

Observatorio Semanal

Global

Madrid, 9 de mayo 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

Excesivo temor a una contracción

Los inversores han recogido beneficios en los activos de riesgo debido a los temores de un ajuste brusco en Asia y a la debilidad de últimos datos económicos de EE.UU. y la zona euro. En nuestra opinión, la evolución de los indicadores esta en línea con nuestro escenario de recuperación moderada en EE.UU. y en la zona euro y no indican que nos encaminemos a una contracción. En EE.UU., los índices ISM cayeron fuertemente en abril. Aunque el índice de manufacturas sigue en niveles saludables y el mercado de trabajo continúa mejorando. En la zona euro, los datos mostraron cierta moderación en abril, pero todavía apuntan a un crecimiento sólido, con grandes divergencias entre los distintos países. El PMI compuesto de la zona euro se situó en abril en un nivel considerablemente alto. Con todo, prevemos que la próxima semana el PIB del 1T de la UEM mostrará una aceleración hasta el 0,6% t/t desde el 0,3% del 4T10, impulsado por una mayor contribución positiva de la inversión privada y menores contribuciones positivas tanto de las exportaciones netas como del consumo privado. Para los trimestres siguientes esperamos moderación del crecimiento a la vistas los últimos datos económicos.

Continúa el riesgo de recalentamiento en Emergentes

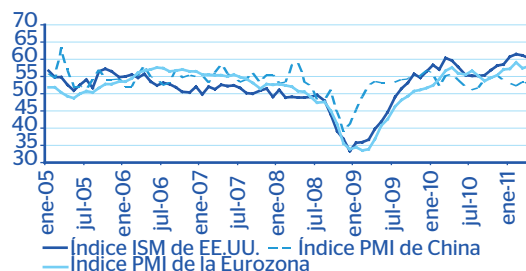
En los países de América Latina, el crecimiento sigue fuerte, como se desprende de la publicación del proxy del PIB chileno (15,2% a/a) y de la producción industrial de Brasil de marzo. Además, las presiones inflacionistas aumentan en toda la región. En Asia, en un contexto de fuerte crecimiento de la actividad y la inflación, los bancos centrales intensifican sus medidas de ajuste. Pero la moderación mostrada en el índice PMI de China en abril podría aliviar la preocupación por un excesivo tensionamiento de la política monetaria y un ajuste más brusco de la economía, en línea con nuestro escenario de un aterrizaje suave en la economía China.

Un tono menos agresivo en el BCE. El BCE mantuvo sin cambios el tipo de interés en el 1,25%, tal como se esperaba. La declaración del BCE fue bastante similar a la anterior, y no avisó de movimientos al alza en los tipos en junio, a pesar de las últimas sorpresas al alza en la inflación. Sin embargo, creemos que al referirse a las condiciones de la política monetaria y describirla como "todavía flexible", el BCE está sentando las bases para hacer un cambio de discurso en junio, donde apuntaría a un incremento de 25 pb en los tipos de interés en julio. Mantenemos nuestra estimación de una sola subida adicional de los tipos en 2011, pero nos inclinamos a pensar que el BCE podría adelantar una de las subidas previstas a principios de 2012, lo que situaría los tipos oficiales en el 1,75% a finales de año.

Próxima semana: el PIB del 1T de la zona euro y IPC de China y EE.UU. de abril concentrarán la atención.

Gráfico 1

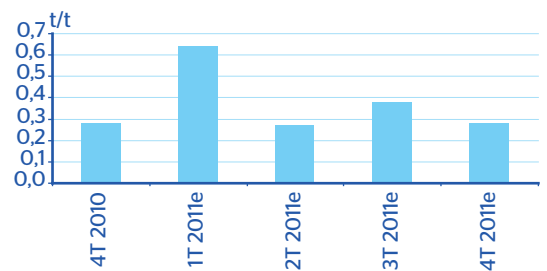
Moderación en la producción manufacturera



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2

Previsión de crecimiento del PIB en la zona euro



Fuente: BBVA Research

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

Destacados

El programa de rescate de Portugal se centra en las reformas estructurales

Es un buen programa de reformas con el equilibrio adecuado de medidas.

