

Observatorio Semanal

Global

Madrid, 3 de mayo de 2011
Análisis Económico

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

Maria Martínez Álvarez
 maria.martinezalvarez@grupobbva.com
 +34 91 537 66 83

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

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

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

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

EE.UU.
Nathaniel Karp
 nathaniel.karp@bbvacompass.com
 +1 713 881 0663

La Fed mantiene su tono moderado

La última reunión sobre política monetaria de la FED confirmó una estrategia de salida muy gradual tras finalizar el programa de compra de activos, tal como se había planeado, en el 2T11 (véase el Observatorio de la FED). Este enfoque tan cauto de la política monetaria de la Fed difiere del tono ortodoxo adoptado por el BCE. De hecho, las sorpresas al alza en los datos preliminares del IPCA de abril (2,8%) aumentan la probabilidad de un movimiento alcista de los tipos en junio. La próxima semana, es probable que el BCE deje los tipos de interés sin cambios en el 1,25%, pero el banco mantendrá una postura dura y hasta es posible que indique que el próximo movimiento alcista de los tipos se producirá en junio al incluir la referencia a una "estricta vigilancia" en su declaración. También esperamos que el Banco de Inglaterra mantenga su política monetaria sin cambios, en vista de la debilidad de los últimos datos económicos. El creciente riesgo de recalentamiento en las economías emergentes ha hecho que los bancos centrales de la región estén más dispuestos a permitir la apreciación de sus divisas y a ajustar la política monetaria, pese a las incertidumbres. Creemos que la India y Filipinas subirán los tipos de interés esta semana.

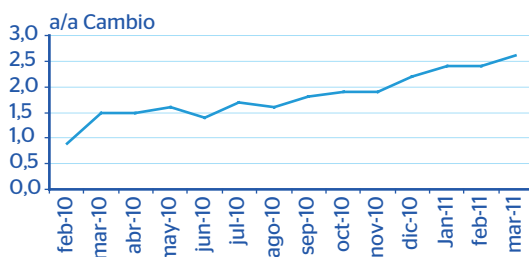
Fuerte impulso económico en emergentes y datos sólidos en los desarrollados en T1

Los positivos de los datos reales de las economías desarrolladas sugieren que la actividad económica ha sido bastante sólida en el primer trimestre del año. No obstante, el PIB del 1T de EE.UU. creció a un ritmo inferior al previsto. Además, los indicadores de confianza apuntan a cierta moderación en los próximos trimestres. La actividad y los datos de precios siguen sorprendiendo al alza en emergentes.

El flujo de noticias seguirá generando ruido en los periféricos

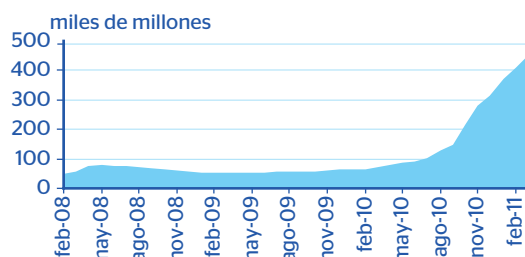
Los últimos acontecimientos políticos en Europa parecen indicar una menor disposición a proporcionar ayuda financiera a estos países. En concreto, los resultados de las elecciones finlandesas han aumentado las incertidumbres acerca del respaldo europeo al paquete de rescate portugués, que se prevé que estará listo para debate a mediados de mayo. Además, los mercados se han mostrado nerviosos y están descontando una reestructuración de la deuda griega antes de que el marco del MEE entre en vigor en 2013, después de que algunos dirigentes alemanes (incluido el ministro de finanzas) hicieran comentarios en los que se sugería esta posibilidad. En cambio, los responsables del BCE han rechazado tajantemente dicha posibilidad, y han indicado el peligro de desencadenar una crisis bancaria. En nuestra opinión, este ruido mantendrá altas las primas de riesgo de la periferia hasta que la UEM aborde los problemas de solvencia de los países periféricos. **Esta semana** el principal foco de atención de los mercados serán las cifras de abril del ISM y de empleo en EE.UU. y el índice de gerentes de compras de China, junto con el Consejo del BCE. Nuestras previsiones son que continuará la tendencia positiva de estos indicadores, aunque a un ritmo más lento en el caso de EE.UU.

