

Madrid, 21 de marzo de 2011

Análisis Económico

Escenarios Financieros

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

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

Javier Amador
javier.amadord@grupobbva.com
+52 56 21 7718

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

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com

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

Esfuerzos coordinados

El devastador terremoto y tsunami que golpeó Japón ha aumentado la incertidumbre en los mercados financieros. Probablemente el coste en vidas humanas y los daños que ha causado sean mayores que el impacto real sobre el PIB japonés (ver Destacados). Los países del G7 han llegado a un acuerdo para coordinar la intervención monetaria y evitar la apreciación excesiva del yen. El impacto negativo en el mercado desaparecerá en las próximas semanas, siempre que la amenaza nuclear no se haga realidad. Pero el riesgo geopolítico por los problemas de los países de la región MENA podría volver a concentrar la atención.

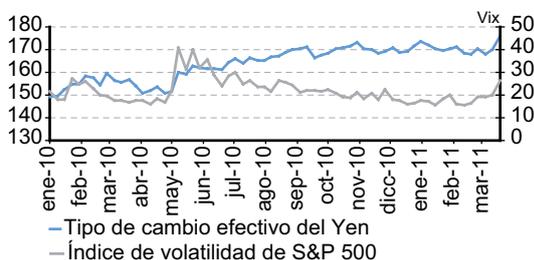
A pesar de las preocupaciones derivadas de los últimos acontecimientos, los bancos centrales emergentes continúan subiendo los tipos de referencia (Colombia, Chile y la India incrementaron tipos la semana pasada), acercándolos a los tipos neutrales. Sin embargo, aunque la Fed no tiene prisa por subir los tipos, la declaración sobre la política monetaria fue un poco menos moderada, y en ella se mejoró la valoración del crecimiento y se señaló que la inflación subyacente ya no presenta una tendencia a la baja. Por otro lado, el IPC continúa su tendencia alcista, tanto en EE.UU. como en la zona euro.

El riesgo en la periferia europea ha disminuido

El acuerdo alcanzado en la última reunión del Consejo Europeo, que tuvo lugar el 11 de marzo, fue una sorpresa positiva, pero se debe más bien a que las expectativas iniciales eran muy bajas. El Consejo ha mejorado las facilidades de liquidez para la periferia de Europa, con la condición de que en estos países se hagan reformas para reducir al mínimo el riesgo de reestructuración de la deuda. En concreto, el Consejo acordó aumentar la capacidad de préstamo del EFSF desde 250.000 millones a 440.000 millones de euros y se acordó permitir al EFSF la compra de bonos en los mercados primarios (pero no en los secundarios, como pedían muchos, incluido el BCE). También bajó el interés que se cobra en los préstamos de rescate a Grecia. Además, en el acuerdo del EcoFin se ha dado un paso hacia multas más estrictas y se ha introducido un procedimiento para detectar y abordar los desequilibrios macroeconómicos. En resumen, la UE avanza hacia mayor disciplina fiscal, más condicionalidad y menos incertidumbre sobre la liquidez de emergencia, pero persisten las dudas acerca de una posible reestructuración, ya que este asunto no se ha abordado directamente. En la cumbre clave del Consejo (24-25 de marzo) prevemos una mejora de las condiciones del crédito irlandés y creemos que se abordará el mecanismo de gestión de la crisis. A nuestro juicio, la mayoría del trabajo ya se hizo el 11 de marzo. España podría presentar una nueva propuesta en la reunión.

Gráfico 1

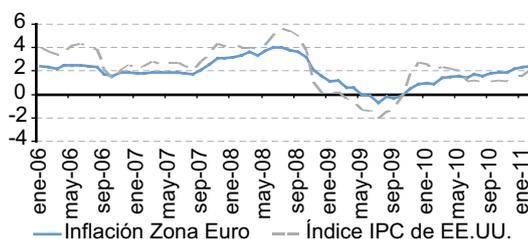
Presiones de apreciación del yen



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Tendencia de la inflación (a/a)



Fuente: BBVA Research

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



Destacados

Valoración del impacto económico del terremoto de Japón

Aunque ha sido devastador en cuanto a muertes y daños, las secuelas económicas deberían ser limitadas.