El índice de gerentes de compras de China de abril se desacelera

La desaceleración es bien recibida dados los riesgos de recalentamiento

¿Fortaleza del euro o debilidad del dólar?

El dólar volverá a su promedio, pero basándonos en la experiencia, estas tendencias tardan un tiempo.

Análisis de Mercados

Mercados

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@bbvany.com
+1 212 7281707

Equity Global y Crédito
Estratega
Javier Requena
javier.requena@grupobbva.com
+34 91 537 83 99

La descorrelación entre curvas EE.UU- Euro lleva el spread 10A a niveles positivos

La diferencia de ciclo entre países OCDE, especialmente Europa y EE.UU ha producido una fuerte descorrelación entre las curvas. Bajo este comportamiento, el reciente incremento del precio de las materias primas está afectando de manera diferente a ambos lados del Atlántico: por una parte Europa sigue más centrada en los riesgos de inflación mientras que en EE.UU el foco se centra en una posible moderación del crecimiento (últimos datos reflejando dudas y confirmando el discurso de Bernanke con tipos en cero durante un "extended period"). Esto ha propiciado que la última semana, ante la posibilidad de que el BCE adoptara un lenguaje más "hawkish" y tras los flojos datos en EE.UU. el diferencial entre el 10A Govt alemán y el americano se hiciese positiva por primera vez en los últimos dos años. A diferencia de lo que el mercado esperaba Trichet no incorporó la frase "fuerte vigilancia de la inflación" lo que ha moderado los sentimientos alcistas más inmediatos del mercado (se descarta ahora que esta subida se de antes de julio). A medida que el mercado se ajuste a este escenario los spreads con EE.UU deben volver a niveles menos extremos.

Previsiones poco optimistas a corto plazo para el EURUSD debido al posicionamiento demasiado largo del mercado

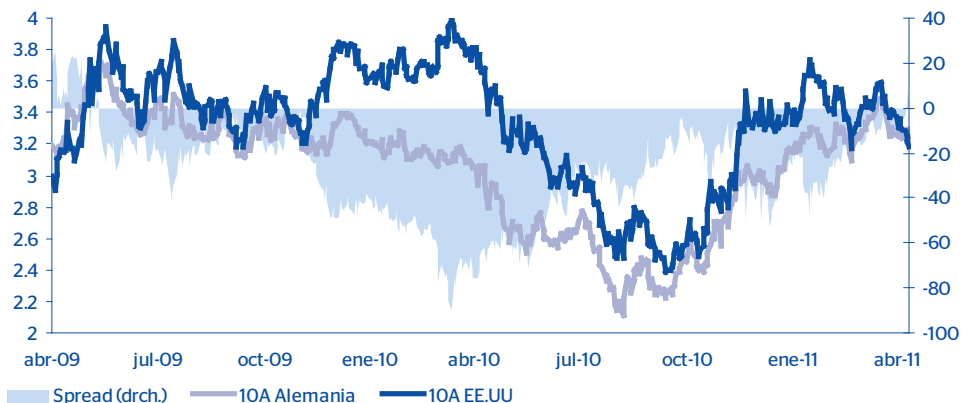
Como venimos observando en los últimos meses, se han mantenido posiciones no comerciales cortas en USD en general y largas en EURUSD, así como en las operaciones de carry trade. El anuncio y la conferencia de prensa del BCE el jueves 5 de mayo de 2011, en la que se evitó hacer referencia a una "fuerte vigilancia", generaron confusión en los mercados de divisas. Creemos que la ausencia de referencias a una "fuerte vigilancia" significa que el BCE no subirá los tipos en junio, pero seguimos previendo un aumento de 25 pb en julio. En realidad, un aumento de 25 pb en junio o julio no debería ser un hecho significativo para los mercados de divisas en circunstancias normales pero, como hemos observado, el posicionamiento del mercado en los últimos meses dista mucho de haber sido normal. El posicionamiento excesivo, sumado a la recogida de beneficios en el sector de petróleo y materias primas, generó una disminución significativa del EURUSD con posterioridad a la conferencia de prensa de Trichet el 5 de mayo y pone de relieve el grado de exposición a posiciones largas en EUR (y cortas en USD). Seguimos pensando que el mercado está centrado, además de en otros catalizadores clave, en la descorrelación entre el BCE y la Fed en lo que respecta a los ciclos de políticas monetarias. En ese sentido, los flujos de datos de EE. UU. seguirán siendo fundamentales para el mercado de divisas en las próximas semanas y meses. Pese a la caída del EURUSD el jueves, si se siguen deshaciendo posiciones en materias primas/apetito por el riesgo a partir de ahora, es posible que el cruce EURUSD se aproxime a nuestras previsiones a corto plazo cercanas a 1.400; sin embargo, si se mantiene un elevado apetito por el riesgo es posible que el movimiento del jueves 5/5/11 se recupere a su debido tiempo.