Gráfico 1
Estimaciones del IPC de la zona euro



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2
Total de depósitos de Hong Kong en RMB



Fuente: Bloomberg

Mercados →

Destacados →

Calendario →

Datos de Mercados →

Destacados

Se mantiene la vigilancia sobre el ritmo de internacionalización del RMB de China

Aumentan las operaciones de liquidación comercial y los depósitos off-shore en RMB.

El techo de deuda de EE.UU. crea ruido a corto plazo...

...pero las propuestas presupuestarias son un primer paso hacia una consolidación.

Fuerte regreso de los bancos europeos a los mercados primarios

Las entidades financieras españolas han emitido más de 30.000 millones de euros este año.

Análisis de Mercados

Tipos de Interés, FX y Commodities

Tipos de Interés Global

Jefe Estratega

Pablo Zaragoza

pzaragoza@grupobbva.com

+34 91 374 38 64

Tipos de Interés Europa y EE.UU.

José Miguel Rodríguez Delgado

josemiguel.rodriguez@grupobbva.com

+34 91 374 68 97

Divisas Global

Jefe Estratega

Dustin T. Reid

Dustin.Reid@bbvanyc.com

+1 212 7281707

Equity Global y Crédito

Estrategia

Javier Requena

javier.requena@grupobbva.com

+34 91 537 83 99

Mercados

El riesgo asociado a Grecia lleva a la pendiente Euro hasta niveles mínimos

Los comentarios sobre una "potencial" reestructuración de la deuda griega han sido el principal "driver" de la curva euro en las últimas semanas. Esto, unido al poco volumen de los últimos días (Semana Santa), ha provocado que el mercado esté descontado una mayor probabilidad de que se produzca un "haircut", llevando el 2A griego hasta niveles del 23%. Esto ha generado algo de efecto contagio a otros periféricos como España o Italia y el 10A alemán ha recogido el "efecto refugio". Mientras tanto los tramos cortos han permanecido más al margen y han seguido mostrando más sensibilidad hacia los datos de precios (el último dato de inflación de abril ha sido el más alto de los últimos dos años).

En Estados Unidos la curva de Treasuries también ha recogido este efecto refugio pero de manera más paralela, y aunque los tipos han corregido cerca de 20 pb la pendiente 2/10A se ha mantenido relativamente constante. Las declaraciones de Bernanke tras la última reunión siguen mostrando un perfil "dovish" que mantendrá los tramos cortos en estos rangos, mientras que los largos pueden ganar sensibilidad al riesgo fiscal y al debate sobre la ampliación del techo de deuda.

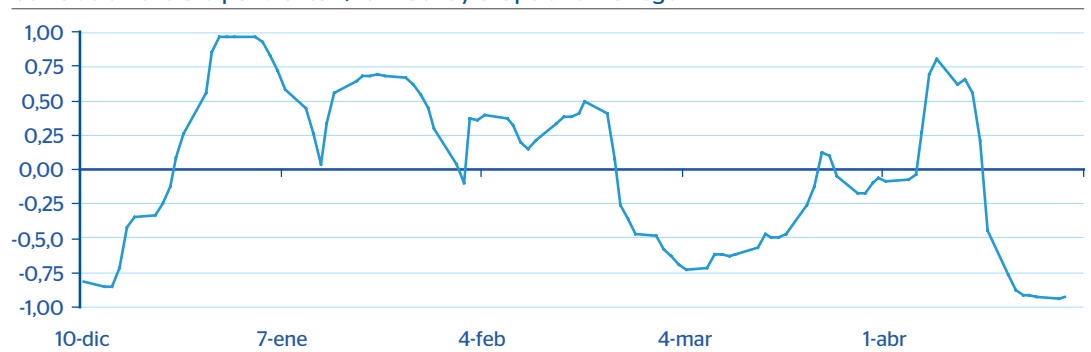
La declaración del FOMC sugiere mayor debilitamiento del USD a corto plazo

