

# Observatorio Semanal Global

Madrid, 30 de mayo 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

**Leanne Ryan**  
 leanne.ryan@grupobbva.com  
 +34 91 537 84 32

## La desaceleración en el punto de mira

Los datos económicos recientes sugieren que la actividad de la UEM se está desacelerando ya en el 2T11 en línea con nuestras previsiones, mientras que en EE. UU., la composición del crecimiento del 1T fue menos sólida (menos consumo privado y más reposición de inventarios), a la vez que aumentan los indicios de un repunte inferior al esperado en el 2T. El PMI compuesto de la zona euro cayó en mayo más de lo previsto, hasta 55,4 (desde 57,1), impulsado principalmente por la producción manufacturera, mientras que el sector servicios también se desaceleró. Además, en EE.UU. la ligera tendencia al alza observada en las demandas de empleo, apunta a un mercado de trabajo más débil. El ritmo de actividad económica también muestra algunos signos de moderación en América Latina en el 2T11. La contracción de Japón está perjudicando a la actividad manufacturera mexicana, mientras que los datos de las ventas minoristas y del desempleo son coherentes con la moderación de la demanda interna.

### Grecia hace esfuerzos adicionales

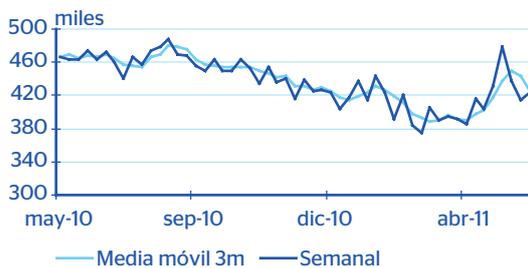
El gobierno griego ha anunciado medidas adicionales por valor de 6.400 millones de € para lograr el objetivo fiscal de 2011. Además, el gabinete griego también está debatiendo la estrategia fiscal a medio plazo, correspondiente al periodo 2012-2015. Asimismo, el gobierno ha dado algunos detalles del programa de privatización previsto (que se considera la piedra angular del programa). El Parlamento debe llegar a un acuerdo sobre estas medidas a principios de junio para conseguir el paquete de ayuda de la UE y del FMI. En nuestra opinión, la opción más probable a corto plazo es que el FMI y la UE amplíen el apoyo financiero a Grecia con condiciones muy estrictas.

### Los responsables del BCE abogan por la normalización de los tipos de interés

En la UEM, las expectativas de movimientos alcistas de los tipos en 2011 se han moderado recientemente en vista de que el riesgo soberano pueda incidir en las decisiones del BCE. Pero, en contra de esto, los comentarios de los responsables del BCE (sobre todo Draghi) se mantienen en la línea ortodoxa, dando validez así a su enfoque preventivo ("...hay una mayor necesidad de proceder con la normalización de la política monetaria").

**Esta semana:** en EE. UU., las cifras de empleo de abril y el ISM manufacturero de mayo darán más claves acerca del grado de moderación. En la UEM se conoce el IPC armonizado de mayo.

Gráfico 1  
**Demandas de desempleo de EE. UU.**



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2  
**PMI manufacturero de la zona euro**



Fuente: Bloomberg

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

## Destacados

### Japón: fuerte repunte en marcha a pesar de la contracción por el terremoto

La economía japonesa sigue ajustándose después del terremoto del 11 de marzo.

### Los países de América Latina tienen margen de maniobra para limitar los riesgos

Los Bancos Centrales intensifican sus esfuerzos por limitar el riesgo de inflación, mientras que las amplias reservas de divisas y los ahorros fiscales podrían paliar el impacto de los precios del petróleo.

### Las agencias de calificación muy activas con respecto a la deuda soberana

Las cotizaciones de los CDS de los países europeos sugieren que los mercados financieros prevén más rebajas de las calificaciones crediticias.