Las bolsas cotizan datos coyunturales algo peores de lo esperado

La mejora del momento de resultados en EEUU y Europa, a medida que se van publicando los números del 1T'11, ha contribuido a reducir la presión sobre los estimados para 2011-2012. A su vez la relajación del riesgo soberano español, que refleja una clara pérdida de correlación con respecto a la de otros periféricos tras el rescate de Portugal, ha favorecido una reducción de la prima de riesgo bursátil. Sin embargo los datos macro más recientes, tanto en EEUU como en Europa están resultando decepcionantes y favoreciendo un escenario de "techo" a corto plazo. En este contexto, sectores como el Consumo Cíclico, los ligados a precios de materias primas (Energía y Recursos Básicos), Financiero e Industriales pueden liderar una cierta corrección desde los altos recientes.

Gráfico 3
10A Alemania vs 10A EE.UU.

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



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Análisis Económico

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

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

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

Destacados

El programa de rescate de Portugal se centra en las reformas estructurales

Portugal ha acordado un paquete de rescate de 78.000 millones de euros con el trío del FMI-CE-BCE, que debería ser aprobado por el Ecofin el 16 de mayo. No prevemos obstáculos políticos procedentes de Finlandia ni de otros países que bloqueen la aprobación, y el programa cuenta también con el respaldo de los principales partidos portugueses. Las condiciones imponen medidas fiscales equivalentes a 10 pp del PIB total, en línea con los anteriores planes de consolidación del gobierno, pero hay muchos más detalles con respecto a las medidas para lograrlo, incluidos mayores impuestos (a través de exenciones fiscales más bajas), menores gastos en muchas áreas y un ambicioso programa de privatización. Si el crecimiento no es negativo como prevén las tres instituciones (-2% en 2011 y 2012) el esfuerzo fiscal necesario podría ser menor (unos 8 pp). En cualquier caso, el programa se centra principalmente en medidas estructurales, lo que consideramos un enfoque adecuado dado el bajo potencial de crecimiento de Portugal. La reforma del mercado de trabajo baja sustancialmente los costes del despido y mejora los incentivos para que los desempleados trabajen. Además, el plan incluye medidas detalladas en muchas áreas, como la salud, las industrias de red, la educación, el sistema judicial, la contratación pública y la vivienda. El acuerdo también incluye medidas globales para abordar los problemas del sector bancario, como el aumento de los requisitos de capital y el fortalecimiento del sistema ante posibles tensiones futuras. En general, es un buen programa de reformas con el balance adecuado de medidas, pero también es una gran tarea.

