

Observatorio Semanal

Global

Madrid, 3 de octubre 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

Menor aversión, pero ¿hasta cuando?

- La asunción de riesgo se ha incrementado, pero las incertidumbres no han desaparecido**

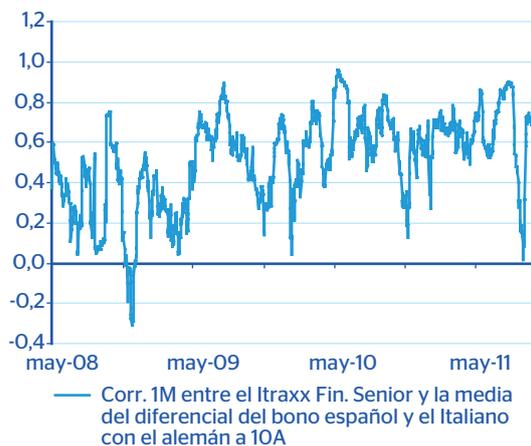
La prima de riesgo ha caído ligeramente la semana pasada tras experimentar un fuerte incremento en las semanas anteriores. Los datos económicos de EE. UU. fueron más benignos, mientras que Europa está cerca de aprobar las enmiendas del FEEF que incrementarían su capacidad de préstamo a 440.000 millones desde 250.000 millones de euros, se permitiría al fondo comprar deuda pública en el mercado secundario y recapitalizar los bancos.
- El próximo paso de Europa para restablecer la confianza será el apalancamiento del FEEF**

El inminente aumento de la capacidad de préstamo del FEEF podría no ser suficiente para restablecer la confianza en los países europeos. El próximo paso es incrementar de nuevo la capacidad de préstamo del FEEF, y ya hay varias propuestas para ello, como el apalancamiento del FEEF, el uso del fondo FEEF para garantizar las emisiones de deuda pública o la transformación del FEEF en un banco para tener acceso a la financiación del BCE.
- BCE: tipos de interés (todavía) sin cambios, muy probable reintroducción de nuevas LTRO (hasta un año o incluso más)**

Se discutirá la posibilidad de un recorte en el tipo de interés de referencia la próxima semana, pero en nuestra opinión se considerará que es prematuro y el escenario más probable es que dicho tipo se mantenga sin cambios. En vez de ello, el BCE se concentrará en reducir las restricciones de liquidez estableciendo operaciones de refinanciación a un plazo más largo.
- El descenso de la aversión al riesgo ha reducido las intervenciones en los ME, pero podría tratarse de algo temporal**

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

Chart 1
Retroalimentación entre bancos y deuda soberana



Fuente: Bloomberg

Chart 2
IPC zona euro



Fuente: Bloomberg and BBVA Research

Análisis Económico

La asunción de riesgo se ha incrementado, pero las incertidumbres no han desaparecido

La prima de riesgo cayó ligeramente esta semana tras experimentar un fuerte incremento en las semanas anteriores. Los económicos de EE. UU. fueron más benigno esta semana, mientras que Europa está cerca de aprobar las enmiendas del FEEF que incrementarán su capacidad de préstamo a 440.000 millones desde 250.000 millones de euros, permitirá al fondo comprar deuda pública en el mercado secundario y recapitalizar los bancos.

Los datos económicos no han alimentado las expectativas de desaceleración

Los bienes duraderos de EE. UU. cayeron ligeramente en agosto tras registrar un fuerte incremento en julio, lo que indica unas perspectivas mejores de lo previsto, un modesto crecimiento en el sector de la producción manufacturera. Además, el PIB del 2T se revisó al alza, impulsado por el aumento de las estructuras no residenciales, el consumo privado y las exportaciones netas. Pero a pesar de estos datos positivos, otros indicadores como las ventas de viviendas nuevas y la confianza de los consumidores indican que el impulso económico subyacente en EE. UU. sigue siendo débil. En Europa, la confianza económica cayó a 95 en septiembre, un nivel que no se veía desde diciembre de 2009, mientras que el aumento de la inflación en la zona euro hará más difícil para el BCE tomar una decisión sobre los tipos de interés en su próxima reunión. En Asia, el crecimiento de la región se desacelera: la producción industrial se está debilitando en Japón y Corea y las exportaciones han disminuido en Hong Kong y Tailandia. En América Latina, el crecimiento de la producción se ha deteriorado en los últimos meses, aunque los indicadores de demanda interna siguen mostrándose sólidos, lo que apunta a la persistencia de presiones inflacionistas e introducen cierto riesgo en la balanza por cuenta corriente. Esta semana el informe sobre el empleo y el ISM de septiembre ofrecerán una visión más amplia sobre las tendencias económicas de EE. UU. En Asia, las balanzas comerciales nos darán una perspectiva de cómo la desaceleración de los países desarrollados se está extendiendo a este continente. Además, en varios países asiáticos se publicarán informes sobre la inflación.

