

# Observatorio Semanal

24 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  
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

Claire Chen  
claire.chen@bbva.com.hk

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

Mario Nevares  
mario.nevares@bbva.com.hk

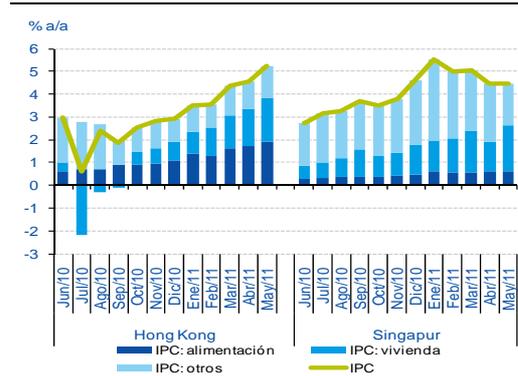
## Los mercados repuntan tras los comentarios sobre la inflación de China

A pesar de las dificultades procedentes de las preocupaciones por la deuda europea, los mercados bursátiles asiáticos consiguieron registrar su primer avance en casi dos meses debido a la caída de los precios del petróleo y debido también a que la inquietud por el agresivo ajuste monetario de China se ha moderado. Esto último fue alimentado por los comentarios del primer ministro chino sobre el éxito de las autoridades en su batalla contra la inflación (véase la sección Mercados). Dicho esto, la lucha de la región contra la inflación está lejos de haber finalizado, como se puede ver en los resultados del IPC de mayo, más altos de lo previsto, que se publicaron esta semana en Hong Kong y Singapur (véase la sección Datos relevantes). La próxima semana habrá importantes actualizaciones sobre las tendencias de la inflación, pues se darán a conocer los resultados de la inflación de junio en Corea, Indonesia y Tailandia. Según nuestras previsiones, estos resultados confirmarán que la inflación de los dos primeros países mencionados habrá alcanzado ya su techo, aunque las presiones sobre los precios siguen elevadas en toda la región, con riesgos que todavía se inclinan al alza.

### Frenan las tendencias al crecimiento, pero el genio de la inflación aún no ha vuelto a la botella.

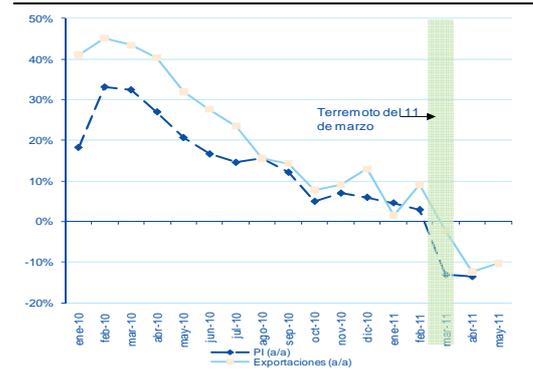
La inflación de Singapur se mantuvo elevada en mayo, con un 4,5% a/a, por encima de las expectativas del mercado (consenso: 4,1%); y en Hong Kong, la inflación subió hasta el 5,2% a/a (consenso: 5,0%), el resultado más alto desde mediados de 2008 (Gráfico 1). La inflación de Vietnam, donde las autoridades siguen luchando por mantener la estabilidad macroeconómica, se aceleró hasta el 20,8% a/a (desde el 19,8% de mayo). Por otra parte, continúan los indicios de desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre. La producción industrial de Singapur cayó un -17,5% (consenso: -9,3%), y las exportaciones de Japón correspondientes a mayo sorprendieron a la baja (véase la sección Datos relevantes y el Gráfico 2). Los mercados estarán pendientes de la publicación del índice de gerentes de compras en China la próxima semana (Indicador de la semana).

