

Observatorio Semanal

Global

Madrid, 6 de junio de 2011
Análisis Económico

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

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

María Martínez Álvarez
 maria.martinez.alvarez@grupobbva.com
 +34 91 537 66 83

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

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

EE.UU.
Ignacio San Martín
 ignacio.sanmartin@bbvacompass.com
 +1 713 881 0620

Los mercados ajustan el crecimiento

En mayo, los índices de gerentes de compras del sector manufacturero cayeron en las principales áreas económicas, aumentando así el riesgo a la baja del crecimiento mundial. No obstante, el PMI de China se moderó hasta 52 desde 52,9, lo que apunta a una moderación suave y confirma nuestro escenario central de aterrizaje suave de la economía china. El PMI de la UEM sufrió una desaceleración generalizada en todos los componentes y países en mayo, lo que apunta a que la actividad está perdiendo fuerza en el 2T11. Sin embargo, la brusca caída del ISM de EE. UU. en mayo es la razón por la que se ha incrementado la incertidumbre con respecto a las expectativas de crecimiento mundial (ver Destacados). Además, en EE. UU., el índice de precios nacionales de la vivienda S&P Case-Shiller cayó un 5,1% a/a en marzo. Los precios se ven afectados por el gran número de propiedades con dificultades financieras. Esto da lugar a dos mercados distintos: i) el mercado de las propiedades con dificultades financieras, donde los precios están sufriendo un fuerte ajuste, y ii) el mercado sin dificultades financieras (viviendas nuevas y de segunda mano) donde los precios se han mantenido más estables desde el inicio de la recuperación económica. La decepción de los datos de EE. UU. podría reducir las expectativas del mercado respecto al crecimiento del PIB11 desde tasas muy por encima del 3% a tasas del 2,7 y el 2,8%.

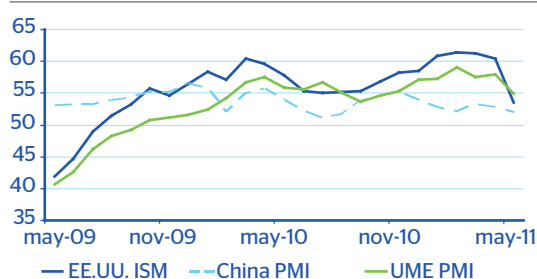
La crisis griega parece evolucionar en línea con nuestro escenario central

La idea de una reestructuración de la deuda griega a corto plazo ha perdido algo de fuerza, mientras que gana impulso un segundo paquete de ayuda de la UE con condiciones de rescate más duras. Parece que Grecia podría acelerar su programa de privatización. También se habla de otras formas de rescate que podrían ofrecer incentivos a los tenedores de bonos privados para renovar la deuda vencida sin desencadenar un evento crediticio. Los últimos acontecimientos están en línea con nuestro escenario central para Grecia, en el que prevemos que la UE presionará al máximo al país para que lleve a cabo una privatización y consolidación adicional. Además la UE ofrecería más dinero para cubrir las necesidades de financiación hasta 2013, reduciría los tipos de interés y ampliaría los plazos de los préstamos oficiales en la reunión del Consejo de la UE a celebrar el 23-24 de junio. Por otro lado, el comunicado del FMI indica que las medidas adicionales propuestas por Grecia serían suficientes para que el programa se ajuste a los objetivos de consolidación establecidos. Si el parlamento griego aprueba el programa de estrategia fiscal a medio plazo, el FMI podría hacer el siguiente desembolso después de la Cumbre.

Esta semana la atención del mercado se centrará en el BCE y la evolución de la crisis griega. A pesar de la sorpresa positiva de la inflación de mayo, los indicios de las declaraciones con respecto a la desaceleración económica por parte de los responsables del BCE apuntan a que el banco sigue inclinado a la subida de los tipos, que prevemos que se efectuará en julio (ver Destacados).

