

Observatorio Semanal

Global

Madrid, 5 de septiembre de 2011
Análisis Económico

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

Javier Amador
 javier.amadord@bbva.com
 +34 91 374 31 61

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

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

Felipe Insunza
 felipe.insunza@grupobbva.com
 +34 91 537 76 80

Preocupación por el crecimiento mundial

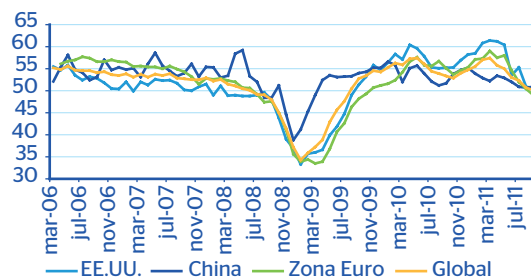
La ansiedad se ha incrementado después de que el informe sobre el empleo en EE. UU. el pasado viernes truncara las esperanzas de recuperación: la economía de EE. UU. sólo se crearon 17000 empleos privados en agosto, el resultado más débil desde que la economía empezó a crear empleo en el ciclo actual. También ha habido nuevos indicios de retroceso en la actividad manufacturera mundial. Sin embargo, el ritmo de deterioro más lento observado en agosto apunta a unas perspectivas menos pesimistas de lo que se temía (con la excepción de la zona euro). El índice de gerentes de compras global compilado por JP Morgan cayó en agosto por sexto mes consecutivo hasta situarse en 50,1 desde el 50,7 de julio, con lo que ha llegado a su nivel más bajo desde julio de 2009 y apenas se mantiene por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción. Los datos de EE. UU. y China resultaron mejor de lo previsto: el índice ISM de EE. UU. ha seguido cayendo, pero la caída ha sido menor que la anticipada y se ha mantenido por encima de 50 (50,6), mientras que el índice de gerentes de compras de China se quedó ligeramente por debajo de las expectativas, pero repuntó modestamente hasta el 50,9 después de caer durante cuatro meses consecutivos, y en nuestra opinión, sigue apuntando a un escenario de aterrizaje suave. Más preocupantes fueron las cifras de la zona euro: el PMI manufacturero definitivo se sitúa en 49,0 e indica contracción por primera vez desde septiembre de 2009.

Es probable que la Fed actúe en septiembre; el BCE cambiará a una postura neutra

Como resultado del aumento de los riesgos bajistas para la actividad, es probable que los bancos centrales reaccionen de forma significativa en septiembre. Las actas que se publicaron el miércoles con respecto a la reunión del FOMC en agosto fueron más flexibles de lo que se había previsto y mostraron un aumento de la tendencia a tomar nuevas medidas (ver Destacados). Es probable que se adopten nuevas medidas de flexibilización si las perspectivas económicas siguen deteriorándose. La acción más probable por parte del FOMC en la reunión que se celebrará el 20-21 de septiembre será anunciar el alargamiento del plazo de vencimiento promedio del balance de la Fed. Por otro lado, los comentarios que hizo Trichet el lunes ante el Parlamento Europeo marcaron un cambio importante, pues se alejan de la reciente retórica del BCE y parecen allanar el camino para un tono neutro en la declaración introductoria a la habitual reunión mensual del BCE que tendrá lugar la próxima semana (ver Destacados). Por su parte, los bancos centrales de los países emergentes continúan cambiando su foco de la inflación al crecimiento: en un movimiento inesperado, el Banco Central de Brasil recortó su tipo de interés de referencia (SELIC) en 50 pb, hasta el 12,0%, después de haberlo subido en 25 pb en la última reunión.

Gráfico 1

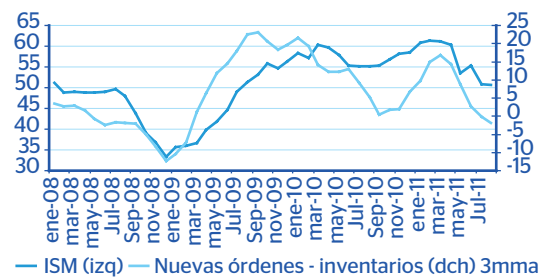
La producción manufacturera se desacelera



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2

ISM y nuevos pedidos menos inventarios



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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

Destacados

Fed: aumenta la tendencia hacia la toma de medidas

Las actas del FOMC muestran mayor disposición a la flexibilización por parte de la Fed.

El BCE da indicios de estar preparado para hacer una pausa

Los comentarios de Trichet marcaron un significativo alejamiento de la retórica reciente del BCE.

