

# Observatorio Semanal Asia

17 de junio 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**  
xiale@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

**Claire Chen**  
claire.chen@bbva.com.hk

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

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

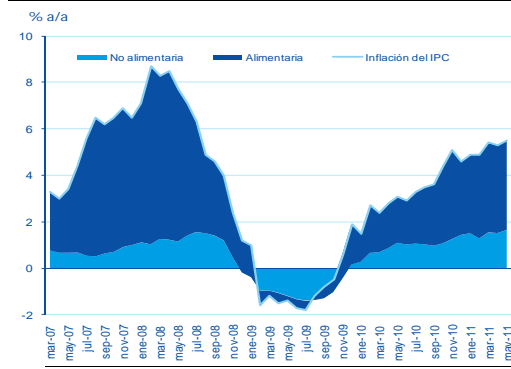
## La inflación provoca nuevos ajustes

Aunque la inflación pueden haber llegado ya a su cima en varios países, el ajuste monetario continúa, como se vio la semana pasada en dos de los gigantes de la región: China y la India. Dadas las actuales presiones inflacionistas, los bancos centrales de ambos países tomaron medidas la semana pasada, incluido otro incremento de 50 pb en el coeficiente de reservas obligatorias de China y un incremento de 25 pb en los tipos de interés de la India (véase la sección Datos relevantes). En China, aunque la inflación sigue al alza, el conjunto de datos de actividad mensual contribuyó a aliviar la preocupación por un aterrizaje brusco.

### No se trata de un aterrizaje brusco en China, sino de una saludable moderación en un contexto de aumento de la inflación

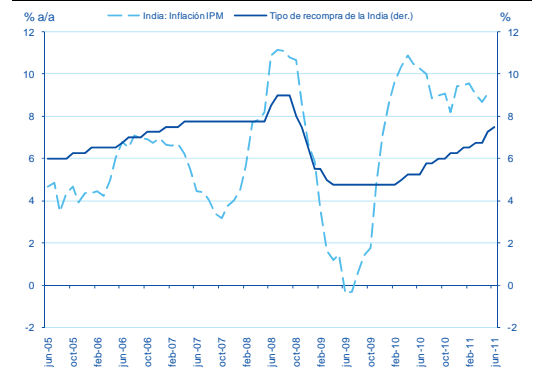
El índice de precios al consumo de China en mayo subió hasta el 5,5% a/a (Gráfico 1), en línea con las previsiones. Al mismo tiempo, los indicadores de actividad muestran que el crecimiento se está moderando, pero se mantiene fuerte. En concreto, la producción industrial de mayo se situó por encima de las expectativas (13,3% a/a frente al consenso: 13,1%), mientras que otros indicadores apuntan a la moderación, como las ventas minoristas y las exportaciones, y el crecimiento del crédito. En la India, el índice general de precios (IPM) aumentó hasta el 9,1% a/a (consenso 8,8% a/a). En el resto de la región, a pesar del aumento de la inflación subyacente en Filipinas, el Banco Central, contra todo pronóstico después de haber aumentado los tipos dos veces consecutivas, mantuvo los tipos de referencia sin cambios, pues creen que los movimientos alcistas precedentes han comenzado a hacer efecto. De cara al futuro, la próxima semana se darán a conocer los resultados de la inflación en Singapur, Hong Kong, Malasia y Vietnam.

Gráfico 1  
**La inflación de China continúa al alza, pero debería llegar pronto a su cima**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2  
**El Banco Central de la India sigue subiendo los tipos de interés para luchar contra la persistente inflación**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

## Datos relevantes

### China: la creciente inflación ocasiona nuevos ajustes monetarios

Los indicadores de actividad muestran una saludable tendencia a la moderación mientras que la inflación continúa alta

### Hong Kong presenta nuevas medidas para enfriar el mercado inmobiliario residencial

La abundante liquidez y los bajos tipos de interés siguen alimentando los precios inmobiliarios