Seguimos previendo un caída del EURUSD respecto del nivel actual dado que el mercado ya tiene posiciones excepcionalmente largas en EURUSD y las expectativas de nuevas subidas de tipos por parte del BCE durante 2011 ya estarían descontadas por el mercado. Los diferenciales entre la deuda pública de EE. UU. y la de Alemania a 10 años se han contraído con mayor celeridad y los precios del petróleo se han mantenido elevados por más tiempo del esperado. Esto, sumado a la rotación de capitales desde divisas tradicionalmente utilizadas para financiar operaciones de carry trade en favor del USD debido a un mayor apetito por el riesgo con mínimas expresiones alcistas por parte de la Fed, deja entrever algunos riesgos para nuestra previsión a corto plazo del cruce EURUSD. Por otra parte, a menos que la acción de la Fed el miércoles desencadene una corriente masiva de recogida de beneficios en posiciones cortas en USD (algo que no prevemos), no nos sorprendería que continúen los movimientos de capitales hacia divisas de elevado "yield" y de mercados locales. En América Latina, el BRL, el MXN, el COP y el CLP se han revalorizado considerablemente y ha habido escasa intervención por parte de los organismos reguladores de los respectivos países. Mientras los organismos reguladores no intervengan de forma activa, todo parece indicar que la Fed continuará con su política de otorgamiento de amplia liquidez, lo que facilitaría que continúen las operaciones de carry trade, probablemente en contra del USD.

Los resultados ganan momento pero dólar y riesgo soberano "lastran" a Europa

El futuro del S&P-500 parece querer poner a prueba la resistencia a largo plazo situada en 1.370-1.400 puntos, liderada por los sectores cíclicos (Tecnología, Consumo e Industriales), debido a la confluencia de tres factores: 1) las declaraciones de la Reserva Federal estadounidense que vienen a suponer al menos 6 meses más de tipos ultra-bajos; 2) la extrema debilidad del dólar estadounidense que supone un motor para los resultados empresariales en EEUU; y 3) la mejora del momento de los resultados 1T11 que vamos conociendo a medida que vamos conociendo más compañías. El comportamiento del EuroStoxx es también positivo, aunque tiene el lastre de la debilidad del dólar y del aumento del riesgo soberano derivado de la posible reestructuración de la deuda griega.

Gráfico 3

Correlación entre la pendiente 2/10 A Govt y el tipo a 10A Griego

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Home



Destacados



Calendario



Datos de Mercados



Análisis Económico

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

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

Escenarios Financieros
Maria Martínez Álvarez
maria.martinezalvarez@grupobbva.com
+34 91 537 66 83

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com
(+34) 91 537 8432

Destacados

Se mantiene la vigilancia sobre el ritmo de internacionalización del RMB de China