Gráfico 1  
La inflación de Hong Kong y Singapur ha aumentado por las presiones de la demanda interna



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2  
Las exportaciones de Japón han tocado fondo tras los trastornos provocados por el terremoto de marzo



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

### El 12º plan quinquenal de la India: potenciar un crecimiento superior al normal

Se prevé que el próximo plan quinquenal se centrará en fomentar la inversión en infraestructuras

### Hong Kong y Singapur se enfrentan a crecientes presiones internas sobre los precios

La inflación sorprendió al alza como consecuencia del aumento del precio de los alimentos y de la vivienda

### Japón: las decepcionantes exportaciones probablemente darán paso a un repunte

A pesar de los decepcionantes datos tras el terremoto, hay indicios de que se está gestando un repunte

Mercados →

Datos relevantes →

Calendario →

Datos mercados →

Gráficos →

Análisis Económico

Richard Li  
richard.li@bbva.com.hk

Mario Nevarés  
mario.nevarés@bbva.com.hk

## Mercados

La semana pasada se produjo una considerable volatilidad en los mercados financieros al seguir agravándose la inquietud por el crecimiento mundial y las preocupaciones por la deuda griega. En términos netos, las bolsas asiáticas consiguieron por lo general registrar modestas ganancias tras las significativas pérdidas de la semana pasada y el viernes repuntaron con fuerza debido a una menor preocupación por las dificultades (Europa, el petróleo, la inflación), mientras que las monedas de la región se mantuvieron en general estables.

### Los mercados asiáticos siguen dominados por las preocupaciones por la deuda griega.

Los altibajos de los mercados asiáticos han estado íntimamente ligados a los acontecimientos de Grecia y Europa, que han dejado un campo de actuación limitado para que ejercieran influencia los factores internos. En líneas generales, los mercados cuestionaron la capacidad de Grecia para obtener nueva financiación de la UE, el FMI y el BCE y evitar el impago. Esta semana, el primer ministro griego, Georges Papandreu, superó una moción de confianza crítica en el Parlamento por una ajustada mayoría de 155-143, y sus planes de austeridad fueron respaldados por la UE/FMI. Los mercados parecen compartir nuestra visión de que en julio surgirá una solución positiva para los inversores, lo que hará bajar las primas de riesgo.

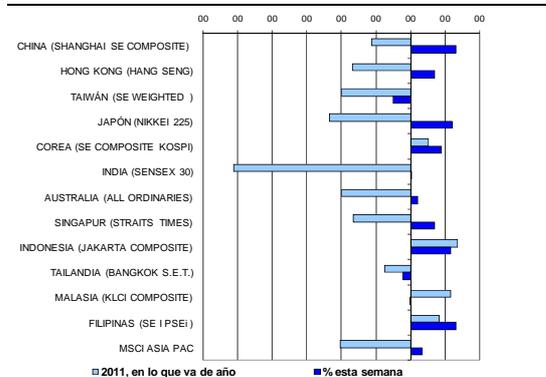
Sin embargo, en las dos próximas semanas se mantendrá una considerable incertidumbre. En particular, el Parlamento griego tiene que aprobar la próxima semana (28 o 30 de junio) la estrategia fiscal a medio plazo y otras medidas de austeridad propuestas, requisito previo de los líderes de la UE para aprobar un segundo paquete de rescate en su reunión del 3 de julio. Además, los líderes europeos también tienen que recabar apoyos de los grandes bancos, tenedores clave de la deuda griega, para que participen en el segundo rescate mediante la prórroga voluntaria de la deuda sin desencadenar ningún término de impago. Hasta que no haya una mayor claridad en estos dos asuntos, es probable que los mercados asiáticos sigan a sus homólogos globales y continúen mostrándose volátiles.