**Análisis de Mercados**

**Mercados**

*Tipos de Interés Global*

*Estrategia Jefe*

**Pablo Zaragoza**  
pzaragoza@grupobbva.com  
+34 91 374 38 64

*Equity Global*

*Estrategia*

**Javier Requena**  
javier.requena@grupobbva.com  
+34 91 537 83 99

*FX Global*

*FX Latam/México*

**Claudia Ceja**  
claudia.ceja@bbva.bancomer.com  
+5255 5621 97157

**Riesgo soberano y cíclico continuarán siendo el driver para:**

**Divisas**

Durante la semana pasada, las dinámicas en el mercado global de divisas estuvieron determinadas por el desarrollo de la prima de riesgo soberana y cíclica. Por una parte, -pese a las medidas de recorte presupuestal anunciadas por Grecia a principios de la semana- se mantuvo la incertidumbre sobre la posibilidad de una reestructura de deuda. Por otro lado, los indicadores económicos sorprendieron a la baja, principalmente en EEUU, con lo cual se mantuvieron las preocupaciones respecto al ciclo económico global. En este sentido, el sesgo fue más bien de aversión al riesgo, lo que resultó en una volatilidad elevada tanto en divisas core como emergentes. Con todo, el factor que más peso ejerció correspondió a las sorpresas negativas en crecimiento en EEUU, lo que resultó en un nuevo retroceso de USD frente a divisas core. De hecho, aquéllas consideradas como activo refugio y/o funding se apreciaron (0.3% en el caso del JPY) mientras que el grueso de emergentes -además de mostrar mayor volatilidad- cerraron con pérdidas. Por otra parte el EUR, después de intentar romper la zona de 1.40 -donde seguimos viendo un soporte importante debido a que ya se ha presentado gran parte del cierre de posiciones no comerciales en el CFTC- cerró la semana sin cambios tan significativos.

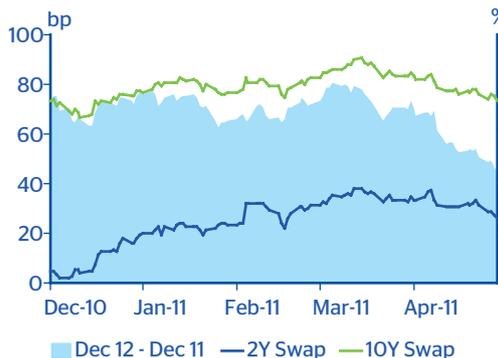
**Tipos de interés**

Las curvas euro han experimentado en las últimas jornadas una corrección bajista importante. Esta no sólo viene a confirmar el carácter transitorio que veníamos anticipando para los repuntes vistos en los tipos las semanas anteriores sino que a su vez resulta significativo porque ha afectado comparativamente más a los cortos plazos. El 2A Swap ha corregido cerca de 18 p.b. desde la semana anterior (el 10A apenas unos 8 p.b.). Destaca a su vez la correlación de este movimiento mayor del corto plazo con el propio perfil bajista en los futuros sobre el Euribor 3M sobre todo los tramos más largos (aplanamiento). En apenas 6/8 días el contrato de Dic 2012 ha corregido cerca de 30 p.b. y ya se sitúa en 2.30%, niveles no vistos desde enero. Este perfil está en parte reflejando que el mercado de alguna manera le otorga un menor margen de actuación alcista al BCE a medio plazo en plena fase de riesgo inminente de reestructuración de Grecia. Por otro lado, la moderación reciente de los datos cíclicos también está colaborando con este escenario más conservador puesto en precio en las curvas.

