

# Asia

15 de abril 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

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

Mario Nevares  
mario.nevares@bbva.com.hk

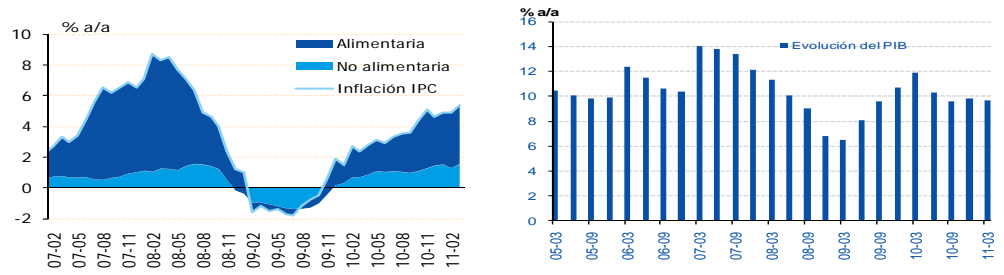
## El crecimiento refuerza la tendencia al ajuste

A pesar de que soplan vientos contrarios por el aumento de los precios del petróleo y los riesgos nucleares de Japón, el impulso de crecimiento de la región no solo sigue intacto, sino que continúa sorprendiendo al alza. El PIB del primer trimestre en China y Singapur fue más fuerte de lo previsto (véase la sección Datos relevantes) y, junto con el aumento de la inflación, ha elevado las expectativas de nuevos ajustes. Singapur volvió a centrar su banda cambiaria en un nivel de mayor apreciación, estableciendo así el tono para que se produzcan nuevas tendencias de apreciación en toda la región.

### Las presiones inflacionistas mantienen a los bancos centrales en el punto de mira

Los datos de inflación publicados la semana pasada en China y la India se situaron en ambos casos por encima de lo previsto. En China, el índice general de precios subió al 5,4% a/a (anterior: 4,9%; consenso: 5,2%) debido al aumento de los precios de los alimentos y de la energía. En la India, la inflación del IPM subió al 9,0% a/a (consenso: 8,4%) desde el 8,3% registrado en febrero. Es probable que estos resultados incrementen las expectativas de nuevos ajustes monetarios. Como ya hemos señalado, la Autoridad Monetaria de Singapur (MAS) volvió a hacer ajustes en su reunión semestral sobre política monetaria. Tal como se esperaba, Corea e Indonesia se mantuvieron sin cambios, pero anticipamos nuevos movimientos alcistas de los tipos durante el año (véase la sección Datos relevantes).

Gráfico 1  
El crecimiento y la inflación, más fuertes de lo previsto, refuerzan las expectativas de nuevos ajustes monetarios



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos de los mercados →

Gráficos →

## Datos relevantes

### El PIB y la inflación del primer trimestre de China sorprenden al alza

El crecimiento y la inflación refuerzan las expectativas de nuevos ajustes monetarios

### Singapur ajusta su política monetaria

La AMS vuelve a mover su banda cambiaria, provocando una mayor apreciación

### Los bancos centrales en el punto de mira: Corea e Indonesia

No hubo cambios en los tipos de Corea e Indonesia, pero se prevén más subidas

## Análisis Económico

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

## Mercados

El aumento del nivel de alerta de la crisis nuclear de Japón empeoró la aversión al riesgo en la región y desencadenó la venta masiva de las principales divisas frente al yen. Dada la posibilidad de intervención del G7 si el yen se apreciara de forma significativa, creemos que el cambio USD-JPY puede encontrar apoyo por encima de la banda de 80 yenes por dólar y lo más probable es que se mantenga dentro de ese rango a corto plazo. El crecimiento y la inflación de China superaron las expectativas (véase la sección Datos relevantes), lo que aumenta el riesgo de que se produzcan ajustes más agresivos de cara al futuro. Pero como en nuestra opinión las posibilidades de una abrupta desaceleración del crecimiento de China son bajas, los datos mensuales no justifican aún una subida pronunciada de la prima de riesgo. Por otra parte, la AMS volvió a cambiar el centro su banda cambiaria de referencia y permitió la apreciación del dólar de Singapur para combatir la inflación en un contexto de fuerte crecimiento (véase la sección Datos relevantes). Esta medida podría tener algunos efectos en otras economías pequeñas y abiertas de Asia (en especial Malasia), que también se enfrentan al desafío del aumento de la inflación importada y de un crecimiento saludable.