### El primer ministro de China declara la victoria sobre la inflación

Wen Jiabao, primer ministro de China dijo que la operación del gobierno para contener las presiones sobre los precios ha sido un éxito, lo que podría significar un cambio de foco de la política en el 2S 2011. "El nivel de precios general está ahora dentro de un rango controlable y se espera que continúe cayendo", escribió Wen en un periódico. "Estamos seguros de que los aumentos de los precios estarán firmemente controlados este año". Estas observaciones se produjeron en un contexto de condiciones de crédito restrictivas y de indicios de desaceleración del crecimiento. El SHIBOR a 7 días subió del 4,0% de hace una semana al reciente 5,9% tras el último aumento del coeficiente de reservas obligatorias en 50 pb, mientras que los índices de gerentes de compras tanto internos como externos vienen apuntando a un crecimiento más lento de la demanda en el 2S. Recientemente, los mercados han buscado la protección contra el riesgo de cola de un escenario de aterrizaje brusco comprando CDS de China y futuros (NDF) de la paridad USD-CNY a largo plazo.

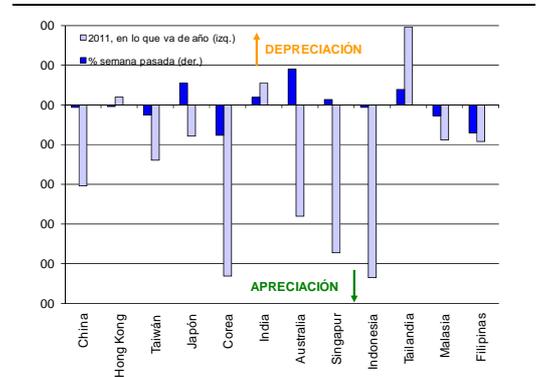
Seguimos viendo poco riesgo de aterrizaje brusco y nuestras previsiones siguen siendo más movimientos alcistas de los tipos y otras medidas de ajuste que se efectuarán en el 2S bajo el supuesto de que continuará la fortaleza interna y una capacidad sobrante limitada. Pero dado que la inflación puede llegar pronto a su peak, como consideramos en nuestro escenario central, el gobierno podría tener que plantearse un ajuste de la política y cambiar el foco de la inflación al crecimiento, en caso de que éste fuera más lento de lo anticipado. El improbable escenario plantearía riesgos a nuestras previsiones sobre la política monetaria en el 2S 2012. En este contexto, valdrá la pena seguir de cerca el índice de gerentes de compras oficial que se publicará el 1 de julio.

Gráfico 3  
Mercados bursátiles



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 4  
Mercados de divisas



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Datos relevantes

### El 12º plan quinquenal de la India: potenciar un crecimiento superior al normal

A pesar de los obstáculos intermitentes para el crecimiento, en la última década, la India ha formado parte de las economías de mayor crecimiento, registrando una media anual del 8%. Estos buenos resultados se deben a varios factores estructurales, como demografía favorable, alta ratio entre ahorros e inversión, mano de obra altamente cualificada, rápida urbanización, aumento de los niveles de renta y dinamismo en los sectores empresarial y financiero. El desafío está ahora en aumentar y sostener el impulso de crecimiento de la India. En este contexto, el documento conceptual sobre el 12º plan quinquenal (de abril de 2012 a marzo de 2017), cuya publicación está prevista en la última semana de junio, se observará con gran interés. Se prevé que el plan se centrará en implantar un 'crecimiento inclusivo' que fomentará la inversión en infraestructuras, especialmente en las zonas rurales, mejorará el acceso a la educación y la asistencia médica de calidad, asegurará el futuro energético del país, impulsará el desarrollo de destrezas y la innovación tecnológica y garantizará la protección del medio ambiente. Bajo el 12º plan quinquenal, se prevé un considerable aumento de la inversión en infraestructuras que abarca todo su espectro. Dado el énfasis en las asociaciones público-privadas, se prevé que la contribución del sector privado será aproximadamente la mitad de la inversión total, frente a la contribución del 36% en el 11º plan. A este respecto, el gobierno ha tomado medidas para ofrecer un entorno político favorable a los inversores mediante la apertura de varios sectores de infraestructuras a los participantes privados, permitiendo así la inversión directa exterior en sectores clave y elevando los límites de la inversión institucional extranjera en la deuda relacionada con infraestructuras. Sin embargo, persisten los desafíos: una prioridad máxima es mantener la sostenibilidad fiscal mejorando al mismo tiempo la implementación de los proyectos y continuando con las actuales reformas sobre la inversión.