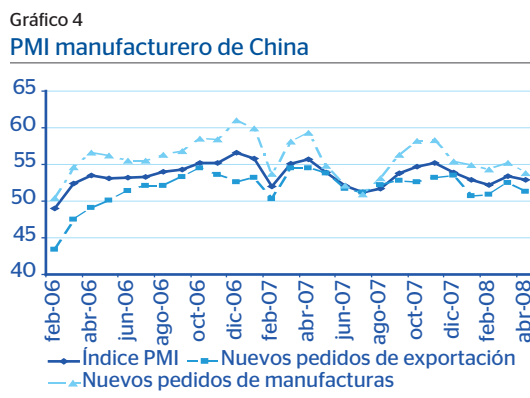
El índice de gerentes de compras de China de abril muestra una grata moderación

Los datos de abril del índice de gerentes de compras (PMI) de China mostró un impulso de crecimiento más moderado. El PMI cayó hasta el 52,9%, por debajo de lo previsto y por debajo del valor de 53,4% de marzo. Hay que destacar que el PMI se mantiene firmemente en la zona de expansión. La moderación debería contribuir a disipar las inquietudes acerca del recalentamiento. La caída se debió en gran parte al descenso de los pedidos nuevos y de los pedidos de exportación. Ahora los inversores están atentos a los datos que se publican esta semana como la inflación en abril o el crecimiento del crédito, en busca de nuevos indicios de moderación. Dado que la inflación de marzo ha ido acelerándose hasta el 5,4% a/a (muy por encima del nivel del 4% confortable para las autoridades), y con un PIB del 9,7% en el 1T, los riesgos se inclinan hacia el recalentamiento, lo que ha provocado nuevos ajustes monetarios por parte de las autoridades en las últimas semanas. La confianza de los mercados ha estado oscilando entre las preocupaciones por el recalentamiento por un lado y las preocupaciones por un aterrizaje brusco por otro. Nuestro escenario central sigue siendo un aterrizaje suave.

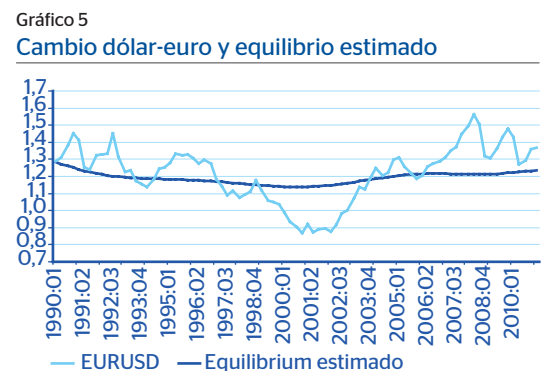
¿Fortaleza del euro o debilidad del dólar?

La tendencia de apreciación del euro podría explicarse por la debilidad del dólar, más que por su propia fortaleza. El tipo de cambio efectivo real del dólar se encuentra en mínimos históricos. Aunque el tipo de cambio de equilibrio estimado entre el par EUR-USD parece haberse incrementado, nuestra estimación se sitúa ahora en torno al 1,25%, hay margen para la apreciación del dólar frente al euro. Por consiguiente, el dólar estadounidense volverá a su promedio, pero basándonos en la experiencia, estas tendencias tardan un tiempo. La cuestión no es si se producirá, sino cuándo. En el repunte del dólar es improbable a corto plazo debido a que: 1) todavía no ha tenido lugar el reequilibrio externo del dólar; 2) no se esperan cambios en la tendencia de la política monetaria a corto plazo; y 3) no hay signos claros de ajuste fiscal en EE.UU. En resumen, a medio plazo el dólar estadounidense está llamado a apreciarse significativamente frente al euro con respecto a los niveles actuales. Sin embargo, en ausencia de un detonador claro, nos inclinamos a pensar que la debilidad del dólar continuará a corto plazo. Tan pronto como se reduzca la brecha de las políticas monetarias (posiblemente a partir del 2T12), el dólar invertirá su tendencia, si bien hasta niveles más débiles que antes (1,25).

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



Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Análisis Económico

Europa

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

EE.UU.

