

# Observatorio Semanal

## Global

Madrid, 20 de junio 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

## Grecia aumenta el riesgo global

La aversión al riesgo sigue afectando a los mercados financieros mundiales, a pesar de que los datos económicos de EE. UU. y China fueron mejor de lo previsto. Los principales factores para el incremento de la prima de riesgo mundial están relacionados con el paquete de ayuda a Grecia, en particular con el tiempo que se tardará en hacer efectivo y con la posibilidad de que se exija la participación de la inversión privada. El comisario europeo para Asuntos Económicos y Financieros anunció el pasado jueves que quería lograr un acuerdo sobre la nueva ayuda financiera a Grecia antes del 11 de julio, dos semanas después de la fecha límite prevista anteriormente (24 de junio), y 4 días antes de que venzan 2.400 millones de € de la deuda que Grecia tiene que pagar. Pero para proporcionar un apoyo adicional al Grecia, la UE y el FMI quieren que el país se comprometa a implantar un programa de austeridad. Así, también será crucial que Papandreu, primer ministro griego, consiga el voto de confianza, de modo que el Parlamento griego pueda aprobar las medidas de austeridad a finales de junio. Por otro lado, en las próximas reuniones de los líderes de la UE habrá una oportunidad para llegar a un acuerdo sobre la participación de los inversores privados, aunque los comentarios de los ministros de la UE tras la última reunión del ECOFIN indicaban que todo rescate privado sería voluntario, en línea con la posición del BCE (véase Destacados). Todo ello apunta a que las tensiones financieras se mantendrán elevadas.

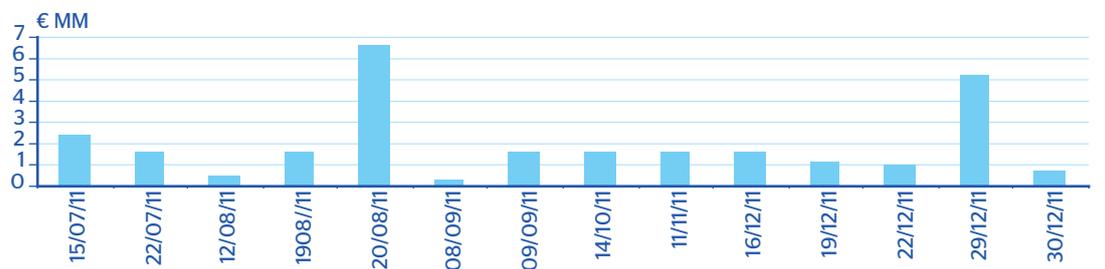
## La inflación provoca nuevos ajustes en Emergentes

Aunque en las últimas semanas algunos bancos centrales de Asia moderaron su postura sobre la inflación, en los últimos días, China como la India continuaron su ajuste monetario para luchar contra las actuales presiones inflacionistas (ver Destacados). Por otra parte, los bancos centrales de Brasil, Chile y Colombia subieron sus tipos de interés en 25 pb, pero dejaron la puerta abierta a una pausa en el proceso de normalización de los tipos si se agrava el deterioro mundial.

**Esta semana**, la Reserva Federal celebrará una reunión de dos días en la que prevemos que la política monetaria se mantendrá sin cambios. Los datos económicos de esta semana indicaban que la economía de EE. UU. se enfrenta a un periodo débil, pero no a una recesión secundaria, mientras que la inflación subyacente subió un 0,3% m/m en mayo, hasta situarse en niveles que no se veían desde julio de 2008. Pero la Fed esperará hasta que los indicadores muestren pruebas claras de que el crecimiento económico de EE. UU. es autosostenible. **En la UEM**, los inversores se centrarán en la conclusión de la reunión del Consejo de la UE. Además, el índice de gerentes de compras de junio de la zona euro dará a pistas sobre el grado de desaceleración cíclica de la zona.

Gráfico 1

### Grecia Vencimientos de deuda pública



Fuente: BBVA Research

## Destacados

### Grecia: el mismo camino, pero con mucho más ruido de lo que se esperaba

Esperamos una participación mínima del sector privado, pero con retrasos en las decisiones clave.