### Hong Kong y Singapur se enfrentan a crecientes presiones internas sobre los precios

Los valores de la inflación de los precios al consumo de mayo que se publicaron en Hong Kong y Singapur sorprendieron al alza en ambos casos, con un 5,2% a/a y un 4,5% a/a, respectivamente (consenso: 5,0% a/a y 4,1% a/a, respectivamente), impulsados por los precios más elevados de los alimentos y el alquiler de las viviendas. Como en el resto de la región, la inflación ha aumentado a lo largo del año en las dos "ciudades estado" (Gráfico 1), debido a las presiones de la demanda y al aumento de los precios de las materias primas, que recientemente se han moderado. Las dos economías comparten muchas características y ambas han experimentado unos precios medios de la vivienda que han alcanzado máximos históricos en los últimos meses. Para evitar el recalentamiento y las burbujas de activos, las autoridades de ambas economías han implementado una serie de medidas de ajuste relacionadas con la propiedad, entre las que se incluyen unos requisitos más estrictos para el crédito vivienda e impuestos más altos sobre las ventas de propiedades. Al ser unas economías abiertas tan pequeñas, las dos son también vulnerables a la inflación importada, dada su dependencia de las importaciones de alimentos y productos básicos. Dicho esto, a diferencia de Hong Kong, que carece de una política monetaria independiente y se rige por un sistema de tasa de cambio vinculado al dólar estadounidense, Singapur ha podido ajustar su política monetaria a través de una apreciación más rápida de la tasa de cambio (la tasa de cambio es el instrumento de política monetaria de Singapur y la AMS volvió a centrar la banda cambiaria en abril para reducir las presiones inflacionistas (Gráfico 5)). De cara al futuro, prevemos que las presiones inflacionistas de Hong Kong seguirán incrementándose en el 3T, mientras que creemos que la inflación de Singapur ya ha alcanzado su peak. Para el conjunto de 2011, prevemos que la inflación promedio de Hong Kong y Singapur se situará en el 5,2% y el 4,1%, respectivamente, y la inflación cerrará el año en el 4,8% a/a y el 3,0% a/a, respectivamente.

### Japón: los decepcionantes datos tras el terremoto probablemente darán paso a un repunte

Los datos de las exportaciones de Japón publicados la semana pasada subrayan la gravedad de los efectos de la interrupción de las cadenas de suministro y los cortes de electricidad provocados por el terremoto del 11 de marzo. En concreto, las exportaciones cayeron un -10,3% (a/a), unos resultados por debajo de las previsiones del mercado, que anticipaban un -8,4% a/a. La balanza comercial sufrió en mayo un déficit por segundo mes consecutivo, que ascendió a 854.000 millones de yenes (o 10.700 millones de dólares estadounidenses). El sector más afectado ha sido el de la automoción; las exportaciones de automóviles se contrajeron en mayo un -38,9% (a/a) y los envíos de autopartes cayeron un -18,5% (a/a). No obstante, el resultado general de las exportaciones representa una mejora con respecto a la caída registrada en abril (-13,0% a/a). La recuperación de la producción industrial (especialmente en el sector de la automoción), la mejora de la confianza de los consumidores y otros signos de mejora en las cadenas de suministro apuntan a una recuperación más rápida de lo previsto. Por consiguiente, es probable que la economía de Japón y la caída de las exportaciones hayan tocado fondo. Prevemos que el gasto de la reconstrucción dará un mayor impulso al crecimiento del país en la segunda mitad de 2011. Siguiendo esta línea, el 20 de junio el gobierno de Japón actualizó su valoración de la economía por primera vez en cuatro meses, después de la actualización que hizo el Banco de Japón a principios de este mes.