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

Asia

Xia Le
xia.le@bbva.com.hk

Calendario: Indicadores

Zona euro: producción industrial (marzo, 13 de mayo)

Previsión: 0,5% m/m	Consenso: 0,8% m/m	Anterior: 0,5% m/m
---------------------	--------------------	--------------------

Comentario: prevemos que la producción industrial habrá seguido incrementándose en marzo, aunque a un ritmo más lento, en línea con las encuestas de la producción manufacturera de abril. De cara al futuro, los datos preliminares también sugieren que la recuperación industrial se moderará probablemente en los próximos meses, aunque los pedidos nacionales podrían tomar el protagonismo y complementar la demanda externa. **Repercusión en los mercados:** los mercados podrían interpretar una sorpresa muy negativa como una moderación del crecimiento económico mayor de la anticipada.

Zona euro: PIB (1T10, 13 de mayo)

Previsión: 0,6% t/t	Consenso: 0,6% t/t	Anterior: 0,3% t/t
---------------------	--------------------	--------------------

Comentario: esperamos que el PIB 1T2011 registre un crecimiento del 0,6% t/t. Los datos disponibles a corto plazo sugieren que la actividad económica de la zona euro ha tomado impulso a comienzos de 2011. Observamos una contribución positiva de las exportaciones netas en el 1T. En lo que respecta a la demanda interna, nuestras previsiones sugieren que el consumo privado crecerá a un ritmo moderado, mientras que el consumo público podría haberse estancado, reflejando así la implementación de las medidas de austeridad fiscal. En cambio, la inversión parece haberse recuperado tras verse afectada negativamente por las condiciones climáticas en el componente de la construcción. Sin embargo, el desglose de los componentes de la demanda no se publicará en esta estimación preliminar. Consideramos que los riesgos de esta previsión se inclinan al alza, especialmente debido a los fuertes indicadores publicados recientemente en Alemania, que sufrió un invierno muy crudo a finales de 2010 y se espera que registre un repunte. **Repercusión en los mercados:** los mercados podrían reaccionar de forma negativa ante un dato más bajo.

EE.UU.: ventas minoristas (abril, 12 de abril)

Previsión: 0,8% m/m	Consenso: 0,4% m/m	Anterior: 0,6% m/m
---------------------	--------------------	--------------------

Comentario: la demanda de consumo se ha mantenido fuerte durante la recuperación económica a pesar de la debilidad de las condiciones del mercado de trabajo. Las ventas minoristas aumentaron como media un 0,8% en los últimos 9 meses. Sin embargo, una parte significativa de la reciente tendencia al alza en las ventas minoristas está relacionada con el aumento de los precios del petróleo y los precios al consumo. Esperamos que las ventas minoristas aumenten un 0,8% m/m, debido en parte a que los precios al consumo son más elevados. **Repercusión en los mercados:** una caída de las ventas minoristas indicaría una fuerte desaceleración del consumo privado y provocaría caídas en los mercados.

EE.UU.: índice de precios al consumo, subyacente (abril, 13 de abril)

Previsión: 0,5%, 0,2% m/m	Consenso: 0,4%, 0,2% m/m	Anterior: 0,5%, 0,1% m/m
---------------------------	--------------------------	--------------------------

Comentario: en marzo, los precios al consumo subieron un 0,5% m/m en términos desestacionalizados. Los principales impulsores del incremento de marzo fueron los precios de los alimentos y de la energía, que supusieron aproximadamente el 75%. Por otra parte, el efecto pass-through de los precios de la energía y los alimentos a los precios subyacentes ha sido limitado. En abril, prevemos que los elevados precios de la energía y de los alimentos habrán seguido presionando al alza los precios al consumo, pero el efecto pass-through sobre los precios subyacentes se habrá mantenido limitado. **Repercusión en los mercados:** un aumento significativo en los precios al consumo subyacentes podría ser indicio de un alto efecto pass-through de los elevados precios del petróleo a la inflación subyacente, lo que incrementaría la incertidumbre y la volatilidad de los mercados financieros.