### El BRI toma nuevas medidas de ajuste a medida que la inflación sigue aumentando

El Banco Central ha adoptado una política agresiva para contrarrestar la inflación

Análisis Económico

Richard Li  
richard.li@bbva.com.hk

Mario Nevares  
mario.nevares@bbva.com.hk

Mercados

La aversión al riesgo aumentó esta semana, cuando los mercados empezaron a cuestionar la capacidad de Grecia para obtener los fondos de rescate rápidamente y evitar el impago. Mientras que en China los datos de la actividad de mayo dispararon las dudas sobre un aterrizaje brusco inminente, la inquietud por la desaceleración del crecimiento de EE. UU. se ha agravado. Como consecuencia de ello, los índices bursátiles se desplomaron, la rentabilidad de los valores del Tesoro cayó por debajo del 3,0% y los precios del petróleo bajaron. En los mercados de divisas, el índice del USD repuntó y volvió a recuperar su estatus de moneda refugio. El cambio EUR-USD descendió a un nivel por debajo de 1,42. Los índices bursátiles asiáticos siguieron la caída de sus homólogos mundiales. A pesar de este último episodio de aversión al riesgo, las divisas en Asia sólo cayeron modestamente, y el CNY sigue en su trayectoria de apreciación moderada. Las tendencias indican que los inversores confían en la solidez de las economías asiáticas en medio de las incertidumbres.

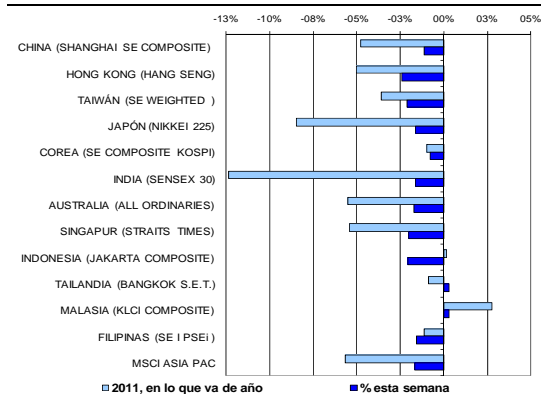
La inquietud por el crecimiento y la zona euro pone nerviosos a los inversores

Un torrente de noticias desfavorables provocó nerviosismo en los mercados financieros mundiales, y los mercados asiáticos no pudieron quedarse al margen. El primer ministro griego no pudo llegar a un acuerdo con el partido de la oposición para formar un nuevo gobierno de coalición y anunció que iba a remodelar su gabinete y pedir inmediatamente un voto de confianza en el Parlamento. Por otra parte, los ciudadanos griegos llevaron los recortes presupuestarios a la calle. Las noticias simplemente destacaban las dificultades para llegar a un acuerdo entre los partidos sobre el plan de consolidación fiscal para obtener los fondos del segundo rescate. A un nivel más general, en Europa no hubo declaraciones después de la reunión del ECOFIN que tuvo lugar el martes, lo que indujo a los inversores a cuestionar la capacidad de los líderes de la UE para alcanzar un acuerdo en este mes acerca de las condiciones para otorgar nuevas ayudas financieras a Grecia. La posibilidad de un nuevo retraso hasta julio aumentó las presiones sobre el euro y sobre otros activos de riesgo. Los inversores también se mostraron preocupados por las posibles repercusiones de la situación de Grecia en otros países después de que Moody's pusiera a tres importantes bancos franceses bajo revisión para una posible rebaja de su calificación por su exposición a la deuda griega. Las preocupaciones por el crecimiento de EE. UU. también se agravaron, ya que la encuesta del sector manufacturero Empire State, la primera estimación mensual de las actividades del sector industrial en EE. UU., mostró un fuerte deterioro en junio. La confluencia de malas noticias golpeó la confianza, y los mercados de valores y de divisas asiáticos cayeron de forma generalizada en comparación con el pasado viernes.

