

Observatorio Semanal

Global

Madrid, 4 de julio 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

Alivio a corto plazo

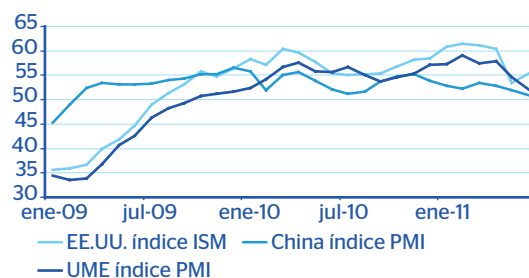
El gobierno griego obtuvo por fin suficiente apoyo parlamentario para aprobar el programa de estrategia fiscal a medio plazo, lo que le dio luz verde para implementar un paquete de aumentos fiscales y ventas de activos por valor de 78.000 millones de euros (ver Destacados). Los mercados financieros repuntaron como consecuencia de las noticias favorables procedentes de Grecia. Los diferenciales de deuda de la periferia europea se estrecharon en todos los plazos; el diferencial del bono español a 10 años se redujo 48 pb frente al alemán en una semana. No obstante, todavía tienen que aclararse algunas cuestiones para que se apacigüen las incertidumbres, como los detalles del segundo paquete de ayuda y saber cómo se definirá la participación del sector privado. Respecto a esto último, las posturas oficiales y las del sector privado deben converger para garantizar la participación de la inversión privada. Además, en vez de solucionar el problema de solvencia griego, la propuesta francesa parece simplemente comprar tiempo para que Grecia ajuste su economía. Los nuevos cupones de deuda griega se estiman en un rango entre el 5,5% y el 8%, por lo que no ofrecen la posibilidad de reducir la deuda de Grecia, ya que los tipos de interés reales permanecerán por encima del crecimiento real del PIB.

Los datos económicos ya no sorprenden constantemente a la baja

Hay signos incipientes que indican que la debilidad económica se está revirtiendo y que el crecimiento podría repuntar en el 3T11. Los indicadores de actividad empresarial apuntan a una mejora en los próximos meses. La producción industrial de Japón se incrementó en un 5,7% a/a en mayo después de contraerse un 1,6% en abril. Además, la encuesta Tankan del 2T11 indica que las grandes empresas japonesas aumentarán las inversiones de capital en 2011, más de lo previsto. En definitiva, esto indica que la actividad industrial de Japón se está recuperando tras el choque sufrido por el terremoto, lo que a su vez abre camino para un repunte de la actividad industrial en otros países que se han visto afectados por los trastornos de la cadena de suministro en Japón. De hecho, el ISM de EE.UU. superó las expectativas al subir en junio de 53,5 a 55,3, lo que apunta a un crecimiento más sólido de cara al futuro. Estos datos apoyan nuestra opinión de que la desaceleración económica de EE.UU. es temporal. En cambio, el índice de gerentes de compras de China correspondiente a junio cayó de 51,5 a 50,9 (el ritmo más lento registrado en más de dos años), pero dadas las presiones inflacionistas y que las masas monetarias no han alcanzado sus objetivos, todavía parece probable que se efectúen otros dos movimientos alcistas de los tipos. Las encuestas de la zona euro también resultaron más débiles de lo previsto.

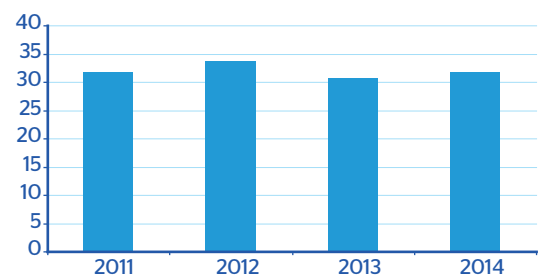
Esta semana, atentos a reunión del BCE (ver Destacados) y a los datos de empleo de EE.UU..