### Las nuevas tensiones de la crisis nuclear de Japón invierten la venta masiva del yen

Las autoridades japonesas elevaron la gravedad de la crisis nuclear a su máximo nivel, 7 de 7. Aunque la contaminación de Japón sigue en líneas generales bajo control, el aumento de su nivel de gravedad la equipara al episodio que tuvo lugar en Chernobyl en 1986. La inquietud acerca de una fuga radiactiva más grave y los daños ocasionados por las nuevas réplicas renovaron las expectativas de repatriación de capital por parte de las aseguradoras japonesas. Este hecho, unido a la rebaja del crecimiento de EE.UU. por parte del FMI debido a la inquietud sobre el petróleo, hizo que los mercados buscaran seguridad y que se retrotrajeran las operaciones de carry trade. La cobertura a corto plazo hizo que el yen se apreciara en general frente a las divisas líquidas.

### Los fuertes datos de China elevan las expectativas de nuevos ajustes

El PIB del 1T y el IPC de marzo en China revelaron un fuerte impulso de crecimiento acompañado de crecientes presiones inflacionistas. Los resultados fueron superiores a los que el mercado había anticipado, lo que agrava las preocupaciones por que el BPdC pueda haber iniciado un ajuste más agresivo. Pero la acción sobre los precios ha sido modesta hasta ahora; los índices bursátiles asiáticos bajaron menos de un 1,0% a medio día del viernes después de que se dieran a conocer los datos, y las monedas sensibles al riesgo, como el dólar australiano y el won coreano cayeron menos de un 0,3%.

### El cambio del centro de la banda cambiaria en Singapur y el fuerte crecimiento del 1T contribuyen a la apreciación del dólar de Singapur

La AMS volvió a centrar al alza su banda cambiaria de referencia para combatir la inflación, dejando a la vez la curva y el ancho de la banda sin cambios. Aunque este movimiento ya se esperaba desde hacía tiempo, el fuerte crecimiento del PIB, dato que se dio a conocer al mismo tiempo, aumentó la esperanza de que dentro de poco el dólar de Singapur se cambie a un nivel más próximo a la nueva banda superior. El dólar de Singapur se apreció la semana pasada un 0,85%, por lo que se convirtió en la divisa con mejor desempeño de la región. En nuestra opinión, la mayor fortaleza del crecimiento y de la moneda de Singapur podría afectar también a Malasia, cuya moneda tiende a seguir de cerca al SGD.

### Los índices bursátiles cierran la semana a la baja debido a las expectativas de nuevos ajustes monetarios

Los mercados de valores asiáticos obtuvieron resultados desiguales durante la semana, antes de que se publicaran hoy los datos del PIB y los datos de inflación en China. Al cierre de la semana se mostraron volátiles debido a que los resultados de China fueron más fuertes de lo previsto. El índice Shanghai Composite cayó de forma pronunciada en

