

# Observatorio Semanal

## Asia

27 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

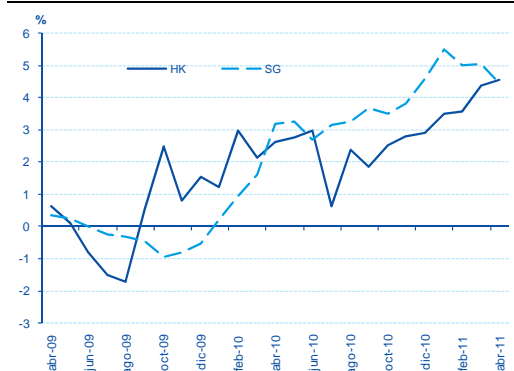
## ¿Se está desacelerando el crecimiento?

Como indicábamos en el último informe *Situación Asia*, estaba previsto que los indicadores de actividad regional del segundo trimestre se desaceleraran por las dificultades que plantean los elevados precios del petróleo, las interrupciones de la oferta en Japón y las tensiones de los mercados financieros de Europa. Ahora lo confirman los datos. Los últimos indicadores de Japón, China, Taiwán, Hong Kong y Tailandia apuntan a desaceleraciones en la producción y/o en las exportaciones, aunque se parte de unas tasas de crecimiento muy altas. Dicho esto, seguimos esperando una reanudación de las fuertes tendencias de crecimiento en la segunda mitad del año, mientras que el bache del 2T contribuirá a aliviar las presiones de recalentamiento. Por otro lado, con la excepción de Vietnam, el índice general de precios muestra signos de haber tocado techo en varias economías.

### Moderación de la producción y la inflación

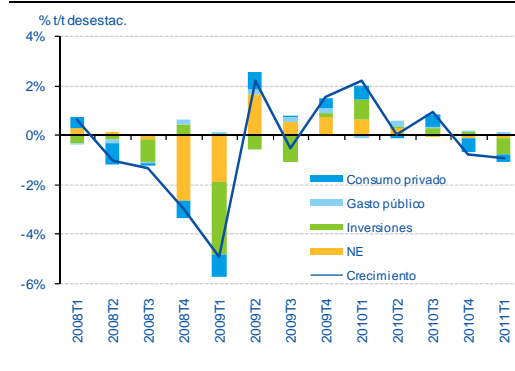
La producción industrial y las exportaciones se moderaron en abril en varias economías. Concretamente, Taiwán obtuvo resultados más débiles de lo previsto en la producción industrial (6,9% a/a frente a un consenso del 13,4% a/a) y en los pedidos de exportación (10,1% a/a frente a un consenso del 14,7%), y en Hong Kong, las exportaciones fueron también mucho más débiles de lo previsto (4,1% a/a frente a un consenso del 16,8%). En Tailandia (Datos relevantes), la producción industrial se contrajo un -7,8% a/a (consenso: -4,8%). La mayor debilidad de las cifras de producción industrial, especialmente en Taiwán y Tailandia, probablemente refleja el impacto temporal de las interrupciones de la oferta en Japón. Por otro lado, los datos de inflación de algunos países muestran indicios de haber tocado techo; así, el IPC de Hong Kong se mantuvo en el 4,6% a/a del mes anterior, en línea con las expectativas, y en Singapur se moderó hasta el 4,5% a/a (Gráfico 1). Las excepciones son Japón, que ha dado la bienvenida al final de la deflación como consecuencia de las interrupciones de la cadena de suministro, con la inflación de abril en un 0,3% a/a, y Vietnam, donde la inflación se ha disparado hasta un alarmante 19,8% a/a. La próxima semana se publicarán los resultados del PIB del 1T de la India, Australia y Filipinas.