Europa está cerca de incrementar el alcance del FEEF. El próximo paso para restablecer la confianza será apalancar el mecanismo

Las tensiones financieras no han disminuido mucho esta semana. No se han roto los vínculos negativos entre los bancos y las deudas soberanas europeas, lo que puede provocar que la crisis financiera afecte a la economía mundial. La presión de organizaciones internacionales y países líderes sobre Europa se está incrementando. En este contexto, Europa ha dado nuevos pasos para acelerar la aprobación de las enmiendas del FEEF. Doce de los diecisiete estados miembros de la zona euro han aprobado el fortalecimiento del FEEF, entre ellos Alemania y Finlandia. No obstante, el inminente aumento del alcance del FEEF podría no ser suficiente para restablecer la confianza en los países europeos sistémicos. Por consiguiente, el próximo paso es incrementar de nuevo la capacidad de acción del FEEF, y ya hay varias propuestas, como el apalancamiento del FEEF, el uso del fondo FEEF para garantizar las emisiones de deuda pública o la transformación del FEEF en un banco para tener acceso a la financiación del BCE. La primera propuesta podría requerir mejoras crediticias y la última no es fácil de implementar a corto plazo. Por tanto, la segunda opción es, en nuestra opinión, la más probable. El parlamento griego aprobó un nuevo impuesto sobre la propiedad muy cuestionado e impopular, pero por una débil mayoría de 155 a 142, en un esfuerzo por garantizar el próximo pago de sus acreedores. La "troika" volvió para finalizar la sexta revisión, pero no se espera una decisión definitiva antes de la reunión extraordinaria del Eurogrupo a mediados de octubre. En última instancia, los nuevos pasos que ha dado Europa reducirán el pánico temporalmente, pero no restablecerán la confianza de los mercados.

[Home](#) →

[Mercados](#) →

[Calendario](#) →

[Datos de Mercados](#) →

BCE: tipos de interés (todavía) sin cambios, muy probable reintroducción de nuevas LTRO (hasta un año o incluso más)

Se discutirá la posibilidad de un recorte en el tipo de interés de referencia la próxima semana, pero en nuestra opinión se considerará que es prematuro y el escenario más probable es que dicho tipo se mantenga sin cambios. Hay razones de peso para discutir un recorte de los tipos: los últimos datos preliminares indican que las condiciones macroeconómicas se han debilitado y los riesgos bajistas para el crecimiento se han incrementado significativamente debido a las preocupaciones por la banca y la deuda soberana de la zona euro. En este contexto, no hay riesgos para la estabilidad de los precios. Sin embargo, teniendo en cuenta lo incómodos que estaban con los tipos en el 1%, prevemos que el consejo esperará hasta reunir más información, en particular los datos reales, antes adoptar dichas medidas. En vez de ello, el BCE se concentrará en reducir las restricciones de liquidez estableciendo operaciones de refinanciación a un plazo más largo. A este respecto, aunque en el pasado hemos jugado con la idea de volver a ampliar la banda de fluctuación de los tipos de interés recortando el tipo de interés para depósitos, creemos que dicha medida es más que probable que se tome en el momento en que tenga lugar un posible recorte del tipo de referencia. La tendencia (implícita) a la flexibilización que el BCE insinuó en su reunión anterior se mantendrá en la declaración de la próxima semana y hasta podría hacerse más explícita (sesgo a la baja como consecuencia de la inflación), lo que indicaría que están listos para actuar en un futuro próximo (y facilitaría que el nuevo presidente, Draghi, implemente un recorte).