Como muy bien se ha publicitado, China se ha embarcado en la iniciativa de internacionalizar el uso de su moneda, el RMB (véase Observatorio Económico: Liquidación comercial transfronteriza en RMB). Desde el lanzamiento de esta iniciativa en 2008, el valor de las operaciones de liquidación comercial y los depósitos off-shore en RMB se ha incrementado de forma constante. Según los últimos datos correspondientes al 1T11, el valor de las operaciones de liquidación transfronteriza en RMB ascendió a 360.300 millones de RMB, lo que supone un incremento del 13,9% con respecto al trimestre anterior y aumenta la cuota del comercio de China liquidado en RMB hasta el 7%, en comparación con la cifra de todo 2010, que fue tan sólo un 2,5%. Por otro lado, el tamaño de los depósitos de RMB en Hong Kong, el principal centro de RMB off-shore, se ha incrementado nuevamente hasta situarse por encima de los 400.000 millones de RMB en febrero, lo que supone que sólo desde el tercer trimestre del año pasado se ha duplicado (sin embargo, gran parte de este fenómeno puede ser reflejo de las expectativas de apreciación monetaria, más que de su uso en la liquidación comercial). En cuanto a la política monetaria, las autoridades están considerando la adopción de diversas medidas para profundizar el uso del RMB en el extranjero, entre las que se incluyen: (i) la ampliación del programa piloto existente para cubrir más regiones dentro de China (desde las 20 provincias/ayuntamientos actuales), (ii) la facilitación de otros centros de RMB off-shore, especialmente Singapur, (iii) incentivos para el desarrollo de productos financieros adicionales en Hong Kong denominados en RMB, y lo más importante en nuestra opinión, (iv) una posible moderación de las restricciones sobre las entradas de RMB para la inversión directa exterior (no se han anunciado los detalles). La emisión de bonos en RMB continúa en Hong Kong a un ritmo estable y, por primera vez, en la bolsa de Hong Kong se han emitido acciones denominadas en RMB (Fideicomiso de Inversión Inmobiliario Hui Xian).

El techo de deuda de EE.UU. crea ruido a corto plazo

La amenaza que hizo la semana pasada Standard & Poor's de rebajar la calificación crediticia AAA de Estados Unidos añadió más presión al debate presupuestario y el techo de deuda de EE.UU. S&P citó el "mayor riesgo" de que los "retos fiscales a medio y a largo plazo" no se resolverían como la causa de la revisión a una perspectiva negativa. De hecho, el debate sobre el presupuesto y la situación del techo de deuda están provocando un largo juego de tira y afloja entre demócratas y republicanos, pero las propuestas presupuestarias que hicieron los dos partidos en las últimas semanas fueron el primer paso hacia una posible consolidación. La diferencia principal entre las propuestas de ambos partidos es que la de los republicanos tratan de recortar costes, mientras que la propuesta del presidente Obama trata de aumentar los ingresos. En términos generales, el objetivo de Obama es hacer recortes por valor de 4 billones de dólares a lo largo de 12 años, mientras que la propuesta de Paul Ryan pide hacer recortes por valor de 6 billones de dólares en 10 años. Aunque la política arriesgada aumenta la ratio señal-ruido, creemos que a la larga el proceso tenderá hacia recortes creíbles. En lo que respecta al techo de deuda, aunque es posible que los políticos retrasen la toma de decisiones ampliando temporalmente el techo de deuda en pequeñas cantidades, al final soltarán el gatillo debido a la agitación asociada que produce en los mercados.

Fuerte regreso de los bancos europeos a los mercados primarios

En el último trimestre se ha producido un considerable aumento de las emisiones de los bancos europeos. En particular, algunos bancos y cajas de ahorros españoles aprovecharon la oportunidad que se abrió tras la reducción y estabilización de las primas de riesgo y han emitido más de 30.000 millones de euros desde el inicio del año. No obstante, sólo un selecto grupo de entidades españolas han podido recurrir a los mercados primarios, lo que supone en torno al 40% del sistema financiero español. Este repunte de la actividad en colocaciones para algunas entidades españolas tiene unas características específicas: 1) la mayoría de las nuevas emisiones gira en torno a los "Covered Bonds", que ofrecen una mayor protección a los tenedores de bonos que la deuda senior no garantizada, 2) los diferenciales de la emisión son amplios en comparación con los diferenciales históricos, pero las emisiones se han colocado a mejores precios a medida que avanzaba el trimestre, y 3) los vencimientos son un poco más largos que en los meses anteriores. Con respecto al resto de la UEM, hasta ahora sólo las instituciones más fuertes han podido vender sus bonos (en línea con la situación de España), pero en algunos casos a precios más bajos. No hay duda de que la reciente actividad de emisión permitirá a las instituciones manejar las grandes cantidades de deuda que se refinanciarán este año con comodidad. En este contexto, la tendencia positiva de los mercados se mantendrá mientras el riesgo soberano sea limitado, aunque los mercados seguirán siendo sensibles, ya que existe el riesgo de que algunos acontecimientos futuros puedan decepcionar.