Gráfico 1  
La elevada inflación de Hong Kong y Singapur muestran por ahora indicios de estabilización



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2  
Los indicadores de actividad y el PIB de Japón se desploman después del terremoto



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

### Japón: fuerte repunte en marcha a pesar de los decepcionantes datos post-terremoto

Se prevé que la rápida reanudación de las cadenas de suministro dará como resultado un fuerte repunte

### La economía tailandesa sigue sólida, con las elecciones a la vuelta de la esquina

Los datos del PIB del primer trimestre fueron buenos, aunque las interrupciones de la oferta de Japón se hacen ahora evidentes

### No es probable que la falta de electricidad haga mella en el crecimiento de China

La escasez de electricidad que se avecina este verano sólo debería tener pequeños efectos en la producción

Análisis Económico

Richard Li  
richard.li@bbva.com.hk

Mario Nevares  
mario.nevares@bbva.com.hk

## Mercados

Los mercados de divisas y los mercados bursátiles asiáticos cerraron la semana por lo general a la baja (Gráfico 4), como consecuencia de las inquietudes por la deuda europea, la debilidad del dólar estadounidense y las perspectivas de ajuste monetario en Asia, que dominaron la confianza. Los índices bursátiles cayeron, especialmente en China. (Gráfico 3), lo que se debe a las preocupaciones habituales acerca de las medidas de ajuste. No obstante, se recuperaron ligeramente en los dos últimos días al mejorar la confianza ante los riesgos.

### El pronunciado aumento de los tipos chinos a corto plazo provoca nerviosismo

Los tipos interbancarios a corto plazo subieron en China tras aprobarse una nueva normativa que entrará en vigor en junio. Esta normativa exige a los bancos proporcionar promedios mensuales de las ratios préstamos-depósitos en vez de proporcionar simplemente las ratios a final de trimestre. Los participantes de los mercados prevén que la nueva medida prudencial aumentará la demanda por parte de los bancos, por lo que los tipos repo a 7 días subieron al 5,0% desde el 3,6% registrado a finales de la semana pasada. Los mayores tipos de interés del mercado, en combinación con los indicios de empeoramiento de la crisis de la deuda europea produjeron inquietud en los mercados de valores locales de China. Pero en nuestra opinión, no hay mal que por bien no venga, ya que los recientes aumentos de los tipos interbancarios podrían posponer un ajuste adicional, al menos a corto plazo. Los indicios de moderación del crecimiento en un contexto de escasez de energía incrementarán aún más las posibilidades de un aplazamiento, y por ese motivo, los mercados seguirán muy de cerca el índice de gerentes de compras que se dará a conocer la próxima semana.

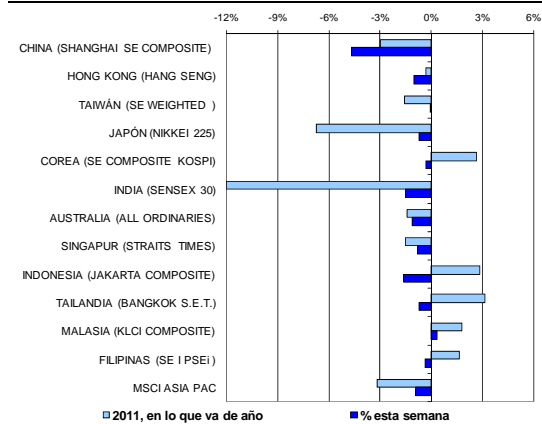
### El TCNE del dólar de Singapur se situó en un nivel más próximo al centro, cuando la inflación ya ha tocado techo

El IPC de Singapur se moderó hasta el 4,5% a/a en abril, por debajo del 5,0% a/a de marzo y de su nivel máximo del 5,5% registrado en enero. Al moderarse la inflación, los participantes del mercado también empezaron a descontar la posibilidad de que la AMS sea menos agresiva en la reunión de octubre, y el cambio USD-SGD se cotizó más cerca de la banda. El resultado refuerza nuestra visión de que los peores temores con respecto a los precios podrían haber quedado atrás, aunque creemos que la inflación se mantendrá por encima del 4,0% durante bastante tiempo.

