

# Observatorio Semanal Asia

13 de mayo 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

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

Mario Nevares  
mario.nevares@bbva.com.hk

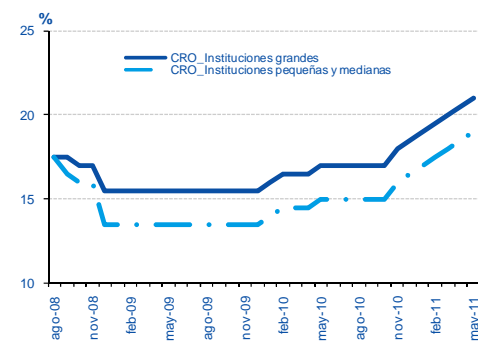
## Moderación en las tendencias

Tal como observamos en el informe *Asia Economic Outlook* (próximamente también disponible en castellano) que acabamos de publicar, el impulso de crecimiento de Asia sigue siendo fuerte, pero han surgido complicaciones con el aumento de los precios del petróleo y los trastornos de la oferta en Japón (Datos relevantes). Por consiguiente, es probable en breve veamos cierta moderación en las cifras. A este respecto, el lote de datos mensual de China, que fue el centro de atención la semana pasada, mostró indicios de moderación muy bien recibidos dada la inquietud por el recalentamiento de la economía (Datos relevantes). No obstante, el Banco Central de China incrementó el coeficiente de reservas obligatorias por quinto mes consecutivo para absorber la liquidez y controlar la inflación (Gráficos 1 y 2). Por otro lado, tanto Indonesia (como se había previsto) como Corea (por sorpresa) dejaron los tipos de interés sin cambios en sus reuniones mensuales sobre política monetaria después de la moderación de la inflación de abril, la fuerte apreciación de la moneda en los últimos meses y una nueva consciencia sobre las dificultades para el crecimiento.

### Elevada inflación, a pesar de la ligera reducción

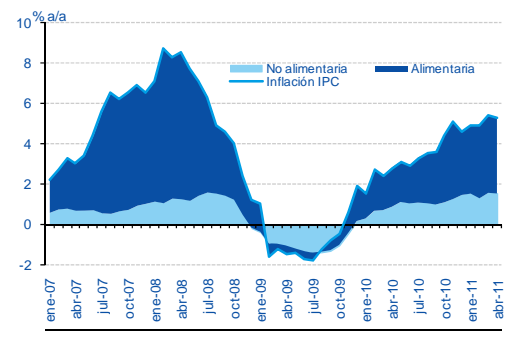
La inflación de China se moderó en abril hasta el 5,3% desde el 5,4% registrado el mes anterior, pero se situó por encima del consenso (5,2% a/a). También otros indicadores de actividad mostraron indicios de moderación, como la producción industrial (13,4% con respecto al 14,8% del mes anterior) y el crecimiento del crédito. En la India, la producción industrial se incrementó en marzo (al 7,3% a/a, desde el 3,6% a/a de febrero), pero en el conjunto del trimestre que finalizó en marzo, la producción industrial se moderó. En cambio, Hong Kong, cuyo resultado del PIB del primer trimestre fue un 7,2% a/a (consenso: 5,5% a/a), se suma a la creciente lista de economías asiáticas con resultados del PIB del 1T por encima de lo previsto.

Gráfico 1  
China incrementa el coeficiente de reservas obligatorias por quinto mes consecutivo



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2  
La inflación de China se modera, pero sólo ligeramente



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

## Datos relevantes

### China incrementa de nuevo su Coeficiente de Reservas por la elevada inflación

A pesar de la moderación de los indicadores de actividad, continúa el ajuste monetario de China para controlar la inflación

### Asia Economic Outlook: fuerte crecimiento y aumento de la inflación, a pesar de los vientos en contra

Nuestra última actualización trimestral pinta unas perspectivas sólidas, con algunos retos de cara al futuro

### La nueva encuesta del IIF subraya la próspera demanda de crédito en Asia

El rápido crecimiento del crédito apoya la demanda interna

**Análisis Económico**

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

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

## Mercados

Los mercados de la región se comportaron de forma desigual esta semana: el Sudeste Asiático obtuvo una ligera ventaja tanto en los índices bursátiles como en el mercado de divisas. La mayoría de los mercados de valores asiáticos cerraron a la baja el viernes, ya que la última medida de ajuste monetario de China adoptada el jueves frenó la demanda, mientras que los valores de Seúl recortaron sus pérdidas después de que el Banco de Corea sorprendiera a los mercados al mantener los tipos estables. La inquietud por los problemas de la deuda griega, la volatilidad del precio del petróleo y el ajuste de los bancos centrales dominaron las tendencias de los precios de los activos.