Home	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos de Mercados	→

Análisis Económico

Europa

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

EE.UU.

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

Asia

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

Calendario: Indicadores

Zona euro: precios mayoristas industriales (marzo, 3 de mayo)

Previsión: 0,6% m/m

Consenso: 0,6% m/m

Anterior: 0,8% m/m

Comentario: se prevé que los precios mayoristas se habrán incrementado en marzo, pero a un ritmo más lento que en los meses anteriores debido a la moderación del aumento de los precios de las materias primas. No obstante, la inflación industrial debería haber repuntado en el conjunto del primer trimestre (especialmente debido al fuerte aumento de enero), lo que en combinación con una demanda interna más sólida, a la larga podría dar como resultado unos efectos inflacionistas indirectos mayores de lo que se había anticipado anteriormente. **Repercusión en los mercados:** un pronunciado aumento de la inflación industrial podría alimentar los temores de efectos secundarios, lo que llevaría a los mercados a descontar una política monetaria más estricta por parte del BCE.

Zona euro: ventas minoristas (marzo, 4 de mayo)

Previsión: 0,0% m/m

Consenso: 0,1% m/m

Anterior: 0,1% m/m

Comentario: creemos que las ventas minoristas se habrán mantenido prácticamente estancadas en marzo, lo que daría como resultado un crecimiento plano en el conjunto del 1T tras la ligera caída observada en el último trimestre de 2010. Estas cifras sugieren que el consumo de la zona euro se habría mantenido débil al comienzo del año, pero sin mostrar claros signos de desaceleración y, por consiguiente, habría contribuido de forma positiva al crecimiento del PIB trimestral. **Repercusión en los mercados:** una caída pronunciada de las ventas minoristas se interpretaría en los mercados como un aumento de la incertidumbre acerca de la recuperación del consumo de las familias, consumo que se ha visto especialmente afectado en la periferia por la fuerte reducción de los gastos fiscales, lo que crearía dudas acerca de la fortaleza del aumento de la demanda.

EE.UU.: índice ISM de producción manufacturera (abril, 2 de mayo)

Previsión: 60,0

Consenso: 59,6

Anterior: 61,2

Comentario: en Marzo, el índice ISM del sector manufacturero retrocedió ligeramente de 61,4 a 61,2, siendo el duodécimo mes consecutivo que se sitúa por encima de la referencia de expansión, 50 puntos. Esto indica que el sector sigue su expansión, y su nivel actual es el cuarto más alto desde enero de 1984. Mientras que todos los subíndices (salvo el de existencias) apuntan hacia una expansión, los precios reflejan tensiones inflacionistas. Los precios subieron por cuarto mes consecutivo, y el índice alcanzó los 85 puntos. Creemos que el índice ISM del sector manufacturero retrocederá ligeramente, aunque se mantendrá muy por encima de los 50 puntos. **Repercusión en los mercados:** una caída significativa de este índice implicaría una desaceleración de los índices de producción manufacturera en el 2T11 y afectaría negativamente a los mercados financieros.

EE.UU.: empleo no agrícola (abril, 6 de mayo)

Previsión: 185.000

Consenso: 180.000

Anterior: 216.000

Comentario: en marzo, el empleo no agrícola se incrementó en 216.000 empleos, y desde febrero de 2010 la economía estadounidense ha creado 1.492.000 puestos de trabajo nuevos. Aunque el sector privado sumó 230.000 empleos, los problemas fiscales obligan a las administraciones públicas locales a despedir más empleados. Desde mayo de 2010 se destruyeron 814.000 puestos de trabajo en el sector público. Debido al sólido avance del empleo en marzo, la tasa de paro bajó de 8,9% a 8,8%, un 0,1% menos que en noviembre de 2010. La tasa de paro alternativa, que incluye a quienes están marginalmente vinculados a la población activa y que trabajan a tiempo parcial por motivos económicos, también bajó en marzo y se situó en el 15,7%. Esperamos que la actual tendencia positiva del empleo no agrícola continúe a un ritmo más lento, aunque a corto plazo el aumento de los precios del petróleo podría suponer una amenaza. **Repercusión en los mercados:** si el empleo no agrícola de abril se quedara muy por debajo de las expectativas del mercado, indicaría una actividad económica más lenta y ejercería presiones bajistas sobre los mercados bursátiles.