### Los datos de Japón muestran pocos signos de repatriación tras el terremoto

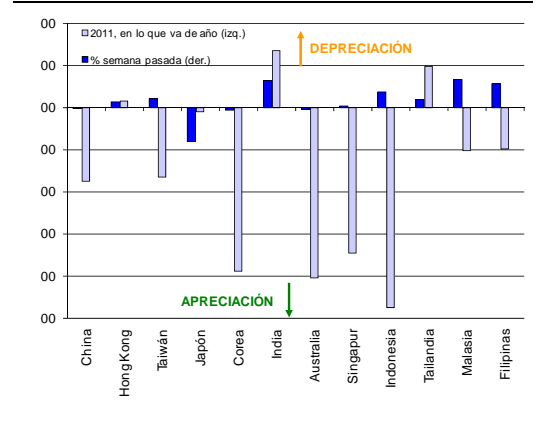
La publicación de los datos de cartera mensuales por tipo de inversor ofreció pocos indicios de repatriación a gran escala por parte de las compañías de seguros de vida y de fideicomisos japonesas después del terremoto. La salida de capitales se mantuvo en abril en términos netos para estos inversores, aunque las cantidades fueron inferiores a las observadas en los cuatro años precedentes, lo que refleja la cautela general para invertir en el extranjero después de la catástrofe. Seguimos considerando que el cambio USD-JPY depende en gran medida de los tipos de EE. UU., dadas las pocas probabilidades de que el BdJ altere su política monetaria a corto plazo. Por ello, el yen japonés se mantuvo obstinadamente sin dar respuesta ante datos macroeconómicos locales como los déficits comerciales de abril. En cambio, se fortaleció notablemente el viernes cuando las estimaciones del PIB del 1T de EE. UU. se situaron por debajo de lo esperado.

Gráfico 3  
Mercados bursátiles



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4  
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Análisis Económico

## Datos relevantes

**Japón: fuerte repunte en marcha a pesar de los decepcionantes datos post-terremoto**

La economía japonesa sigue ajustándose después del terremoto del 11 de marzo. La magnitud de las perturbaciones posteriores al terremoto se ha hecho cada vez más evidente después de la publicación del PIB del 1T a comienzos de este mes (Gráfico 2, más arriba) y de los indicadores de actividad de abril esta semana. Las exportaciones de abril registraron una caída del -12,7% a/a (consenso: -12,5%) y las ventas minoristas cayeron un -4,8% a/a (consenso: -6,2%). Los datos se han obtenido después de registrarse caídas similares en marzo, ya que las interrupciones de la oferta, especialmente en el sector automovilístico, y la debilidad de la confianza de consumidores y empresas han hecho estragos. El crecimiento del PIB del 1T sorprendió a la baja (-3,7% t/t anualiz. desestac. frente al consenso: -2,0%), lo que confirma una recesión técnica (dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo). Sin embargo, el impacto del terremoto en el PIB de todo el trimestre fue probablemente menor, ya que el terremoto se produjo hacia el final del trimestre, lo que implica que el impulso de crecimiento subyacente podría haber sido más débil de lo que se había anticipado anteriormente. No obstante, hay buenas razones para esperar un rápido repunte en la segunda mitad del año, tal como se contemplaba en nuestra previsión de un crecimiento del 0,5% para todo 2011. Los datos anecdóticos sugieren que las cadenas de suministro podrían reanudarse con mayor rapidez de lo que se esperaba anteriormente, y los consumidores podrían estar volviendo ya a unos patrones de gasto más normales tras un periodo inicial de cautela. También hay que destacar que el débil resultado del PIB del 1T se debió a la reducción del nivel de inventarios. A medida que se restablezcan las cadenas de suministro, es probable que la reposición de inventarios contribuya a un repunte de la actividad, más allá del impulso que dará el gasto para la reconstrucción. En cuanto a la política monetaria, el Banco de Japón (BdJ) mantuvo su postura monetaria sin cambios en su última reunión celebrada el 20 de mayo, después de haber presentado una serie de medidas políticas iniciales después del terremoto. Prevemos que el BdJ pondrá en marcha planes adicionales para facilitar la recuperación. Dichos planes podrían incluir una ampliación del programa de compra de activos con respecto a los 10 billones de yenes actuales (cifra que se duplicó en marzo) y la dinamización de la línea especial de crédito por valor de 3 billones de yenes. También prevemos que el gobierno aprobará un gasto adicional, aunque el margen de maniobra es limitado debido a la elevadísima deuda pública, cuyas perspectivas también ha rebajado Fitch, que ha sido la última agencia en dar ese paso.