---

[Inicio](#) →

---

[Datos relevantes](#) →

---

[Calendario](#) →

---

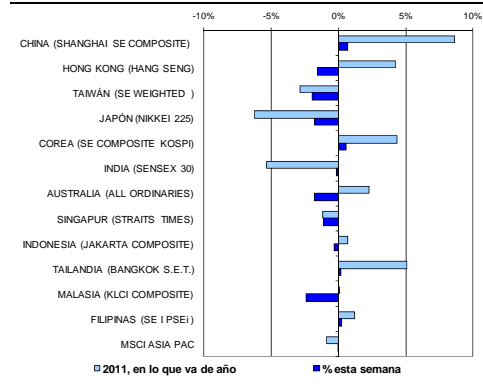
[Datos de los mercados](#) →

---

[Gráficos](#) →

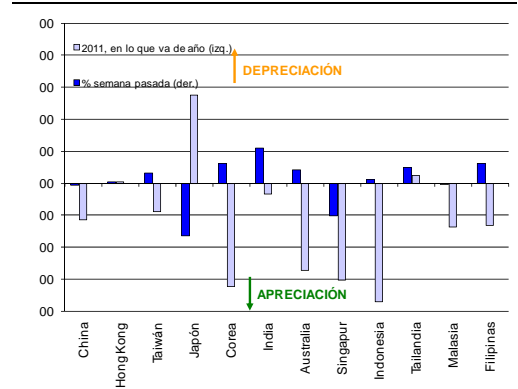
las primeras operaciones comerciales del viernes, pero la tendencia cambió a lo largo del día. Durante la semana, Corea, Tailandia y Filipinas obtuvieron ganancias. El mercado de la India operó al alza durante gran parte de la semana, pero mostró signos de cambio de tendencia el viernes como consecuencia del elevado resultado de la inflación de marzo. Las mayores pérdidas de la semana se registraron en Malasia (-2,5%), Taiwán (-2,0%), Japón (-1,8%), Hong Kong (-1,6%) y Singapur (-1,1%) (Gráfico 2).

Gráfico 2  
Mercados bursátiles



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 3  
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

### El PIB y la inflación del primer trimestre de China sorprenden al alza

Los datos de la inflación y el PIB del primer trimestre apuntan a que continúa el fuerte crecimiento de la economía china, con presiones subyacentes sobre los precios. En concreto, el PIB del 2T registró un 9,7% a/a (BBVA: 9,3%), una ligera caída con respecto al trimestre anterior (9,8% a/a). El índice general de precios subió hasta el 5,4% a/a en marzo (BBVA: 5,0%) desde el 4,9% de febrero, lo que se debe al aumento de los precios, tanto de los alimentos como de los productos no alimentarios. La inflación de los precios mayoristas (IPM) de marzo también subió ligeramente, hasta el 7,3% a/a desde el 7,2% a/a registrado en febrero, debido al aumento de los precios de las materias primas, lo que supone el cuarto mes consecutivo de aumentos de este valor. Estos resultados explican por qué las autoridades han sido tan agresivas al ajustar la política monetaria en los últimos meses y semanas, y podrían intensificarse las expectativas de que tomen nuevas medidas de ajuste, lo que podría lastrar la confianza de los mercados. Existen riesgos al alza para nuestras expectativas de que en los próximos semestres se producirá un nuevo movimiento alcista de los tipos de 25 puntos básicos y subidas de al menos 100 pb en el coeficiente de reservas obligatorias. Sin embargo, una interpretación positiva de los datos que se han publicado hoy es que el crecimiento sigue siendo robusto, incluso con las medidas que han implantado las autoridades para controlar la inflación. Los últimos datos sobre la evolución del crédito muestran una esperanzadora desaceleración: los préstamos nuevos de todo el 1T ascendieron a 2,2 billones de RMB, lo que está en gran medida en línea con lo que creemos que será el objetivo (no anunciado) de las autoridades para todo el año, que valoramos entre 7,0 y 7,5 billones de RMB.

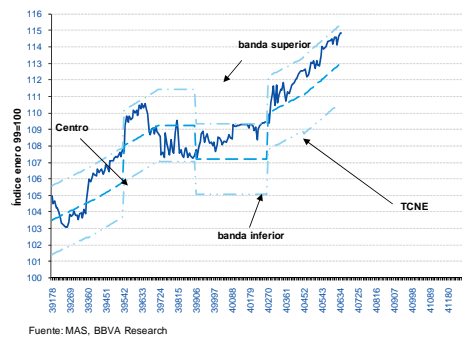
### Singapur registra un fuerte resultado del PIB en el 1T, y ajusta su política monetaria