Gráfico 1

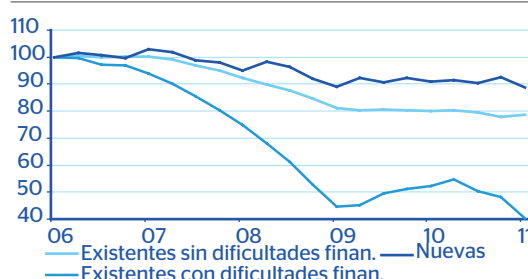
Desaceleración de la actividad mundial



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2

Índice de precios de la vivienda



Fuente: CoreLogic, Census y BBVA Research

Mercados →

Destacados →

Calendario →

Datos de Mercados →

Destacados

Los datos económicos de EE. UU. apuntan a una mayor debilidad para 2T11

Esto podría motivar que nuestro promedio del PIB11 de EE. UU. se revise a la baja desde el 3% actual.

El BCE ampliará la cobertura total e insinúa una subida de tipos en julio

El BCE podría verse forzado una vez a retrasarse por las condiciones del mercado.

Brasil: comienza la temporada de inflación baja

La inflación se moderará tras haber experimentado un fortísimo crecimiento a comienzos del año.

Análisis de Mercados

Mercados

FX Global

Estrategia Jefe

Dustin T. Reid

Dustin.Reid@bbvany.com

+1 212 7281707

Equity Global

Estrategia

Javier Requena

javier.requena@grupobbva.com

+34 91 537 83 99

Crédito Europa

Antonio Vilela

antonio.vilela@grupobbva.com

+34 91 374 56 84

Las bolsas seguirán “en rango” a corto plazo

Lo bueno; los BPAs estimados por el consenso para 2011-2012 siguen siendo sólidos (revisándose al alza en EEUU y mejorando el momento en Europa,) y se han relajado las rentabilidades de los bonos en la parte larga de las curvas (el Bund y el T-Bond cotizan por debajo del 3%), lo que crea “valor” en las bolsas. Lo malo; los datos coyunturales en EEUU y Europa -también en Asia- apuntan a que la desaceleración podría ser algo más intensa en la parte central del año, mientras que el riesgo soberano en Europa sigue alto y descuenta una probabilidad elevada de impago en Grecia (más moderada en Portugal e Irlanda), lo que favorece que la prima de riesgo bursátil se tense.

Lo feo; desde hace semanas veníamos advirtiendo que si el riesgo soberano europeo y la desaceleración cíclica global seguían comportándose como factores de incertidumbre para los inversores, las bolsas -particularmente las europeas y emergentes- seguirían sometidas a presión a corto plazo y las resistencias técnicas se fortalecerían. Los índices cotizan en un rango (2.750-2.880 para el EuroStoxx-50 y 1.300-1.360 para el S&P-500), poniendo más a prueba soportes que resistencias, y lideradas por los sectores Financiero, Cíclicos y los relacionados con Materias Primas. A c/p no apostamos por una ruptura de los rangos mientras la incertidumbre no remita. Estamos atentos a nuevos datos macro -que confirmen intensidad/duración de la desaceleración- y a eventos puntuales como el nuevo rescate de Grecia, la estrategia de salida del QE2, los test de estrés en Europa y la solución del techo de deuda estadounidense.

Posible rotación de los principales determinantes del EUR

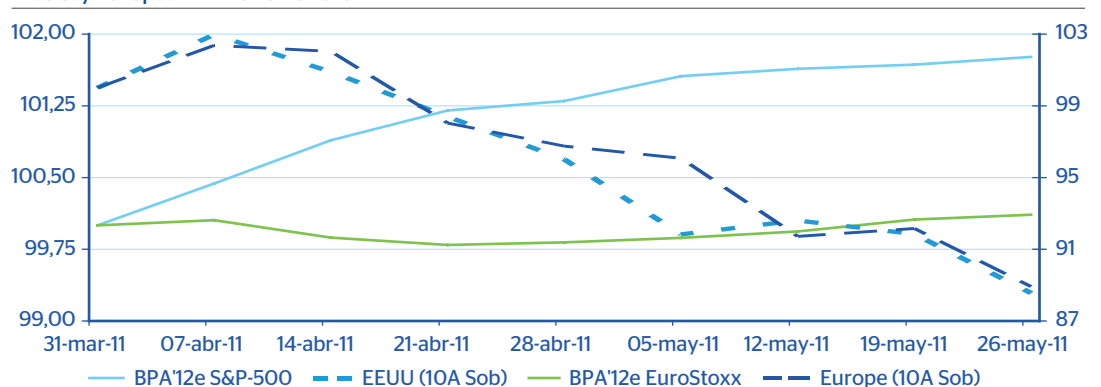
El EURUSD continúa consolidándose tras un descenso de casi nueve figuras entre el 5 y el 17 de mayo. Desde que rebotara desde su media móvil de 100 sesiones y tras los recientes mínimos del 23 de mayo, no sorprende que el EURUSD se haya consolidado para cotizar nuevamente por encima de los 1,4400. Las posiciones largas netas no comerciales en EUR han caído de forma drástica desde los más de USD 18 mil millones hace tres semanas hasta los USD 3 mil millones el 24 de mayo, fecha de publicación del informe “Commitment of Traders” de la CFTC. Con un cruce EURUSD ahora más neutral, este movimiento que venimos observando desde el 1T11 se vuelve ahora menos probable; sin embargo, prevemos que el problema de la deuda periférica griega en particular y de la zona euro en general tienen el potencial para convertirse en el eje a medida que vayan rotando los determinantes a corto plazo.

