

Observatorio Semanal Global

Madrid, 11 de julio de 2011
Análisis Económico

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
 s.castillo@grupobbva.com
 +34 91 374 44 32

Cristina Varela Donoso
 cvarela@grupobbva.com
 +34 91 537 7825

María Martínez Álvarez
 maria.martinez.alvarez@grupobbva.com
 +34 91 537 66 83

Javier Amador
 javier.amador@grupobbva.com
 +34 91 537 3161

Europa no ha reducido las incertidumbres

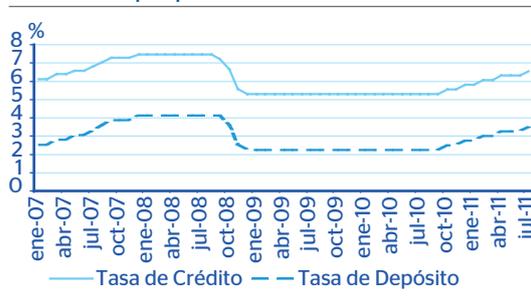
Las tensiones financieras han resurgido una vez más en la periferia europea. El Eurogrupo no anunció el esperado segundo paquete de ayuda a Grecia el pasado fin de semana y los 12.000 millones del quinto tramo del rescate de la UE y el FMI sólo cubrirán los vencimientos de los bonos griegos en julio y agosto. La resolución de un nuevo paquete está todavía pendiente, y según los responsables, sujeto a la participación "voluntaria" del sector privado. Además, la agresiva rebaja de Portugal por parte de Moody's, que en nuestra opinión no estaba justificada, ha añadido incertidumbre y volatilidad en los países de la periferia europea. También han contribuido los anuncios de S&P y Fitch: la calificación soberana de Grecia no podría sino rebajarse a impago selectivo si tuviera lugar la prórroga de la deuda. Esa rebaja tendría importantes repercusiones sobre los avales admisibles para el BCE si las otras dos agencias, Moody's y BDRS rebajaran también la calificación de Grecia. El BCE ha dejado muy clara su postura: "no impago selectivo, no impago, no evento crediticio". Sin embargo, el BCE seguirá aceptando la deuda de Grecia mientras haya al menos una agencia de calificación crediticia que no declare su deuda como impago. Además, en ese caso, el BCE podría suavizar su postura y aceptar bonos clasificados como impago o impago selectivo, o bien podría implantar una nueva línea de préstamos a plazo.

Informe sobre el empleo de EE. UU. en junio, una gran decepción

Después de que el informe ADP señalara un crecimiento mucho más firme del empleo privado, se esperaba un repunte del empleo de EE. UU. en junio. Sin embargo, éste sólo aumentó en 18.000 puestos (frente a los 110.000 previstos por el consenso), y la creación de empleo de los dos meses precedentes se revisó a la baja. La debilidad de los datos fue generalizada y no hubo puntos positivos en el informe. Este resultado ha causado una gran decepción. En otras zonas, como en la zona euro y en China, los indicadores económicos siguen apuntando en conjunto a un ritmo de crecimiento más lento. En junio, los índices no manufactureros no estuvieron a la altura de las expectativas en las principales áreas económicas. Por otro lado, y tal como se esperaba, el BCE efectuó una subida de 25 pb y mantuvo el tono ortodoxo; esperamos una nueva subida en el 4T. El Banco Central de China anunció otra subida de los tipos de interés dado que el impulso de crecimiento subyacente sigue siendo fuerte. Esperamos una nueva subida en lo que queda del año. **La próxima semana** todas las miradas se centrarán en el PIB del 2T de China y en los datos de junio que arrojarán luz sobre el ritmo de crecimiento y la inflación por un lado y sobre un posible aterrizaje brusco por otro. También se pondrá atención en la inflación de EE. UU. y de la zona euro en junio y en el informe semestral de política monetaria de Bernanke.

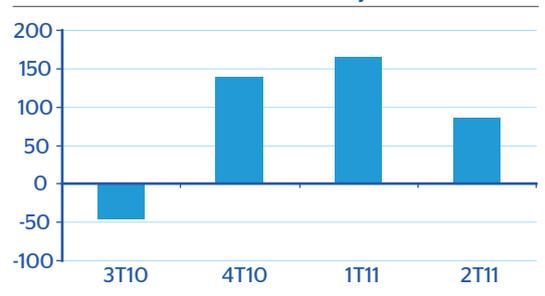
- Mercados →
- Destacados →
- Calendario →
- Datos de Mercados →

Gráfico 1
China sube tipos para controlar la inflación



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2
Debilidad en el mercado de trabajo de EE.UU.*



* Creación de empleo, promedio mensual
 Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Destacados

Los fundamentos no justifican la rebaja de Portugal por parte de Moody's

En nuestra opinión, la revisión es demasiado agresiva y no está justificada por los fundamentos.