La estimación preliminar del PIB de Singapur para el 1T superó las expectativas al subir hasta el 23,5% t/t (anual desest., consenso: 11,4%). La producción manufacturera subió un 13,9% a/a, mientras que el sector servicios creció un sorprendente 7,2% a/a, impulsado por la llegada de turistas. El resultado de un crecimiento por encima de lo previsto, unido al aumento de la inflación, ha llevado a la Autoridad Monetaria de Singapur (AMS) a anunciar un ajuste de la política mediante el cambio del centro (apreciación) de la banda cambiaria sin cambiar la curva ni el ancho de la banda, medidas que coinciden en gran parte con nuestras expectativas. El anuncio se hizo al finalizar la reunión semestral sobre política monetaria de la AMS y marca el tercer ajuste consecutivo desde abril de 2010. El dólar de Singapur (SGD) ha experimentado una fuerte tendencia de apreciación en los últimos meses (Gráfico 4) y, como consecuencia del anuncio, se apreció hasta el nuevo récord histórico de 1,24 SGD por USD desde el 1,26 que fue aproximadamente el cambio al que se cotizó los días precedentes. Hay que destacar que el cambio del centro efectuado en la banda cambiaria se quedó "por debajo del nivel de la tasa de cambio preponderante", lo que probablemente refleja que las autoridades son conscientes de que el aumento de los precios del petróleo constituye una corriente adversa para el crecimiento. El índice general de precios se aceleró hasta el 5,0% en marzo, pero el aumento ha sido impulsado por componentes volátiles (como las primas por licencias de automóviles y los precios de la energía), y la inflación subyacente sigue siendo considerablemente más baja (2,0% a/a). Según nuestras previsiones, el PIB retrocederá temporalmente en el 2T como consecuencia, en parte, de los acontecimientos de Japón, pero el crecimiento del PIB de todo el año seguirá todavía avanzando dentro del rango previsto por el gobierno, del 4 al 6%.

### Los bancos centrales en el punto de mira: Corea e Indonesia

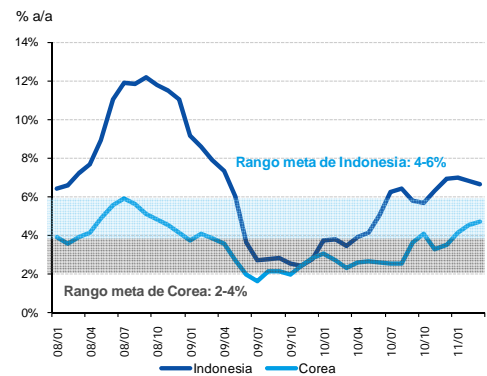
Los inversores de cartera internacionales siguen de cerca las tendencias de la inflación y de los tipos de interés de Corea e Indonesia. Ambas economías han tenido un buen rendimiento desde la crisis de 2008-09, con un crecimiento que el año pasado llegó al 6,1% y al 6,2% en Indonesia y Corea, respectivamente. Al mismo tiempo, ambos países luchan por contener la inflación, que ha subido muy por encima de sus objetivos de inflación respectivos. El Banco de Corea fue el primero que hizo un movimiento, comenzado una serie de subidas de los tipos de interés el pasado mes de julio, mientras que el Banco de Indonesia sólo subió los tipos por primera vez en febrero. La semana pasada, sin embargo, ambos se mantuvieron sin cambios (un 3,00% en Corea y un 6,75% en Indonesia), lo cual se esperaba debido a su tendencia a subir los tipos de forma gradual (en el pasado, por ejemplo, el Banco de Corea rara vez ha subido los tipos en meses consecutivos). No obstante, dadas las sólidas perspectivas de crecimiento y las actuales presiones inflacionistas, esperamos nuevos movimientos alcistas de los tipos en los próximos meses: 100 pb en Corea y 75 pb en Indonesia para el año.

Gráfico 4  
Singapur vuelve a ajustar la política monetaria.



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 5  
Corea e Indonesia tratan de contener la inflación



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Inicio →

Mercados →

Calendario →

Datos de los mercados →

Gráfico →

## Calendario Indicadores

Australia	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Índice de precios de importación (t/t)	20 abr	1T	-3,80%	--
Índice precios de exportación (t/t)	20 abr	1T	-8,10%	--
China	Fecha	Período	Anterior	Cons.
IED real (a/a)	15-22 abr	MAR	32,20%	--
Precios inmobiliarios de marzo en China	18 abr			
Estimación de la producción manf. de HSBC	19 abril	ABR:	51,8	--
Hong Kong	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	19 abril	MAR	3,60%	3,50%
IPC – Índice compuesto (a/a)	21 abril	MAR	3,70%	4,20%
Japón	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Balanza comercial de mercancías ajustada	20 abr	MAR	556.000 M de ¥ 278.600 M de ¥	
Exportaciones comerciales interanuales	20 abr	MAR	9	-0,7
Importaciones comerciales interanuales	20 abr	MAR	9,9	7,6
Malasia	Fecha	Período	Anterior	Cons.
IPC a/a	20 abr	MAR	2,90%	3,00%
Filipinas	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Balanza de pagos	19 abril	MAR	- 133 M de \$	--
Déficit/superávit presupuestario	21-25 abr	MAR	-21.500 M	--
Singapur	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Export de productos electrónicos (a/a)	18 abr	MAR	-12,80%	-9,00%
Exportaciones nacionales (no petróleo (a/a))	18 abr	MAR	7,80%	4,00%
Taiwán	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Pedidos de exportación (a/a)	20 abr	MAR	5,33%	3,90%
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	22 abr	MAR	4,59%	4,50%
Tailandia	Fecha	Período	Anterior	Cons.
Exportaciones aduaneras (a/a)	20-25 abr	MAR	31,00%	18,00%
Importaciones aduaneras (a/a)	20-25 abr	MAR	22,50%	20,60%
Balanza comercial de aduanas	20-25 abr	MAR	1.768 M de \$	864 M de \$