Los bancos centrales asiáticos siguen centrados en la inflación, no en el crecimiento

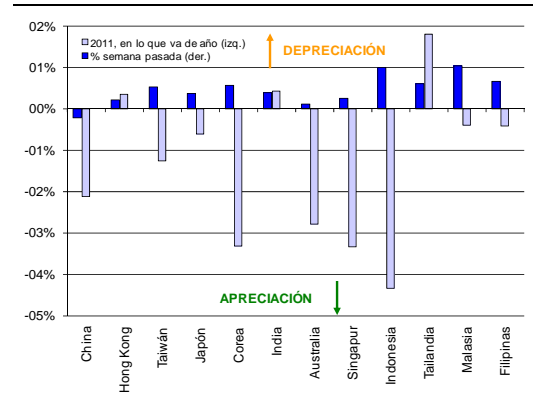
Esta semana, tres bancos centrales de la región decidieron intensificar las medidas de ajuste para controlar la inflación. El BPDc subió el coeficiente de reservas obligatorias en 50 pb tras los datos registrados en mayo, que mostraron la persistencia de las presiones alcistas sobre los precios y poca reducción del impulso de crecimiento. Los mercados ya habían anticipado que se producirían nuevas medidas de ajuste, pero el momento en que se ha producido la nueva absorción de liquidez ha sorprendido un poco, dado que en mayo el crecimiento de la M2 no llegó a alcanzar la meta por segundo mes consecutivo. El Banco de Reserva de la India (BRI) cumplió las expectativas del mercado al subir los tipos repo en 25 pb, y el tono ortodoxo de la declaración política complementaria apunta a que habrá más movimientos alcistas de los tipos en el futuro. El Banco Central de Filipinas (BSP) optó por elevar el coeficiente de reservas obligatorias en 100 pb, hasta el 20%, en vez de efectuar una subida de los tipos de interés de 25 pb que era lo que se esperaba. Parece que la reciente desaceleración de la inflación ha dado margen al BSP para imponer un ritmo más gradual en la subida de los tipos. En general, la última ronda de ajuste monetario es un nuevo indicio de la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos de la región, que ofrece un colchón contra la depreciación a las divisas asiáticas en medio de los actuales trastornos de los mercados.

Gráfico 3  
Mercados bursátiles



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4  
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

### China: la creciente inflación ocasiona nuevos ajustes monetarios

El Banco Popular de China (BPdC) anunció a principios de esta semana otra subida de 50 pb en el coeficiente de reservas obligatorias (CRO) (Gráfico 5), que entrará en vigor el 20 de junio. Esta es la sexta subida del CRO en este año, que se viene a sumar a otras dos subidas de 25 pb en los tipos de interés, y se prevé que absorberá unos 390.000 millones de RMB de liquidez. Con esta medida, el CRO para los bancos grandes se sitúa en el 21,5%, lo que supone un nuevo récord. El aumento del CRO se produjo tras publicarse el último lote de indicadores económicos mensuales de mayo. Los sólidos resultados de la producción industrial, las ventas minoristas y la inversión en activos fijos urbanos contribuyeron a reducir la inquietud por un aterrizaje brusco. Sin embargo, el índice general de precios de mayo subió hasta el 5,5% a/a, su cifra más alta desde agosto de 2008, impulsado por los componentes alimentarios y no alimentarios. El resultado estuvo en línea con las expectativas, pero muy por encima del rango del 4% que resulta cómodo para las autoridades. Según nuestras previsiones, la inflación llegará a su peak en junio, en torno al 6%, antes de caer en la segunda mitad del año. Dados los actuales riesgos inflacionistas, creemos que las autoridades continuarán aplicando un ajuste monetario gradual, con otras dos subidas de los tipos en el 2T/3T, y al menos otra subida de 50 pb en el CRO.

