=100

**CREDIT DEFAULT SWAPS**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

**CREDIT DEFAULT SWAPS**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

**AVISO LEGAL**

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

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

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe.** Por lo tanto, 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. Debe ser igualmente consciente 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. 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 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) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a 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 de 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 / Corporate Governance](http://www.bbva.com / Corporate Governance)".**