China: los datos arrojarán luz sobre el ritmo de crecimiento y la inflación

Los mercados estarán atentos a los nuevos datos en busca de indicios de un aterrizaje suave.

Brasil: es probable que se tomen más medidas en los tipos de cambio

El foco sobre la inflación no significa que deban descartarse medidas adicionales en los tipos de cambio.

Análisis de Mercados

Mercados

FX Global

Tipos de Interés Europa y EE.UU.
José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

FX Latam/Mexico

Claudia Ceja
claudia.ceja@bbva.bancomer.com
+5255 5621 9715

Equity Global

Estrategia
Beatriz Tejero
beatriz.tejero@grupobbva.com
+34 91 374 46 61

Descorrelación en las pendientes de EEUU y Alemania

La corrección de las primas de riesgo tras la aprobación del plan de austeridad en Grecia está siguiendo un perfil diferente en la curva Euro y Dólar, con un movimiento similar en términos de nivel es el factor pendiente el que está mostrando descorrelación. Mientras que en Europa están siendo los tramos cortos los que más reaccionan (han repuntado cerca de 30 p.b en la última semana), ganando más sensibilidad al BCE, esto no se está dando en la curva de Treasuries, ya que aquí las expectativas de subida por parte de la FED se han retrasado hasta octubre de 2012. Como el movimiento en los tramos largos sí que ha sido paralelo entre curvas, el resultado ha sido un steepening de 15 p.b. en EE.UU frente a un flattening de 12 p.b. en Europa. Esta descorrelación entre pendientes debería continuar a medida que siga la presión alcista en los tipos por la relajación de las primas de riesgo.

Bolsa: las principales resistencias podrían mantenerse a corto plazo

Aunque estos trimestres podrían ser los peores para la economía de Estados Unidos y para las asiáticas, esto no quiere decir que no sigan las dudas sobre la recuperación en la segunda parte del año: deberíamos tener en cuenta, en primer lugar, la descorrelación entre el S&P-500 y los índices de confianza de los consumidores en EE.UU. y, en segundo lugar, que el BPA del consenso para el S&P-500 ha pasado a terreno negativo en las últimas semanas. En Europa seguimos en medio de la tormenta de los periféricos. Se habla de la posibilidad de que la implicación de la banca privada en el rescate de Grecia se retrase a septiembre, mientras que la bajada del rating de la deuda portuguesa por parte de Moody's ha provocado una ampliación significativa de los spreads del riesgo soberano de Italia y España. Además, ha motivado una considerable subida de sus respectivas TIRes a 10A, que están probando sus resistencias clave en el 5,2% y el 5,7%, respectivamente. Como consecuencia, las primas de riesgo europeas han vuelto a alcanzar máximos, aunque el índice V2X no muestre un riesgo a la baja significativo a corto plazo. Creemos que hay mucho valor en las bolsas europeas y que las acciones europeas deberían tener un respiro a corto plazo; sin embargo, los rebotes no serán sostenibles mientras el riesgo periférico, además de la ralentización global, sean temas cruciales para los mercados financieros.

Divisas: Brasil afirma que la guerra de divisas aún no ha terminado

El BRL vivió una sesión volátil la semana pasada. El lunes, la divisa alcanzó su nivel más bajo de los dos últimos años al mantenerse el apetito por el riesgo de la semana anterior. No obstante, cayó con fuerza el martes y el miércoles en respuesta a dos factores principales: 1) La rebaja de la calificación de la deuda portuguesa, y 2) un lenguaje más intervencionista tanto del Ministro de Finanzas como del Banco Central. Con respecto a este último, según el informe semanal de FX, el banco solo compró 300 millones de USD del 27 de junio al 1 de julio (durante mayo y junio, las compras medias ascendieron a USD 1bn y USD 0,5bn, respectivamente). Cabe señalar que el saldo de operaciones de divisas de la misma semana fue negativo (USD -1bn), mientras que los extranjeros aumentaron su posición larga en la BM&F en USD 1,4bn. Todavía consideramos que si el banco central decide intervenir con más agresividad, especialmente mientras el USDBRL esté cerca de 1,5500, es más probable que lo haga más a través del mercado de derivados y menos mediante una intervención más agresiva en el mercado al contado. Después de todo, prevemos que la divisa se consolide dentro de una banda de 1,55-1,57 en los próximos días.