Tailandia: tipo de interés de referencia, 20 de abril	Actual	Previsto
No prevemos cambios en los tipos de interés	2,50%	2,50%

**Australia: actas de abril del Comité del Banco de Reserva, 19 de abril**

## Calendario: eventos

**Japón: crecimiento de las exportaciones en marzo (20 de abril)**

Previsión: 5,3% a/a	Consenso: -0,7 % a/a	Anterior: 9,0% a/a
---------------------	----------------------	--------------------

**Comentario:** es probable que las exportaciones e importaciones de Japón hayan sufrido interrupciones como consecuencia del terremoto. Las exportaciones de marzo, aunque sólo reflejan parcialmente el impacto de todo el mes, ofrecerán un primer atisbo de la magnitud del choque de oferta. Hasta ahora, los datos de comercio procedentes de los socios comerciales más importantes de Japón en Asia (como Taiwán) muestran un fuerte impacto. Se prevé que las exportaciones de Japón habrán caído en marzo en comparación con los niveles de los meses anteriores.

**Repercusión en los mercados:** un resultado mejor de lo previsto podría aumentar la confianza de los mercados, mientras que un resultado por debajo de lo que se espera, podría exacerbar la inquietud acerca del impacto, no sólo en Japón, sino en toda la región.

Inicio	→
Mercados	→
Datos relevantes	→
Datos de los mercados	→
Gráficos	→

## Datos de los mercados

MERCADOS BURSÁTILES	ÍNDICE	Última cotización	Variación porcentual semanal	En lo que va de año	Variación porcentual en 1 año
	China – Shanghai Comp.	3.050,5	0,7	8,6	-3,6
Hong Kong – Hang Seng	24.008,1	-1,6	4,2	8,4	
Taiwán – Weighted	8.718,1	-2,0	-2,8	6,7	
Japón – Nikkei 225	9.591,5	-1,8	-6,2	-14,9	
Corea – Kospi	2.140,5	0,6	4,4	22,7	
India – Sensex 30	19.415,4	-0,2	-5,3	8,9	
Australia – SPX/ASX 200	4.852,1	-1,8	2,3	-3,0	
Singapur – Strait Times	3.151,8	-1,1	-1,2	4,5	
Indonesia – Jakarta Comp.	3.729,2	-0,3	0,7	28,6	
Tailandia – SET	1.084,9	0,2	5,0	42,6	
Malasia – KLCI	1.519,3	-2,5	0,0	13,5	
Filipinas – Manila Comp.	4.251,6	0,3	1,2	29,7	

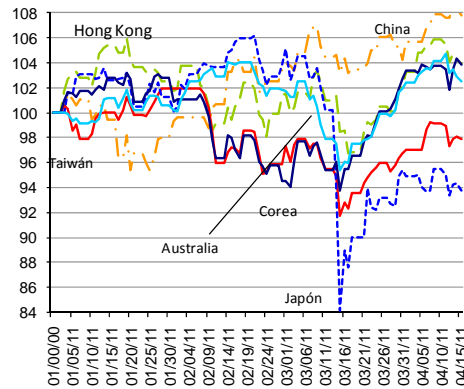
Última actualización: viernes, 16:15 hora de Hong Kong.