### Hong Kong presenta nuevas medidas para enfriar el mercado inmobiliario residencial

La autoridad monetaria de Hong Kong (AMHK) anunció el pasado viernes nuevas medidas macroprudenciales para frenar el crédito para adquisición de vivienda y desacelerar el ritmo de subida de los precios del mercado inmobiliario residencial. Esta medida se produce en un clima de continua inquietud acerca del rápido aumento del crédito bancario y la estabilidad financiera. Para las propiedades residenciales valoradas entre 7 y 10 millones de dólares de Hong Kong (0,9-1,3 millones de dólares estadounidenses), la máxima relación entre el importe del préstamo y el valor del bien se limitará al 60%, y para las propiedades residenciales valoradas a partir de 10 millones de dólares de Hong Kong se limitará al 50% (anteriormente, estas ratios estaban limitadas al 70% y al 60% para las propiedades residenciales valoradas en 7-8 millones de dólares de HK y en 10-12 millones de dólares de HK, respectivamente). Además, por primera vez, la autoridad también ha adoptado normas diferentes para los compradores residentes y no residentes (se calcula que el año pasado los compradores acaudalados de China continental representaron aproximadamente el 30% de los compradores de propiedades de lujo). Por otra parte, en el lado de la oferta, el gobierno anunció planes para duplicar la oferta de suelo en el 3T. Este último movimiento es el primer conjunto de medidas que se toman desde el pasado mes de noviembre, cuando se implementaron una ronda de medidas macroprudenciales y un derecho de timbre especial para frenar la especulación (véase nuestro *Observatorio Semanal de Asia* del pasado mes de noviembre). Por su parte, los volúmenes de comercio han descendido. Dicho esto, el mercado inmobiliario sigue muy boyante, y en conjunto, los precios de la propiedad residencial sobrepasaron los máximos de 1997 y se incrementaron en un 11,5% durante los cuatro primeros meses de 2011.

### El BRI toma nuevas medidas de ajuste debido a que la inflación sigue aumentando

Además de China, la inflación sigue siendo motivo de preocupación en muchas de las economías con mayor crecimiento de Asia, en particular en la India, donde los responsables de la política han subido los tipos de interés diez veces desde marzo de 2010. Por ello, la publicación de los datos de inflación de mayo de esta semana se observó con atención. Esos datos indican que las presiones sobre los precios no han cesado, ya que la inflación del IPM de la India subió un 9,1% a/a en mayo desde el 8,7% de abril, por encima de las expectativas del consenso, que estimaba un 8,8% a/a. En términos desestacionalizados, estimamos que el IPM subió un 0,5% m/m desde el 0,2% de abril. El repunte se debió principalmente a la aceleración de la inflación subyacente, que subió un 7,2% a/a en el último mes, una subida del 1,1% m/m en términos desestacionalizados. El efecto de traspaso de los precios más altos de los insumos a los precios minoristas continúa, ya que los fabricantes se enfrentan a presiones sobre los márgenes en un escenario de aumento de los tipos de interés. Por otro lado, la escasez de la oferta a causa de las crecientes presiones de demanda sigue pesando en los precios de los alimentos, que subieron un 8,0% a/a el mes pasado. Los precios de los combustibles subieron un 12,3% a/a en mayo y se prevé que continuarán subiendo en los próximos meses en un clima de inminentes subidas de los combustibles controlados y de posible subida de los precios de la electricidad. Prevedemos que las tendencias de la inflación se mantendrán elevadas en el 3T11, lo que respaldará, por tanto, las medidas del BRI contra la inflación. En este contexto, la última subida del tipo repo de referencia en 25 pb, hasta el 7,5%, junto con una orientación ortodoxa entraba dentro de lo previsto. La combinación de aumento de la inflación, política de ajuste y crecimiento moderado ha pesado en la confianza de los mercados indios en los últimos días, en particular en lo que se refiere a la deuda. Según nuestras previsiones, el ciclo de los tipos de interés llegará a su peak con otra subida de 25 pb en 2011, una medida que irá dirigida a frenar las presiones inflacionistas de la demanda a través de un aterrizaje suave, sin interrumpir el impulso de crecimiento. Las tendencias económicas reales actuales están en línea con nuestras expectativas de una tasa de crecimiento estable del 8,1% a/a en 2011, mientras que los riesgos para nuestras previsiones de inflación de un 8,0% a/a se inclinan al alza.