### TARGET2: el otro lado de la moneda (liquidez del BCE)

No se aumenta la base monetaria ni supone riesgos adicionales.

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

La actividad muestra una saludable tendencia a la moderación, mientras que la inflación continúa alta.

Mercados →

Destacados →

Calendario →

Datos de Mercados →

## Análisis de Mercados

## Mercados

*Tipos de Interés Global**Estrategia Jefe***Pablo Zaragoza**

pzaragoza@grupobbva.com

+34 91 374 38 64

*Global Equity**Estrategia***Javier Requena**

javier.requena@grupobbva.com

+34 91 537 83 99

*FX Global**Estrategia Jefe***Dustin T. Reid**

Dustin.Reid@bbvany.com

+1 (212) 7281707

**La prima de riesgo por Grecia se dispara**

Las curvas OCDE en general han estado experimentando correcciones adicionales a la baja a medida que el riesgo de Grecia ha ido dotando de creciente nerviosismo al mercado. El último catalizador ha sido la propuesta de dimisión del primer ministro griego, la cual, aunque posteriormente fue rechazada, ha supuesto un nuevo shock sobre las primas de riesgo. No sólo los tipos euro ya se sitúan en niveles incluso más bajos que los de la crisis de Japón en los tramos cortos, e inferiores a los de enero en los largos, sino que empieza a percibirse cierto contagio sobre partes del mercado hasta ahora menos afectadas. Por ejemplo, los "asset-swap" se muestran algo más sesgados al alza lo que refleja una mayor sensibilidad en cuanto al riesgo financiero y su implicación en el mercado de liquidez a corto plazo. De hecho, las curvas de futuros sobre Euribor y Libor USD experimentaron un tensionamiento en los primeros contratos (5 p.b. arriba en los últimos días mientras que los más lejanos han ido corrigiendo a la baja). Este perfil ya se ha dado en otras ocasiones de riesgo de evento crediticio.

**Los soportes aguantan, pero la presión continúa**

El esperado rebote del que hablábamos la pasada semana, liderado por los sectores financiero y cíclico, duró un día y medio. Las fuertes discrepancias en el seno de la UEM –por un lado Alemania, por el otro el BCE-Francia- respecto del segundo rescate a Grecia, unidas a la desaceleración más o menos persistente que siguen reflejando los datos macro de EEUU y Asia, han favorecido una mayor presión sobre el Euro y nuevas caídas en las bolsas. Estas caídas se producen, además, en un contexto de elevadas correlaciones intersectoriales y con un aumento de la volatilidad de los índices VIX y V2X que han incluso superado niveles críticos de resistencia. Además, como dijimos la pasada semana, una ampliación del riesgo soberano europeo permitiría que los flujos favorecieran la recuperación de la correlación negativa que existe entre el Dólar y el relativo EuroStoxx/S&P-500. El problema es que las tendencias de fondo, tanto en el lado macro como sobre todo en lo referente a Grecia, van a mantenerse al menos a corto plazo; y esto no es una buena noticia para los mercados financieros, sobre todo para los europeos. En el lado positivo, los volúmenes de negocio están descendiendo a medida que las bolsas corrigen, favoreciendo que las líderes, el S&P-500 y el Shanghai Composite, puedan mantener sus soportes críticos de medio plazo en 1.250 y 2.670, aproximada y respectivamente.

**La crisis griega marcará el rumbo de los mercados cambiarios**

Los mercados de divisas siguen observando con ansia el problema de la deuda periférica griega. Las noticias parecen cambiar de tono prácticamente a diario, lo que pone de relieve nuestra postura de mayores volúmenes en todos los mercados, aunque específicamente en el EURUSD y los cruces con el EUR. El anuncio más importante durante la semana se produjo en la noche del martes cuando el ministro de finanzas de Luxemburgo sugirió que una decisión sobre otro rescate griego –prevista para el 20 de junio– quedaría postergada. El resultado fue un descenso de cerca del 2% en el EURUSD durante la sesión del miércoles, en la que este cruce se apuntó su peor jornada desde agosto de 2010. Durante esta corrección, se observó asimismo una fuerte demanda de USD, y el índice USD experimentó su mejor jornada desde agosto de 2010. En vista de que el posicionamiento en EUR ha descendido desde sus máximos históricos, consideramos que la situación griega –junto con los datos macro americanos– serán los temas clave a lo largo de las próximas semanas.