China: PMI (abril, 1 de mayo)

Previsión: 54,2

Consenso: 54,0

Anterior: 53,4

Comentario: se observará el índice de gerentes de compras (PMI) en busca de indicios de recalentamiento económico, especialmente después de que el crecimiento del PIB del primer trimestre resultara más rápido de lo previsto (9,7% a/a) y del aumento de la inflación (5,4% a/a en marzo). Según nuestras previsiones el PMI volverá a subir en abril tras el aumento registrado en marzo, cuando se produjo el primer repunte experimentado en 4 meses. **Repercusión en los mercados:** un valor por encima de lo previsto aumentaría las expectativas de nuevas medidas de ajuste monetario.

Home



Mercados



Destacados



Datos de Mercados



Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0,27	0	-3	-7
		2-yr yield	0,63	-3	-16	-34
		10-yr yield	3,31	-8	-13	-34
	EMU	3-month Euribor rate	1,39	3	15	72
		2-yr yield	1,79	3	3	102
		10-yr yield	3,26	0	-8	24
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1,485	2,0	5,1	11,9
		Pound-Euro	0,89	1,2	1,3	2,7
		Swiss Franc-Euro	1,29	-0,1	-0,8	-10,1
	America	Argentina (peso-dollar)	4,08	0,0	0,9	5,0
		Brazil (real-dollar)	1,57	0,5	-3,6	-9,1
		Colombia (peso-dollar)	1769	-0,8	-5,8	-9,4
		Chile (peso-dollar)	460	-1,5	-4,5	-11,6
		Mexico (peso-dollar)	11,54	-0,5	-3,2	-6,1
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2,82	-0,2	0,3	-1,2
		Japan (Yen-Dollar)	81,34	-0,7	-1,8	-13,5
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1069,10	-1,2	-2,7	-3,8
		Australia (AUD-Dollar)	1,095	2,0	6,0	18,2
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	125,5	1,2	9,0	43,5
		Gold (\$/ounce)	1543,7	2,4	8,5	30,9
		Base metals	618,9	-1,4	-0,9	21,3
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10871	2,7	1,3	3,6
		EuroStoxx 50	3010	2,5	2,5	6,9
		USA (S&P 500)	1361	1,8	2,5	14,7
	America	Argentina (Merval)	3377	-1,1	0,0	40,9
		Brazil (Bovespa)	65879	-1,8	-3,1	-2,4
		Colombia (IGBC)	14424	0,6	0,8	15,3
		Chile (IGPA)	22605	0,7	3,9	25,3
		Mexico (CPI)	36749	-0,2	-1,2	12,4
		Peru (General Lima)	19723	4,9	-9,6	24,5
		Venezuela (IBC)	73785	4,1	3,1	20,3
	Asia	Nikkei225	9850	1,7	1,5	-10,9
		HSI	23721	-1,7	1,1	12,4
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	97	-2	-6	9
		Itraxx Xover	352	-11	-34	-74
		CDS Germany	43	-1	-1	-2
	Sovereign risk	CDS Portugal	659	0	84	379
		CDS Spain	242	-6	24	83
		CDS USA	45	0	4	---
		CDS Emerging	203	0	-3	-18
		CDS Argentina	590	19	-9	-261
		CDS Brazil	107	-2	-6	-17
		CDS Colombia	102	0	-9	-45
		CDS Chile	60	-1	-3	-24
		CDS Mexico	100	-2	-6	-15
		CDS Peru	164	16	25	43

Source: Bloomberg and 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.