### China ajusta de nuevo la política monetaria para frenar la inflación

El BPdC incrementó el coeficiente de reservas obligatorias en 50 pb, hasta el 21% para los bancos más grandes y el 19% para los más pequeños (véase la sección Datos relevantes). Se calcula que con este incremento se absorberá un exceso de liquidez de 370.000 millones de yuanes del sistema bancario, lo que contribuirá a contener el crecimiento futuro de los préstamos, con vistas a mantener la inflación bajo control. Dada la probabilidad de que la inflación siga aumentando en los próximos meses, creemos que habrá más ajustes y que el BPdC complementará los incrementos del coeficiente de reservas obligatorias (100 pb este año) con dos subidas de 25 pb en los tipos de interés, posiblemente en el 2T y el 3T. No obstante, el "exceso de ajuste" no es aún preocupante y creemos que China debe tener las herramientas adecuadas para lograr un aterrizaje suave y mantener el crecimiento de este año en torno al 9,4%.

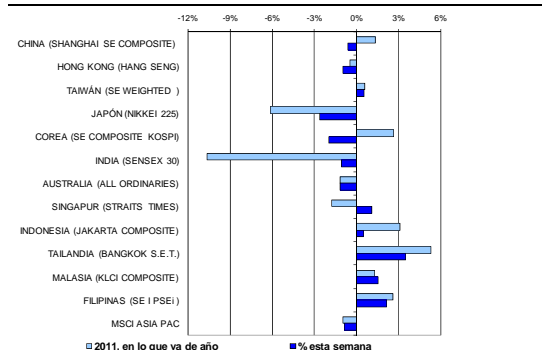
### El Banco de Corea hace una pausa inesperada

Inesperadamente, el Banco de Corea (BdC) ha dejado sus tipos de interés sin cambios en la reunión mensual sobre política monetaria que se ha celebrado hoy. Los mercados habían anticipado una subida de 25 pb. Creemos que esta decisión refleja la cautela general del banco por no aumentar los tipos con demasiada rapidez, especialmente dada la gran carga de deuda de las familias en un momento en que los consumidores tienen que pagar unas facturas de energía más elevadas. Dado que la inflación está todavía por encima de los objetivos y que el impulso de crecimiento se mantiene en el 2T, consideramos que la tendencia al ajuste por parte del banco central se mantiene intacta, pero con el riesgo de que el perfil del movimiento alcista de los tipos sea más suave que en las previsiones de nuestro escenario central (otros 100 pb de incremento)

### Ventas de dólares australianos después tras la publicación de los débiles datos sobre el mercado de trabajo de Australia

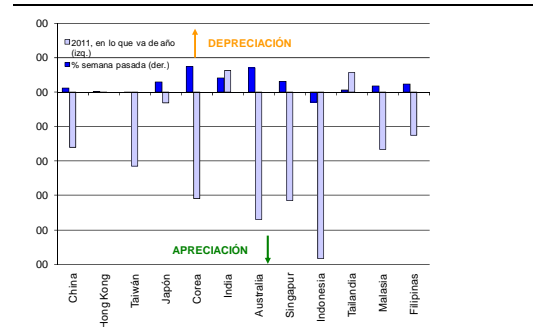
Australia perdió 22.100 puestos de trabajo en abril, lo que ha sido una sorpresa para el mercado. Aunque la tasa de desempleo se mantuvo sin cambios en el 4,9%, las sorprendentes caídas del empleo provocaron inquietud por que el motor de trabajo australiano pueda fallar. El mercado bajó rápidamente el cálculo del movimiento alcista de los tipos del RBA en un año en 9 pb, hasta situarlo en 33 pb, y la cotización del dólar australiano cayó a aproximadamente 1,0600 desde el 1,0800 de la semana anterior. Tomamos con cautela la volatilidad de los informes de trabajo mensuales y consideramos que continuará el crecimiento en los mercados de trabajo australianos dado el reciente aumento de los anuncios de empleo, apoyados por la prosperidad del sector de la minería y los trabajos de reconstrucción que tendrán lugar este año. No obstante, la rápida acción sobre los precios de esta semana mostró la vulnerabilidad del dólar australiano ante cualquier indicio de debilidad, ya que recientemente ha habido una verdadera sobrecompra de esta moneda.