---

Home

---

Destacados

---

Calendario

---

Datos de Mercados

## Análisis Económico

## Europa

**Miguel Jiménez**  
mjjimenez@grupobbva.com  
+34 91 537 37 76

## Escenarios Financieros

**María Martínez Álvarez**  
mariamartinezalvarez@grupobbva.com  
+34 91 537 66 83

## Asia

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

## Destacados

**Grecia: el mismo camino, pero con mucho más ruido de lo que se esperaba**

Esta semana, dos acontecimientos importantes han afectado a las perspectivas de resolución de la crisis griega, en un clima de mayor volatilidad en los mercados soberanos. Por otra parte, el primer ministro griego ha cambiado al ministro de Finanzas (Venizelos sustituirá a Papaconstantinu) para reavivar las reformas fiscales, y después de que la oposición (que se opone a las medidas de austeridad actuales y quiere nuevas elecciones) rechazara una oferta de formar un gobierno de coalición. El voto crucial sobre las reformas fiscales tendrá lugar hacia el 30 de junio y sigue habiendo oposición interna a las nuevas medidas desde el partido en el gobierno, aunque el escenario más probable es que se aprobarán. Por otra parte, es probable que haya retrasos con respecto al nuevo paquete de dinero fresco que la troika concederá a Grecia para cubrir sus necesidades de financiación a partir de 2012. Hasta ahora, se esperaba que dicho paquete se aprobara en la cumbre de la UE del 23-24 de junio, ya que asegurar la financiación futura era un requisito para que el FMI desembolsara la parte aún pendiente del préstamo actual, que Grecia necesita antes de mediados de julio para evitar el impago. Ahora, el FMI parece haber eliminado tal requisito, y el debate sobre el nuevo paquete se ha pospuesto hasta el 11 de julio o incluso más tarde. El punto crucial de la participación del sector privado en el nuevo paquete tiene que resolverse dentro de ese debate. Entre las dos opciones probables: el deseo de los alemanes de ampliar los plazos del canje de deuda, y la postura del BCE de que la prórroga de la deuda actual sea puramente voluntaria, lo más probable en estos momentos es que gane esta última, pero está lejos de ser algo seguro. En última instancia, el escenario más probable sigue sin cambios: un nuevo paquete para Grecia y, participación mínima del sector privado, pero con retrasos en tomar decisiones clave y con mucho más ruido del necesario, lo que se está reflejando en los diferenciales de toda la región.

**TARGET2: el otro lado de la moneda (liquidez del BCE)**

Los balances del sistema TARGET2 se derivan de la distribución transfronteriza del dinero del Banco Central dentro de la estructura descentralizada del sistema del euro. Estas cuentas son posiciones dentro del sistema que reflejan los movimientos de la balanza de pagos. Son deudas entre los bancos centrales nacionales (BCN) que se agregan en toda la zona euro mediante el sistema TARGET2 (el sistema de liquidación bruta de la UE). El saldo no queda recogido en el balance del BCE, ya que es cero en el agregado, pero sí se muestra en los balances respectivos de los BCN como saldo contra el que se devengan intereses y pasivos para el sistema del BCE. Hasta mediados de 2007, estas cuentas eran muy pequeñas, pero desde entonces han ido creciendo hasta finales de 2010. El total de reclamos del TARGET2 del Eurosistema a finales de 2010 fue 457.100 millones de €, mientras que en 2005 fue 71.000 millones de €. Según los últimos datos, el Bundesbank respalda la mayoría del crédito (325.700 millones de €: 70%), mientras que el Banco Central de Irlanda (BCI) es el mayor tomador (unos 150.000 millones de €), seguido por los BCN de Grecia y Portugal (87.000 millones de € y 61.000 millones de €, respectivamente). Estos saldos no afectan al saldo de la base monetaria disponible, ya que para el crecimiento de una base monetaria determinada, la distribución de la liquidez es el resultado de que el BCE sigue proporcionando liquidez a un tipo fijo y con cobertura total. Sin embargo, en cuanto a los riesgos, el tamaño y la distribución de las cuentas del sistema TARGET entre los bancos centrales del Eurosistema son irrelevantes con respecto a la exposición al riesgo por la provisión de fondos del Eurosistema. Ésa es la razón por la que no se crea ningún nuevo riesgo que no estuviera ya presente en las operaciones de refinanciación de la política monetaria; por consiguiente, no importa qué BCN ejecute la operación de refinanciación del Eurosistema, no se compartirá ninguna pérdida entre los BCN del Eurosistema.