Gráfico 3

Transacciones e intervenciones en FX del Banco Central en el mercado spot



Fuente: BCB y BBVA Research:

Gráfico 4

BPA-2011 del S&P-500, EuroStoxx e Ibex-35



Fuente: Thomson Reuters y Bloomberg

- Home →
- Destacados →
- Calendario →
- Datos de Mercados →

Análisis Económico

Europa

Miguel Jiménez
mjimenez@bbva.com
+34 91 537 37 76

Asia

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk
+852 2582 3162

Xia Le

xia.le@bbva.com.hk
+852 2582 3132

Brasil

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com
+34 91 5376887

Destacados

Los fundamentos no justifican la rebaja de Portugal por parte de Moody's

Moody's ha rebajado la calificación de la deuda portuguesa cuatro niveles, hasta Ba2, por debajo del grado de inversión. El argumento que ha dado la agencia se relaciona, primero, con la posibilidad de que Portugal necesite un segundo paquete de rescate que podría ir acompañado de la participación del sector privado, y segundo, con el riesgo de que las medidas del programa portugués tarden en tener efecto en la competitividad y el crecimiento. En nuestra opinión, la revisión es demasiado agresiva y no está justificada por los eventos que han tenido lugar desde el último examen de Moody's (5 de abril). Entonces, Moody's se centró en la inquietud por el riesgo político que había en Portugal, algo que como la propia agencia reconoce, prácticamente ha desaparecido. El argumento del riesgo de reestructuración y de participación del sector privado ya se consideró en abril, cuando Moody's reconoció explícitamente que el MEE incluía claramente la posibilidad de la participación privada en 2013. Además, las perspectivas fiscales y estructurales de Portugal no se han deteriorado desde abril, sino que de hecho, se ha producido lo contrario: desde entonces se ha aprobado un programa convincente del FMI y el gobierno ya ha tomado medidas para reducir el déficit y ha afirmado que está listo para acelerar la implementación de estas medidas. Parece que la visión de Moody's se está alineando con la de los mercados, que ven en Portugal un candidato para la reestructuración al extrapolar el análisis de Grecia. De manera implícita, Moody's está incorporando la reciente gestión de la crisis griega en el lado de la UE, especialmente en lo que concierne a la participación del sector privado. En nuestra opinión, aunque la gestión de la crisis soberana ha sido muy deficiente, ampliar la secuencia de acontecimientos de Grecia a Portugal en una etapa tan temprana no está justificado.

China: los datos arrojarán luz sobre el ritmo de crecimiento y la inflación

En medio del debate sobre si su economía se está recalentando o se está desacelerando demasiado rápido, China tiene previsto publicar una serie de importantes indicadores económicos la próxima semana (que se observarán con mucha atención, véase el Calendario). En concreto, los datos incluirán el PIB del 2T y las reservas de divisas, junto con las cifras de inflación de junio, diversos indicadores de actividad como la inversión y el comercio y otros indicadores financieros. Estos indicadores serán los factores clave en los que se basarán las autoridades para ajustar su postura de política macroeconómica y centrarán la atención de los mercados por si hay indicios de ajustes futuros en la política monetaria. Prevemos que el PIB del 2T crecerá un 9,5% a/a, en línea con una desaceleración gradual desde el crecimiento del 9,7% registrado en el 1T (para más detalles, véase el indicador de la semana). Después de tres meses de caídas consecutivas, las últimas cifras del índice de gerentes de compras publicado a comienzos de esta semana apoyan la posibilidad de una desaceleración. La moderación de junio fue mayor de lo que se esperaba y se produjo de forma generalizada, con caídas en la producción, el empleo, las compras de insumos y los pedidos nuevos. Pero a pesar de la desaceleración del índice de gerentes de compras, el Banco Central subió los tipos de interés de nuevo la semana pasada (el 6 de julio), por quinta vez desde octubre, en su intento de frenar la inflación. Según nuestras previsiones, la inflación de junio llegará a su peak y se situará en el 6,1% a/a, desde el 5,5% de mayo, antes de caer durante el resto del año. Nuestro escenario central contempla una nueva subida de los tipos y una nueva subida del coeficiente de reservas obligatorias durante el resto del año, lo que contrasta con la opinión de muchos analistas que creen que el Banco Central podría haber terminado el ciclo de movimientos alcistas de los tipos en vista de la mayor debilidad de los indicadores de crecimiento.