Los mercados de crédito pendientes de Grecia

Los índices sintéticos se han mantenido bastante estables en lo que va de semana, a pesar de las renovadas preocupaciones sobre Grecia. Por su parte, las agencias de calificación han estado en los últimos días bastante activas revisando las calificaciones crediticias de varios países europeos. En este sentido, la semana pasada, S&P cambió el outlook de la deuda italiana de estable a negativa, mientras que por su parte Fitch tomó la misma acción sobre Bélgica. Por otro lado, Moody's rebajó la calificación crediticia de Grecia desde B1a a Caa1 (3 escalones), manteniendo el outlook negativo, siendo esta la quinta vez que Moody's rebaja el rating de Grecia en los últimos dos años. El CDS de Grecia a 5 años ahora cotiza a 1.461pb, lo cual implica una probabilidad de default del 72% en los próximos 5 años. En lo referente al mercado primario, Banco Santander y UniCredit han vuelto a abrir esta semana el mercado de covered bonds para los emisores periféricos. Por su parte, los emisores franceses se mostraron muy activos, con BNP y Credit Agricole emitiendo covered bonds. Dicho esto, como consecuencia de las renovadas preocupaciones sobre las economías periféricas europeas, creemos que en un futuro próximo el mercado primario continuará dominado por emisiones de covered bond y deuda senior de los campeones nacionales.

Gráfico 3

EE.UU. y Europa: BPA'12e vs Bono10A



Fuente: Bloomberg

Home



Destacados



Calendario



Datos de Mercados



Análisis Económico

EE.UU.

Jeff Herzog

jeffherzog@bbvacompass.com
+1 713 843 5348

Escenarios Financieros

Javier Amador

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

Brasil

Enestor Dos Santos

enestor.dossantos@grupobbva.com
+34 91 5376887

Destacados

Los datos económicos de EE. UU. apuntan a una mayor debilidad para 2T11

Continúa la debilidad de los datos económicos de EE.UU. La confianza de los consumidores cayó en mayo hasta el 60,8, por debajo del valor de 66,0 revisado de abril y se aleja de las previsiones del consenso (66,5). Los indicadores de expectativas futuras fueron en general más bajos. En lo que respecta al sector manufacturero, el índice ISM cayó más de lo previsto por el consenso, hasta el 53,5, aunque este valor sigue estando en el territorio de expansión. Uno de los problemas del historial del ISM es que los pedidos nuevos indican una desaceleración en el futuro, ya que los fabricantes se ocuparon más de descongestionar los pedidos atrasados; sin embargo, esto podría reflejar al mismo tiempo que siguen presentes las interrupciones de la cadena de suministro provocadas por el terremoto de Japón. Las estimaciones del índice ADP sobre el empleo privado también fueron decepcionantes con respecto a las estimaciones del consenso, pues se quedaron en 38.000 puestos frente a los 210.000 previstos. Naturalmente, estos tres indicadores han aumentado el deseo de seguridad y han elevado la aversión al riesgo. En vista de estos últimos indicadores, el crecimiento del PIB en el 2T11 se situaría entre el 1,6 y el 2% anual deest, no muy lejos de la cifra registrada en el 1T11. Este resultado es inferior al de nuestro escenario central y apoyaría también un promedio más bajo para 2011 (actualmente un 3%). Los datos son también coherentes con la Reserva Federal, que sigue sin estar segura de la sostenibilidad de la recuperación y no tiene intención de subir los tipos de interés hasta marzo de 2012. No obstante, los mercados están probablemente sobre-reaccionando a estos datos en comparación con sus anteriores expectativas de incremento de los tipos.