Gráfico 1
Actividad manufacturera



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2
Vencimiento deuda griega (miles MII euros)



Fuente: Bloomberg

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

Destacados

El BCE seguirá con la “normalización” hasta que se sienta más cómodo

Después de la subida prevista esta semana, esperamos otro aumento adicional de 25 pb este año.

Grecia: la incertidumbre no desaparecerá

Grecia seguirá siendo examinada trimestralmente para comprobar que cumple los objetivos.

China: la deuda de los gobiernos locales se sitúa en el 22% del PIB

El endeudamiento de los gobiernos locales se sitúan por debajo de las estimaciones del mercado.

Análisis de Mercados

Mercados

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

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

FX Europa
Victoria Torras
victoria.torras@grupobbva.com
+34 91 537 73 86

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

Equity Global
Estrategia
Beatriz Tejero
beatriz.tejero@grupobbva.com
+34 91 374 46 61

Impacto positivo en tipos de la moderación de la prima de riesgo en Grecia

El tensionamiento previo a la aprobación de las medidas de austeridad en Grecia debería corregir en los próximos días. Las partes de la curva a las que vemos más recorrido son:

- i. Spread core-periféricos: en general deben ser capaces de corregir algo más a la baja desde máximos históricos recientes siguiendo la tendencia de las últimas horas.
- ii. Prima de riesgo financiero: por una parte los Asset Swap, sobre todo los tramos cortos deberían comprimirse (esperamos que el 2A euro vuelva a la zona de 53 p.b.). Por otro lado, las expectativas del mercado para el tipo interbancario tanto euro como dólar también deberían mostrarse menos tensionadas (el primer contrato de futuro sobre el 3M en ambos casos se había ampliado recientemente ante el riesgo de un posible repunte de la prima de liquidez bancaria).
- iii. Expectativas para el BCE: el mercado, ha relajado sus expectativas en espera de lo que pasase con Grecia, una vez resuelta la votación estas deberían corregir de nuevo al alza. Los tramos cortos por su parte volverán a ganar más sensibilidad a los datos macro, sobre todo los relacionados con la inflación.
- iv. Factores fiscales: en el caso americano, los tramos largos Treasury han estado principalmente condicionados desde hace 4/5 semanas por el efecto refugio dejando algo de lado los factores de riesgo fiscal. Con una posible menor prima sistémica global y a medida que nos vayamos acercando a la fecha límite del “techo de deuda” (2-Agosto) este puede ir adquiriendo relevancia.

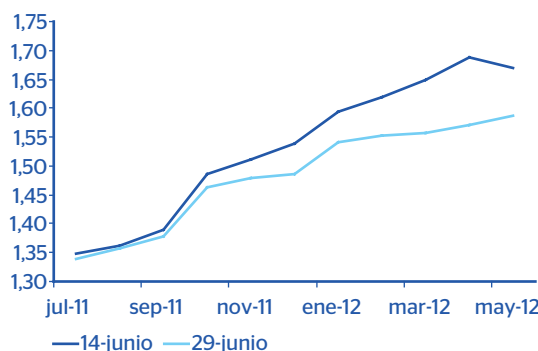
Momentum positivo también para el resto de mercados

En divisas, hemos visto como ha vuelto el apetito al riesgo, beneficiando a las divisas sensibles al riesgo. Además, resaltar que EURUSD también se ha visto favorecido por la expectativa de una nueva subida de tipos de 25 pb en julio del BCE. La reducción del posicionamiento neto largo del mercado de las últimas semanas también ha hecho su trabajo, al aupar los ascensos del EURUSD en algo más de 4 figuras en la última semana, llegando a cotizar por encima de 1.4500. En las próximas semanas, una vez finalizado el semestre y el festivo del día 4 julio en EE.UU., el mercado podría poner en primer plano las cifras macro relacionadas con la salud de la economía norteamericana y el techo de deuda en EE.UU., sin menospreciar la reunión del BCE y BoE que tendrá lugar el 7 de julio.