Gráfico 3  
**Mercados bursátiles**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4  
**Mercados de divisas**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

### China implementa otro incremento del coeficiente de reservas obligatorias debido a que la inflación sigue elevada

El Banco Popular de China (BPdC) anunció el jueves otro incremento de 50 pb en el coeficiente de reservas obligatorias (CRO), la última de una serie de medidas de ajuste. El movimiento se ha producido tras publicarse los indicadores mensuales de abril, que mostraron indicios de moderación, pero con una inflación todavía alta, ya que las autoridades siguen con sus esfuerzos para contener el crecimiento y lograr un aterrizaje suave. En cuanto a los detalles, las ventas minoristas de abril cayeron hasta el 17,1% a/a desde el 17,4% de marzo, y la producción industrial se moderó hasta el 13,4% a/a desde el 14,8% del mes anterior, lo que se debe principalmente a la debilidad de las ventas de automóviles y de la producción. El crecimiento del crédito sigue moderándose, en línea con los objetivos del gobierno, mientras que la inversión en activos fijos urbanos de abril subió hasta el 25,4% a/a desde el 25,0% de marzo. En el plano externo, las importaciones más débiles hicieron que la balanza comercial volviera al superávit en abril, tras haberse registrado un pequeño déficit en el 1T. En su conjunto, los indicadores deberían contribuir a aliviar las preocupaciones por el recalentamiento que surgieron después del rápido crecimiento del PIB en el primer trimestre (9,7% a/a). Sin embargo, la inflación sigue siendo preocupante, con un 5,3% a/a en abril, un poco por debajo del 5,4% de marzo, pero todavía por encima de las previsiones (BBVA y consenso: 5,2% a/a) y muy por encima del rango del 4% que resulta cómodo para las autoridades. Los motores principales siguen siendo los costes de los alimentos y de la vivienda (que aumentaron en un 11,5% a/a y un 6,1% a/a respectivamente). El último incremento del coeficiente de reservas obligatorias tiene como objetivos absorber la liquidez, que está en niveles elevados debido a las entradas de capital, y controlar la inflación. Con esta medida, el CRO de los bancos grandes alcanza el récord del 21% y se prevé que absorberá alrededor de 380.000 millones de RMB de liquidez. Nuestras previsiones son que las autoridades mantendrán su ajuste monetario gradual para controlar la inflación, con otras dos subidas de los tipos de interés de 25 pb en el 2T/3T e incrementos adicionales de 100 pb en el coeficiente de reservas obligatorias (CRO).

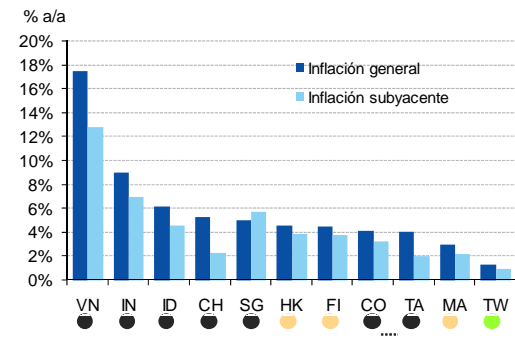
### Perspectivas económicas de Asia: fuerte crecimiento y aumento de la inflación, a pesar de los vientos en contra