Portugal tiene que aprobar las medidas anunciadas...

...para convencer a sus socios de la zona euro de que se están dando pasos serios.

Supuestos de la prueba de estrés de los bancos europeos

El escenario español es más estricto que el de otros países.

Análisis de Mercados **Mercados**

Estrategia Macro Europa
Estratega Jefe
Nicolás Trillo
nicolas.trillo@grupobbva.com
+34 91 537 84 95

FX Global
Estratega Jefe
Dustin T. Reid
Dustin.Reid@bbvany.com
+1 212 7281707

Equity y Crédito Global
Estratega
Javier Requena
javier.requena@grupobbva.com
+34 91 537 83 99

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

Crédito
Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

USDJPY se sitúa por debajo del mínimo de 79.75 de 1995

Esta última semana ha sido traumática para los ciudadanos japoneses y los mercados globales. Seguimos preocupados por los ciudadanos japoneses y su perspectiva a corto plazo a causa del terremoto, y el posterior tsunami y los problemas nucleares. El resultado del desastre en Japón ha causado una gran repatriación de fondos; asimismo, los fondos de especulación del mercado tendrán que repatriarse desde el extranjero a corto plazo. USDJPY había negociado a la baja durante toda la semana, aunque tras el cierre del mercado estadounidense el miércoles, descendió un 3.5% aproximadamente, y se situó en nuevos mínimos históricos de 76.50, antes de rebotar. Hay que destacar que la intervención oficial del mercado de divisas no se produjo aparentemente y que el movimiento fue consecuencia de una grave falta de liquidez entre las sesiones estadounidense y japonesa, junto con la retirada de barreras alrededor de los mínimos de 1995, la activación posterior de la detención de pérdidas y una gran repatriación de los flujos minoristas del mercado de divisas (el mercado de divisas minorista en Japón tiene un tamaño importante). Aunque habíamos sugerido que no se produciría una intervención mientras USDJPY se mantuviera por encima de 80 —ahora la pareja negocia en el rango de 70—, esta situación sugiere una probabilidad de intervención mucho más alta. Si se produce una intervención directa, creemos que el riesgo radica en que dicha intervención sea coordinada con G7/G8 y que Japón no deba realizarla necesariamente “por sí mismo”.

En bolsa habrá que estar atentos a los estimados de beneficios

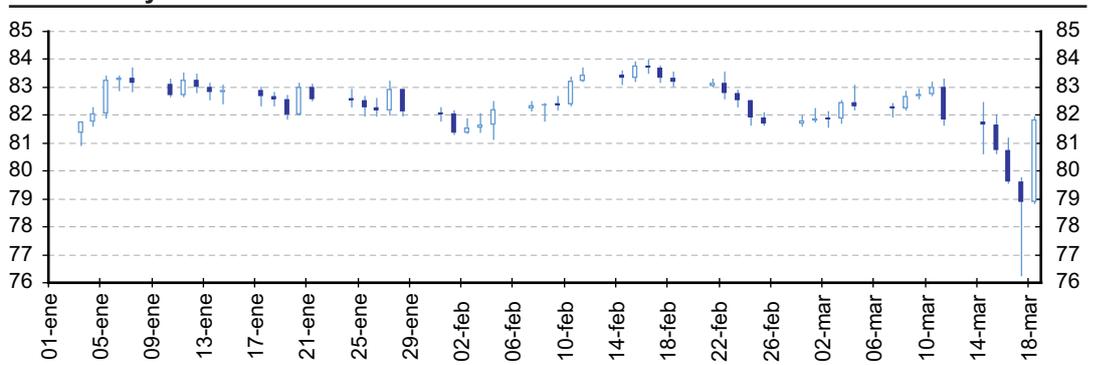
En los últimos días se han producido importantes correcciones en los principales índices bursátiles lideradas por Energía, Recursos Básicos, Tecnología e Industriales. ¿El catalizador?; Japón, sin duda, pero la situación en Magreb-Medio Oriente y previamente las expectativas alcistas sobre tipos de interés también tienen algo que decir. Mientras los mercados elucubran con el impacto de estos acontecimientos en el crecimiento económico, creemos que vamos a asistir a un deterioro del momento de beneficios al menos hasta la publicación de los resultados y guías del 1T'11, tanto en Asia, como en EEUU y Europa.