En cuanto al mercado primario se ha observado escasa actividad, como consecuencia de la actual volatilidad de los mercados, aunque se espera que se restablezca la actividad tras la relajación de la situación griega, fundamentalmente a través de la emisión activos de gran calidad como es el caso de los covered bonds. Respecto a la deuda senior de los financieros, aunque ha perdido cierto atractivo respecto a otros activos de mayor calidad como los covered bonds, se han reportado un cierto número de private placement con cierto éxito y se espera que tras el verano se vuelva abrir alguna ventana de oportunidad para los emisores de deuda senior.

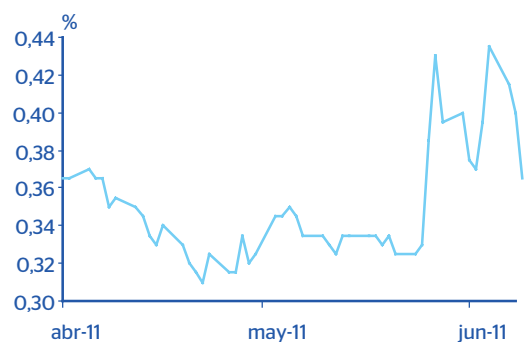
En bolsa, los bancos se han sacudido la presión que llevaban sufriendo desde hace semanas y por otro y a más largo plazo, la reducción en la prima de riesgo aplicada a Mercado por la menor probabilidad de que Grecia quiebre, está presionando a la baja la TIR de la deuda española a 10 años, lo que implica que las valoraciones de la Bolsa en general podrían mejorar notablemente.

Gráfico 3
Expectativas del mercado para el tipo Eonia*



* Descontadas de la curva Eonia Swap
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4
Futuro sobre Libor 3M vencimiento septiembre 2011



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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

Análisis Económico

Escenarios Financieros

Javier Amador

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

Europa

Miguel Jiménez

mjimenez@grupobbva.com
+34 91 537 37 76

Asia

Xia Le

xia.le@bbva.com.hk
+852 2582 3132

Destacados

El BCE seguirá con la “normalización” hasta que se sienta más cómodo

A pesar del aumento de las tensiones con respecto a Grecia a principios de junio, el BCE indicó que procedería a una subida de los tipos en su reunión mensual de julio. Esta semana, Trichet reiteró que el Banco Central estaba “en un estado de fuerte vigilancia” y repitió que los riesgos relacionados con las perspectivas de crecimiento siguen por lo general equilibrados, mientras que los riesgos con respecto a la inflación a medio plazo se inclinan al alza. Esta casi confirmación de un movimiento alcista de los tipos de 25 pb se produce en un contexto de datos económicos y de inflación más débiles de lo previsto. Además, aunque la aprobación de las medidas fiscales en Grecia ha eliminado la incertidumbre a corto plazo, todavía no se vislumbra una solución permanente para los problemas de fondo. El hecho de que a pesar de que persisten estas incertidumbres el BCE continúe con la “normalización” de una política monetaria que percibe como todavía “demasiado flexible” es indicio de que el BCE desea llevar los tipos de interés a un nivel con el que se sienta más cómodo. Dado que la inflación se mantendrá por encima del objetivo durante el resto del año y que está incómodo con el actual nivel del tipo de referencia, prevemos un incremento adicional de 25 pb este año (además del previsto para la próxima semana); es probable que dicho incremento se efectúe en diciembre y que haya otra subida más en marzo de 2012, antes de que haga una pausa con los tipos situados en el 2,0% durante el resto de 2012. Creemos que una vez que el BCE llegue al nivel del 2,0%, se sentirá más cómodo en un contexto de: i) crecimiento más lento, ii) expectativas de inflación estables, iii) ausencia de efectos secundarios, y iv) un contexto en el que los problemas subyacentes de la crisis financiera siguen sin resolver. Por tanto, en nuestra opinión, no verá la necesidad de continuar con el actual enfoque preventivo y no actuará durante un tiempo antes de reanudar el curso de normalización de la política una vez que las incertidumbres hayan desaparecido.