El BCE ampliará la cobertura total e insinúa una subida de tipos en julio

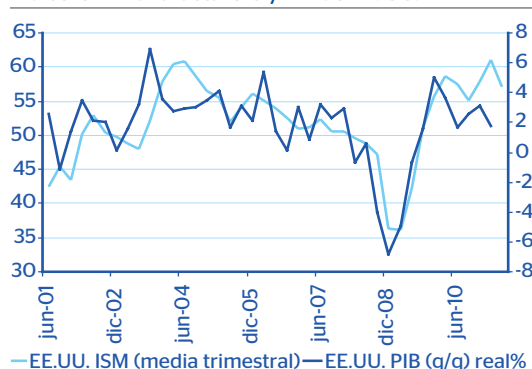
El BCE sigue aún tratando de hallar el equilibrio justo entre los movimientos alcistas preventivos y el apoyo al sistema financiero. Dos acontecimientos importantes han complicado aún más esta difícil tarea: i) el aumento de los riesgos alcistas para la inflación, y ii) el repunte de los riesgos soberanos al extenderse una vez más la inquietud por la deuda a los principales periféricos. Estos dos factores condicionarán las decisiones del BCE. ¿Cuándo se tomará la siguiente medida? Aunque el BCE no se ató las manos para efectuar un segundo movimiento alcista de 25 pb en junio si lo considera apropiado, no es probable que se produzca, ya que el discurso de mayo no dio indicios de ello. Sin embargo, este discurso cambiará en junio, cuando las nuevas previsiones de la inflación del IPCA tengan que revisarse considerablemente al alza, por lo cual es probable que los tipos aumenten en 25 pb en la reunión siguiente. Así se ha insinuado en recientes comentarios oficiales que siguen la ortodoxia, como los de Draghi: "Ante el aumento de los riesgos inflacionistas, hay una mayor necesidad de proceder con la normalización de la política monetaria". Por tanto, seguimos esperando un segundo movimiento en julio. En lo que respecta a la provisión de liquidez, parece probable que una vez más el BCE se vea forzado por las condiciones del mercado a retrasar en junio la reanudación de la retirada de la cobertura total.

Brasil: comienza la temporada de inflación baja

Después de un promedio del 0,80% m/m en los primeros cuatro meses del año, prevemos que la inflación de mayo (que se publicará el 7 de junio) caerá al 0,45% m/m (consenso: 0,55% m/m) y seguirá su tendencia a la baja en los próximos meses. Estas previsiones se basan en los factores estacionales, la menor presión de los precios de las materias primas y la moderación del consumo privado. Aunque la inflación anual se mantendrá por encima del 6,5% a/a (límite superior del sistema objetivo), prevemos que el banco central se fijará en la moderación de la inflación mensual y efectuará un subida de 25 pb en el SELIC la próxima semana (8 de junio) y quizá otra más en la siguiente reunión, que se celebrará el 20 de julio. Sin embargo, el fuerte dinamismo de los mercados de trabajo (y los efectos secundarios de los ajustes salariales por la inflación) deben vigilarse atentamente, porque si no se enfrían, la política monetaria podría terminar por ser más agresiva de lo que se prevé actualmente.

Gráfico 5

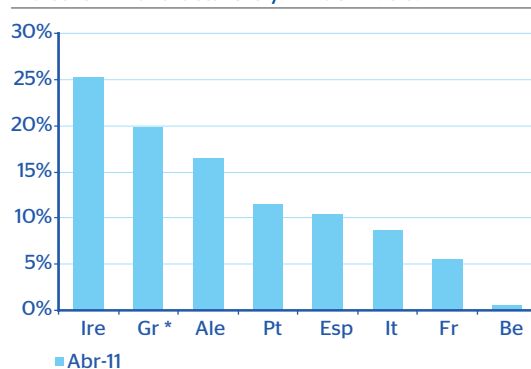
Índice ISM manufacturero y PIB de EE. UU.