Inicio →

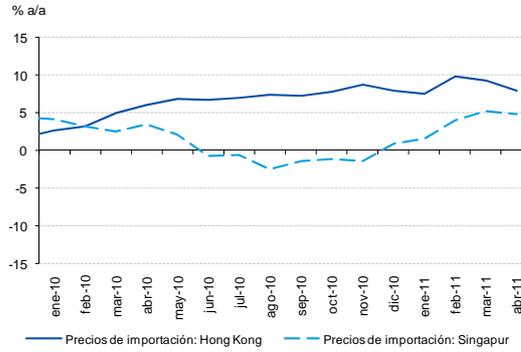
Mercados →

Calendario →

Datos de los  
mercados →

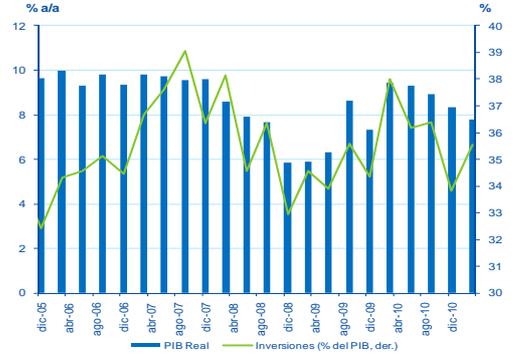
Gráfico →

**Gráfico 5**  
La apreciación de la moneda en Singapur ha contribuido a limitar la inflación importada



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

**Gráfico 6**  
El rápido crecimiento del PIB de la India se sostendrá con nuevos incrementos de la inversión según el próximo plan quinquenal



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Calendario Indicadores

<b>China</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
PMI manufacturero	1 julio	JUN	52	51,5
<b>Hong Kong</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Exportaciones (% a/a)	28 junio	MAY	4,10%	3,5%
Importaciones (% a/a)	28 junio	MAY	6,1%	7,5%
<b>Indonesia</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Inflación (IPC) (a/a)	1 julio	JUN	5,98%	--
Exportaciones (a/a)	1 julio	MAY	37,3%	--
Importaciones totales (a/a)	1 julio	MAY	32,5%	--
<b>India</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Saldo por cuenta corriente	30 junio	1T	-9.700 m \$	--
Exportaciones (% a/a)	1 julio	MAY	34,4%	--
Importaciones (% a/a)	1 julio	MAY	14,1%	--
<b>Japón</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Comercio minorista a/a	28 junio	MAY	-4,8%	-2,1%
Producción industrial (m/m)	29 junio	MAY A	1,6%	5,5%
Producción de vehículos (a/a)	30 junio	MAY	-60,1%	--
Inflación (IPC) a/a	1 julio	MAY	0,3%	0,1%
Venta de vehículos (a/a)	1 julio	JUN	-38,0%	--
Construcción de nuevas viviendas (a/a)	30 junio	MAY	0,3%	3,5%
Gasto general de los hogares (a/a)	1 julio	MAY	-3,0%	-1,8%
<b>Filipinas</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Importaciones totales (a/a)	28 junio	ABR	21,2%	--
<b>Corea</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Producción industrial (m/m)	30 junio	MAY	-1,5%	0,8%
Inflación (IPC) (a/a)	1 julio	JUN	4,1%	4,3%
Comercio exterior: exportaciones (a/a)	1 julio	JUN	23,5%	17,6%
Comercio exterior: importaciones (a/a)	1 julio	JUN	29,9%	32,5%
IED Corea del Sur (a/a)	1-6 julio	2T	30,1	--
<b>Tailandia</b>	<b>Fecha</b>	<b>Periodo</b>	<b>Anterior</b>	<b>Cons.</b>
Total exportaciones, % a/a	30 junio	MAY	24,7%	--
Total importaciones, % interanual	30 junio	MAY	26,3%	--
Inflación (IPC) (a/a)	1 julio	JUN	4,19%	4,20%
<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 junio	JUN	32,8%	--
Importaciones en lo que va de año (a/a)	23-28 junio	JUN	29,7%	--
PIB - Precios constantes en lo que va de año	27-30 junio	2T	5,4%	--
Producción industrial en lo que va de año (a/a)	27-30 junio	JUN	14,2%	--
Ventas minoristas en lo que va de año (a/a)	27-30 junio	JUN	22,5%	--

