

Observatorio Semanal Global

Madrid, 10 de octubre de 2011
Análisis Económico

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

Javier Amador
 javier.amador@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@bbva.com
 +34 91 537 76 80

Los bancos centrales incrementan las medidas no convencionales

- **La aversión al riesgo sigue moderándose**

Los activos de riesgo repuntaron gracias a las decisiones de los bancos centrales y a las expectativas de que se tomen medidas coordinadas para recapitalizar el sector bancario europeo.

- **Los dirigentes de la zona euro próximos a anunciar una recapitalización coordinada del sector bancario europeo**

En el contexto de un continuo círculo vicioso entre los bancos y los bonos soberanos y con la extensión del riesgo financiero a otras zonas económicas, los comentarios de los dirigentes europeos indican que cabe esperar en breve una acción coordinada para recapitalizar el sector bancario europeo. A diferencia de 2009, esta vez el esfuerzo para fortalecer la posición del capital de los bancos podría compartirse con las instituciones europeas, pero aún es un plan que debe definirse. En nuestra opinión, sería un paso positivo, pero para recuperar la confianza de los inversores debería llevarse a cabo junto con otras medidas adicionales para resolver los problemas de la deuda soberana. Esto es coherente con nuestra visión de que Europa seguirá tomando pequeñas medidas para salir del paso.

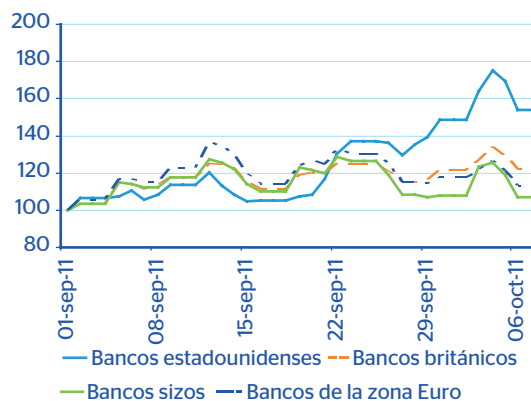
- **Puede que el Bdl haya sido más audaz, pero el BCE también hizo más de lo esperado**

Los bancos centrales han sido audaces (hasta ahora mucho más que los gobiernos) en sus intentos de disipar las preocupaciones. El Bdl sorprendió a los mercados al anunciar un aumento de su QE (de 75.000 millones de libras, hasta llegar a 275.000 millones de libras). El BCE también hizo más de lo que se había anticipado. El esfuerzo se centró en contribuir a la financiación de los bancos de la zona euro. El BCE anunció un aumento sustancial de las operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO) y lanzó un programa de 40.000 millones de euros para comprar cédulas.

- **Los datos de actividad fueron más favorables en EE.UU. y continúan sólidos en las economías emergentes. Pero los europeos muestran deterioro**

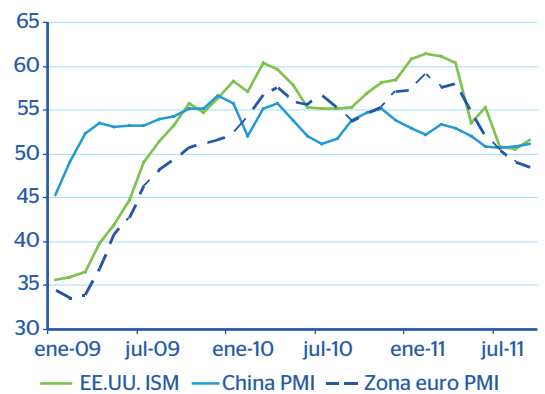
- Destacados →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos de Mercados →

Chart 1
Bancos, CDS a 5 años (100=sept. 2011)



Fuente: Bloomberg

Chart 2
Actividad manufacturera



Fuente: Bloomberg

Análisis Económico

Los dirigentes de la zona euro próximos a anunciar una recapitalización coordinada del sector bancario europeo

En el contexto donde se mantiene el círculo vicioso entre los bancos y los bonos soberanos, y donde hay indicios de que el riesgo financiero empieza a extenderse a otras zonas económicas, los comentarios de los dirigentes europeos indican que cabe esperar en breve una acción coordinada para recapitalizar el sector bancario europeo. A diferencia de 2009, cuando cada uno de los países europeos cargó con la recapitalización del sector bancario, esta vez los esfuerzos para fortalecer las posiciones de capital de los bancos se deberían hacer de forma compartida con las instituciones europeas. De lo contrario, podrían fracasar ya que el apoyo terminaría por afectar aún más a los bonos soberanos de cada uno de los países europeos.