Para abordar el problema de la financiación de los bancos a largo plazo y teniendo en cuenta el accidentado camino que hay por delante para la resolución de la crisis de deuda (y sus repercusiones en el sistema bancario), es muy probable que el BCE vuelva a introducir las operaciones de refinanciación (LTRO) a 12 meses y debata la posibilidad de abrir subastas para plazos aún más largos.

La asunción del riesgo ha reducido las intervenciones en los ME, pero podría tratarse de algo temporal

Como resultado de cierta relajación en las primas de riesgo, los activos de riesgo han tenido un buen comportamiento esta semana. Las presiones sobre los ME se han moderado, reduciéndose así la necesidad de intervención en los mercados de divisas de los países de América Latina. No obstante, persiste la aversión al riesgo y no ha desaparecido, por tanto, el riesgo de intervención en los mercados cambiarios.

[Home](#) →

[Mercados](#) →

[Calendario](#) →

[Datos de Mercados](#) →

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 EEUU.

José Miguel Rodríguez Delgado

josemiguel.rodriguez@grupobbva.com

+34 91 374 68 97

Crédito Global

Crédito Europa

Antonio Vilela

antonio.vilela@grupobbva.com

+34 91 374 56 84

Tipos de Interés: optimismo... pero limitado

La mejora de la prima de riesgo la semana pasada ha generado un movimiento alcista en los tipos euro, que ha seguido dos dinámicas diferentes antes y después de que el dato de IPC en Alemania sorprendiese al alza el miércoles. Inicialmente las expectativas de que el BCE rebajase el tipo oficial en su próxima reunión de octubre (que llegaron a descontarse con un 100% de probabilidad) mantenían los tipos a corto anclados produciéndose un movimiento de "bear steepening". Después del dato de inflación, por encima del objetivo del BCE, estas expectativas se reajustaron, y fueron los tramos cortos los que más recogieron el movimiento alcista (siguiendo una dinámica de "bear flattening").

En los próximos días aunque esperamos seguir viendo una alta correlación entre el nivel y la pendiente, puede que el movimiento alcista se relaje. Por una parte el entorno sigue siendo muy volátil y cualquier comentario puede volver a generar algo de pesimismo (lo que acentuaría un reajuste de posiciones después del movimiento alcista de la última semana) y por otro lado algunos factores como el final de mes y de trimestre pueden generar compras de bonos para ajustar las carteras.

Divisas: cautela en el mercado de FX pese a la mejora de las expectativas sobre Europa

La semana, el mercado de FX no reflejó ningún aumento del apetito por el riesgo, a diferencia de otros mercados. La inquietud por las perspectivas de crecimiento de la economía mundial parece estar pesando más en el sentimiento del mercado FX que el problema de la crisis de la deuda europea. Entre las divisas del G10, el EUR fue el más favorecido frente al USD (apreciándose casi 0.75% hasta el jueves) aunque los movimientos en general fueron bastantes reducidos. El CHF y el JPY evolucionaron de forma dispar, al igual que las divisas con beta elevado. El mismo comportamiento se observó en las divisas ME, sin que las asiáticas ni las LatAm exhibieran una tendencia clara.

Crédito: optimismo en los mercados de crédito

Sentimiento positivo tras la reunión durante el fin de semana entre el FMI y el Banco Mundial con representantes de bancos centrales y ministros de finanzas. La noticia de que posiblemente el BCE reactivará su programa de recompra de covered bonds y ampliará sustancialmente la inyección de liquidez a los bancos se tradujo en un estrechamiento generalizado de los diferenciales, lo que a su vez impulsó la actividad en el mercado primario de títulos financieros, covered bonds y bonos corporativos. El cierre de la semana se perfila en un tono aún más positivo tras ratificar el parlamento alemán el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSE, por sus siglas en inglés) y regresar la troika a Grecia para supervisar la implementación de las medidas de austeridad por el país heleno.

Los mercados primarios han estado dominados por valores franceses como Areva SA (EUR500mn), Peugeot SA (EUR500mn), Casino Guichard (EUR600mn), Saint Gobain (EUR1750mn), Unibail (EUR500mn), Autoroutes du Sud (EUR500mn) y la emisión inaugural de covered bonds de Crédit Mutuel Arkéa (EUR500mn), además de una emisión tap de Caisse de Refinancement de L'Habitat (EUR450mn).