Deuda: periferia europea, energía y tramos cortos centran los movimientos

Los acuerdos alcanzados en la última cumbre de jefes de estado del 11 Marzo superaron con creces las expectativas de los mercados. La rebaja de rating de Portugal no ha hecho sino acentuar el desacoplamiento entre el comportamiento de la deuda española y portuguesa en el mercado. Por su parte, las preocupaciones sobre el accidente nuclear de Japón han provocado una fuerte ampliación tanto del CDS de Japón y de las utilities europeas con mayor exposición al sector nuclear. Por último, en los últimos días se ha producido un desplazamiento del efecto “safe haven” hacia los tramos cortos y la curva monetaria. La corrección sitúa los tipos cortos en niveles inferiores a los previos de la última reunión del BCE. Esto puede reflejar nerviosismo e incertidumbre sobre la primera subida de Abril, pero nosotros por ahora seguimos esperándola. Asumimos que si el BCE pensase retrasarla lo trasladaría previamente al mercado de manera explícita, como hizo con los preparativos para la subida, cosa que todavía no ha hecho.

Gráfico 3

Evolución yen/dólar intradiaria



Fuente: Bloomberg

- Home [➔](#)
- Destacados [➔](#)
- Calendario [➔](#)
- Datos Mercado [➔](#)

Análisis Económico

Destacados

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3218

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com
+34 91 3745887

Valoración del impacto económico del terremoto de Japón

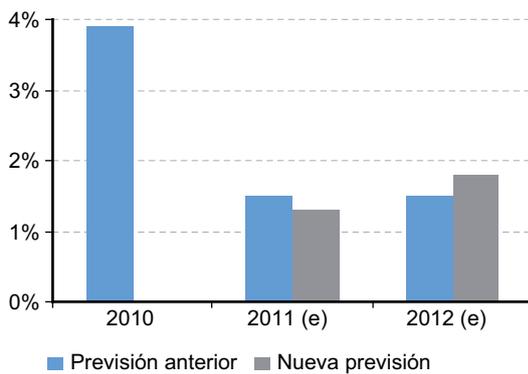
Japón se enfrenta ahora a las secuelas del terremoto de magnitud 9.0 que se produjo el 11 de marzo en el nordeste seguido de un destructivo tsunami. La pérdida de vidas y los daños materiales han sido enormes, con más de 5.000 muertos y la pérdida directa de infraestructuras que representan el 3% del PIB. La región más golpeada supone aproximadamente un 7% del PIB nacional de Japón y es una base agrícola además de ser un centro de fabricación de automóviles. Aunque las estimaciones son todavía muy inciertas, prevemos que el impacto económico global será moderado. Es probable que el crecimiento del PIB en 2011 se quede 0,2 pp por debajo de nuestro escenario central del 1,5%. Sin embargo, cabe esperar que el gasto de la reconstrucción eleve el crecimiento del PIB en 0,3 pp en 2012 (Gráfico 4). Mientras tanto, la inflación subirá temporalmente debido a la reducción de la oferta.

