

# Observatorio Semanal

Hong Kong, 26 de noviembre 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

**Le Xia**

xia.le@bbva.com.hk

**Jenny Zheng**

jenny.zheng@bbva.com.hk

**Serena Zhou**

serena.zhou@bbva.com.hk

**Serena Wang**

serena.wang@bbva.com.hk

### Mercados

**Richard Li**

richard.li@bbva.com.hk

**Ricard Torne**

ricard.torne@bbva.com.hk

## Las tensiones coreanas no enervan a los mercados

La semana pasada, el foco de atención en Asia estuvo dominado por las nuevas medidas tomadas en China y las repercusiones del paquete de rescate para Irlanda, seguido de una inesperada escaramuza militar entre las dos Coreas. Con todo, los mercados se tomaron estos acontecimientos con calma, con algún cambio modesto en la reciente tendencia de apreciación de las monedas, y en su mayor parte, los mercados bursátiles solo retrocedieron ligeramente (con las excepciones de Corea y Hong Kong). China anunció otro aumento de su coeficiente de reservas obligatorias (CRO) el 19 de noviembre (véase Datos relevantes), e indicó que podría haber nuevos ajustes. Por otro lado, Hong Kong dio a conocer algunas de sus medidas más duras hasta la fecha para enfriar los desenfrenados precios inmobiliarios (véase Datos relevantes), mientras que Fitch, en una medida que no guarda relación, subió la calificación soberana de Hong Kong un nivel, hasta la AA+ (su segunda calificación más alta).

### El crecimiento del PIB se modera en el 3T en toda la región

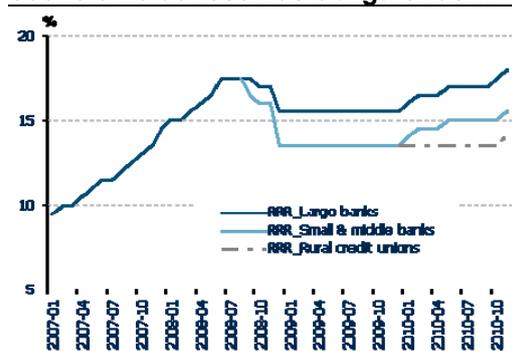
En el tercer trimestre, el crecimiento del PIB de Malasia (5,3% a/a), Tailandia (6,7%) y Filipinas (6,5%) se quedó muy por debajo de las expectativas a causa de la mayor debilidad de las exportaciones y el menor gasto público (véase Datos relevantes), pero las perspectivas siguen siendo positivas. En cuanto al resto, en Singapur el IPC de octubre (3,5% a/a; consenso 3,7%) se moderó ligeramente, mientras que la inflación de Japón registró su primer crecimiento positivo (0,2% a/a) desde enero de 2009. Por otro lado, en Australia, el RBA indicó que no es probable que se produzcan nuevos movimientos alcistas de los tipos a corto plazo (el RBA subió los tipos en octubre hasta situarlos en el 4,75%).

### En la próxima semana...

El índice PMI de China se seguirá de cerca (véase Datos a observar), así como el PIB del tercer trimestre de Australia y la India. También se publicarán las cifras de comercio de Corea (noviembre) y las de inflación de varios países (Indonesia, Tailandia y Corea). Asimismo, esperamos que el Banco de Tailandia y el Banco de mantendrán los tipos sin cambios.

Gráfico1

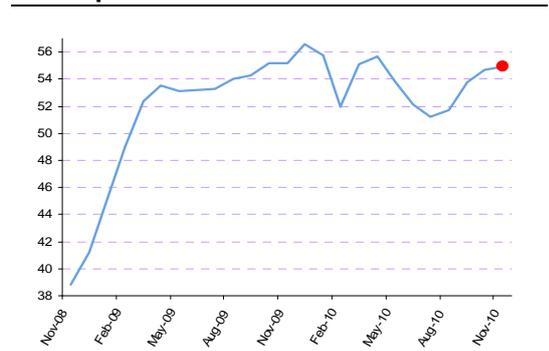
### China: aumenta una vez más el coeficiente de reservas obligatorias...