Además, la enmienda del FEEF (todavía pendiente de la aprobación de los parlamentos de Malta y Eslovaquia esta semana) permitirá al mecanismo financiero europeo recapitalizar los bancos.

De todas maneras, no es sencillo prever las necesidades de recapitalización de los bancos.

El problema del sector bancario radica en la calidad de los activos que los bancos tienen en sus balances. Por consiguiente, la cuantía necesaria para su recapitalización dependerá de los supuestos de las pruebas de solvencia: el resultado podría ser una amplia gama de necesidades de capital. De hecho, la ABE podría estar preparando pruebas de estrés para identificar dichas necesidades de capitalización. Dependiendo de los supuestos, las necesidades de capital estimadas podrían variar de 25.000 millones a 300.000 millones de euros. La cifra mayor representaría más del 60% de la capacidad de préstamo efectiva del nuevo FEEF y dejaría dicho fondo con una capacidad limitada para ayudar a la deuda soberana (hay que tener en cuenta que otro tercio de la capacidad de préstamo del FEEF está ya comprometido para Irlanda, Portugal y Grecia). Con todo, creemos que un esfuerzo coordinado para recapitalizar el sector bancario europeo es posible y sería además un paso positivo por parte de Europa, aunque no suficiente para resolver los problemas. Para recuperar la confianza de los inversores deben abordarse tanto los problemas de recapitalización del sector bancario como los de la deuda soberana. Como ejemplo de la importancia que tiene abordar los problemas de la deuda soberana, Moody's rebajó la calificación de Italia tres niveles, de Aa2 a A2 y con perspectivas negativas, lo que está relacionado principalmente con "los actuales riesgos económicos y financieros de Italia y de la zona euro". En particular, Moody's destacó en la declaración que "La incertidumbre de la situación del mercado y el riesgo de un mayor deterioro de la confianza de los inversores podrían limitar el acceso del país a los mercados de deuda pública". En este contexto, el enfoque de Europa sigue siendo el de tomar pequeñas medidas para salir del paso. La cumbre francesa y alemana de este fin de semana y la cumbre de los líderes europeos del 18 de octubre marcarán hitos importantes.

Puede que el Bdl haya sido más audaz, pero el BCE también hizo más de lo esperado

Los bancos centrales han sido audaces (hasta ahora mucho más que los gobiernos) en sus intentos de disipar las preocupaciones. La "Operación Twist" de la Fed ya está en marcha y Bernanke dijo que están preparados para implementar nuevas medidas en caso de que las perspectivas económicas sigan deteriorándose. El Bdl sorprendió a los mercados al anunciar un aumento de su QE (de 75.000 millones de libras, hasta llegar a 275.000 millones de libras). Este estímulo adicional ha llegado antes y a una escala mayor de lo que se había previsto. El BCE también hizo más de lo que se había anticipado. El esfuerzo se centró en contribuir a la financiación de los bancos de la zona euro. El BCE anunció una ampliación sustancial de las operaciones de refinanciación a largo plazo (se llevarán a cabo dos LTRO: una a 12 meses en octubre y una con un plazo de aproximadamente 13 meses en diciembre), lo que permitirá a los bancos financiar sus necesidades de liquidez en dos periodos anuales. También lanzó un programa de 40.000 millones de euros para comprar cédulas desde noviembre de 2011 hasta octubre de 2012. Además, el BCE abrió la puerta un poco más a hacer recortes en los tipos de interés (se debatió hacer un recorte de los tipos), pero parece claro que no es probable que actúen de forma preventiva tal como hicieron cuando se enfrentaron a los riesgos alcistas para la inflación (véase el último Observatorio del BCE).

[Home](#)

[Mercados](#)

[Calendario](#)

[Datos de Mercados](#)

Los datos de actividad fueron más favorables en EE. UU. y continúan sólidos en las economías emergentes. En cambio, los indicadores europeos siguen apuntando deterioro en los próximos meses

Esta semana los datos económicos han sido favorables, lo que disipa los grandes temores de desaceleración en EE. UU. que los mercados han estado descontando desde agosto. Tanto los índices ISM manufacturero como no manufacturero fueron mejores de lo previsto. Además, los datos del mercado de trabajo también fueron esta semana mejores de lo previsto, con menos demandas por desempleo y una creación de empleo más saludable, lo que da esperanzas de que se logre cierto fortalecimiento de cara al futuro. En Europa, por el contrario, tanto las cifras del índice de gerentes de compras del sector manufacturero como del índice de gerentes de compras del sector servicios de septiembre indican que la tendencia a la baja en la actividad económica de la zona euro se mantiene sin cambios.