En el plano fiscal, el gasto extrapresupuestario para los trabajos de socorro y ayuda humanitaria empeorará la posición fiscal de Japón. El gobierno tendrá que posponer los planes de consolidación fiscal a los que había dado prioridad anteriormente debido a la alta ratio de deuda pública del país (aproximadamente el 200% del PIB en términos brutos). Una de las principales fuentes de incertidumbre es el riesgo de desastre nuclear, que ha incrementado los temores y ha generado volatilidad en los mercados financieros (la bolsa japonesa ha bajado hasta ahora un 11%). El yen se disparó brevemente hasta casi 76 yenes por dólar estadounidense el jueves, cuando la repatriación de capital tras el terremoto contribuyó a aumentar las presiones de apreciación; sin embargo, esta apreciación debería ser temporal, pues el gobierno está tomando medidas coordinadas con otros bancos centrales del G7 con el fin de estabilizarlo.

En este momento, se prevé que el impacto económico sobre el resto de las economías asiáticas será limitado. A medida que se ponga en marcha la reconstrucción, algunos países podrían experimentar un aumento de sus exportaciones para satisfacer las necesidades de energía de Japón en caso de que se prolongue el cierre de las instalaciones nucleares, o para rellenar un vacío temporal en los mercados internacionales. Por otro lado, podría producirse un impacto negativo por las interrupciones de las cadenas de suministro y/o los flujos de inversión procedentes de Japón. La pronunciada venta de activos en los mercados de valores de la región es un recordatorio de las incertidumbres.

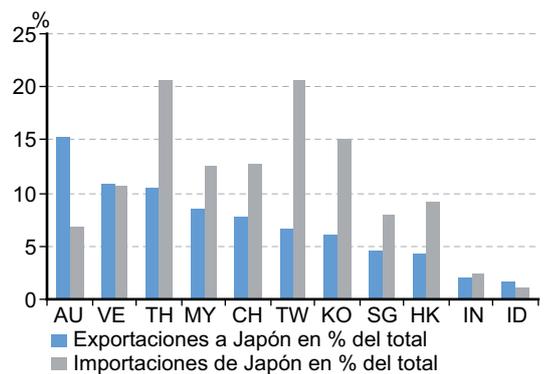
Más allá de la región, podrían producirse algunas ventas de valores del Tesoro de EE.UU., pero serían de corto recorrido. Los precios del crudo se enfrentarán a corto plazo a presiones bajistas derivadas de la caída de la demanda debido a los cortes que se han producido en las refinerías y al descenso de la actividad, pero debería repuntar a medio plazo a medida que la actividad se recupere y el suministro de electricidad basada en la energía nuclear se sustituya por los hidrocarburos.

Gráfico 4
Japón: Crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5
Exposición del comercio de los países asiáticos a Japón a fecha de 2010



Fuente: CEIC, Haver Analytics, y BBVA Research

- Home →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos Mercado →

Análisis Económico

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

Sistemas Financieros
Ana Rubio González
arubiog@grupobbva.com
(+34) 91 534 33 42

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

Portugal tiene que aprobar las medidas anunciadas

La semana pasada, Portugal anunció medidas adicionales de consolidación fiscal para este año, equivalentes al 0,8% del PIB. El gobierno no ha cambiado su objetivo de déficit, pero con las nuevas medidas será más probable llegar al objetivo actual (4,6%) aunque algo vaya mal. Además, anunció medidas específicas para lograr sus objetivos en 2012-13, que hasta ahora se habían establecido en el 3% y el 2% del PIB, pero sin medidas concretas que los respaldaran. En combinación con la acción fiscal, también se han dado pasos para definir las reformas estructurales, un asunto vital para Portugal, cuyos problemas son principalmente la falta de productividad y crecimiento, más que problemas puramente fiscales, pues sus niveles de déficit y de deuda se hallan claramente por debajo de los de otros países periféricos.