China: amplia los requisitos de reservas

En un contexto en el que los indicadores de actividad apuntan a un fuerte impulso de crecimiento.

Análisis de Mercados

Mercados

FX Global

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

Tipos de Interés Global

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

Equity Global

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

Crédito Global

Crédito Europa
Antonio Vilela
antoniovilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

Las dificultades de los bancos europeos para financiarse en dólares presionan al alza los diferenciales Libor/Ois

El comportamiento del spread que típicamente se han utilizado como medida del riesgo financiero, Libor/Ois, está mostrando un perfil diferenciado entre EE.UU y Europa. Aunque ambos han repuntado desde finales de junio, Europa lo ha hecho considerablemente más debido a que el Ois (en este caso Eonia) ha bajado reflejando expectativas de exceso de liquidez por un periodo muy largo de tiempo y probabilidades de bajadas de tipos. En EE.UU por su parte el movimiento ha sido mucho más moderado y ha venido más por ampliación del Libor (dado que los tipos están anclados en cero el rango bajista del Ois es muy limitado). Hay que destacar que esta ampliación del Libor se está dando por las dificultades que están teniendo los bancos extranjeros para financiarse en dólares, especialmente los europeos por el miedo a su exposición en la crisis de riesgo soberano.

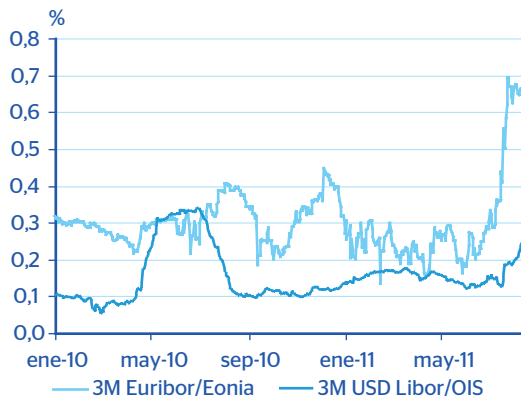
Las bolsas, más cerca de los objetivos técnicos

Creemos que para que el rebote técnico se convirtiera en un rally alcista haría falta "algo más" de lo que hemos visto hasta ahora ya que los problemas de fondo subyacen: se mantienen los riesgos soberano y de financiación de la banca en Europa (de ahí la propuesta de la ABE de autorizar la emisión de bonos a la banca garantizados por la UE) y aumenta la incertidumbre sobre la intensidad y duración de la desaceleración global y de la rebaja de los BPAs 2012. Estaríamos muy atentos a las volatilidades implícitas ya que mientras los índices VIX (S&P-500) y V2X (EuroStoxx-50) se mantengan claramente por encima de 25 y 30 Vegas, respectivamente, debe imponerse la cautela en bolsa.

Los inversores dan un respiro a los mercados de crédito, tras un mes de agosto de fuertes ampliaciones

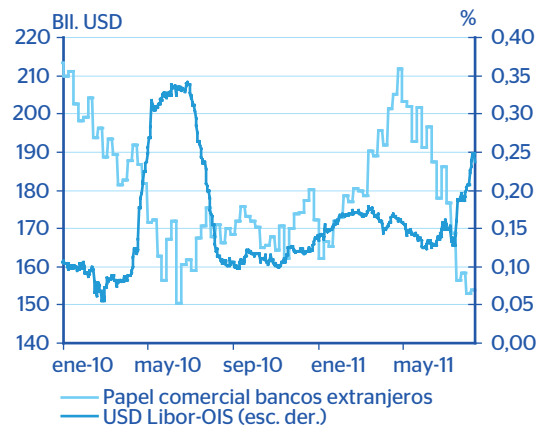
Tras un mes de agosto de fuertes ampliaciones, que pasará a la historia en los mercados de crédito por ser el peor mes de los últimos tres años, se observa una cierta relajación momentánea de los spreads de crédito. A pesar de un mejor comienzo de mes, el sentimiento generalizado de los mercados dista de ser positivo. Los inversores permanecen cautos a la espera de que se resuelvan las tres grandes incertidumbres europeas: i) la crisis soberana europea, que ya no es solo cuestión de los periféricos, ii) el desenlace del segundo rescate a Grecia iii) los retrasos en la puesta en marcha de las nuevas funciones del EFSF. Dicho esto, en lo que va de semana, se ha producido un estrechamiento generalizado de los índices sintéticos.

Gráfico 3
Diferenciales 3M Libor



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4
Volumen de CP de bancos extranjeros



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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

Análisis Económico

EE.UU.