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico2

### ...ya que las nuevas cifras del PMI de China pueden mostrar nuevos avances



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

Mercados



### China toma nuevas medidas para hacer frente a la inflación

Nuevos requisitos de reservas para desacelerar el crecimiento del crédito y la inflación

Datos relevantes



### Hong Kong intensifica su batalla contra las burbujas inmobiliarias

Las autoridades introducen estrictas medidas para enfriar el mercado inmobiliario

Calendario



### El crecimiento del PIB se desacelera en Asia en el tercer trimestre

Un conjunto de cifras del PIB por debajo de lo previsto confirma la desaceleración

Datos de los mercados



## Análisis de Mercados

Richard Li  
richard.li@bbva.com.hkRicard Torne  
ricard.torne@bbva.com.hk

## Mercados

**Las preocupaciones por la deuda europea y las tensiones de Corea provocan una recogida de los beneficios**

Las refriegas militares que se han producido en la península coreana, en combinación con las persistentes preocupaciones sobre los problemas de la deuda europea y la política de ajuste de China han sacudido el apetito de riesgo de los inversores asiáticos. Estas preocupaciones, que no es probable que se resuelvan de forma inmediata, fomentaron la toma de beneficios en las bolsas asiáticas. La creciente aversión al riesgo también impulsó el desplazamiento hacia el dólar y situó las monedas asiáticas en un valor más bajo. En lo que respecta a los datos, el crecimiento del PIB de la región mostró una desaceleración en Filipinas y Taiwán en el 3T, pero en general se trata de una moderación saludable hacia un ritmo más sostenible. Las inversiones de las empresas también se desaceleraron en Australia. El menor crecimiento ha reducido las expectativas de que se produzcan subidas inminentes de los tipos en algunos países.

El won coreano perdió parte de las ganancias acumuladas en los dos últimos meses como consecuencia de las crecientes tensiones entre Corea del Norte y Corea del Sur. Tras los ataques de la artillería norcoreana que se produjeron el martes, el cambio USD-KRW cayó durante cuatro días consecutivos y en estos momentos se aproxima a 1.150. Ahora, la principal inquietud es que las tensiones podrían seguir aumentando en caso de que este próximo domingo se lleve a cabo el ejercicio militar conjunto planeado por EE.UU. y Corea en el Mar Amarillo. China jugará un papel modulador clave para aplacar este conflicto, aunque su postura en este asunto sigue siendo ambigua. Pero a pesar de las incertidumbres, el KOSPI se mantuvo aún alrededor de 1.900, ya que la mayoría de los inversores están acostumbrados a la larga historia de enfrentamiento entre el Norte y el Sur y adoptarían una actitud de espera.

El dólar australiano se depreció debido principalmente al aumento de la aversión al riesgo. Pero también contribuyeron algunos factores internos, como las menores esperanzas de que se produzca un movimiento alcista de los tipos a corto plazo tras las declaraciones del gobernador del RBA. *"Para el periodo al que vamos a corto plazo, creo que este es el nivel adecuado"*, dijo el gobernador a un comité parlamentario. *"Por ahora, la mayoría de los comentaristas y la valoración de los mercados no anticipan que hagamos ningún otro ajuste a corto plazo desde hace ya algún tiempo. Y creo que probablemente es una postura muy razonable por su parte, según la información que tenemos ahora"*. Por otro lado, las inversiones empresariales en instalaciones y equipos nuevos se han quedado por debajo de las expectativas. La desaceleración del crecimiento y la ausencia de catalizadores como las subidas inminentes de los tipos, han contenido la moneda australiana por debajo de 0,9800.

El yuan siguió las caídas del euro y el yen y se depreció ligeramente frente al dólar. El NDF a 12 meses también ha vuelto al 6,532 desde el 6,453. El NDF implica una exigua apreciación del 1,8% en 12 meses, lo que consideramos que es demasiado baja. En nuestra opinión, el ajuste monetario de China será gradual y no debería terminar en un aterrizaje duro. Siempre y cuando los problemas de la deuda europea no se extiendan y afecten a la desaceleración del crecimiento global, las fuertes entradas de capital y los superávits por cuenta corriente deberían seguir siendo razones suficientes para que las autoridades permitan una mayor apreciación. El aumento de la inflación importada podría servir como nuevo catalizador para empezar a funcionar con mayor rapidez. Creemos que el cambio USD-CNY llegará a 6,3 a finales de 2011.