Las medidas anunciadas son globales y parecen lo suficientemente enérgicas como para convencer a sus socios de la zona euro de que se están dando pasos serios. Sin embargo, el problema que se presenta ahora tiene dos vertientes: por un lado, el gobierno no tiene mayoría para aprobar por sí mismo las reformas, mientras que por otro, el partido de oposición del centro derecha ha dicho que no apoya el paquete de medias con el argumento de que el ajuste es demasiado fuerte. Por otra parte, los diferenciales siguen siendo todavía demasiado altos, y está claro que muchos participantes del mercado no confían en las perspectivas de crecimiento y están convencidos de que Portugal necesita un rescate.

A corto plazo se vislumbran dos escenarios posibles: o bien Portugal consigue aprobar las nuevas medidas rápidamente y las presenta en la cumbre que se celebrará la próxima semana (con lo que recibiría algún respaldo de sus socios de la zona euro, posiblemente en forma de compromiso de compra de bonos portugueses en el mercado primario, compromiso que abriría el camino para que se relajaran algo los diferenciales), o bien no consigue aprobar las medidas, en cuyo caso se daría por hecho la solicitud de dinero del EFSF, ya sea antes o después de unas elecciones anticipadas. Parece que en este momento el deseo de los dos partidos mayoritarios sería evitar la convocatoria de elecciones, de modo que el primer escenario parece más probable para el futuro inmediato.

Supuestos de la prueba de estrés de los bancos europeos

La Autoridad Bancaria Europea (ABE) ha publicado hoy los escenarios macroeconómicos y la metodología de la prueba de estrés de 2011. Los supuestos están en línea con las expectativas del mercado y son similares a los del ejercicio de 2010: los escenarios europeos blandos no aumentarán la credibilidad a priori de las pruebas. Sin embargo, una vez más, el escenario español es más estricto que el de otros países.

Por otro lado, el ejercicio es más estricto que el del año pasado, ya que utiliza como referencia el core capital y no el capital básico (tier 1). Sin embargo, no se ha revelado la definición concreta de core capital ni su nivel mínimo. Por otra parte, el ejercicio es blando, ya que el estrés no se basa en el riesgo de mercado de las carteras de inversión de renta fija disponibles. Este hecho podría penalizar a las instituciones españolas, que no han reclasificado los activos de la cartera de negociación en estas carteras tanto como sus pares europeos.

El ejercicio se llevará a cabo entre marzo y abril. El 13 de abril los bancos tendrán que proporcionar a sus reguladores nacionales la información necesaria, y la publicación final de la prueba de estrés está prevista para junio, después de que se efectúe una amplia revisión.

Gráficos 6

Diferencial de la rentabilidad de los bonos del gobierno a 10 años frente al bono alemán

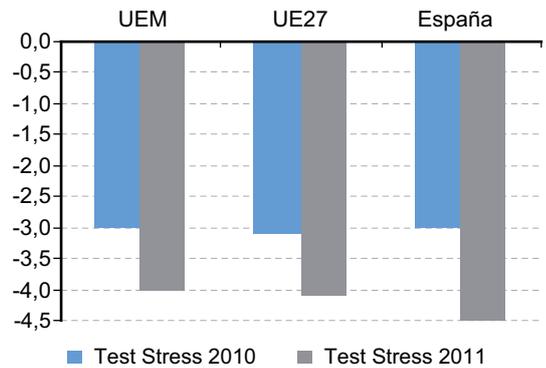
- Home →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos Mercado →



Fuente: Bloomberg

Gráficos 7

Caída acumulada del PIB después de dos años (desviación del escenario central, %)



Fuente: BBVA Research

Análisis Económico

Calendario: indicadores

Europa

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 3747938

EE.UU.