### Indicador de la semana: índice de gerentes de compras de junio (1 de julio)

Previsión: 51.6

Consenso: 51.5

Anterior: 52.0

Inicio →

Mercados →

Destacados →

Datos mercados →

Gráficos →

**Comentario:** creemos que el índice de gerentes de compras (PMI) se reducirá por tercer mes consecutivo en junio, ya que la actividad económica sigue moderándose como consecuencia de las medidas de ajuste monetario adoptadas por las autoridades. No obstante, el resultado debería seguir bien firme dentro de la zona de expansión (más de 50 puntos), lo que aliviará la inquietud por un aterrizaje brusco. **Repercusión en los mercados:** un valor por debajo de lo previsto podría exacerbar las preocupaciones por un aterrizaje brusco, mientras que el resultado contrario aumentaría las expectativas de nuevos ajustes monetarios.

### Calendario: eventos

#### Taiwán - tipo de interés de referencia, 30 de junio

Prevedemos una subida de 12.5 pb en el tipo de interés

Actual	Previsto
1.75%	1.875%

## 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.	2.729,9	3,3	-2,8	6,4
Hong Kong - Hang Seng	22.067,9	1,7	-4,2	6,4	
Taiwán - Weighted	8.527,1	-1,3	-5,0	12,3	
Japón - Nikkei 225	9.631,4	3,0	-5,8	-3,0	
Corea - Kospi	2.077,8	2,3	1,3	19,4	
India - Sensex 30	17.883,2	0,1	-12,8	0,9	
Australia - SPX/ASX 200	4.506,8	0,5	-5,0	0,6	
Singapur - Strait Times	3.058,2	1,8	-4,1	7,4	
Indonesia - Jakarta Comp.	3.832,4	3,0	3,5	31,5	
Tailandia - SET	1.013,5	-0,5	-1,9	27,8	
Malasia - KLCI	1.563,5	0,0	2,9	17,9	
Filipinas - Manila Comp.	4.289,0	3,3	2,1	28,6	

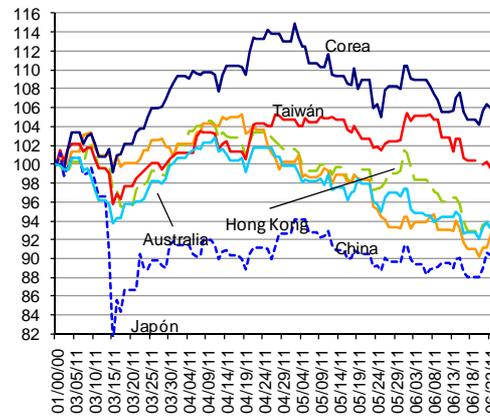
Última actualización: viernes, 11:15 hora de Hong Kong

MERCADOS DE DIVISAS	DIVISA	Spot	Variación porcentual semanal	Forward 3 meses	Forward 12 meses
	China (CNY/USD)	6,47	0,06	6,45	6,39
Hong Kong (HKD/USD)	7,79	0,04	7,8	8	
Taiwán (TWD/USD)	28,9	0,25	28,72	28,17	
Japón (JPY/USD)	80,5	-0,53	80,4	80,1	
Corea (KRW/USD)	1.077	0,79	1.083,20	1.096,40	
India (INR/USD)	45,0	-0,19	45,6	47	
Australia (USD/AUD)	1,05	-0,88	1	n.a.	
Singapur (SGD/USD)	1,24	-0,12	1,24	1,2	
Indonesia (IDR/USD)	8.603	0,06	8.698	9.016	
Tailandia (THB/USD)	30,7	-0,39	30,83	31,3	
Malasia (MYR/USD)	3,04	0,27	3,0	3	
Filipinas (PHP/USD)	43,4	0,73	43,59	43,81	