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Forward 3 meses	Forward 12 meses
	China (CNY/USD)	6,53	0,06	6,48	6,39
Hong Kong (HKD/USD)	7,78	-0,05	7,8	8	
Taiwán (TWD/USD)	29,0	-0,33	28,81	28,06	
Japón (JPY/USD)	83,4	1,67	83,3	83,0	
Corea (KRW/USD)	1.090	-0,61	1.095,98	1.109,90	
India (INR/USD)	44,6	-1,08	45,2	47	
Australia (USD/AUD)	1,05	-0,41	1	n.a.	
Singapur (SGD/USD)	1,24	1,02	1,24	1,2	
Indonesia (IDR/USD)	8.663	-0,12	8.737	9.054	
Tailandia (THB/USD)	30,1	-0,50	30,19	30,5	
Malasia (MYR/USD)	3,02	0,01	3,0	3	
Filipinas (PHP/USD)	43,2	-0,61	43,25	43,41	

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

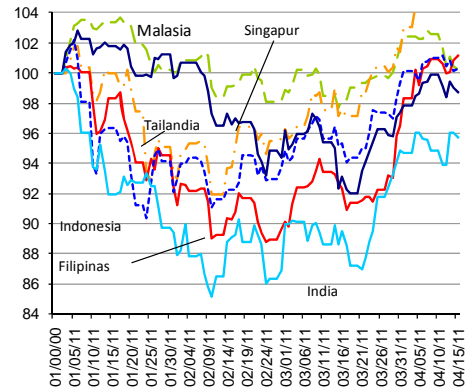
## Gráficos

Gráfico 6  
Mercados bursátiles



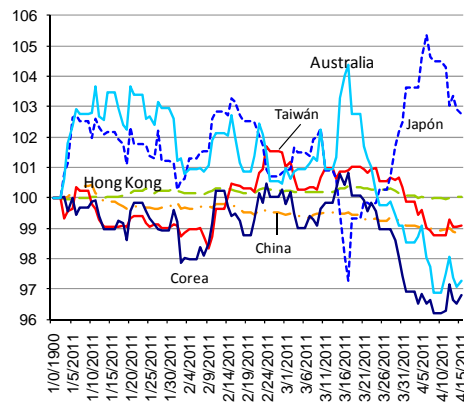
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 7  
Mercados bursátiles



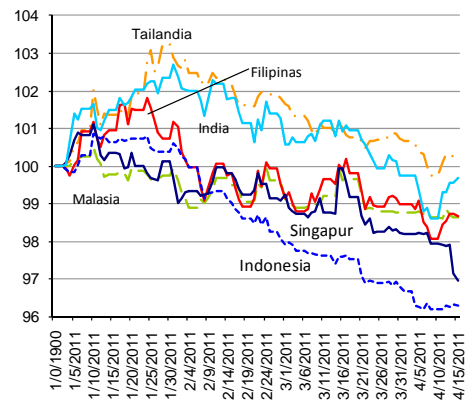
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8  
Mercados de divisas



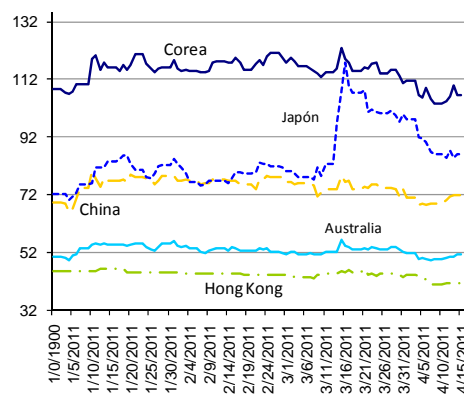
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 9  
Mercados de divisas



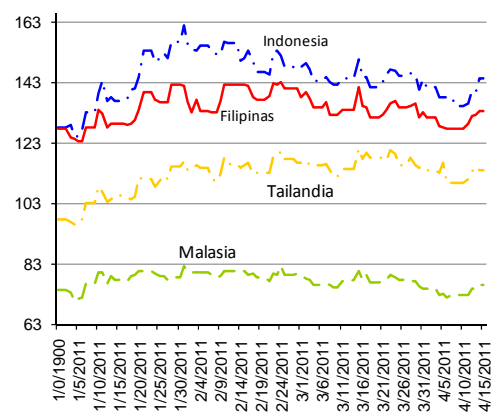
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10  
Credit Default Swaps



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11  
Credit Default Swaps



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg



## 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.