**La economía tailandesa sigue sólida, con las elecciones a la vuelta de la esquina**

A lo largo del año pasado, la economía de Tailandia demostró una considerable solidez ante las continuas tensiones políticas internas, la incertidumbre del entorno exterior y los elevados precios de las materias primas. A pesar de las devastadoras protestas del mes de abril, la economía registró un impresionante crecimiento del 7,8% en 2010 como consecuencia de la fortaleza de las exportaciones y la demanda interna. La última prueba de esta solidez es el resultado del PIB del primer trimestre, que registró el ritmo más rápido experimentado en un año, subiendo al 2,0% t/t (desestacionalizado) desde el 1,3% t/t anterior (consenso: 2,2%). Este sólido crecimiento, similar a los resultados de la mayoría de los países asiáticos en el 1T, fue apoyado tanto por la demanda interna como externa. El crecimiento podría haber sido incluso más fuerte de no ser por las interrupciones de oferta originadas por el terremoto de Japón: Tailandia es especialmente susceptible dada la importancia de su industria automovilística y la dependencia de los componentes importados de Japón, como se ha reflejado en la fuerte caída de la producción manufacturera en abril, un -7,8% a/a. La publicación del PIB del 1T llega justo un mes antes de las elecciones generales, programadas para el 3 de julio. Las elecciones, largamente esperadas, enfrentarán al primer ministro Abhisit Vejjajiva, del partido demócrata, con los "camisas rojas", aliados del ex-primer ministro Thaksin Shinawatra, que fue derrocado en el golpe de 2006. La inestabilidad política ha predominado desde entonces, y todavía queda por ver si las elecciones de julio conducirán a la estabilidad o a un nuevo periodo de turbulencias. Nuestras previsiones siguen siendo que Tailandia, gracias a la solidez de su economía, registrará como mínimo un crecimiento del 3,8% en 2011.

**No es probable que la falta de electricidad haga mella en el crecimiento de China**

China está supuestamente a punto de enfrentarse este verano a su mayor escasez de electricidad desde 2004. En previsión de ello, algunas provincias (como Zhejiang, Jiangsu, Hunan, Hubei, Chongqing y Shanghái) ya han empezado a racionar la electricidad. La gravedad de la escasez estacional de energía de este año puede atribuirse a varios factores: (i) una demanda excepcionalmente fuerte, especialmente en industrias que consumen mucha energía, como las del cemento, el hierro y el acero y otros metales, (ii) la actual sequía de la región sur, que ha afectado al caudal del río Yangtze e interrumpió el suministro de energía hidroeléctrica, y (iii) quizá lo más importante de todo, el aumento de los precios del carbón. La evolución de este último ha llevado a un recorte en la producción de la energía generada térmicamente (que representa el 80% del total de la producción de electricidad), ya que los productores no pueden repercutir los mayores costes a los usuarios finales debido al régimen de tarifas eléctricas reguladas de China. Dicho esto, en nuestra opinión, no es seguro que se cumplan los alarmantes pronósticos de cortes de suministro que llevarían a pronunciadas caídas de la actividad económica, ya que no es probable que la escasez de electricidad que se avecina sea generalizada. Además, si nos guiamos por la historia, se encontrarán soluciones. En 2004, se produjo una escasez de energía prolongada, pero aún así, el crecimiento del PIB se mantuvo en un rápido 10,1%. Entre las soluciones al problema actual se podría incluir el permiso a los productores para repercutir los elevados precios del carbón, así como otras medidas administrativas.