Jeff Herzogjeffherzog@bbvacompass.com
+1 713 843 5348

Hakan Danis

hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 5382

Escenarios Financieros

Javier Amadorjavier.amadord@grupobbva.com
+34 91 374 31 61

Asia

Zhigang Lizhigang.li@bbva.com.hk
+852 2582 3162

Destacados

Fed: aumenta la tendencia hacia la toma de medidas

Las actas del FOMC describen un deterioro en la recuperación de EE. UU., por lo que se rebajan notablemente sus previsiones y se pinta un panorama sombrío de la situación actual. En particular, el estado de la economía la deja vulnerable a los efectos que puedan tener los problemas de la deuda soberana europea, el desarrollo de la austeridad fiscal en EE. UU. y las condiciones financieras de los hogares. Por otro lado, la elevada capacidad ociosa contendrá los temores de inflación durante bastante tiempo. El FOMC discutió las posibles herramientas para implementar una mayor flexibilidad en esta fase del ciclo económico: la reducción del interés sobre los excedentes de reservas, la ampliación del vencimiento medio de la Cuenta del sistema de mercado abierto (SOMA), el uso de una mayor orientación de futuro y, posiblemente, la vinculación de las decisiones a una inflación numérica o a una tasa de desempleo. A pesar de que algunos miembros del FOMC creen que la política monetaria puede ser ineficaz para combatir las rigideces a largo plazo, las actas muestran una mayor predisposición a la flexibilización por parte de la Fed, aunque creemos que por el momento no están seguros acerca de qué herramienta será la más adecuada. Teniendo en cuenta que los partidarios de la flexibilización opinan que el uso de una orientación de futuro era un paso moderado hacia una flexibilización más agresiva, podemos esperar más medidas acomodaticias si las condiciones económicas siguen deteriorándose.

El BCE da indicios de estar preparado para hacer una pausa

El BCE parece estar ahora reevaluando su política a la luz de los últimos acontecimientos, ya que los diversos cambios efectuados en su discurso hacen que la última declaración sea en general menos ortodoxa. Aunque los cambios de tono fueron significativos, el BCE no suavizó sus observaciones de que los riesgos para la estabilidad de los precios "se mantienen al alza", es decir, que la única repercusión cierta fue que (al menos) el ritmo de los movimientos alcistas de los tipos (uno cada tres meses) se desaceleraría. Sin embargo, el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento indica que el BCE tiene pocas razones para prever presiones inflacionistas en un futuro próximo. Los comentarios que hizo Trichet el lunes ante el Parlamento Europeo marcaron un cambio importante, pues se alejan de la reciente retórica del BCE y parecen allanar el camino para un tono neutro en la declaración introductoria a la habitual reunión mensual del BCE que tendrá lugar el 8 de septiembre. El cambio fundamental es que el BCE está reevaluando los riesgos inflacionistas: Trichet dijo que los riesgos inflacionistas están "en estudio" en lugar de decir que están "al alza". Además, no se incluyó la frase en la que se decía que la política monetaria "continúa siendo flexible". Estos cambios son importantes si recordamos que la comunicación del BCE en los últimos meses fue dando cada vez más la impresión de que los dos movimientos alcistas de los tipos no sólo eran preventivos sino que marcaban el comienzo de un ciclo de "normalización" de los tipos de interés (las perspectivas económicas no apoyaban esa senda, pero parecía que era el deseo del BCE a juzgar por sus mensajes). Con sus comentarios, Trichet parece estar allanando el camino para hacer un cambio hacia una valoración más neutra de los riesgos de inflación y por tanto indica que están preparados para hacer una pausa. Lo cual, junto con el empeoramiento de las perspectivas (las revisiones de las previsiones macroeconómicas de los economistas del BCE se publicarán también el 8 de septiembre) implica que es muy probable que el BCE se embarque en una pausa de la política monetaria que podría ser prolongada teniendo en cuenta la probabilidad de que las previsiones de los economistas sobre el crecimiento y la inflación se rebajen considerablemente. En nuestra opinión, al hacer eso se estaría indicando un "modo de espera".