La mayoría de los mercados de valores de la región cayeron la semana pasada como consecuencia de las dificultades de la deuda europea y el enfrentamiento militar de Corea del Sur con Corea del Norte, que hicieron descender la confianza. Hong Kong y Corea fueron los que obtuvieron peores resultados, mientras que la bolsa de Japón cerró otra semana en territorio positivo debido a que el yen se depreció ligeramente.

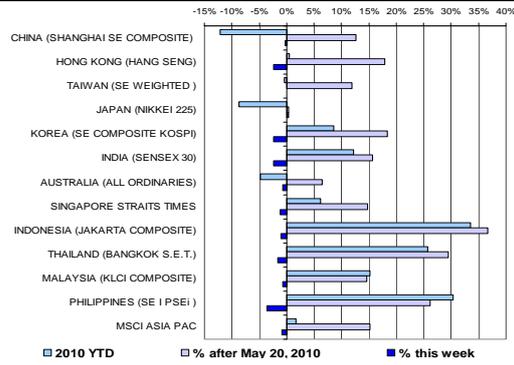
Inicio →

Datos relevantes →

Calendario →

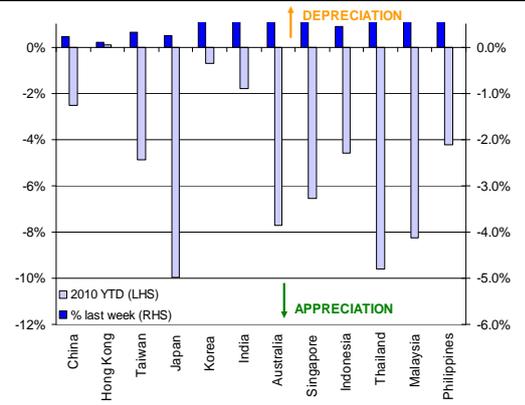
Datos de los mercados →

Gráfico 3  
**Mercados bursátiles**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4  
**Mercados de divisas**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## 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

**Le Xia**

xia.le@bbva.com.hk

**Jenny Zheng**

jenny.zheng@bbva.com.hk

**Serena Zhou**

serena.zhou@bbva.com.hk

**Serena Wang**

serena.wang@bbva.com.hk

## Datos relevantes

### China toma nuevas medidas para hacer frente a la inflación

En una clara señal de la necesidad urgente que tienen las autoridades de restringir el crecimiento del crédito y limitar un nuevo aumento de la inflación (que llegó al 4,4% a/a en octubre), el 19 de noviembre el Banco Popular de China (BPC) anunció un nuevo incremento del coeficiente de reservas obligatorias (CRO) de 50 pb, que entrará en vigor el 29 de noviembre. Es la segunda subida que se efectúa en dos semanas y la quinta subida del CRO de este año (sin incluir la subida temporal de octubre). El CRO para los cuatro grandes bancos: Industrial and Comercial Bank of China, China Construction Bank, Bank of China y Agricultural Bank of China se situará en el 18%, y para las instituciones financieras pequeñas y medianas en el 16%. Se estima que el reciente aumento del CRO absorberá una liquidez de unos 300.000 millones de RMB. En nuestra opinión, la postura de ajuste más agresiva, que ya se advertía desde hace algún tiempo, refleja la preocupación de las autoridades por el exceso de liquidez, que se ha exacerbado con las entradas de capital especulativo. Prevemos que el próximo año se producirán nuevos ajustes monetarios, incluidos nuevos aumentos del CRO en 100-150 pb adicionales y subidas de los tipos de hasta 100 pb. De hecho, los comentarios que hizo esta semana el vicegovernador Hu Xiaolian parecen indicar que las autoridades están preparadas para implementar nuevas subidas de los tipos de interés y absorber la liquidez.

El Consejo de Estado (gabinete chino) también ha anunciado una lista de medidas para frenar la subida de los precios al consumo, entre las que se incluyen medidas administrativas para garantizar el suministro de alimentos y bajar los costes, y medidas fiscales para subvencionar los hogares con rentas más bajas. Las autoridades locales están obligadas a impulsar el suministro de bienes de consumo básicos y a aliviar el impacto de los choques de precios en los consumidores de rentas bajas, y se les ha pedido que retrasen el aumento de los precios de los servicios públicos. También se intensificará la supervisión de los mercados para poner freno a las especulaciones en los mercados agrícolas. Se les ha pedido a las autoridades locales que retrasen el aumento de los precios de los servicios públicos.