Acabamos de publicar nuestro informe trimestral actualizado [Perspectivas económicas de Asia](#) (atención a nuestro informe Perspectivas económicas de China de la próxima semana). Aunque el fuerte impulso de crecimiento de Asia ha continuado en 2011 como consecuencia de la sólida demanda interna y externa, nuestro informe destaca dos retos: (i) las dificultades derivadas del aumento de los precios del petróleo y del impacto del terremoto de Japón, y (ii) las crecientes presiones inflacionistas. No creemos que estas dificultades para el crecimiento hagan fracasar las perspectivas positivas de Asia. Aunque no esperamos que el segundo trimestre sea más débil, prevemos que la actividad volverá a repuntar en lo que resta del año. En particular, el impulso de crecimiento de Asia es fuerte, por lo que anticipamos una moderación de los precios de las materias primas, y consideramos que los trastornos de la oferta debidos al terremoto de Japón, serán temporales. Sin embargo, las presiones inflacionistas son una fuente más grande de preocupación. Aunque los precios de los alimentos y de la energía han mostrado cierta moderación en las últimas semanas, sus efectos secundarios son evidentes, y las presiones del lado de la demanda se están convirtiendo en un factor importante. En vista de todo esto, continúa el ajuste monetario, y en algunos casos se ha intensificado. También continúa la apreciación de las monedas, pues las entradas de capital se reanudaron debido a la ampliación de los diferenciales de los intereses y a las fuertes perspectivas de crecimiento de la región; los responsables de la política lo toleran como una forma de contener la inflación. En general, los riesgos siguen inclinándose hacia el recalentamiento, mientras que las nuevas dificultades para el crecimiento pueden actuar como un factor de equilibrio.

**La nueva encuesta del IIF subraya la próspera demanda de crédito en Asia**

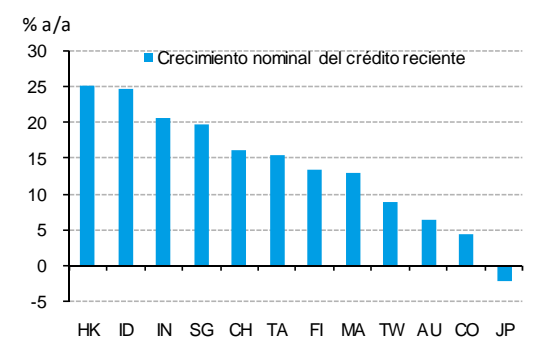
El apetito de crédito sigue siendo fuerte en la mayor parte de Asia. Hong Kong va a la cabeza en cuanto al crecimiento del crédito, con un aumento de los préstamos del 30% (a/a) en el primer trimestre. Otros países, como Indonesia (22%), la India (17%) y China (16%) también han experimentado un aumento del crédito de dos dígitos. La fortaleza de los sistemas bancarios asiáticos ha sido un elemento clave que la subrayado los sólidos fundamentos de Asia. Según una reciente encuesta elaborada por el Institute of International Finance (IIF), más del 63% de los bancos asiáticos que aparecen en la encuesta han comunicado una mayor demanda de créditos. Por otro lado, la encuesta del IIF muestra también que los bancos asiáticos se enfrentan a unas condiciones de financiación local más estrictas a medida que los bancos centrales restringen la liquidez para controlar la inflación y evitar el recalentamiento. Según la encuesta, los propios bancos están endureciendo también las condiciones de los préstamos, especialmente para los sectores inmobiliarios. Según nuestras previsiones, el fuerte aumento del crédito seguirá apoyando el sólido impulso de crecimiento de la región, aunque el ritmo del crédito podría moderarse en breve a medida que los bancos centrales ajusten la política monetaria.

Gráfico 5  
**La inflación está por encima de los niveles meta en muchos países**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
**El rápido crecimiento del crédito apoya la demanda interna**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Inicio →