Grecia: la incertidumbre no desaparecerá

Tras la aprobación en el parlamento griego de leyes fundamentales para implementar las nuevas medidas de ajuste fiscal y proceder a las privatizaciones, además de los contundentes indicios aparecidos en las noticias de que próximamente se autorizará un nuevo paquete de rescate de la UE que asciende aproximadamente a 85.000 millones de euros (incluida la participación del sector privado), el FMI y la UE parecen dispuestos a proporcionar la parte aún pendiente del préstamo actual a Grecia. Esto debería permitir a Grecia enfrentarse a los próximos pagos (el siguiente cumple el 15 de julio). Si los detalles de la participación del sector privado se formulan correctamente, el riesgo de reestructuración desordenada de la deuda griega a corto plazo habrá desaparecido. Sin embargo, la perspectiva de los próximos trimestres no está exenta de riesgos. Por un lado, sigue pendiente el riesgo de reestructuración a largo plazo, mientras que por otro, Grecia continuará sometida a inspecciones trimestrales por parte de la troika. Si el país no cumple los objetivos establecidos, el FMI no podrá desembolsar su préstamo y por consiguiente podría repetirse una situación como la experimentada en las dos últimas semanas. Si ése fuera el caso, habría menos margen para tomar nuevas medidas de ajuste en Grecia dada la situación política del país. Ésta es la razón por la que las principales tareas para Grecia son ahora implementar los dos pilares más importantes de las nuevas medidas: i) privatización y ii) el desarrollo de una administración tributaria moderna capaz de luchar contra el fraude fiscal y de recaudar impuestos de forma eficaz. Aunque el primer ministro griego ha establecido estas dos tareas como los retos principales, también es cierto que ambas son las que se han enfrentado a una mayor resistencia en el país. En resumen, a pesar del alivio de las noticias de la última semana, la incertidumbre no desaparecerá durante los próximos semestres.

China: la deuda de los gobiernos locales se sitúa en el 22% del PIB

El lunes, la Oficina de la Auditoría Nacional de China anunció que la deuda total de los gobiernos locales asciende a 10,7 billones de RMB (un 22% del PIB), la mitad de la cual consiste en obligaciones contraídas a través de los vehículos de financiación de los gobiernos locales (LGFV). La cifra de los préstamos de los LGFV es mucho más baja que la de las estimaciones previas. Creemos que la discrepancia se debe a las diferencias de definiciones y conceptos. No obstante, los nuevos datos podrían ser útiles para valorar el verdadero volumen de la deuda pendiente de los LGFV, que ahora estimamos en torno a 14 billones de RMB a finales de 2010, lo que equivale al 35% del PIB. No toda esta deuda lleva una garantía explícita del gobierno local o central (razón por la que la Oficina de la Auditoría Nacional estima que la deuda de los gobiernos locales relacionada con estos vehículos es sólo de 5 billones de RMB). Las nuevas estimaciones generaron un aluvión de debates en los medios de comunicación acerca del verdadero peso de la deuda pública en China, que algunos calculan que se eleva al 80% del PIB, si se combinan la deuda del gobierno central y la deuda de los gobiernos locales. Aunque ese nivel no plantea ningún problema financiero a corto plazo, si se deja que siga aumentando, puede dar lugar en el futuro a que se produzcan problemas en el servicio de la deuda de los gobiernos locales y morosidad. En las últimas semanas, ha circulado información sobre una propuesta del Ministerio de Hacienda para que el gobierno central y los bancos soporten parte de esta deuda. En nuestra opinión, una visión positiva de esta situación es que las autoridades son conscientes de los riesgos y están tomando medidas para atajarlos.

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

Análisis Económico

Europa

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

EE.UU.