### Hong Kong intensifica su batalla contra las burbujas inmobiliarias

El 19 de noviembre, las autoridades de Hong Kong anunciaron algunas de sus medidas más duras hasta la fecha para moderar el aumento de los precios de la vivienda, entre las que se incluyen derechos de timbre adicionales sobre las ventas inmobiliarias y mayores requisitos de entrada inicial. Hong Kong es especialmente vulnerable a las burbujas de precios de los activos dado su régimen de tasa de cambio fija con el dólar estadounidense (que excluye la posibilidad de subidas de la tasa) y la cuenta de capital abierta, y las autoridades han expresado su creciente inquietud sobre el impacto de las entradas de capital en los precios de los activos inmobiliarios. Los precios inmobiliarios han subido un 47% desde finales de 2008, y los precios de los pisos de lujo están un 14% por encima de su máximo de 1997. Las nuevas medidas incluyen un derecho de timbre especial sobre las propiedades vendidas antes de dos años, tanto para individuos como para empresas (el 15% para las propiedades que se vuelven a vender en un plazo de 6 meses, el 10% para las propiedades que se vuelven a vender en plazo de 6 a 12 meses y el 5% para las propiedades que se vuelven a vender en un plazo de 1 a 2 años), que tiene como objetivo reducir las ganancias de la especulación. También incluyen un techo más estricto sobre la relación entre el importe del préstamo y el valor del bien de las hipotecas (del 70% al 60% para las ventas de propiedades con un valor entre 8 y 12 millones de dólares de Hong Kong, y del 60% al 50% sobre las ventas de propiedades cuyo valor supere los 12 millones de dólares de Hong Kong); este es el tercer ajuste que se realiza desde el pasado octubre. El gobierno ha señalado que podrían tomarse más medidas de ajuste en caso necesario. Hasta ahora, las medidas parecen funcionar, como lo demuestran las caídas del 80% del volumen de las operaciones y del 5-8% de los precios de venta que se produjeron en la semana después de la adopción de las nuevas medidas. Desde el pasado mes de octubre, el gobierno ha implementado diversas medidas que tratan de enfriar el mercado inmobiliario, entre las que se incluyen el incremento del derecho de timbre sobre los apartamentos de lujo, el aumento de la oferta de terreno, el descenso de la relación entre el importe del préstamo y el valor del bien en las casas de lujo y la suspensión de la residencia automática para los compradores extranjeros.

Inicio →

Mercados →

Calendario →

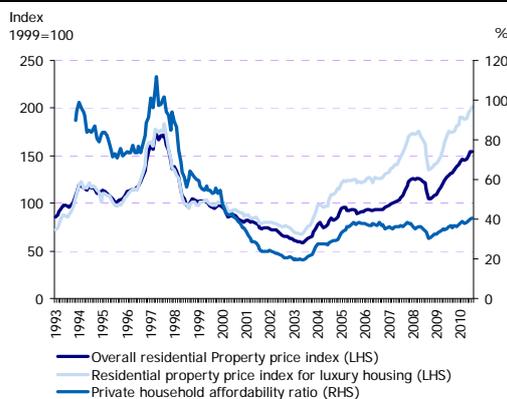
Datos de los mercados →

### El crecimiento del PIB se desacelera en Asia en el tercer trimestre

La semana pasada Malasia, Filipinas y Tailandia publicaron unas cifras del PIB del tercer trimestre por debajo de lo previsto. Los datos confirman una desaceleración continuada que ya habíamos anticipado, a medida que las economías se moderan hacia unas tasas de crecimiento más sostenibles tras el repunte que se produjo a comienzos de este año. El crecimiento de Malasia se ralentizó hasta el 5,3% a/a (consenso: 5,9%, BBVA: 6,0%) debido a que se redujeron las exportaciones y a la retirada del gasto fiscal. Por otro lado, el crecimiento del PIB de Tailandia también se moderó más de lo previsto, hasta el 6,7% a/a (consenso: 7,2%, BBVA: 7,7%). Por último, en Filipinas el crecimiento de la economía se quedó en un 6,5% (consenso: 7,4%, BBVA: 7,1%). El último lote de publicaciones de las cifras del PIB está en línea con la desaceleración más amplia de la región, aunque el crecimiento tiende a seguir fuerte en líneas generales, especialmente en China. Los datos del PIB de Australia y la India se darán a conocer la próxima semana.