Inicio →

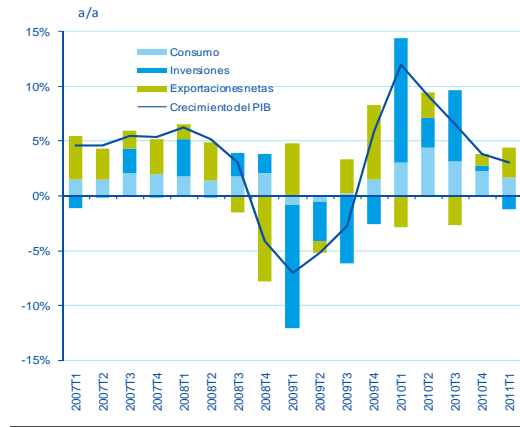
Mercados →

Calendario →

Datos mercados →

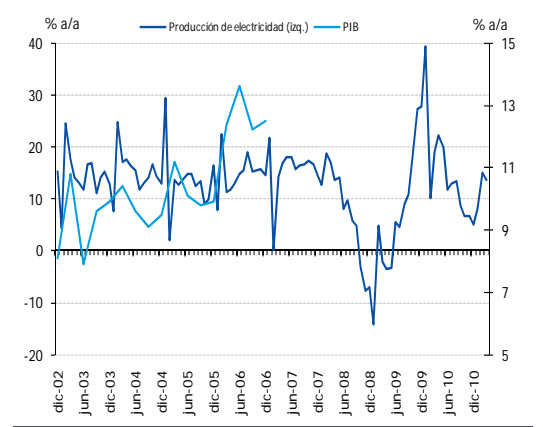
Gráfico →

Gráfico 5  
El PIB de Tailandia se mantiene sólido



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
La fuerte demanda de electricidad de China contribuye a la escasez de energía que se avecina



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Calendario Indicadores

	Fecha	Período	Anterior	Cons.
<b>Australia</b>				
Producto interior bruto (a/a)	01 Jun	1T	2,70%	1,80%
Balanza comercial	02 Jun	ABR	1.740 m	2.100 m
Ventas minoristas desestacionalizadas (m/m)	02 Jun	ABR	-0,50%	0,40%
<b>China</b>				
PMI manufacturero	01 Jun	MAY	52,9	51,6
<b>Hong Kong</b>				
Ventas minoristas: valor (a/a)	31 mayo	ABR	26,00%	24,30%
<b>Indonesia</b>				
Balanza comercial total	01 Jun	ABR	1.813 m \$	1.460 m \$
Inflación (a/a)	01 Jun	MAY	6,16%	6,00%
Exportaciones (a/a)	01 Jun	ABR	27,50%	29,00%
Importaciones totales (a/a)	01 Jun	ABR	32,00%	26,90%
<b>India</b>				
PIB trimestral, variación % a/a	31 mayo	1T	8,20%	8,10%
Exportaciones (% a/a)	01 Jun	ABR	43,90%	--
Importaciones (% a/a)	01 Jun	ABR	17,30%	--
<b>Japón</b>				
Producción industrial % a/a	31 mayo	ABR A	-13,10%	-12,20%
Producción de vehículos (a/a)	31 mayo	ABR	-57,30%	--
Venta de vehículos (a/a)	01 Jun	MAY	-51,00%	--
<b>Malasia</b>				
Exportaciones (% a/a)	03 Jun	ABR	7,80%	10,70%
Importaciones (% a/a)	03 Jun	ABR	12,10%	11,50%
Balanza comercial	03 Jun	ABR	13.520 m	10.300 m
<b>Filipinas</b>				
PIB (a/a)	30 may	1T	7,10%	5,40%
<b>Corea</b>				
Producción industrial (a/a)	31 mayo	ABR	8,70%	9,40%
Índice de precios al consumo (a/a)	01 Jun	MAY	4,20%	4,30%
Comercio exterior: exportaciones (a/a)	01 Jun	MAY	26,60%	28,30%
Comercio exterior: importaciones (a/a)	01 Jun	MAY	23,70%	28,10%
Comercio exterior: balanza en millones de USD	01 Jun	MAY	5.823	4.579
<b>Tailandia</b>				
Total exportaciones, % a/a	31 mayo	ABR	31,00%	--
Total importaciones, % interanual	31 mayo	ABR	27,20%	--
Balanza comercial total	31 mayo	ABR	1.892 m \$	--
Índice de precios al consumo (a/a)	01 Jun	MAY	4,04%	4,20%