---

Inicio →

---

Mercados →

---

Calendario →

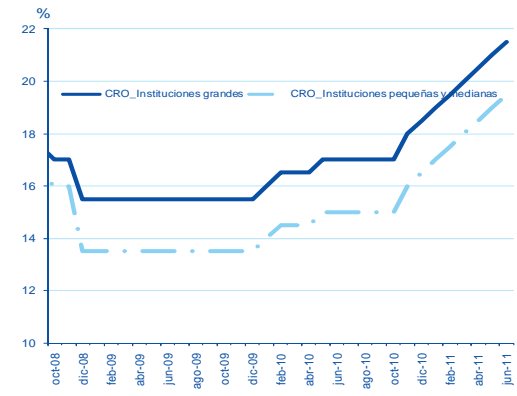
---

Datos mercados →

---

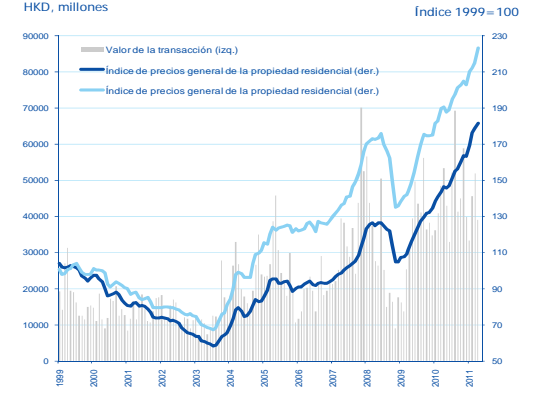
Gráfico →

Gráfico 5  
China experimenta otra subida en el CRO



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6  
Persisten los riesgos de burbujas en mercado de la propiedad de Hong Kong



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Calendario Indicadores

<b>Hong Kong</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
IPC - Índice compuesto (a/a)	21 jun	MAY	4,60%	5,20%
Balanza de pagos - Cuenta corriente	23 jun	1T	32.610 m \$	--
Balanza de pagos - General	23 jun	1T	30.600 m de \$	--
<b>Indonesia</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Total de ventas locales de vehículos	20-24 jun	MAY	60.702 \$	--
Total de ventas de motocicletas	20-24 jun	MAY	705.165 \$	--
<b>Japón</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Balanza comercial total de mercancías	20 jun	MAY	-463.700 m ¥	-711.100 m ¥
Balanza comercial de mercancías ajustada	20 jun	MAY	-496.400 m ¥	-520.000 m ¥
Exportaciones comerciales interanuales	20 jun	MAY	-12,5	-8,1
Importaciones comerciales interanuales	20 jun	MAY	8,9	11,6
Ventas tiendas de conveniencia (a/a)	20 jun	MAY	1,60%	--
Índice de actividad de toda la industria (m/m)	21 jun	ABR	-6,30%	1,80%
Ventas supermercados (a/a)	22 jun	MAY	-1,30%	--
Índice de precios de servicios corp (a/a)	24 jun	MAY	-0,80%	-0,70%
<b>Malasia</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
IPC a/a	22 jun	MAY	3,20%	3,30%
<b>Filipinas</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Balanza de pagos	20 jun	MAY	1.084 millones de \$	--
Déficit/superávit presupuestario	20-27 jun	MAY	26.300 millones	--
<b>Singapur</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
IPC (a/a)	23 jun	MAY	4,50%	4,10%
Producción industrial (a/a)	24 jun	MAY	-9,50%	-7,20%
<b>Taiwán</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Pedidos de exportación (a/a)	20 jun	MAY	10,14%	11,00%
Tasa de desempleo (desestacionalizada)	22 jun	MAY	4,35%	4,30%
Ventas comerciales (a/a)	23 jun	MAY	4,87%	4,10%
Producción industrial (a/a)	23 jun	MAY	6,85%	4,60%
Masa monetaria M2, promedio diario a/a	24 jun	MAY	5,88%	--
<b>Tailandia</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Total de ventas de automóviles	15-24 jun	MAY	67.283	--
Exportaciones aduaneras (a/a)	20-24 jun	MAY	24,60%	16,00%
Importaciones aduaneras (a/a)	20-24 jun	MAY	27,90%	--
Balanza comercial de aduanas	20-24 jun	MAY	-797 millones de \$	--
<b>Vietnam</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Exportaciones en lo que va de año (a/a)	23-28 jun	JUN	32,80%	--
Importaciones en lo que va de año (a/a)	23-28 junio	JUN	29,70%	--
IPC (a/a)	24-30 jun	JUN	19,80%	--