En la mayoría de los países de América Latina, la inflación mensual de septiembre fue superior a la de los meses precedentes y superó las expectativas del mercado, mientras que la actividad económica y el empleo se mantienen sólidos. Sin embargo, no es probable que se produzca un cambio en las posturas de política monetaria en un contexto dominado por la incertidumbre acerca de la situación mundial. No obstante, si aumentan las presiones inflacionistas (en un contexto de monedas más débiles) y no hay indicios evidentes de desaceleración de la demanda y del empleo, los bancos centrales tendrán que quedarse en un modo de espera (véase el último Observatorio Semanal de América Latina).

En Asia, los datos económicos también indican que el crecimiento sigue siendo sólido. El resultado del índice de gerentes de compras de septiembre de China, que mostraba un repunte, fue un alivio, y algunas cifras de comercio recientes de la región también han sido tranquilizadoras. Por otra parte, varios países publicaron las cifras de la inflación de septiembre, donde, tal como se esperaba, se muestra una moderación de las presiones sobre los precios, lo que da margen para las maniobras políticas en caso de que empeore la situación mundial. Pero a pesar de estos datos tranquilizadores, los mercados siguen obsesionados con la cuestión de si China puede mantener su crecimiento en el contexto de desaceleración económica mundial. A este respecto, los nuevos datos que se darán a conocer en las próximas semanas (10-18 de octubre) serán fundamentales, en especial la inflación de septiembre (véase el Indicador de la semana), el comercio, la producción industrial, la inversión y las ventas minoristas. Además, la publicación del resultado del PIB del tercer trimestre está prevista para el 18 de octubre. Por nuestra parte, mantenemos la opinión de que el crecimiento se está desacelerando en línea con un escenario de aterrizaje suave, aunque ahora, dadas las incertidumbres mundiales, han aumentado los riesgos bajistas para nuestras previsiones anuales de un 9,2% y un 8,9% en 2011 y 2012. En cuanto a la política monetaria, esperamos que las autoridades chinas mantengan la postura actual hasta finales de año (véase el último Observatorio Semanal de Asia).

[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: el BCE se centra más en la liquidez que en los tipos

Los tramos más largos de la curva podrían reaccionar a los intentos de moderación de la prima de riesgo, aunque aún de manera limitada. Aunque pueda darse algún repunte en los tipos largos "core" (ayer 10 p.b. arriba el bono alemán) por ahora no vemos factible un rally alcista consolidado en los mismos (nuestro límite de medio plazo sigue situado e niveles no por encima de 2.10/2.20% en el Bund). Hay que recordar que sigue vigente la incertidumbre sobre asuntos trascendentes como la recapitalización del sistema financiero o el pago del siguiente tramo del rescate a Grecia. Este posible mayor margen alcista en los tipos "core", unido a las nuevas medidas de liquidez y financiación, debería relajar también la presión sobre los spread core-non core, que contagiados por el optimismo y por la buena subasta en España (se colocó el máximo del objetivo pagando un tipo menor que en previas subastas) corrigieron 18 p.b., destacando que el 10A español ya se encuentra por debajo del 5%.

El panorama técnico continúa siendo importante para la perspectiva del EURUSD

El BCE, se presentó una variada colección de iniciativas para tratar de dar arranque a la economía europea.

A pesar de que tradicionalmente el impacto de una inyección de liquidez en la oferta monetaria de un país se traduce normalmente en la depreciación de la moneda local (el anuncio del Banco de Inglaterra de esta mañana y la reacción del GBPUSD, a modo de ejemplo), dados los problemas que a los que se enfrenta actualmente la UEM, creemos que las medidas de hoy deberían continuar prestando un ligero soporte al EUR. Aunque es difícil ser alcistas con respecto al EUR dado el panorama técnico bajista del EURUSD (véase "El EUR sucumbe ante las vibraciones del mercado; nivel clave de 1.3467", del 9 de septiembre de 2011 y las publicaciones subsiguientes), no creemos que las medidas recientes tomadas por el BCE se traduzcan de por sí en un motivo de venta adicional de euros. Esto último sucede probablemente como resultado de la incesante situación de la deuda periférica europea y de la posición de los inversores de tendencia que continúan centrándose en el panorama técnico bajista.