Brasil: es probable que se tomen más medidas en los tipos de cambio

En Brasil, el foco sobre la inflación no significa que deban descartarse nuevas medidas en los tipos de cambio; a pesar de la reciente moderación, la inflación de Brasil alcanzó el 6,7% a/a en junio, por encima del límite superior del objetivo de inflación del 6,5% y por encima también del objetivo central del 4,5% para el cierre del año. Por tanto, el Banco Central se verá forzado a implementar uno o dos ajustes extra del SELIC, que ya subió hasta el 12,25% (+150 pb) en la primera mitad del año. No prevemos inquietud con respecto a la apreciación del tipo de cambio para evitar que el SELIC siga subiendo. Aunque la política monetaria seguirá centrada en reducir la inflación, se prevé el anuncio de más medidas en los tipos de cambio para evitar que el real se aprecie de forma más pronunciada, especialmente si la moneda brasileña se cotiza por debajo de la marca de 1,55.

Home	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos de Mercados	→

Análisis Económico

Europa

Agustín García Serrador
agustin.garcia@bbva.com
+34 91 374 79 38

EE.UU.

Boyd Nash-Stacey
Boyd.Stacey@bbva.com
+1 713 881 0655

Asia

Xia Le
xia.le@bbva.com.hk
+852 2582 3132

Calendario: Indicadores

Zona euro: producción industrial (mayo, 13 de julio)

Previsión: 0,1% m/m

Consenso: 0,4% m/m

Anterior: 0,4% m/m

Comentario: prevemos que la producción industrial prácticamente se habrá estancado en junio después del modesto incremento en mayo. El sector industrial ha perdido fuerza en 2T11, lo que en cierta medida se esperaba tras el impulso observado el año pasado. No obstante, la recuperación industrial debería continuar a un ritmo más lento en los próximos meses, ya que la demanda de las economías emergentes debería seguir contribuyendo a ello, en especial en lo que se refiere a equipos y bienes intermedios. En general, los datos disponibles ofrecen una mayor evidencia de que ya se ha alcanzado el peak cíclico. **Repercusión en los mercados:** los mercados podrían interpretar una sorpresa muy negativa como una moderación del crecimiento económico más pronunciada de lo anticipado.

Zona euro: inflación final del IPCA (junio, 16 de julio)

Previsión: 2,7% a/a

Consenso: 2,7 % a/a

Anterior: 2,7 % a/a

Comentario: prevemos que el índice general de precios se confirmará en el 2,7% a/a en junio, sin variaciones con respecto al mes anterior y ligeramente por debajo de las expectativas antes de que se produjera una tímida aceleración. La reciente moderación de los precios del petróleo podría ser la causa de la estabilización de junio, aunque también podría deberse a una menor aceleración de la inflación subyacente. No obstante, la estabilización de la inflación podría tener poco recorrido y aumentaría ligeramente en septiembre hasta situarse próxima al 3% antes de moderarse de nuevo. Además, es probable que la inflación subyacente siga aumentando en los próximos meses hasta situarse cercana 2% al cierre del año. **Repercusión en los mercados:** una mayor aceleración en la inflación subyacente aumentaría las preocupaciones de los mercados por efectos de segunda ronda, que podrían traducirse en una política monetaria más restrictiva.

EE. UU.: ventas minoristas (junio, 14 de julio)

Previsión: 0,1%

Consenso: 0,0%

Anterior: -0,2%

Comentario: el sector automotriz ha sido un lastre para las ventas minoristas. Los persistentes efectos del terremoto de Japón afectaron a los suministros y precios de la industria automotriz y en última instancia eliminaron la demanda de este sector en mayo. Sin embargo, se prevé que el impacto sobre los precios desaparecerá a medida que se normalicen las cadenas de suministro a lo largo del verano, lo que debería impulsar las ventas minoristas generales. Por un aumento en las ventas del sector automotriz esperamos que las ventas minoristas mejoren. **Repercusión en los mercados:** los datos positivos de la producción manufacturera parecen indicar que la reciente desaceleración podría ser efímera; los incrementos de las ventas minoristas en junio contribuirían a fortalecer las buenas expectativas de los mercados.