### Indicador de la semana: crecimiento de las exportaciones en mayo (20 de junio)

Previsión: 1,3% a/a

Consenso: -8,4 % a/a

Anterior: -12,4% a/a

Comentario: tras una serie de indicadores de producción y de actividad decepcionantes en marzo y abril, parece que se está gestando un fuerte repunte a medida que disminuyen las interrupciones en las cadenas de suministro, especialmente en el sector automotriz. Consecuentemente, las exportaciones de mayo deberían empezar a mostrar algo de crecimiento. Repercusión en los mercados: un resultado por encima de lo previsto aumentaría la confianza en la recuperación de Japón y en sus perspectivas de crecimiento.

Inicio →

Mercados →

Datos relevantes →

Datos mercados →

Gráficos →

## Calendario: eventos

**Japón: informe económico mensual del Gabinete del Gobierno, 20 de junio**

**Australia: actas de junio del Comité del Banco de Reserva, 21 de junio**

## 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.	2.674,0	-1,2	-4,8	4,4
Hong Kong - Hang Seng	21.876,3	-2,4	-5,0	8,6	
Taiwán - Weighted	8.649,8	-2,1	-3,6	15,1	
Japón - Nikkei 225	9.361,9	-1,6	-8,5	-6,4	
Corea - Kospi	2.031,0	-0,8	-1,0	18,9	
India - Sensex 30	17.966,9	-1,7	-12,4	2,0	
Australia - SPX/ASX 200	4.483,9	-1,7	-5,5	-1,0	
Singapur - Strait Times	3.015,6	-2,0	-5,5	6,0	
Indonesia - Jakarta Comp.	3.708,4	-2,1	0,1	28,3	
Tailandia - SET	1.023,5	0,3	-0,9	29,7	
Malasia - KLCI	1.560,8	0,3	2,8	19,7	
Filipinas - Manila Comp.	4.153,1	-1,6	-1,1	25,3	

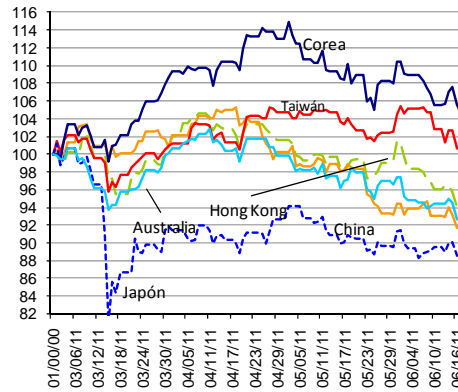
Última actualización: viernes, 11:15 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Forward 3 meses	Forward 12 meses
	China (CNY/USD)	6,47	0,21	6,45	6,39
Hong Kong (HKD/USD)	7,80	-0,20	7,8	8	
Taiwán (TWD/USD)	28,9	-0,52	28,81	28,25	
Japón (JPY/USD)	80,6	-0,37	80,6	80,2	
Corea (KRW/USD)	1.089	-0,55	1.093,95	1.106,31	
India (INR/USD)	44,9	-0,38	45,5	47	
Australia (USD/AUD)	1,05	-0,09	1	n.a.	
Singapur (SGD/USD)	1,24	-0,21	1,24	1,2	
Indonesia (IDR/USD)	8.605	-0,99	8.703	9.003	
Tailandia (THB/USD)	30,6	-0,59	30,82	31,3	
Malasia (MYR/USD)	3,05	-1,03	3,1	3	
Filipinas (PHP/USD)	43,6	-0,66	43,85	44,01	