**Bolsas**

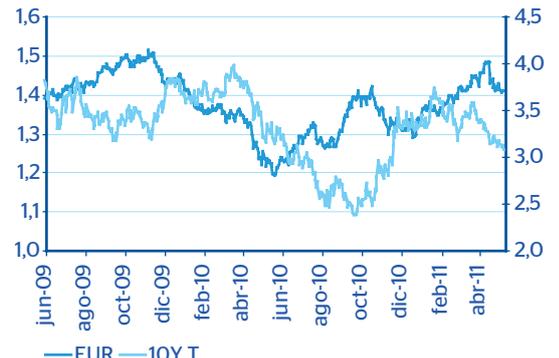
Desde comienzos de mes el EuroStoxx ha llegado acumular una caída del orden del 6%, liderada por los sectores Financiero y los relacionados con precios de materias primas, en un contexto de caída de 25pb en la TIR del Bono-10A alemán. Esto implica, "ceteris paribus", un tensionamiento de la prima de riesgo bursátil teórica claramente superior a 50pb, que refleja una cierta aversión al riesgo en las bolsas (que podría aumentar si la rentabilidad del Bund 10A perfora el 3%). Los datos macro siguen siendo la clave a corto plazo -el riesgo cíclico y el soberano se retroalimentan- junto a la estrategia de salida del QE2, los próximos test de estrés de la banca europea y la resolución al techo de deuda estadounidense. Es cierto que los BPA del consenso siguen siendo sólidos (aunque hay que decir que son un indicador retrasado de las expectativas cíclicas) y que a largo plazo seguimos siendo positivos porque apostamos por la fortaleza del ciclo global y por una solución razonable para el riesgo soberano europeo. Pero a corto plazo seguiríamos siendo algo cautos con independencia de que el actual rebote pudiera prolongarse algo más.

Gráfico 3  
**Pendiente en la curva de futuros s/3M Euribor (Dic 2012 - Dic 2011) vs 2A y 10A Swap**



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4  
**EUR y 10YT: riesgo cíclico y soberano favorecen correlación elevada**



Fuente: Datastream

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

Análisis Económico

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

Economías Emergentes  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl  
+ 56 2351 1200,

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

Destacados

**Japón: fuerte repunte en marcha a pesar de la contracción por el terremoto**

La economía japonesa sigue ajustándose tras el terremoto. Las exportaciones de abril registraron una caída del -12,7% a/a y las ventas minoristas cayeron un -4,8% a/a, tras caídas similares en marzo, por las interrupciones de la oferta, especialmente en el sector automovilístico, y la debilidad de la confianza de consumidores y empresas. El crecimiento del PIB del 1T sorprendió a la baja (-3,7% t/t anualizado, frente al consenso: -2,0%), lo que confirma una recesión técnica. Sin embargo, el impacto del terremoto en el PIB del 1T11 fue menor al producirse al final del trimestre, lo que implica que el impulso de crecimiento subyacente podría haber sido más débil de lo que se había anticipado. No obstante, hay razones para esperar un rápido repunte en la segunda mitad del año, en línea con nuestra previsión de un crecimiento del 0,5% para 2011. Las cadenas de suministro podrían reanudarse con mayor rapidez de lo que se esperaba, y los consumidores podrían estar volviendo a unos patrones de gasto más normales. A medida que se restablezcan las cadenas de suministro, la reposición de inventarios puede contribuir a un repunte de la actividad, junto con el impulso del gasto para la reconstrucción. El Banco de Japón (BdJ) mantuvo la política monetaria sin cambios en su última reunión. Prevedemos que el BdJ pondrá en marcha planes adicionales para facilitar la recuperación. Dichos planes podrían incluir una ampliación del programa de compra de activos con respecto a los 10 Bln. de yenes actuales y la dinamización de la línea especial de crédito por valor de 3 billones de yenes. También prevedemos que el gobierno aprobará un gasto adicional, pero el margen de maniobra es limitado debido a la elevadísima deuda pública.