[Home](#)


[Mercados](#)


[Destacados](#)


[Datos de Mercados](#)


China: IPC de abril (11 de mayo)

Previsión: 5,2% a/a	Consenso: 5,2% a/a	Anterior: 5,4% a/a
---------------------	--------------------	--------------------

Comentario: dados los riesgos de recalentamiento, se observará muy de cerca el índice general de precios, además de otros indicadores mensuales correspondientes a abril, como las ventas minoristas, la inversión fija, la producción industrial y la evolución del crédito. Prevemos que la inflación se habrá moderado en abril debido a la fuerte caída de los precios de los alimentos con respecto a los niveles de marzo. Dado que los valores del índice de gerentes de compra de abril fueron más flojos, también anticipamos que habrá moderación en los indicadores de actividad correspondientes. **Repercusión en los mercados:** la confianza cambiará fácilmente entre la inquietud por el recalentamiento y el nuevo ajuste monetario por un lado, en caso de que la inflación resulte por encima de lo previsto, y los riesgos de un aterrizaje brusco por otro, en caso de que los datos se sitúen por debajo de lo que se espera.

Markets Data

		Close	Weekly change	Monthly change	Annual change	
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,27	-1	-3	-16
		Tipo 2 años	0,60	0	-23	-21
		Tipo 10 años	3,22	-7	-33	-21
	EMU	3-meses Euribor	1,42	3	15	74
		Tipo 2 años	1,79	1	-5	125
		Tipo 10 años	3,20	-4	-23	40
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,452	-2,1	1,4	14,3
		Libra-Euro	0,88	-0,5	0,7	2,8
		Franco Suizo-Euro	1,27	-1,2	-3,5	-10,1
	América	Argentina (peso-dólar)	4,08	0,0	0,6	4,8
		Brasil (real-dólar)	1,61	2,1	-0,5	-12,4
		Colombia (peso-dólar)	1761	-0,5	-3,8	-12,8
		Chile (peso-dólar)	466	1,2	-1,6	-12,3
		México (peso-dólar)	11,62	0,9	-1,5	-9,6
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,81	-0,6	-0,2	-1,6
	Asia	Japón (Yen-dólar)	80,68	-0,7	-5,4	-12,0
		Corea (KRW-dólar)	1078,25	1,0	-0,6	-6,5
		Australia (AUD-dólar)	1,075	-1,8	3,2	21,2
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	110,3	-12,4	-9,8	40,9	
	Oro (\$/onza)	1488,8	-4,8	2,0	23,2	
	Metales	606,1	-2,2	-4,2	23,0	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10612	-2,5	-2,1	17,3
		EuroStoxx 50	2952	-2,0	-0,7	18,1
		EE.UU. (S&P 500)	1348	-1,2	0,9	21,3
	América	Argentina (Merval)	3306	-2,9	-5,7	53,0
		Brasil (Bovespa)	64173	-3,0	-7,0	2,1
		Colombia (IGBC)	13767	-4,3	-5,9	14,7
		Chile (IGPA)	22788	0,0	1,2	29,2
		México (CPI)	35325	-4,4	-6,7	12,2
		Perú (General Lima)	20638	5,1	-4,2	39,0
		Venezuela (IBC)	75745	7,0	7,6	22,6
		Asia	Nikkei225	9859	0,1	2,9
	HSI		23159	-2,4	-4,6	16,3
	Crédito (cambios en pbs)	Ind.	Itraxx Main	97	1	2
Itraxx Xover			357	5	-2	-240
CDS Alemania			39	-4	1	-16
Riesgo Soberano		CDS Portugal	632	-21	79	210
		CDS España	236	-1	35	-2
		CDS EE.UU	43	-2	6	---
		CDS Emergentes	207	7	7	-87
		CDS Argentina	598	11	33	-429
		CDS Brasil	105	0	-2	-48
		CDS Colombia	100	0	-5	-82
		CDS Chile	59	-1	0	-36
		CDS México	100	2	0	-52
		CDS Perú	142	-13	-8	-11

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.