Boyd Nash-Stacey
Boyd.Stacey@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

Calendario: Indicadores

Zona euro: ventas minoristas (mayo, 7 de julio)

Previsión: -0,9% m/m

Consenso: 1,0% m/m

Anterior: 0,9% m/m

Comentario: se prevé que las ventas minoristas se habrán reducido en mayo, tras haber repuntado en abril, debido en parte a la festividad de Semana Santa. Las cifras nacionales ya publicadas en Alemania y Francia mostraron una caída significativa del consumo de las familias en mayo. No obstante, la confianza de los consumidores se mantuvo por lo general estable en el 2T, mientras que los motores que subyacen al consumo no han empeorado. En general, el consumo privado debería haber seguido moderado en el conjunto de la zona euro en el 2T, aunque los datos hasta mayo apuntan a que podría haberse desacelerado ligeramente con respecto al 1T. La gran incertidumbre con respecto a las perspectivas económicas en los próximos trimestres, unido a la crisis de deuda de la periferia, probablemente seguirá pesando en la confianza de los consumidores. **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, lo que provocaría más dudas acerca del papel de la demanda interna para apoyar una recuperación más sostenible.

Alemania: producción industrial (mayo, 7 de julio)

Previsión: 0,4% m/m

Consenso: 0,5% m/m

Anterior: -0,6% m/m

Comentario: prevemos que la producción industrial se habrá incrementado en mayo después de haber caído en marzo. Los datos preliminares del 2T parecen indicar que la recuperación industrial continuó desacelerándose aunque los niveles de confianza se mantuvieron en territorio expansivo. Además, a pesar del incremento anticipado en mayo, la producción industrial ya se había desacelerado con respecto al 1T. De cara al futuro, creemos que la recuperación del sector industrial seguirá en marcha, pero parece que continuará a un ritmo más moderado después del fuerte pero insostenible crecimiento registrado el año pasado. Los datos positivos de las exportaciones (los correspondientes a mayo se publicarán la próxima semana) deberían seguir apoyando el sector industrial en los próximos trimestres, en especial los de las economías emergentes. **Repercusión en los mercados:** los mercados podrían interpretar una sorpresa muy negativa como una desaceleración del crecimiento económico más rápida de lo anticipado.

EE.UU.: índice ISM no manufacturero (junio, 6 de julio)

Previsión: 54,0

Consenso: 53,5

Anterior: 54,6

Comentario: el índice compuesto ISM no manufacturero se incrementó en 1,8 pp en mayo, hasta el 54,6. Un índice compuesto por encima de 50 indica que el sector servicios está creciendo. El empleo del sector servicios sigue creciendo, como ya apuntaba el índice de empleo, que en mayo aumentó de 51,9 a 54,0. Sin embargo, la desaceleración general de la actividad económica y los altos precios de las materias primas arrastrarán a la baja el índice de junio, aunque esperamos que el informe siga mostrando un crecimiento económico positivo. **Repercusión en los mercados:** un informe positivo indicaría creación de empleo en junio en el sector no manufacturero. Los mercados responderían de forma positiva a unas cifras superiores a las previstas.

EE. UU.: empleos no agrícolas y tasa de desempleo (junio, 8 de julio)

Previsión: 65.000, 9,1%

Consenso: 83.000, 9,1%

Anterior: 54.000, 9,1%

Comentario: el informe sobre el empleo del mes anterior indicaba que el empleo no agrícola se está desacelerando. El empleo no agrícola se incrementó en 54.000 puestos en términos desestacionalizados, pero se añadieron 178.000 empleos menos que en mayo. Además, el informe del mes pasado se situó por debajo del promedio de tres meses anterior (220.000 puestos). Es probable que los continuados recortes fiscales a nivel federal, estatal y local afecten negativamente al empleo no agrícola de junio. Dado que el número de demandas iniciales por desempleo se mantiene relativamente constante, creemos que los empleos no agrícolas se incrementarán modestamente, en 65.000 puestos de trabajo. Además, la duración del desempleo sigue siendo alta, lo que apunta a que la tasa de paro se mantendrá estable en junio. **Repercusión en los mercados:** una serie de datos más débiles de lo previsto ha aumentado la ansiedad en los mercados. Si la situación del empleo se deteriora, cabe esperar que los inversores reaccionen de forma negativa.