**Los países de América Latina tienen margen de maniobra para limitar los riesgos**

Esperamos la desaceleración ordenada del crecimiento de América Latina en 2011-12, hacia un 4,5% anual. Aunque la inflación sigue siendo un riesgo, los bancos centrales recobraron su equilibrio después de cierta vacilación inicial, y ahora están retirando rápidamente los estímulos monetarios. Algunos países (Brasil, Chile) también están implementando cierto ajuste fiscal. Una de las características excepcionales de esta recuperación es el significativo aumento de los ratios de inversión en toda la región, lo que es tanto un reflejo de un mejor clima empresarial como una condición para apoyar el crecimiento futuro. La inversión directa exterior juega un papel importante en este avance. La región también ha mantenido bajo control la deuda pública y la deuda externa (todavía se mantienen en una mínima parte del PIB), mientras que el déficit fiscal y el déficit por cuenta corriente siguen siendo muy pequeños. Nuestra opinión es que la mayoría de los países de la región podrían resistir una corrección importante en los precios de las materias primas, ya que podrían utilizar sus abultadas reservas y ahorros fiscales para financiar un ajuste suave. Se trata de una combinación de oportunidades de crecimiento y riesgos limitados muy difícil de superar, pero se necesita una mirada discriminadora.

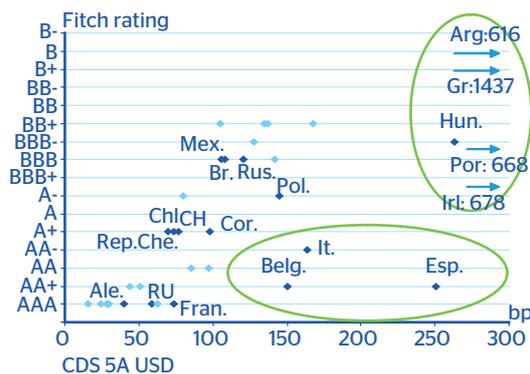
**Las agencias de calificación muy activas con respecto a la deuda soberana**

Las agencias de calificación se han mostrado muy activas en la revisión de las calificaciones crediticias soberanas recientemente. La combinación de grandes déficits públicos, altos niveles de endeudamiento, crecientes costes financieros y bajo crecimiento han llevado a las agencias a rebajar las perspectivas de un gran número de países europeos. La semana pasada, por ejemplo, S&P rebajó las perspectivas de la deuda italiana de estables a negativas, mientras que Fitch redujo también las perspectivas de Bélgica de estables a negativas. Los movimientos de las agencias de calificación tienden a estar detrás de la curva, y esta vez no es una excepción. En el Gráfico 5, los países periféricos europeos han experimentado un aumento significativamente mayor del coste del seguro contra el impago que otros países con calificaciones crediticias más bajas. Para España e Italia, los CDS a 5A se sitúan en 251 y 164 respectivamente, muy por encima de los de México y Brasil, 106 y 108 pbs respectivamente, a pesar que los primeros tienen una calificación crediticia más alta (AA y AA- vs BBB). En general, esto sugiere que los mercados prevén rebajas adicionales, a menos que los gobiernos intensifiquen sus medidas.

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

Gráfico 5

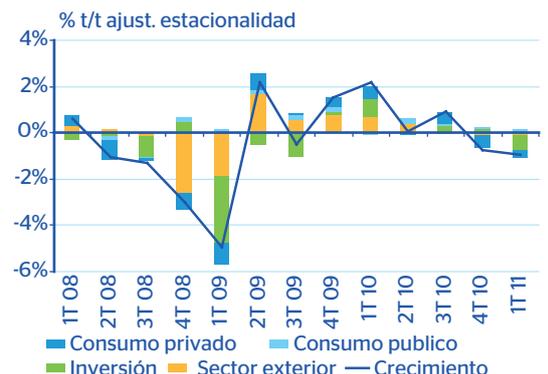
**Calificación soberana frente a los CDS en USD a 5 años**



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6

**Caída del PIB y actividad de Japón tras el terremoto**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## Análisis Económico