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 538

Asia

Serena Wang
serena.wang@bbva.com.hk
(+852) 2582 3194

Zona euro: PMI compuesto (marzo, 24 de marzo)

Previsión: 57,8	Consenso: 58,4	Anterior: 58,2
------------------------	-----------------------	-----------------------

Comentario: se prevé que el índice de gerentes de compra compuesto caerá en marzo, tras el repunte observado a comienzos del año, debido al impacto negativo que han tenido en la confianza económica tanto el movimiento alcista de los tipos anunciado por el BCE como el desastre de Japón. Esto implicaría un aumento de la incertidumbre con respecto a las perspectivas económicas de los próximos meses. A pesar de la caída prevista, las cifras siguen indicando que la recuperación se ha intensificado en el 1T. Entre los componentes, vemos una mayor caída en la confianza de la industria, mientras que la confianza de los servicios debería ser más sólida. **Repercusión en los mercados:** una fuerte caída en los datos del índice de gerentes de compras afectaría negativamente a los mercados, pues el deterioro de la confianza podría lastrar la recuperación en los próximos meses.

Zona euro: M3 (febrero, 25 de marzo)

Previsión: 1,6% a/a	Consenso: 1,7 % a/a	Anterior: 1,5% a/a
----------------------------	----------------------------	---------------------------

Comentario: se prevé que los datos del crédito de la zona euro correspondientes a enero reflejarán un comportamiento del crédito todavía lento. Se prevé asimismo que la M3 se mantendrá prácticamente plana en febrero, interrumpiendo así el ritmo de caída observado en los últimos meses. Entre los distintos componentes, se cree que los préstamos a las familias se habrán seguido incrementando, acelerándose con respecto a las tasas de crecimiento observadas en el último año. Sin embargo, los créditos a empresas no financieras podrían haberse mantenido planos después del considerable repunte observado en enero. **Repercusión en los mercados:** unos resultados mejores de lo previsto se verían como una señal de que el crédito por fin se está recuperando, pero también podrían interpretarse como un indicio de que el BCE adoptará una postura más estricta.

EE.UU.: demandas iniciales de desempleo (19 de marzo, 24 de marzo)

Previsión: 375.000	Consenso: 383.000	Anterior: 385.000
---------------------------	--------------------------	--------------------------

Comentario: las condiciones del mercado de trabajo mejoran poco a poco. En los últimos tres meses, la tasa de desempleo registró una caída de 0,9 puntos básicos, del 9,8% al 8,9%, y el sector privado creó 222.000 puestos nuevos en febrero. Como consecuencia, también han caído las solicitudes de demandas iniciales de desempleo. En concreto, las demandas iniciales de desempleo de las últimas 4 semanas indican que en la semana que terminó el 11 de marzo hicieron la demanda inicial de desempleo 386.000 personas, la cifra más baja que se registra desde julio de 2008. Creemos que la mejora gradual de los mercados de trabajo va a continuar y, por consiguiente, anticipamos esta semana un ligero descenso de las demandas, tanto iniciales como continuadas. **Repercusión en los mercados:** si las demandas iniciales de desempleo cayeran por debajo de 365.000, implicaría que se ha producido una notable mejora en las condiciones del mercado de trabajo y un mayor optimismo en los mercados financieros.

EE.UU.: pedidos de bienes duraderos (febrero, 24 de marzo)

Previsión: 0,5% m/m	Consenso: 1,0% m/m	Anterior: 3,2% m/m
----------------------------	---------------------------	---------------------------

Comentario: en enero, los pedidos nuevos de bienes duraderos subieron un 3,2% m/m después de tres meses de caídas. Sin embargo, cuando se excluyen los equipos de transportes (que incluyen los aviones no relacionados con la defensa), los pedidos nuevos cayeron un 3,0%. Los pedidos nuevos de aviones civiles y piezas subieron un 5,137% m/m, de modo que en enero, el mayor incremento de los pedidos de bienes duraderos se debió a estos bienes volátiles. Prevemos que los pedidos nuevos de bienes duraderos habrán seguido aumentando en febrero, pero a un ritmo más lento. **Repercusión en los mercados:** unos pedidos de bienes duraderos más fuertes de lo previsto apuntarían a una actividad económica más sólida en los meses siguientes y por tanto afectarían positivamente a los mercados financieros.