**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), que entrará en vigor el 20 de junio. Ésta es la sexta subida del CRO en este año, que se viene a sumar a otras dos subidas anteriores 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.

Home	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos de Mercados	→

## Análisis Económico

## Europa

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

## EE.UU.

**Hakan Danis**  
hakan.danis@bbvacompass.com  
+1 713 843 5382

## Asia

**Fielding Chen**  
fielding.chen@bbva.com.hk  
(+852) 25823297

## Calendario: Indicadores

## Zona euro: PMI compuesto preliminar (junio, 23 de junio)

Previsión: 54,8	Consenso: 55,2	Anterior: -55,8
-----------------	----------------	-----------------

**Comentario:** prevemos que el índice de gerentes de compras compuesto caerá más en junio, especialmente en el sector manufacturero, mientras que la confianza en el sector servicios debería mostrar una mayor solidez. El promedio del PMI compuesto para el 2T debería seguir en territorio de expansión, pero claramente por debajo del nivel del 1T, más próximo a los niveles observados en la segunda mitad del año pasado, cuando el PIB creció en torno al 0,3%-0,4% t/t. Se prevé que esta tendencia a la baja se dará en todos los estados miembros, aunque continuará la divergencia entre los países centrales y la periferia. **Repercusión en los mercados:** los mercados podrían interpretar una sorpresa muy negativa como una moderación del crecimiento económico mayor de la anticipada.

## Alemania: ventas minoristas (mayo, 24 de junio)

Previsión: 0,6% m/m	Consenso: 1,0% m/m	Anterior: 0,6% m/m
---------------------	--------------------	--------------------

**Comentario:** es probable que las ventas minoristas alemanas hayan seguido incrementándose en mayo, como se observó en el mes anterior, aunque a un ritmo más moderado que en el 1T. Estas cifras deberían seguir mostrando un consumo de las familias muy moderado en el trimestre actual, lo que indica que el consumo privado podría desacelerarse un poco en el 2T, tras crecer a buen ritmo en los trimestres anteriores. No obstante, en los últimos trimestres se han ido creando motores que impulsan el consumo de los hogares, y aún están ahí. **Repercusión en los mercados:** una fuerte caída de las ventas minoristas podría suscitar dudas acerca de la sostenibilidad de la recuperación de la demanda interna, y volver a un patrón de crecimiento más dependiente de la evolución de la demanda externa.

## EE.UU.: decisión sobre los tipos del FOMC (mayo, 22 de junio)

Previsión: 0,0%-0,25%	Consenso: 0,0%-0,25%	Anterior: 0,0%-0,25%
-----------------------	----------------------	----------------------

**Comentario:** la desaceleración económica y el aumento de los precios podrían crear un dilema para la política si se mantienen durante periodos prolongados. Sin embargo, la Fed cree que el reciente aumento de la inflación es temporal y que el efecto pass-through a los precios subyacentes será limitado. Los últimos datos del IPC muestran que la inflación general subió en 0,2% m/m en mayo, el nivel más bajo de 2011, mientras que la inflación subyacente resultó inesperadamente elevada, con un aumento del 0,3% m/m. Prevemos que la Fed seguirá supervisando la inflación subyacente en el 2S11. Además, después de la reciente desaceleración, a la Fed le preocupa más la sostenibilidad económica que la inflación. Por consiguiente, no esperamos cambios en los tipos actuales de los fondos federales, que siguen en un 0%-0,25%. **Repercusión en los mercados:** la probabilidad de que se produzcan movimientos alcistas de los tipos es sumamente pequeña, por lo que no prevemos que haya mucha actividad en los mercados tras la reunión del miércoles. Si se produjeran cambios significativos en la declaración, los mercados de renta fija y de renta variable se verían afectados inmediatamente.