## Europa

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

## EE.UU.

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

## Asia

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

## Xia Le

xia.le@bbva.com.hk

## Brasil

**Enestor Dos Santos**  
enestor.dossantos@grupobbva.com  
(+34) 915376887

## Calendario: Indicadores

## Zona euro: inflación IPCA (mayo, 31 de mayo)

Previsión: 2,8% a/a	Consenso: 2,8% a/a	Anterior: 2,8% a/a
---------------------	--------------------	--------------------

**Comentario:** después de los efectos estacionales de los meses precedentes, prevemos que el índice general de precios se mantendrá relativamente estable en el 2,8% a/a en mayo. Además, los precios del petróleo han seguido moderándose en las últimas semanas, lo que ejerce cierta presión a la baja sobre nuestras previsiones, aunque creemos que debería compensarse en parte con los riesgos alcistas que se derivan de los mayores efectos indirectos. El desglose detallado no se publicará hasta la próxima semana, pero nuestras previsiones muestran que la inflación subyacente podría haberse mantenido también estable en el 1,8% a/a. **Repercusión en los mercados:** una mayor aceleración en la inflación subyacente incrementaría las preocupaciones de los mercados por unos efectos indirectos mucho mayores, que podrían dar como resultado una política monetaria más restrictiva para evitar tanto los efectos secundarios como el desanclaje de las expectativas de inflación.

## EE.UU.: índice ISM de producción manufacturera (mayo, 1 de junio)

Previsión: 59,0	Consenso: 58,0	Anterior: 60,4
-----------------	----------------	----------------

**Comentario:** el índice ISM del sector manufacturero retrocedió ligeramente (de 61,2 a 60,4) en abril, aunque se mantuvo por encima de 60 por cuarto mes consecutivo. El índice de precios ISM avanzó por quinto mes consecutivo, cifras coherentes con el aumento de los precios al consumo y los precios de la energía. Prevemos que el índice ISM manufacturero se mantendrá por encima de 55, lo que indica una continua mejora en la actividad económica. **Repercusión en los mercados:** un aumento del índice ISM manufacturero sorprendería a los mercados financieros, eliminaría en parte el pesimismo sobre el ritmo de recuperación y aumentaría las cotizaciones bursátiles.

## EE.UU.: empleo no agrícola (mayo, 3 de junio)

Previsión: 210.000	Consenso: 195.000	Anterior: 244.000
--------------------	-------------------	-------------------

**Comentario:** los empleos no agrícolas se incrementaron en 244.000 puestos, mientras que la tasa de desempleo subió hasta el 9,0% en abril. El sector privado agregó 268.000 nuevos puestos en abril. De ellos, 224.000 proceden de los sectores proveedores de servicios, mientras que los servicios de ayuda temporal retrocedieron, lo que muestra que algunas empresas privadas podrían estar más dispuestas a comprometerse con la contratación de empleados permanentes. Por otro lado, aunque el empleo no agrícola creció significativamente, el número de parados aumentó en 205.000 (en términos desestacionalizados), aumentando la tasa de desempleo (lo cual también coincide con el reciente incremento de demandas iniciales de seguro de desempleo). Prevemos que la economía de EE. UU. habrá creado 210.000 empleos nuevos en mayo, pero la tasa de desempleo se mantendrá en el 9,0%. **Repercusión en los mercados:** si el empleo no agrícola de mayo se situara muy por debajo de lo que se prevé, implicaría una desaceleración de la contratación y la actividad económica en el 2T11, lo que haría bajar las cotizaciones de la renta variable.

## China: PMI (mayo, 1 de junio)

Previsión: 51,9	Consenso: 51,6	Anterior: 52,9
-----------------	----------------	----------------

**Comentario:** prevemos que el índice de gerentes de compras (PMI) seguirá moderándose en mayo, ya que varios indicadores de actividad recientes apuntan a la moderación del crecimiento. Una tendencia a la moderación en el PMI serían buenas noticias para las autoridades, que han estado tratando de contener la inflación y evitar el recalentamiento mediante el ajuste monetario. Aunque algunos participantes del mercado han expresado temores de un aterrizaje brusco, el PMI debería seguir bien firme dentro de la zona de expansión (más de 50 puntos), indicando así un aterrizaje suave. **Repercusión en los mercados:** un valor en línea o por debajo del consenso probablemente agravaría los temores de que se produzca un aterrizaje brusco en China.