La semana pasada ha sido relativamente tranquila en cambios de rating, resaltando apenas estos dos: confirmación por Fitch de sus ratings BB+ para PSA y Renault y de la rebaja de Telefónica (+23 pb) de A- a BBB+, en línea con las otras agencias de rating, y puesta en revisión para rebaja por Moody's de la nota de la deuda no garantizada (A1) y de los covered bonds (Aaa) de Unicaja. Mantenemos una actitud de la cautela ante este sentimiento de confianza renovada y seguiremos supervisando los fundamentales de los mercados de crédito.

Home



Destacados



Calendario



Datos de Mercados



Análisis Económico

Europa

Miguel Jiménez
mjjimenezg@bbva.com
+34 91 537 37 76

EE.UU.

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

Asia

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

Jeffrey Cantwell

jeffrey.cantwell@bbva.com.hk
+852 2582 3173

Calendario: Indicadores

Zona euro: ventas minoristas (agosto, 5 de octubre)

Previsión: -0,4% m/m

Consenso: -0,3% m/m

Anterior: 0,3% m/m

Comentario: creemos este indicador habrán disminuido en agosto, y compensaría el inesperado aumento de julio. Aun así, el promedio de julio-agosto se habría mantenido sin cambios en el 3T después de caer en los trimestres anteriores. Los datos reales indican que la caída del consumo privado en el 2T debería ser temporal. En cambio, la confianza de los consumidores muestra que han aumentado las preocupaciones sobre las perspectivas económicas, lo que podría poner freno al consumo de las familias. **Repercusión en los mercados:** una caída pronunciada en las ventas minoristas podría indicar un trimestre más de crecimiento muy débil, lo que aumentaría los temores acerca de una recesión secundaria en la zona euro.

Alemania: producción industrial (agosto, 7 de octubre)

Previsión: -1,6% m/m

Consenso: 1,5% m/m

Anterior: 4,0% m/m

Comentario: se prevé que la producción industrial habrá caído considerablemente en agosto, tras el fuerte incremento de julio, que se debió a factores técnicos. La caída de los pedidos industriales también apunta en la misma dirección, en especial la caída de los pedidos del extranjero como resultado de la desaceleración de demanda mundial. Dada la fuerte correlación entre la producción industrial y el ciclo económico, los datos de julio-agosto indican un repunte en el crecimiento del PIB3T, después de haberse mantenido plano en el 2T. Pero, datos preliminares dan unas perspectivas menos optimistas. **Repercusión en los mercados:** unas cifras débiles aumentarán los temores sobre la recuperación, dado la debilidad que se prevé en demanda mundial.

EE.UU.: Índice ISM de producción manufacturera (3 de octubre)

Previsión: 51,0

Consenso: 50,3

Anterior: 50,6

Comentario: el índice ISM manufacturero se espera que muestre sólo una ligera mejora en septiembre, con algunos signos de mejora de la actividad económica. En agosto, el índice cayó hasta su nivel más bajo desde que la recesión terminó oficialmente hace dos años. Este mes, las encuestas regionales han indicado un gran pesimismo en las perspectivas empresariales, y los débiles datos de empleo probablemente impedirán que el sector crezca a un ritmo rápido. El índice se mantiene por encima de los 50 puntos continúan apuntando a una ligera expansión económica del sector manufacturero. **Repercusión en los mercados:** un valor por debajo de los 50 puntos podría provocar cierta ansiedad.

EE.UU.: empleos no agrícolas y tasa de desempleo (4 de octubre)

Previsión: 60.000; 9,1%

Consenso: 56.000; 9,1%

Anterior: 0; 9,1%

Comentario: no se prevé que se hayan producido mejoras significativas en la situación del empleo en septiembre; no obstante, esperamos un cambio positivo en el empleo no agrícola. El mes pasado no hubo crecimiento del mercado laboral, y la debilidad del sector público es lo que lastra el informe. Además, la escasa demanda inmobiliaria afectará posiblemente a la contratación en el sector de la construcción. Aunque el mercado de trabajo continúa atravesando dificultades y es el sector privado el único que lo mantiene a flote, prevemos que la tasa de desempleo permanecerá sin cambios. **Repercusión en los mercados:** meses de informes de empleo desalentadores han hecho que los mercados se muestren muy sensibles a los datos económicos negativos. Cualquier signo de crecimiento del mercado de trabajo podría significar un respiro temporal después del tremendo parón de la contratación del mes pasado.