Mercados →

Calendario →

Datos mercados →

Gráfico →

## Calendario Indicadores

	Fecha	Período	Anterior	Cons.
<b>Australia</b>				
Préstamos hipotecarios	16 may	MAR	-5,60%	2,00%
<b>China</b>				
IED real (a/a)	16-18 MAY	ABR	32,90%	36,10%
Estimación PMI manufacturero China HSBC	19-24 MAY	MAY	51,8	--
<b>Hong Kong</b>				
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	19 mayo	ABR	3,40%	3,30%
<b>India</b>				
Precios mayoristas mensuales (% a/a)	16 may	ABR	8,98%	8,40%
<b>Japón</b>				
Pedidos de maquinaria (% a/a)	16 may	MAR	7,60%	-7,80%
IPBC nacional (a/a)	16 may	ABR	2,00%	2,10%
Deflactor del PIB a/a	19 may	1T P	-1,60%	-1,90%
PIB nominal (t/t)	19 may	1T P	-0,70%	-0,80%
PIB anualizado	19 may	1T P	-1,30%	-2,00%
Índice de actividad de toda la industria(m/m)	20 may	MAR	0,70%	-6,10%
Ventas tiendas de conveniencia (a/a)	20 may	ABR	7,70%	--
<b>Malasia</b>				
IPC a/a	18 may	ABR	3,00%	3,10%
PIB (interanual)	18 may	1T	4,80%	4,90%
<b>Filipinas</b>				
Balanza de pagos	19 may	ABR	2.020 m \$	--
<b>Singapur</b>				
Exportaciones productos electrónicos (a/a)	16 may	ABR	-13,80%	-6,10%
Exportaciones nac. no rel. con el petróleo	16 may	ABR	10,00%	8,30%
PIB (a/a)	19 may	1T P	8,50%	8,30%
<b>Corea</b>				
Índice de precios de exportación (a/a)	16 may	ABR	9,10%	--
Índice de precios de importación (a/a)	16 may	ABR	19,60%	--
<b>Taiwán</b>				
PIB - Precios constantes (a/a)	19 may	1T P	6,19%	6,20%
Pedidos de exportación (a/a)	20 may	ABR	13,37%	15,35%
Balanza por cuenta corriente (USD)	20 may	1T	10.100 m	--

### Indicador de la semana: inflación del IPM de abril de la India (16 de mayo)

Previsión: 8,2% a/a

Consenso: 8,4 % a/a

Anterior: 9,0% a/a

Comentario: la inflación se ha convertido en la mayor preocupación de la política monetaria de Asia Emergente, y la India está teniendo más dificultades que el resto de países. En este sentido, la publicación de las cifras de inflación de abril que tendrá lugar la próxima semana estará en el punto de mira, en especial después de que el RBI sorprendiera a los mercados a principios de este mes con una agresiva subida de los tipos de 50 pb. Prevedemos que la inflación de abril habrá caído con respecto al mes anterior debido a los efectos base y a la moderación de los precios de los alimentos, pero no obstante seguirá siendo elevada. Repercusión en los mercados: un resultado por encima de lo previsto provocaría expectativas de una respuesta política aún más contundente, mientras que un resultado por debajo, mejoraría la confianza.

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos mercados →

Gráficos →

## Calendario: eventos

**Australia: actas de mayo del Comité del Banco de Reserva, 17 de mayo**

**Japón: tipo objetivo del BdJ, 20 de mayo**  
No prevemos cambios en el tipo objetivo

Actual	Previsto
0,10%	0,10%

## 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.	2.845,7	-0,6	1,3	5,0
Hong Kong - Hang Seng	22.932,1	-1,0	-0,4	12,3	
Taiwán - Weighted	9.021,8	0,5	0,5	16,1	
Japón - Nikkei 225	9.600,6	-2,6	-6,1	-9,6	
Corea - Kospi	2.106,2	-1,9	2,7	24,3	
India - Sensex 30	18.329,3	-1,0	-10,6	6,2	
Australia - SPX/ASX 200	4.688,6	-1,1	-1,2	0,8	
Singapur - Strait Times	3.134,1	1,1	-1,8	9,3	
Indonesia - Jakarta Comp.	3.819,5	0,6	3,1	34,1	
Tailandia - SET	1.087,8	3,5	5,3	41,9	
Malasia - KLCI	1.538,7	1,5	1,3	14,2	
Filipinas - Manila Comp.	4.309,7	2,1	2,6	29,5	

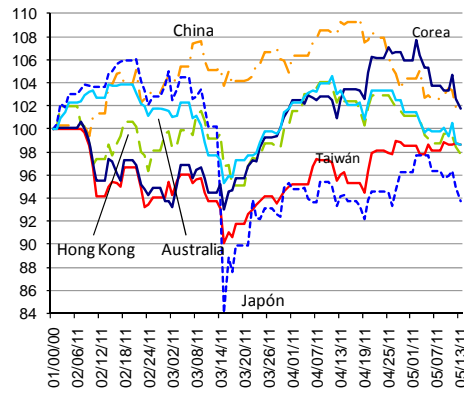
Última actualización: viernes, 16:15 hora de Hong Kong.