China: amplía los requisitos de reservas

En un contexto de crecientes riesgos bajistas para la economía mundial, el último valor (agosto) del índice de gerentes de compras (PMI) muestra que la economía de China sigue siendo sólida. En particular, el PMI subió por primera vez en cuatro meses, de 50,7% en julio a 50,9 en agosto, dentro de la zona de expansión por encima de 50. Este repunte refleja una producción industrial estable y una demanda interna sólida. Aunque el resultado se quedó un poco por debajo de las expectativas (consenso: 51,0%, BBVA: 51,4%) y los nuevos pedidos de exportación cayeron a causa de la debilidad de la demanda externa, debería, no obstante, contribuir a impulsar la confianza en el impulso de crecimiento de China. Por otra parte, a comienzos de esta semana se informó de que las autoridades han ampliado la base para calcular los coeficientes de reservas obligatorias de los bancos, lo que representa un ajuste efectivo de 100-130 pb en el CRO. La medida específica, que se introducirá paulatinamente a lo largo de seis meses, consiste en incluir los depósitos de margen en el cálculo, lo que ha sido interpretado por el mercado como un esfuerzo por parte de las autoridades de tomar medidas drásticas sobre el crédito otorgado a través de letras bancarias y otras lagunas similares. Ha llegado un poco por sorpresa, ya que muchos observadores no esperaban nuevas medidas de ajuste monetario dado el aumento de las incertidumbres mundiales. Sin embargo, teniendo en cuenta que los indicadores de actividad apuntan a un fuerte impulso de crecimiento y que la inflación llegó a un máximo de 6,5% en julio, la medida puede ser comprensible y está en línea con nuestras expectativas anteriores de que se produciría una nueva subida en el CRO y un nuevo movimiento alcista de los tipos.

Home



Mercados



Calendario



Datos de Mercados



Análisis Económico

Europa

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

EE.UU.

Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

Asia

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

Calendario: Indicadores

Zona euro: ventas minoristas (julio, 5 de septiembre)

Previsión: -0,3% m/m	Consenso: -0,1% m/m	Anterior: 0,7% m/m
----------------------	---------------------	--------------------

Comentario: prevemos que las ventas minoristas habrán seguido cayendo al comienzo del 3T, ya que la incertidumbre sobre las perspectivas económicas combinada con las altas tasas de desempleo pesa sobre la confianza de los consumidores. Estas cifras significan que las ventas minoristas se quedarían por debajo de los niveles del 2T, mientras que los últimos datos preliminares no revelan ningún indicio positivo que apunte a una clara recuperación del consumo de las familias durante el resto del trimestre.

Repercusión en los mercados: una caída pronunciada en las ventas minoristas aumentaría los temores acerca de una recesión secundaria en la zona euro.

Zona euro: 2ª estimación del PIB (2T, 6 de septiembre)

Previsión: 0,2% a/a	Consenso: 0,2% a/a	Anterior: 0,8% a/a
---------------------	--------------------	--------------------

Comentario: esperamos que el crecimiento del PIB se confirme en el 0,2% t/t, lo que significa una considerable desaceleración con respecto al 0,8% t/t registrado en el 1T. El desglose del PIB probablemente no será muy satisfactorio, ya que los datos nacionales, indican que el consumo privado de la zona euro podría haberse desacelerado en el 2T más de lo que se había anticipado previamente. Además, los datos de la balanza comercial apuntan a una contribución marginal de las exportaciones al crecimiento del trimestre. En general, seguimos considerando que la fuerte demanda externa es el principal motor de actividad de la zona euro y el apoyo fundamental para la inversión. **Repercusión en los mercados:** unas cifras de crecimiento decepcionantes aumentarán los temores de los mercados acerca de la fragilidad de la recuperación, ya que se prevé que la demanda mundial seguirá desacelerándose mientras que la demanda interna no asume el liderazgo de la recuperación.

EE.UU.: índice ISM de producción no manufacturera (agosto, 6)

Previsión: 51,5	Consenso: 51,2	Anterior: 52,7
-----------------	----------------	----------------

Comentario: se prevé que el índice ISM de producción no manufacturera caerá ligeramente en agosto por tercer mes consecutivo. El descenso de la confianza de los consumidores y las crecientes incertidumbres con respecto a las perspectivas empresariales serán probablemente un lastre para la actividad del sector servicios durante el mes. A pesar del débil crecimiento del mercado de trabajo, el empleo en el sector servicios continúa superando al de otros sectores. Por consiguiente, es probable que el índice siga indicando una creciente actividad económica, si bien a un ritmo más lento. **Repercusión en los mercados:** una caída mayor de lo previsto en el índice aumentará la inquietud por la desaceleración de la recuperación.