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

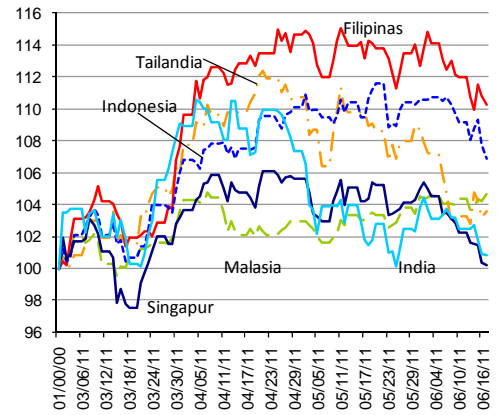
## Gráficos

Gráfico 7  
Mercados bursátiles



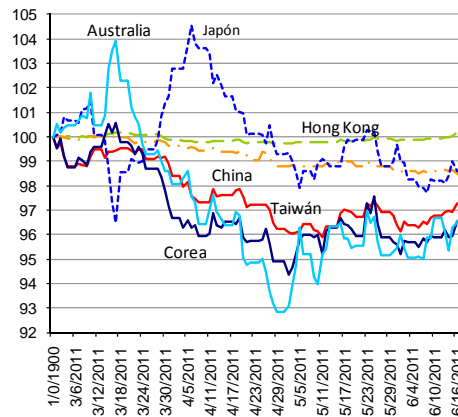
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8  
Mercados bursátiles



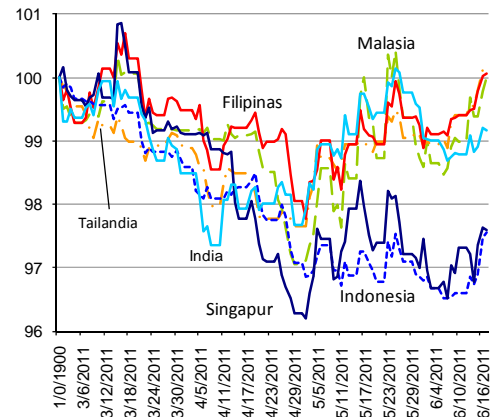
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 9  
Mercados de divisas



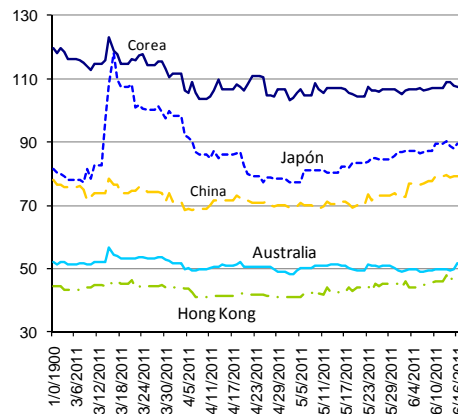
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10  
Mercados de divisas



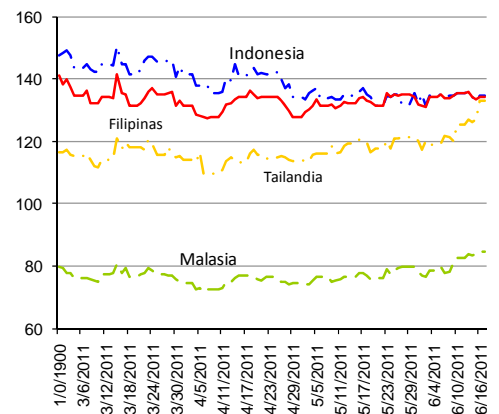
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 11  
Credit Default Swaps



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12  
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.**