Exportaciones de Corea para septiembre (3 de octubre)

Previsión: 27,6% a/a

Consenso: 27,6% a/a

Anterior: 25,9% a/a

Comentario: las exportaciones coreanas se seguirán de cerca como barómetro de la situación dado el importante papel de Corea en las cadenas de suministro mundiales. Hasta ahora se han mostrado sólidas, y la demanda desde los mercados emergentes compensaba la debilidad de la demanda en las economías desarrolladas. Esperamos que las tendencias de exportación se moderen por la desaceleración mundial, aunque en términos interanuales las exportaciones de septiembre deberían sostenerse debido a los efectos base. La reciente depreciación del won debería ayudar a los exportadores a mantener su ventaja competitiva. **Repercusión en los mercados:** un resultado por debajo de lo previsto podría debilitar la confianza en las perspectivas de crecimiento de Asia y a corto plazo podría llevar a una mayor depreciación de las monedas.

Home



Destacados



Mercados



Datos de Mercados



Datos de Mercado

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,37	1	5	8
		Tipo 2 años	0,25	4	6	-16
		Tipo 10 años	1,92	9	-30	-59
	EMU	3-meses Euribor	1,55	2	1	61
		Tipo 2 años	0,54	15	-18	-31
		Tipo 10 años	1,88	14	-34	-40
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,343	-0,3	-6,8	-2,3
		Libra-Euro	0,86	-1,2	-2,6	-0,8
		Franco Suizo-Euro	1,22	-0,3	5,0	-9,3
	América	Argentina (peso-dólar)	4,21	0,0	0,1	6,1
		Brasil (real-dólar)	1,86	-0,3	17,2	10,3
		Colombia (peso-dólar)	1930	1,5	8,4	7,4
		Chile (peso-dólar)	523	1,2	13,6	8,9
		México (peso-dólar)	13,81	0,4	12,1	9,9
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,77	0,1	1,7	-0,6
	Asia	Japón (Yen-dólar)	76,98	0,7	0,6	-7,7
		Corea (KRW-dólar)	1180,85	1,2	10,9	4,8
		Australia (AUD-dólar)	0,972	-0,6	-9,3	0,2
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	103,0	-0,9	-10,3	23,0	
	Oro (\$/onza)	1618,9	-2,3	-11,3	22,7	
	Metales	538,5	-1,0	-5,8	1,7	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	8498	6,3	-2,5	-18,7
		EuroStoxx 50	2176	7,4	-5,5	-20,4
		EE.UU. (S&P 500)	1145	0,8	-6,0	-0,1
	América	Argentina (Merval)	2488	0,2	-16,1	-6,2
		Brasil (Bovespa)	52746	-0,9	-6,6	-24,9
		Colombia (IGBC)	12856	-0,9	-4,2	-12,5
		Chile (IGPA)	18711	1,8	-8,6	-16,4
		México (CPI)	33382	2,4	-6,5	-1,3
		Perú (General Lima)	18409	-2,1	-11,1	1,4
	Asia	Venezuela (IBC)	99611	-1,0	-0,4	49,5
		Nikkei225	8700	1,6	-2,8	-7,5
		HSI	17592	-0,4	-14,3	-21,3
Crédito (cambios en pbs)	Ind.	Itraxx Main	190	-7	37	81
		Itraxx Xover	793	-47	146	288
	Riesgo Soberano	CDS Alemania	107	-2	32	69
		CDS Portugal	1082	-76	164	684
		CDS España	372	-43	14	145
		CDS EE.UU	52	-2	3	---
		CDS Emergentes	350	-17	88	130
		CDS Argentina	1055	21	282	316
		CDS Brasil	188	-20	45	76
		CDS Colombia	188	-24	47	74
		CDS Chile	148	5	52	76
		CDS México	188	-26	45	69
		CDS Perú	192	-25	41	75

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.