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Forward 3 meses	Forward 12 meses
	China (CNY/USD)	6,50	-0,12	6,47	6,37
Hong Kong (HKD/USD)	7,77	-0,02	7,8	8	
Taiwán (TWD/USD)	28,7	0,03	28,49	27,81	
Japón (JPY/USD)	80,9	-0,31	80,8	80,6	
Corea (KRW/USD)	1.091	-0,72	1.097,73	1.112,25	
India (INR/USD)	45,0	-0,40	45,7	48	
Australia (USD/AUD)	1,06	-0,70	1	n.a.	
Singapur (SGD/USD)	1,24	-0,31	1,24	1,2	
Indonesia (IDR/USD)	8.563	0,29	8.659	8.972	
Tailandia (THB/USD)	30,2	-0,07	30,34	30,6	
Malasia (MYR/USD)	3,01	-0,17	3,0	3	
Filipinas (PHP/USD)	43,3	-0,23	43,28	43,43	

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

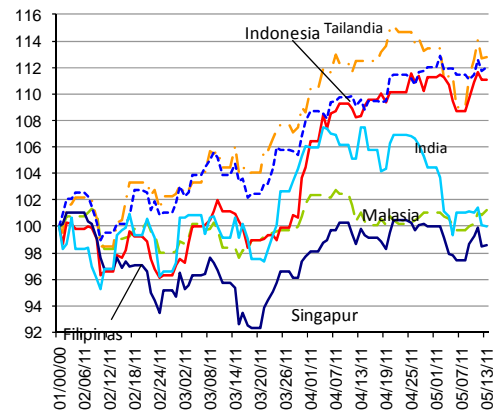
## Gráficos

Gráfico 6  
Mercados bursátiles



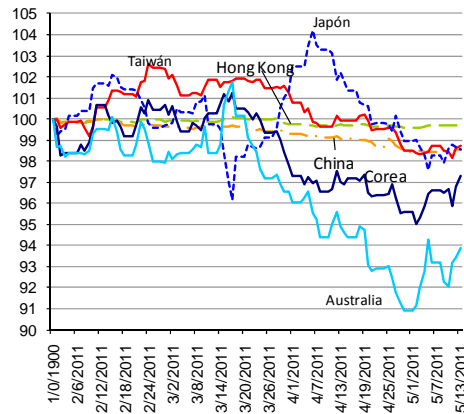
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 7  
Mercados bursátiles



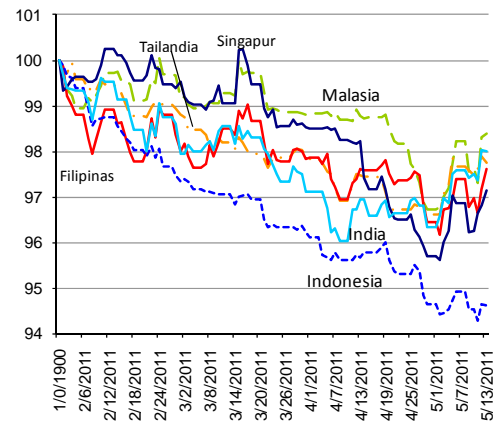
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8  
Mercados de divisas



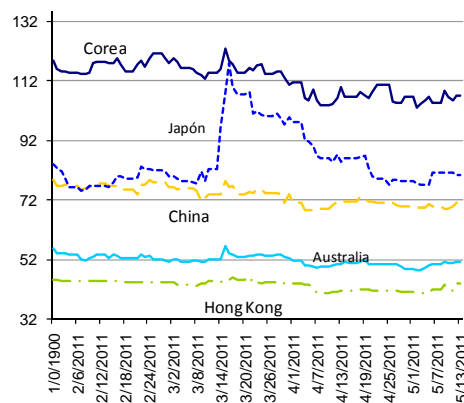
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 9  
Mercados de divisas



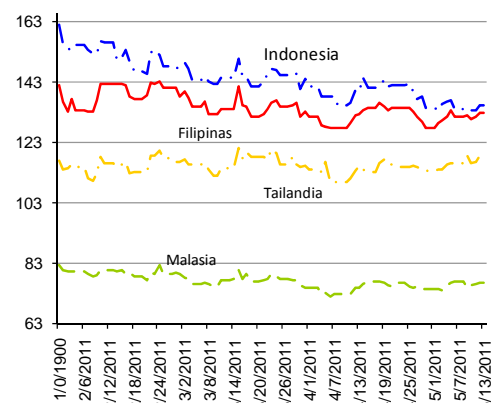
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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.**