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 | -1 | -29 |
| | | Tipo 2 años | 0,47 | 14 | 4 | -16 |
| | | Tipo 10 años | 3,16 | 30 | 22 | 19 |
| | EMU | 3-meses Euribor | 1,56 | 3 | 12 | 77 |
| | | Tipo 2 años | 1,63 | 28 | 2 | 97 |
| | | Tipo 10 años | 3,02 | 18 | 3 | 44 |
| Divisas (cambios en %) | Europa | Dólar-Euro | 1,447 | 2,1 | 0,5 | 15,3 |
| | | Libra-Euro | 0,90 | 1,8 | 2,7 | 9,4 |
| | | Franco Suizo-Euro | 1,23 | 3,4 | 1,3 | -8,3 |
| | América | Argentina (peso-dólar) | 4,11 | 0,3 | 0,5 | 4,4 |
| | | Brasil (real-dólar) | 1,56 | -2,3 | -1,5 | -12,2 |
| | | Colombia (peso-dólar) | 1767 | -1,4 | -1,3 | -6,3 |
| | | Chile (peso-dólar) | 466 | -1,5 | -0,3 | -13,5 |
| | | México (peso-dólar) | 11,68 | -1,7 | 0,3 | -10,7 |
| | | Perú (Nuevo sol-dólar) | 2,75 | -0,5 | -1,1 | -2,8 |
| | Asia | Japón (Yen-dólar) | 80,92 | 0,7 | 0,0 | -7,7 |
| | | Corea (KRW-dólar) | 1066,68 | -1,3 | -1,0 | -13,5 |
| | | Australia (AUD-dólar) | 1,069 | 1,7 | 0,0 | 27,0 |
| MMPP (Var %) | Brent de petróleo (\$/b) | 109,9 | 4,5 | -4,1 | 53,3 | |
| | Oro (\$/onza) | 1482,9 | -1,3 | -3,7 | 22,4 | |
| | Metales | 600,6 | 0,6 | -1,8 | 26,9 | |
| Renta Variable (cambios en %) | Euro | Ibex 35 | 10376 | 5,7 | 0,4 | 12,2 |
| | | EuroStoxx 50 | 2847 | 4,8 | 0,7 | 12,9 |
| | | EE.UU. (S&P 500) | 1321 | 4,2 | 0,5 | 29,2 |
| | América | Argentina (Merval) | 3361 | 2,2 | 5,8 | 51,6 |
| | | Brasil (Bovespa) | 62261 | 2,0 | -1,8 | 1,4 |
| | | Colombia (IGBC) | 14068 | -0,5 | -2,7 | 14,0 |
| | | Chile (IGPA) | 22596 | 1,8 | -1,4 | 20,0 |
| | | México (CPI) | 36525 | 3,3 | 3,1 | 16,4 |
| | | Perú (General Lima) | 18869 | -0,7 | -7,0 | 36,5 |
| | | Venezuela (IBC) | 81358 | 1,5 | 0,9 | 24,9 |
| | Asia | Nikkei225 | 9868 | 2,0 | 1,5 | 7,2 |
| | | HSI | 22398 | 1,0 | -5,2 | 12,5 |
| Crédito (cambios en pbs) | Ind. | Itraxx Main | 106 | -9 | 3 | -22 |
| | | Itraxx Xover | 395 | -35 | 23 | -174 |
| | Riesgo Soberano | CDS Alemania | 43 | -2 | 5 | 0 |
| | | CDS Portugal | 745 | -97 | 55 | 450 |
| | | CDS España | 270 | -28 | 17 | 28 |
| | | CDS EE.UU | 50 | -3 | 2 | --- |
| | | CDS Emergentes | 212 | -22 | -5 | -64 |
| | | CDS Argentina | 589 | -56 | -36 | -405 |
| | | CDS Brasil | 110 | -8 | 4 | -30 |
| | | CDS Colombia | 108 | -7 | 8 | -45 |
| | | CDS Chile | 76 | -3 | 7 | -32 |
| | | CDS México | 107 | -8 | 3 | -31 |
| | | CDS Perú | 131 | -18 | -15 | -6 |

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.