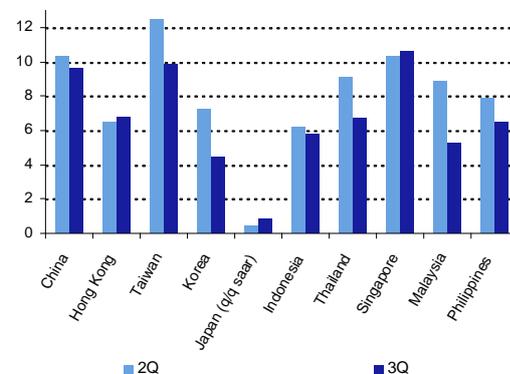
Aunque la región sigue dependiendo enormemente de las exportaciones, la demanda interna privada se ha convertido en el motor de crecimiento en los últimos trimestres, especialmente en lo que se refiere al consumo y a la inversión privados. Las medidas de estímulo fiscal se han ido retirando gradualmente, aunque se mantienen en algunas economías, entre las que se incluyen China y Japón (que ha anunciado recientemente medidas de estímulo complementarias). Por otra parte, las exportaciones, que han estado alimentando el crecimiento económico en los últimos trimestres, se han moderado como consecuencia de la mayor debilidad de la demanda externa. No obstante, estos resultados están en línea con nuestro escenario central y consideramos que la desaceleración que se ha producido en la región es una moderación saludable.

Gráfico 5  
**Los precios inmobiliarios de Hong Kong han aumentado rápidamente**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
**El crecimiento a/a del PIB se desacelera en el tercer trimestre**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos a observar

### 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

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

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

**Serena Zhou**  
serena.zhou@bbva.com.hk

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

### China: índice PMI de noviembre (1 de diciembre)

**Previsión: 54,9      Consenso: 54,8%      Anterior: 54,7%**

Los últimos indicadores apuntan a un fuerte crecimiento continuado de la economía en China, alimentado por la sólida demanda interna. Las autoridades han intensificado sus medidas de ajuste para limitar el crecimiento del crédito y frenar la creciente inflación. En línea con las tendencias recientes y con el aumento del crédito, que sigue siendo fuerte, esperamos que el sector de producción manufacturera siga creciendo en noviembre. Sin embargo, si el valor sube por encima de lo previsto se reafirmarán las expectativas de nuevas y agresivas medidas de ajuste, lo que podría ser una carga para los mercados bursátiles.

### Calendario

Australia	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Saldo por cuenta corriente	30 nov.	3T	-5.640 millones	--
Producto interior bruto (t/t)	1 dic	3T	1,20%	--
Producto interior bruto (a/a)	1 dic	3T	3,30%	--
Balanza comercial	2 dic.	OCT	1.760 millones	--
Ventas minoristas desestacionalizadas (m/m)	2 dic.	OCT	0,30%	--
China	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
PMI manufacturero	1 dic.	NOV	54,7	54,7
Hong Kong	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Ventas minoristas: valor (a/a)	30 nov.	OCT	17,20%	15,90%
India	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
PIB trimestral, variación % a/a	30 nov.	3T	8,80%	8,30%
Exportaciones (% a/a)	1 dic.	OCT	23,20%	--
Importaciones (% a/a)	1 dic.	OCT	26,10%	--
Indonesia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Inflación (a/a)	1 dic.	NOV	5,67%	6,00%
Exportaciones (a/a)	1 dic.	OCT	22,70%	--
Importaciones totales (a/a)	1 dic.	OCT	11,90%	--
Japón	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Comercio minorista m/m desestacionalizado	29 nov.	OCT	-3,00%	--
Tasa de paro	30 nov.	OCT	5,00%	--
Producción industrial (m/m)	30 nov.	OCT A	-1,60%	--
Corea	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Producción industrial (m/m)	30 nov.	OCT	-0,40%	--
Índice Nacional de Precios al Consumo (a/a)	1 dic.	NOV	4,10%	--
PIB a precios constantes (a/a)	3 dic.	3T P	4,50%	--
Comercio exterior: exportaciones (a/a)	3 dic.	NOV	29,90%	--
Comercio exterior: importaciones (a/a)	1-3 dic.	NOV	22,40%	--
Producción industrial (m/m)	30 nov.	OCT	-0,40%	--
Malasia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Tasa de paro	30 nov.	3T	3,40%	--
Exportaciones (% a/a)	3 dic.	OCT	6,90%	--
Importaciones (% a/a)	3 dic.	OCT	14,60%	--
Tailandia	Fecha	Periodo	Anterior	Cons.
Total exportaciones, % a/a	30 nov.	OCT	21,80%	--
Total importaciones, % interanual	30 nov.	OCT	15,70%	--
Balanza por cuenta corriente (USD)	30 nov.	OCT	2.767 millones de \$	--
Índice Nacional de Precios al Consumo (a/a)	1 dic.	NOV	2,80%	2,80%