### Indicador de la semana: PMI de mayo de China (1 de junio)

Previsión: 51,9

Consenso: 51,6

Anterior: 52,9

Comentario: prevemos que el índice de gerentes de compras (PMI) seguirá moderándose en mayo, ya que varios indicadores de actividad recientes apuntan a la moderación del crecimiento. Una tendencia a la moderación en el PMI serían buenas noticias para las autoridades, que han estado tratando de contener la inflación y evitar el recalentamiento mediante el ajuste monetario. Aunque algunos participantes del mercado han expresado temores de un aterrizaje brusco, el PMI debería seguir bien firme dentro de la zona de expansión (más de 50 puntos), indicando así un aterrizaje suave. Repercusión en los mercados: un valor en línea o por debajo del consenso probablemente agravaría los temores de que se produzca un aterrizaje brusco en China.

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos mercados →

Gráficos →

## Calendario: eventos

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

Esperamos un incremento de 25 pb en el tipo de interés de referencia

Actual  
2,75%Previsto  
3,00%

## 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.	2.725,3	-4,7	-2,9	2,6
Hong Kong - Hang Seng	22.971,9	-1,0	-0,3	18,2	
Taiwán - Weighted	8.831,3	-0,1	-1,6	21,9	
Japón - Nikkei 225	9.538,6	-0,7	-6,7	-1,0	
Corea - Kospi	2.104,7	-0,3	2,6	30,9	
India - Sensex 30	18.044,6	-1,5	-12,0	8,3	
Australia - SPX/ASX 200	4.678,3	-1,1	-1,4	6,8	
Singapur - Strait Times	3.142,4	-0,8	-1,5	14,7	
Indonesia - Jakarta Comp	3.807,8	-1,7	2,8	40,3	
Tailandia - SET	1.065,5	-0,7	3,2	44,5	
Malasia - KLCI	1.546,4	0,3	1,8	21,8	
Filipinas - Manila Comp.	4.269,4	-0,4	1,6	35,3	

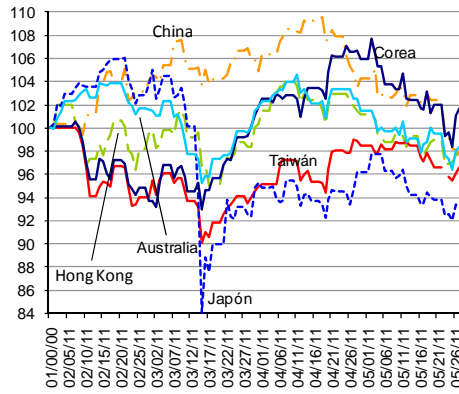
Última actualización: viernes, 11:15 hora de Hong Kong.