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

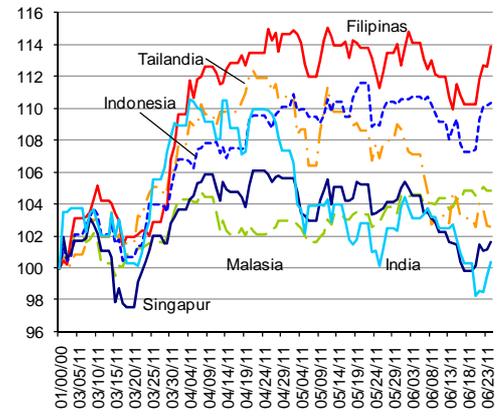
## Gráficos

Gráfico 7  
Mercados bursátiles



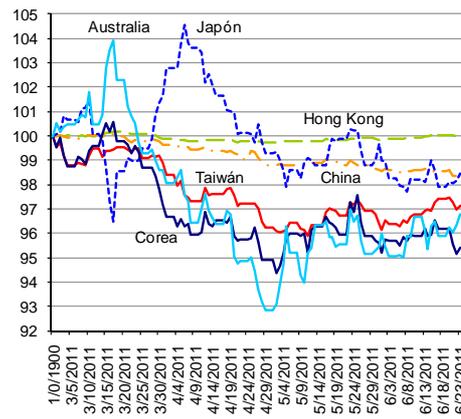
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8  
Mercados bursátiles



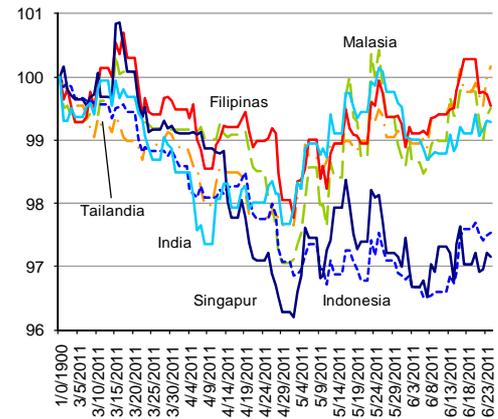
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 9  
Mercados de divisas



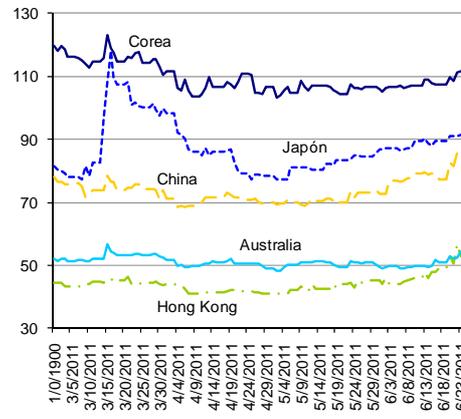
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10  
Mercados de divisas



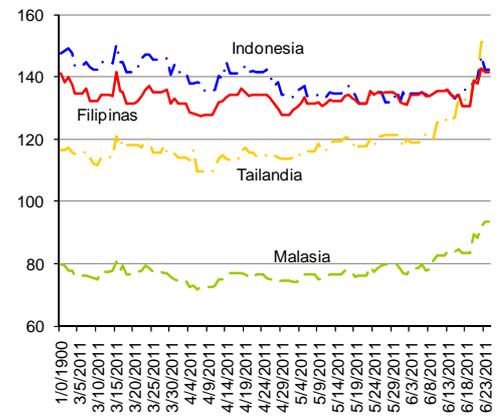
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

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.**