## Brasil: PIB (primer trimestre, 3 de junio)

Previsión: 1,1% t/t	Consenso: 1,2% t/t	Anterior: 0,7% t/t
---------------------	--------------------	--------------------

**Comentario:** el PIB se mantuvo fuerte en el primer trimestre. Debería haberse acelerado con respecto al 4T10, cuando avanzó un 0,7% t/t. Se prevé una moderación del consumo privado y una aceleración de las inversiones en comparación con el 4T. En términos anuales, el crecimiento debería caer del 5,0% a/a registrado en el 4T a un valor ligeramente por encima del 4,0% a/a. **Repercusión en los mercados:** consideramos que hay posibilidades de que el PIB sorprenda al alza a los mercados, pero la atención se centrará en la composición del crecimiento: si el consumo privado no se modera tal como está previsto, aumentará la presión sobre los tipos de interés futuros y sobre las expectativas de inflación.

---

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	-2	-28
		Tipo 2 años	0,48	-3	-16	-28
		Tipo 10 años	3,06	-9	-30	-23
	EMU	3-meses Euribor	1,43	-1	6	73
		Tipo 2 años	1,57	-20	-24	105
		Tipo 10 años	2,97	-9	-32	29
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,423	0,2	-3,1	15,4
		Libra-Euro	0,86	-1,0	-2,6	1,7
		Franco Suizo-Euro	1,22	-2,2	-5,5	-14,5
	América	Argentina (peso-dólar)	4,09	0,0	0,2	4,4
		Brasil (real-dólar)	1,61	-0,4	2,3	-11,8
		Colombia (peso-dólar)	1820	-0,2	2,2	-7,8
		Chile (peso-dólar)	468	0,1	1,2	-11,9
		México (peso-dólar)	11,63	0,1	0,5	-9,8
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,75	-0,3	-2,9	-3,5
	Asia	Japón (Yen-dólar)	81,00	-0,8	-1,8	-10,8
		Corea (KRW-dólar)	1082,45	0,0	0,5	-11,2
		Australia (AUD-dólar)	1,068	0,1	-1,2	26,3
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	115,2	2,5	-8,0	55,6	
	Oro (\$/onza)	1532,2	1,3	0,3	26,2	
	Metales	606,4	-0,1	-2,1	26,0	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10270	0,4	-4,4	9,0
		EuroStoxx 50	2817	-1,3	-5,4	7,7
		EE.UU. (S&P 500)	1331	-0,2	-1,8	22,1
	América	Argentina (Merval)	3272	-3,3	-3,1	50,9
		Brasil (Bovespa)	64264	2,7	-3,0	3,7
		Colombia (IGBC)	14424	2,1	1,4	18,0
		Chile (IGPA)	22992	0,8	2,1	28,3
		México (CPI)	35810	1,4	-2,8	13,5
		Perú (General Lima)	22688	4,0	26,3	56,4
	Asia	Venezuela (IBC)	80077	1,3	9,0	29,7
		Nikkei225	9522	-0,9	-1,8	-2,5
		HSI	23118	-0,4	-3,2	17,0
Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	103	3	5	-15
		Itraxx Xover	372	11	11	-184
		CDS Alemania	40	1	-4	-1
	Riesgo Soberano	CDS Portugal	678	39	11	368
		CDS España	253	-7	1	37
		CDS EE.UU	50	-1	5	---
		CDS Emergentes	219	12	12	-58
		CDS Argentina	613	16	15	-593
		CDS Brasil	108	6	-1	-29
		CDS Colombia	104	5	3	-58
		CDS Chile	70	5	10	-35
		CDS México	105	5	4	-32
		CDS Perú	127	-5	-45	-7

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.