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Forward 3 meses	Forward 12 meses
	China (CNY/USD)	6,49	0,02	6,47	6,37
Hong Kong (HKD/USD)	7,78	-0,13	7,8	8	
Taiwán (TWD/USD)	28,8	-0,21	28,62	28,00	
Japón (JPY/USD)	81,0	0,81	81,0	80,7	
Corea (KRW/USD)	1.082	0,06	1.088,54	1.103,48	
India (INR/USD)	45,3	-0,73	45,9	48	
Australia (USD/AUD)	1,07	0,04	1	n.a.	
Singapur (SGD/USD)	1,24	-0,05	1,24	1,2	
Indonesia (IDR/USD)	8.568	-0,37	8.661	8.983	
Tailandia (THB/USD)	30,4	-0,20	30,50	30,8	
Malasia (MYR/USD)	3,03	-0,66	3,0	3	
Filipinas (PHP/USD)	43,4	-0,56	43,44	43,60	

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

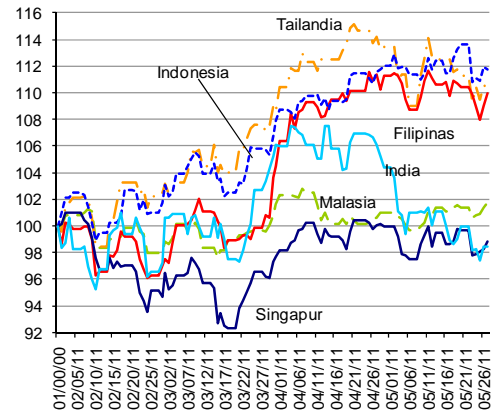
## Gráficos

Gráfico 6  
Mercados bursátiles



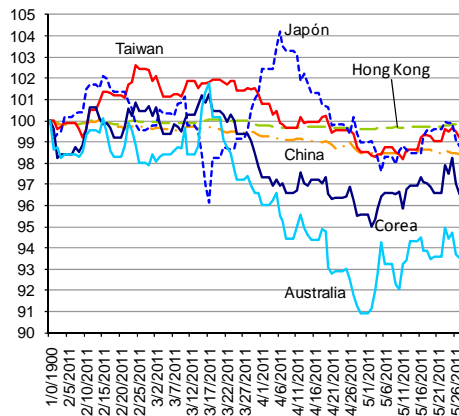
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 7  
Mercados bursátiles



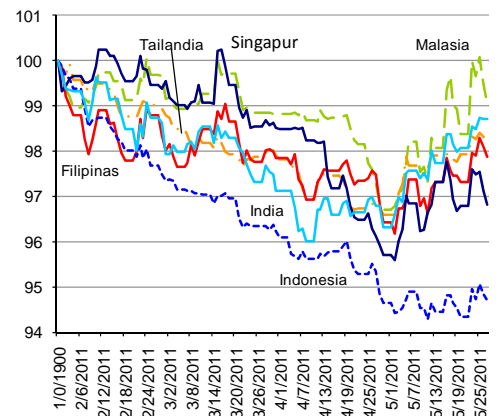
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8  
Mercados de divisas



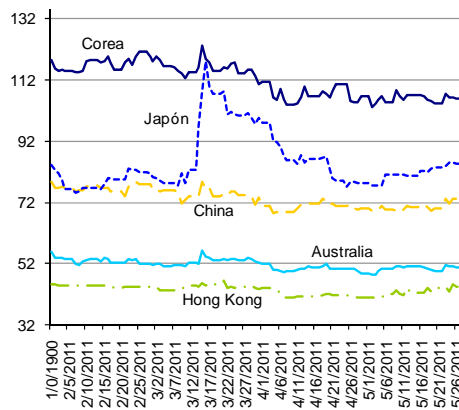
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 9  
Mercados de divisas



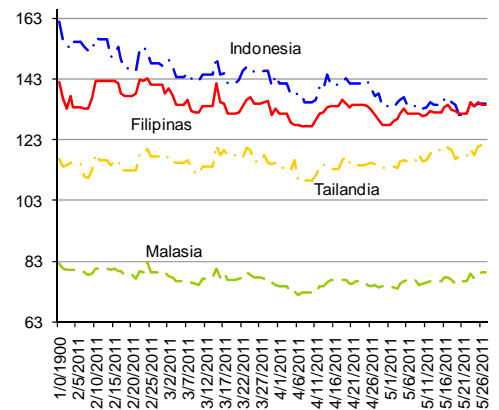
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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.**