Fuente: BEA, Institute for Supply Management

Gráfico 6

Índice ISM manufacturero y PIB de EE. UU.

* Abril de 2011 = datos de marzo
Fuente: BCE

Home	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos de Mercados	→

Análisis Económico

Europa
Elvira Prades
elvira.prades@grupobbva.com
+34 91 537 79 36

EE.UU.
Jeff Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com
+1 713 843 5348

Asia
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Calendario: Indicadores

Zona euro: ventas minoristas (abril, 7 de junio)

Previsión: 0,5% m/m

Consenso: 0,3% m/m

Anterior: -0,9% m/m

Comentario: se prevé que las ventas minoristas se habrán incrementado en abril, tras haber caído el mes anterior, debido en parte a la festividad de la Semana Santa. Aun así, seguimos considerando que las ventas minoristas se mantendrán muy contenidas en los próximos meses, ya que la gran incertidumbre con respecto a las perspectivas económicas de los próximos trimestres, unida a la crisis de deuda de la periferia, seguirá lastrando la confianza de los consumidores. Las cifras agregadas seguirán ocultando diferencias significativas entre los distintos países, ya que el gasto de los hogares de la periferia tiene que recortarse y el desempleo continúa alto. **Repercusión en los mercados:** los mercados podrían interpretar una fuerte caída de las ventas minoristas como un aumento de la incertidumbre sobre la recuperación del consumo de las familias. Esto a su vez podría generar dudas acerca del papel de la demanda interna para apoyar una recuperación más sostenible.

Alemania: índice de producción industrial (abril, 8 de junio)

Previsión: -0,5% m/m

Consenso: 0,2% m/m

Anterior: 0,7% m/m

Comentario: prevemos que la producción industrial habrá caído en abril tras subir con fuerza en el trimestre anterior, aunque esto se verá parcialmente afectado por la festividad de la Semana Santa. De cara al futuro, creemos que la recuperación del sector industrial seguirá en marcha, pero continuará mejorando a un ritmo más moderado después del fuerte pero insostenible crecimiento que se registró el año pasado. El sector industrial alemán seguirá respaldado por la fuerte demanda externa, en especial la de los mercados emergentes. **Repercusión en los mercados:** los mercados podrían interpretar una sorpresa muy negativa como una moderación del crecimiento económico mayor de la anticipada.

EE. UU.: demandas de desempleo (mayo, 9 de junio)

Previsión: 420.000

Consenso: n.d.

Anterior: 422.000

Comentario: el promedio móvil de 4 semanas de las demandas iniciales de seguro por desempleo retrocedió en la semana que terminó el 28 de mayo de 439.500 a 425.000, después de varias semanas de incrementos sostenidos. Prevemos que las demandas se mantendrán relativamente estables en 420.000 en la semana que finaliza el 4 de junio. La incertidumbre del mercado de trabajo y la ampliación de las prestaciones por desempleo a comienzos de este año impedirán que las demandas iniciales y la tasa de desempleo se ajusten rápidamente. En nuestro escenario central, la creación de empleo continuará durante el resto del año, pero a un ritmo moderado. **Repercusión en los mercados:** dado que las cifras de empleo mensuales se publicaron la semana pasada, es posible que las sorpresas en las demandas de desempleo no tengan un impacto importante en las fluctuaciones del mercado.

EE. UU.: precios de importación (mayo, 10 de junio)

Previsión: -0,5%

Consenso: -0,7%

Anterior: 2,2%

Comentario: prevemos que los precios de las importaciones habrán disminuido un 0,5% en mayo después de haber aumentado un 2,2% en abril, ya que los precios del petróleo cayeron durante el mes. Sin embargo, esto implica una tasa interanual del 11,4%, por encima del 11,1% de abril. A pesar de estas elevadas tasas interanuales, el riesgo de efecto pass-through a los precios al consumo subyacentes se mantiene limitado, ya que el aumento de los beneficios corporativos (8,5% en el 1T11) parece indicar que las empresas todavía tienen margen para absorber los choques de precios de los insumos importados. **Repercusión en los mercados:** unos precios de importación por encima de lo previsto podrían provocar un incremento de los riesgos inflacionistas. Pero, dada la pequeña proporción de las importaciones en la economía de EE. UU., la inflación de los precios mayoristas y los precios al consumo, que se publicará la próxima semana, probablemente ofrecerá un mejor panorama de las tendencias de la inflación en mayo.