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos de los mercados →

#### Tailandia: tipo de interés de referencia, 1 de diciembre

Prevedemos que los tipos de interés permanecerán invariables

Actual	Previsto
1,75	1,75

#### Indonesia: tipo de referencia del BI, 3 de diciembre

Prevedemos que los tipos de interés permanecerán invariables

Actual	Previsto
6,5	6,5

## Datos de los mercados

## Mercados asiáticos

MERCADOS BURSÁTILES	ÍNDICE	Última cotización	Variación porcentual semanal	En lo que va de año	Variación porcentual en 1 año
	China – Shanghai Comp.	2.880,1	-0,3	-12,1	-9,2
Hong Kong – Hang Seng	23.036,2	-2,4	5,3	3,7	
Taiwán – Weighted	8.312,2	0,1	1,5	7,4	
Japón – Nikkei 225	10.061,9	0,4	-4,6	7,2	
Corea – Kospi	1.894,0	-2,4	12,6	18,4	
India – Sensex 30	19.111,1	-2,4	9,4	13,4	
Australia – SPX/ASX 200	4.598,3	-0,7	-5,6	-2,3	
Singapur – Strait Times	3.160,8	-1,1	9,1	14,4	
Indonesia – Jakarta Comp.	3.684,2	-1,1	45,4	53,9	
Tailandia – SET	991,9	-1,7	35,0	44,6	
Malasia – KLCI	1.495,0	-0,7	17,5	17,7	
Filipinas – Manila Comp.	4.053,6	-3,6	32,8	31,2	

Última actualización: viernes, 13:30 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Forward 3 meses	Forward 12 meses
	China (CNY/USD)	6,65	-0,23	6,65	6,55
Hong Kong (HKD/USD)	7,76	-0,10	7,8	8	
Taiwán (TWD/USD)	30,4	-0,32	30,27	29,78	
Japón (JPY/USD)	83,8	-0,24	83,6	83,1	
Corea (KRW/USD)	1.156	-1,93	1.160,78	1.164,13	
India (INR/USD)	45,7	-0,86	46,4	48	
Australia (USD/AUD)	0,97	-1,40	1	n.a.	
Singapur (SGD/USD)	1,31	-1,29	1,31	1,3	
Indonesia (IDR/USD)	8.973	-0,45	9.051	9.304	
Tailandia (THB/USD)	30,2	-0,63	30,22	30,3	
Malasia (MYR/USD)	3,14	-0,81	3,2	3	
Filipinas (PHP/USD)	44,3	-1,03	44,21	44,40	

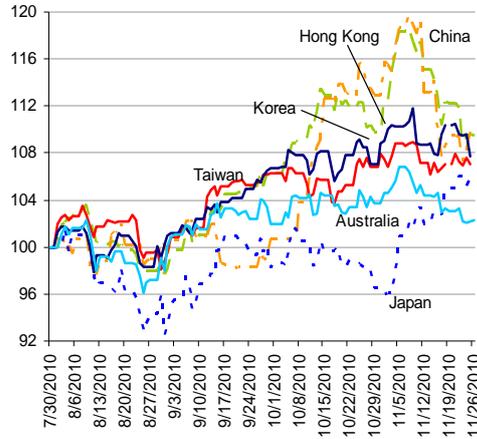
Última actualización: viernes, 13:30 hora de Hong Kong