EE.UU.: balanza comercial internacional (julio, 7)

Previsión: -54.000 mll \$	Consenso: -50.000 mll \$	Anterior: -53.000 mll \$
---------------------------	--------------------------	--------------------------

Comentario: la continuada debilidad de la economía mundial contribuirá probablemente a la ampliación de la balanza comercial correspondiente a julio. El crecimiento de las exportaciones en el sector servicios se ha desacelerado. Se prevé que las importaciones de automóviles repuntarán ahora que han desaparecido las interrupciones de la cadena de suministros provocadas por el terremoto de Japón. Además, el aumento de los precios de importación en julio habrá inflado probablemente el valor de las importaciones. Esperamos que la reducción de las exportaciones y el incremento de las importaciones hayan contribuido a un modesto deterioro de la balanza comercial. **Repercusión en los mercados:** un gran deterioro podría tener repercusiones importantes en el PIB del 3T11.

Home



Mercados



Destacados



Datos de Mercados



China: inflación de agosto (9 de septiembre)

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

Comentario: esperamos que después de haber subido a su nivel máximo en julio, la inflación se modere como consecuencia de la moderación de los precios de los alimentos y de los efectos base favorables. Dicho esto, es probable que el resultado de agosto se mantenga muy por encima del nivel de confort de las autoridades, ya que persisten las presiones inflacionistas, por lo que el BPdC tendrá que prestar una gran atención a la liquidez. De cara al futuro, prevemos que la inflación seguirá cayendo durante el resto del año, lo que dará margen a posibles medidas de estímulo en caso de que sean necesarias en vista de las incertidumbres mundiales. **Repercusión en los mercados:** un resultado de la inflación por encima de lo previsto podría reavivar las expectativas de un nuevo movimiento alcista de los tipos, expectativas que se han reducido recientemente debido a la desaceleración del crecimiento y al aumento de las incertidumbres mundiales.

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,33	1	6	4
		Tipo 2 años	0,20	1	-13	-31
		Tipo 10 años	2,06	-13	-57	-64
	EMU	3-meses Euribor	1,54	0	-6	66
		Tipo 2 años	0,53	-13	-52	-12
		Tipo 10 años	2,01	-15	-40	-35
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,421	-1,8	-0,6	10,3
		Libra-Euro	0,88	-0,9	0,7	5,2
		Franco Suizo-Euro	1,11	-4,7	1,5	-15,1
	América	Argentina (peso-dólar)	4,24	1,4	2,3	7,6
		Brasil (real-dólar)	1,64	2,1	4,6	-5,1
		Colombia (peso-dólar)	1783	-0,6	0,6	-1,4
		Chile (peso-dólar)	460	-1,3	0,2	-7,2
		México (peso-dólar)	12,38	-0,8	4,6	-4,4
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,73	-0,1	-0,5	-2,4
	Asia	Japón (Yen-dólar)	76,77	0,1	-0,2	-9,1
		Corea (KRW-dólar)	1061,88	-1,6	0,3	-9,4
		Australia (AUD-dólar)	1,066	0,8	-0,5	16,4
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	112,0	0,6	-1,1	46,1	
	Oro (\$/onza)	1877,7	2,7	13,0	50,6	
	Metales	571,7	0,7	-3,2	12,1	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	8460	3,4	-6,4	-20,2
		EuroStoxx 50	2224	1,5	-11,0	-19,0
		EE.UU. (S&P 500)	1180	0,2	-6,4	6,8
	América	Argentina (Merval)	2898	0,5	-12,4	19,6
		Brasil (Bovespa)	57239	7,3	2,2	-14,2
		Colombia (IGBC)	13403	1,5	-3,4	-4,7
		Chile (IGPA)	20447	3,4	-1,0	-5,7
		México (CPI)	35430	4,1	2,7	8,7
		Perú (General Lima)	20666	4,4	-4,0	32,7
	Asia	Venezuela (IBC)	100138	0,2	8,0	54,0
		Nikkei225	8951	1,7	-7,1	-1,8
		HSI	20213	3,2	-8,1	-3,6
Crédito (cambios en pbs)	Ind.	Itraxx Main	156	-12	29	51
		Itraxx Xover	653	-63	172	173
		CDS Alemania	76	-9	7	40
	Riesgo Soberano	CDS Portugal	957	-66	-37	658
		CDS España	376	-2	-44	153
		CDS EE.UU	51	4	-5	---
		CDS Emergentes	268	-30	51	31
		CDS Argentina	800	-31	202	-52
		CDS Brasil	144	-20	28	25
		CDS Colombia	143	-19	30	20
		CDS Chile	96	-10	24	24
		CDS México	142	-21	30	10
		CDS Perú	149	-22	24	41

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.