Singapur: inflación de los precios al consumo (IPC) (febrero, 23 de marzo)

Previsión: 5,7% a/a	Consenso: 5,2% a/a	Anterior: 5,5% a/a
----------------------------	---------------------------	---------------------------

Comentario: tras la significativa sorpresa al alza del mes pasado, se prevé que la inflación se mantendrá alta en Singapur debido al aumento de los precios internacionales del petróleo, los costes del transporte y el alquiler de las viviendas. Las presiones de demanda son cada vez más evidentes. **Repercusión en los mercados:** si el valor de la inflación se situara por encima de lo previsto, podrían aumentar las expectativas de que la Autoridad Monetaria de Singapur acelere el ritmo de apreciación de la moneda en su próxima reunión semestral, que se celebrará en abril.

Datos de los Mercados

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual	
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,31	0	0	3	
		Tipo 2 años	0,58	-6	-24	-40	
		Tipo 10 años	3,27	-13	-35	-42	
	EMU	3-meses Euribor	1,17	0	8	53	
		Tipo 2 años	1,61	-4	23	61	
		Tipo 10 años	3,18	-3	-5	7	
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,413	1,8	4,3	4,4	
		Libra-Euro	0,87	1,2	3,6	-3,0	
		Franco Suizo-Euro	1,28	-0,9	-1,9	-11,0	
	América	Argentina (peso-dólar)	4,04	0,3	0,4	4,5	
		Brasil (real-dólar)	1,67	0,6	0,2	-6,8	
		Colombia (peso-dólar)	1874	0,2	-1,9	-1,8	
		Chile (peso-dólar)	483	0,8	1,8	-8,7	
		México (peso-dólar)	12,05	1,0	-0,4	-4,2	
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,76	-0,1	-0,1	-2,5	
		Japón (Yen-dólar)	81,18	-0,9	-3,0	-10,1	
	Asia	Corea (KRW-dólar)	1126,65	0,1	0,8	-0,7	
		Australia (AUD-dólar)	0,993	-1,9	-0,6	8,4	
	MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)		114,6	0,7	10,4	43,5
		Oro (\$/onza)		1419,5	0,1	3,3	28,2
Metales		606,1	-1,1	-2,5	20,1		
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10350	-0,5	-6,3	-5,8	
		EuroStoxx 50	2804	-2,8	-8,4	-3,2	
		EE.UU. (S&P 500)	1285	-1,4	-3,8	10,8	
	América	Argentina (Merval)	3291	-3,3	-7,2	38,2	
		Brasil (Bovespa)	67232	0,8	-0,5	-2,3	
		Colombia (IGBC)	14526	-0,1	0,3	21,9	
		Chile (IGPA)	20683	-0,2	-4,5	17,3	
		México (CPI)	35668	-1,2	-3,8	8,0	
		Perú (General Lima)	20790	-4,6	-8,8	41,1	
		Venezuela (IBC)	69875	2,9	5,0	24,0	
	Asia	Nikkei225	9207	-10,2	-14,8	-14,9	
		HSI	22300	-4,1	-3,7	4,3	
	Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	102	-1	6	24
Itraxx Xover			404	7	11	-23	
CDS Alemania			45	-3	-8	16	
Riesgo Soberano		CDS Portugal	542	27	89	414	
		CDS España	223	-34	-26	115	
		CDS EE.UU	43	-1	-4	---	
		CDS Emergentes	222	9	1	4	
		CDS Argentina	658	28	16	-260	
		CDS Brasil	118	4	1	-2	
		CDS Colombia	119	4	-1	-23	
		CDS Chile	71	3	-9	-7	
		CDS México	113	5	-3	5	
		CDS Perú	121	5	8	3	

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](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

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.