[Inicio](#) →[Mercados](#) →[Datos relevantes](#) →[Calendario](#) →

Datos de los mercados

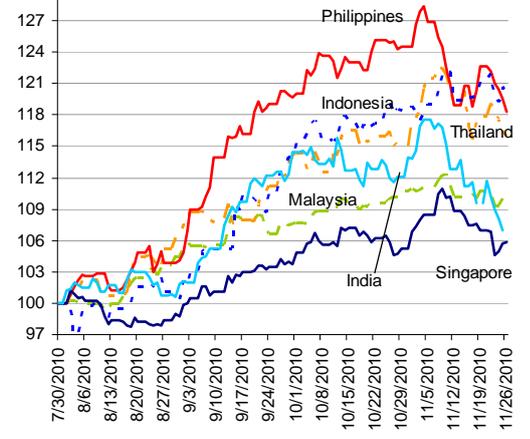
Gráficos de Asia

MERCADOS BURSÁTILES



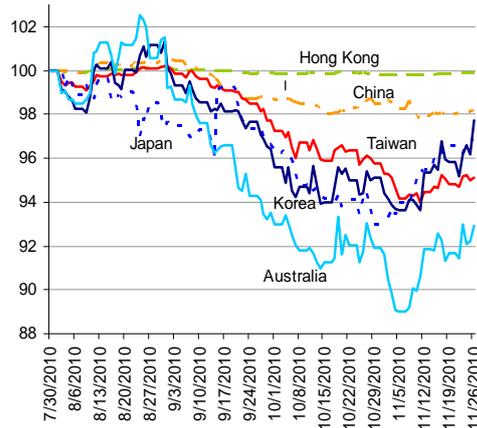
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg Índice=100

MERCADOS BURSÁTILES



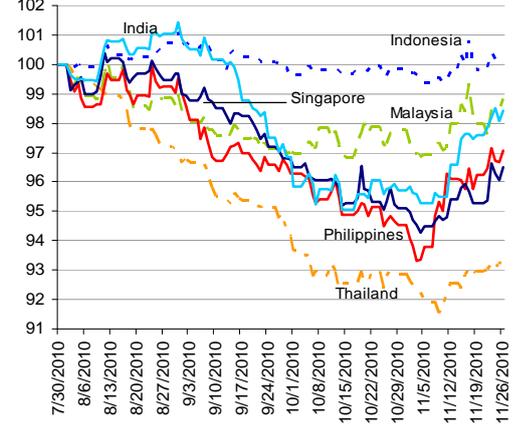
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg Índice=100

MERCADOS DE DIVISAS



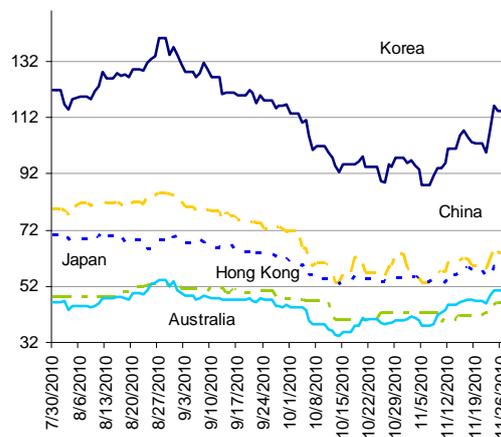
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg Índice=100

MERCADOS DE DIVISAS



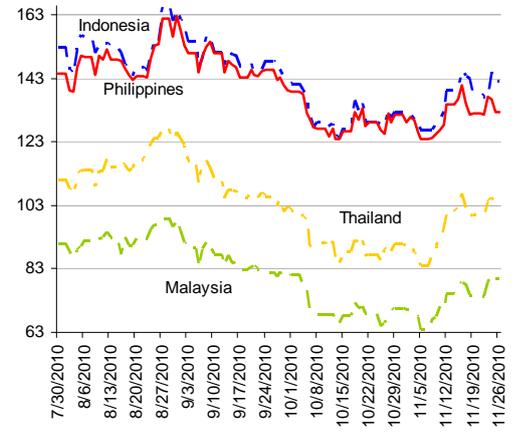
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg Índice=100

CREDIT DEFAULT SWAPS



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

CREDIT DEFAULT SWAPS



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

- Inicio →
- Mercados →
- Datos relevantes →
- Calendario →

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

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

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

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

**"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: [www.bbva.com / Corporate Governance](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)".**