EE. UU.: índice de precios al consumo, subyacente (junio, 15 de julio)

Previsión: 0,0%, 0,2%

Consenso: -0,1%, 0,2%

Anterior: 0,2%, 0,3%

Comentario: la inflación subyacente subió en mayo, mientras que el índice de precios al consumo se moderó hasta una tasa anualizada del 2,0%. Se esperaba que la aceleración de los precios de las materias primas afectara al índice general de precios a lo largo del verano, pero las fuertes caídas de los precios energéticos lo hicieron bajar en mayo. Sin embargo, la inflación subyacente aumentó 0,3% m/m, el mayor incremento de los 2 últimos años, pero dado que el aumento de los principales contribuidores (indumentaria, alojamiento y automóviles) parece ser temporal, hay poca inquietud por que se produzca una aceleración sostenida. **Repercusión en los mercados:** la Fed vigila de cerca los precios subyacentes, de modo que si se produjera una subida intermensual significativa o si la inflación subyacente continuara creciendo por encima del 0,2% m/m, revisaría su tipo de interés objetivo actual.

China: PIB del 2T (15 de julio)

Previsión: 9,5% a/a

Consenso: 9,3 % a/a

Anterior: 9,7% a/a

Comentario: el resultado del PIB del 2T se observará con atención en busca de indicios de un "aterrizaje suave"; estos datos irán acompañados de un conjunto de indicadores de actividad mensuales y de la inflación correspondiente a junio. Las autoridades han seguido ajustando la política monetaria para desacelerar el crecimiento del crédito y frenar la inflación, por lo que la semana pasada efectuaron un nuevo movimiento alcista de los tipos (el quinto desde octubre). Basándonos en el hecho de que los últimos indicadores de alta frecuencia han mostrado una desaceleración saludable, esperamos que el PIB del 2T se modere. **Repercusión en los mercados:** un valor más débil de lo previsto podría empeorar los temores del mercado con respecto a un "aterrizaje brusco", mientras que un resultado más fuerte de lo previsto podría aumentar las expectativas de nuevos ajustes monetarios.

Home



Mercados



Destacados



Datos de Mercados



Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,25	0	0	-28
		Tipo 2 años	0,38	-9	0	-24
		Tipo 10 años	3,03	-16	9	-3
	EMU	3-meses Euribor	1,59	4	14	77
		Tipo 2 años	1,46	-19	-20	69
		Tipo 10 años	2,84	-19	-21	21
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,429	-1,6	-2,2	13,0
		Libra-Euro	0,89	-1,4	-0,1	6,0
		Franco Suizo-Euro	1,20	-2,9	-2,0	-10,7
	América	Argentina (peso-dólar)	4,12	0,3	0,8	4,7
		Brasil (real-dólar)	1,56	0,6	-1,1	-11,0
		Colombia (peso-dólar)	1759	-0,1	-0,8	-6,2
		Chile (peso-dólar)	463	-0,5	-1,0	-14,1
		México (peso-dólar)	11,62	-0,1	-1,4	-9,1
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,75	0,0	-1,0	-2,7
	Asia	Japón (Yen-dólar)	80,62	-0,3	1,0	-8,9
		Corea (KRW-dólar)	1057,49	-0,8	-2,2	-11,8
		Australia (AUD-dólar)	1,072	-0,4	0,6	22,4
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	117,6	5,2	-0,2	55,9	
	Oro (\$/onza)	1541,9	3,6	0,3	27,3	
	Metales	603,5	0,5	-0,2	27,5	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	9971	-5,0	-1,1	-1,5
		EuroStoxx 50	2800	-2,6	1,8	4,4
		EE.UU. (S&P 500)	1337	-0,2	4,5	24,0
	América	Argentina (Merval)	3480	2,5	11,4	52,0
		Brasil (Bovespa)	61453	-3,1	-2,5	-3,2
		Colombia (IGBC)	13811	-1,9	-4,3	10,1
		Chile (IGPA)	22484	-0,9	-1,2	16,2
		México (CPI)	36378	-1,1	4,3	13,7
		Perú (General Lima)	19825	3,2	-3,7	41,8
	Asia	Venezuela (IBC)	81295	1,0	1,0	24,0
		Nikkei225	10138	2,7	7,3	5,8
		HSI	22726	1,5	0,3	11,5
Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	109	6	3	-6
		Itraxx Xover	409	25	17	-120
	Riesgo Soberano	CDS Alemania	43	2	5	2
		CDS Portugal	984	248	275	706
		CDS España	302	34	48	89
		CDS EE.UU	52	2	3	---
		CDS Emergentes	206	2	-14	-40
		CDS Argentina	594	16	-23	-312
		CDS Brasil	107	-2	-4	-22
		CDS Colombia	105	-3	1	-35
		CDS Chile	74	-1	3	-21
		CDS México	106	-2	-1	-22
		CDS Perú	126	-6	-26	0

Fuente: Bloomberg y Datastream

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 / Gobierno Corporativo".

BBVA 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.