## EE.UU.: pedidos de bienes duraderos (mayo, 24 de junio)

Previsión: 1,1% m/m	Consenso: 1,6% m/m	Anterior: 3,6% m/m
---------------------	--------------------	--------------------

**Comentario:** los pedidos de bienes duraderos cayeron en abril un 3,6% m/m en términos desestacionalizados, tras haber subido con fuerza en marzo (4,6% m/m). La mayoría de los sectores experimentaron caídas en los pedidos nuevos, pero el principal motor de esta tendencia fueron los equipos de transporte, que registraron la mayor caída de los últimos cuatro meses, un 9,3%. Según nuestras previsiones, la actividad económica aumentará en el 2T11, lo que debería tener un impacto positivo en los pedidos de bienes duraderos de mayo. **Repercusión en los mercados:** si los pedidos de bienes duraderos superaran las estimaciones del consenso, indicarían una actividad económica más fuerte en el futuro, y por tanto, los mercados bursátiles reaccionarían favorablemente.

## Japón: Crecimiento de las exportaciones de Japón 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.

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	-1	-29
		Tipo 2 años	0,37	-3	-18	-34
		Tipo 10 años	2,93	-4	-25	-29
	EMU	3-meses Euribor	1,50	3	7	77
		Tipo 2 años	1,51	-3	-31	93
		Tipo 10 años	2,96	0	-16	23
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,429	-0,6	0,2	15,6
		Libra-Euro	0,88	0,0	0,3	5,9
		Franco Suizo-Euro	1,21	0,1	-3,5	-11,8
	América	Argentina (peso-dólar)	4,10	0,1	0,2	4,3
		Brasil (real-dólar)	1,60	0,1	-0,8	-9,8
		Colombia (peso-dólar)	1788	0,7	-2,0	-6,4
		Chile (peso-dólar)	472	0,9	0,4	-11,8
		México (peso-dólar)	11,92	0,5	1,7	-4,9
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,76	-0,2	0,3	-2,4
	Asia	Japón (Yen-dólar)	80,16	-0,1	-1,6	-11,6
		Corea (KRW-dólar)	1087,95	0,4	0,0	-9,5
		Australia (AUD-dólar)	1,060	0,4	-0,1	22,0
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	112,9	-5,0	0,5	44,3	
	Oro (\$/onza)	1535,1	0,2	2,5	22,1	
	Metales	602,8	-0,6	-0,4	26,5	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10135	1,9	-2,0	1,6
		EuroStoxx 50	2770	1,4	-3,4	1,2
		EE.UU. (S&P 500)	1271	0,0	-5,2	13,8
	América	Argentina (Merval)	3253	0,8	-4,0	40,2
		Brasil (Bovespa)	60714	-3,2	-3,4	-5,8
		Colombia (IGBC)	14085	-2,2	-0,9	12,7
		Chile (IGPA)	21752	-3,2	-5,4	14,2
		México (CPI)	35265	0,9	-0,3	7,5
		Perú (General Lima)	19909	-3,6	-9,8	38,8
	Asia	Venezuela (IBC)	80813	-0,3	3,4	24,1
		Nikkei225	9351	-1,7	-3,2	-6,4
		HSI	21695	-3,2	-5,7	6,9
Crédito (cambios en pbs)	Ind.	Itraxx Main	113	4	15	-4
		Itraxx Xover	417	17	60	-103
		CDS Alemania	43	2	4	4
	Riesgo Soberano	CDS Portugal	809	71	194	520
		CDS España	300	27	59	89
		CDS EE.UU	52	1	5	---
		CDS Emergentes	232	10	28	-20
		CDS Argentina	629	32	33	-366
		CDS Brasil	116	4	16	-11
		CDS Colombia	110	4	12	-37
		CDS Chile	75	3	12	-19
		CDS México	112	4	14	-13
		CDS Perú	151	7	20	27

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](http://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.