India: producción industrial (abril, 10 de junio)

Previsión: 5,5% a/a

Consenso: n.d.

Anterior: 7,3% a/a

Comentario: la India ha sido un ejemplo de las tendencias de crecimiento moderado en Asia. Tras el sorprendente repunte en el crecimiento de la producción industrial (PI) de la India en marzo, el resultado de la PI de abril será importante para saber si la desaceleración ha tocado fondo. Prevemos que el crecimiento se habrá mantenido estable en abril, apoyado por las sólidas exportaciones, la demanda de consumo, la reposición de inventarios y la mayor producción de infraestructuras. **Repercusión en los mercados:** un resultado más bajo haría mella en la confianza y reduciría las expectativas de que se produzcan unas subidas de tipos agresivas.

Home



Mercados



Destacados



Datos de Mercados



Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,25	0	-2	-28
		Tipo 2 años	0,46	-2	-13	-27
		Tipo 10 años	3,01	-6	-20	-19
	EMU	3-meses Euribor	1,44	1	2	73
		Tipo 2 años	1,66	10	-25	119
		Tipo 10 años	3,02	4	-28	44
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,449	1,5	-2,4	20,5
		Libra-Euro	0,89	2,6	-1,2	7,1
		Franco Suizo-Euro	1,22	0,2	-4,5	-12,6
	América	Argentina (peso-dólar)	4,09	0,0	0,3	4,2
		Brasil (real-dólar)	1,58	-1,4	-2,1	-14,8
		Colombia (peso-dólar)	1784	-1,8	0,7	-9,2
		Chile (peso-dólar)	467	0,1	0,4	-13,4
		México (peso-dólar)	11,64	0,2	0,1	-9,7
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,76	0,2	-2,2	-3,1
	Asia	Japón (Yen-dólar)	80,62	-0,2	0,1	-12,1
		Corea (KRW-dólar)	1078,80	-0,4	0,4	-11,9
		Australia (AUD-dólar)	1,067	-0,4	-0,8	29,0
MMPP (Var %)		Brent de petróleo (\$/b)	115,1	0,0	-5,1	59,6
		Oro (\$/onza)	1533,2	-0,2	1,1	25,7
		Metales	611,9	0,8	-0,6	30,4
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10283	0,2	-4,0	15,2
		EuroStoxx 50	2791	-1,0	-5,4	9,3
		EE.UU. (S&P 500)	1313	-1,4	-2,6	23,3
	América	Argentina (Merval)	3150	-3,5	-6,0	44,4
		Brasil (Bovespa)	64218	-0,1	0,9	4,1
		Colombia (IGBC)	14443	0,7	2,6	18,2
		Chile (IGPA)	22981	0,3	1,8	27,3
		México (CPI)	35416	-1,1	-0,3	14,3
		Perú (General Lima)	21736	-2,9	5,1	57,3
	Asia	Venezuela (IBC)	80614	0,7	9,3	27,4
		Nikkei225	9492	-0,3	-5,1	-4,1
		HSI	22950	-0,7	-1,6	16,0
Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	105	1	8	-22
		Itraxx Xover	381	8	25	-208
		CDS Alemania	39	-1	-1	-10
	Riesgo Soberano	CDS Portugal	691	11	68	338
		CDS España	254	0	28	-3
		CDS EE.UU.	48	-2	5	---
		CDS Emergentes	217	0	16	-77
		CDS Argentina	622	7	39	-550
		CDS Brasil	107	0	3	-39
		CDS Colombia	101	-4	2	-68
		CDS Chile	69	0	11	-36
		CDS México	104	-1	7	-40
		CDS Perú	146	20	-1	1

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.