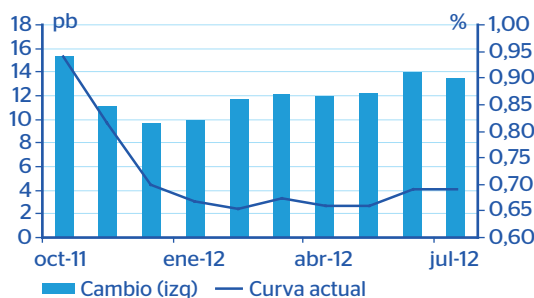
Crédito: el BCE da un respiro a los mercados de crédito

El BCE anunció que adquirirá Covered Bonds tanto en el mercado primario como secundario por valor de EUR40bn (frente a los EUR60bn en el 2009). A pesar de esta noticia positiva, creemos que en el corto plazo debe prevalecer la precaución. No solo sigue siendo muy incierto el resultado de la crisis soberana, sino que además esperamos que la volatilidad en los mercados debería permanecer elevada en medio de un contexto de volúmenes de trading contenidos. Dicho esto, el iTraxx Main estrechó 7bp hasta los 194bp mientras que el iTraxx SovX por su parte estrechó 2bp hasta los 336bp. En el caso de los financieros, el iTraxx Financiero Senior y Subordinado estrecharon 21 y 23bp hasta los 258bp y 506bp respectivamente. Por otro lado, la semana ha estado marcada por la rebaja de la calificación por parte de Moody's de la deuda soberana italiana de Aa2 a A2 con perspectiva negativa. Aunque la rebaja del rating soberano italiano era más que esperada, creemos que un recorte de tres escalones implica que la agencia esta reconociendo implícitamente que la calificación anterior no era del todo correcta. Tras la rebaja del soberano Moody's rebajo la calificación de los bancos italianos y algunas de las principales empresas italianas, entendiendo que el apoyo del gobierno italiano a estas empresas ha disminuido (stand-alone rating). En cuanto a bancos italianos, la rebaja de la calificación crediticia no solo es consecuencia de la rebaja del rating soberano italiano sino que también refleja un reajuste de las hipótesis de apoyo soberano.

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

Gráfico 3

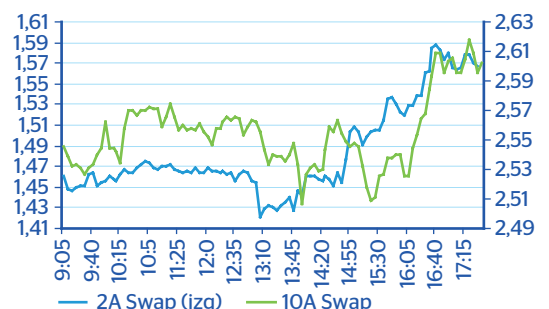
Cambio intradía* en los tipos implícitos Eonia



* Durante la rueda de prensa de BCE
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4

Cambios intradía* en la curva Swap



* Durante la rueda de prensa de BCE
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Análisis Económico

Europa

Agustín García
agustin.garcia@bbva.com
+34 91 3747938

EE.UU.

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

Asia

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk
+852 2582 3162

Calendario: Indicadores

Zona euro: índice de producción industrial (agosto, 12 de octubre)

Previsión: -0,7% m/m	Consenso: -0,8% m/m	Anterior: 0,9% m/m
----------------------	---------------------	--------------------

Comentario: se prevé una caída de la producción industrial en agosto que compensaría el incremento observado anteriormente. Según estas previsiones, la actividad podría haberse mantenido plana durante el periodo julio-agosto, lo que implica una desaceleración en las rápidas tendencias de deterioro observadas desde finales de 2010. En contraste con esto, los datos preliminares de todo el 3T han sido más decepcionantes y apuntan a una contracción en la producción industrial debido al descenso de la demanda externa. **Repercusión en los mercados:** una fuerte caída de la producción industrial podría incrementar la inquietud sobre una recesión secundaria en la zona euro, ya que confirmaría las sombrías perspectivas económicas que describen los datos preliminares.

Zona euro: exportaciones (agosto, 14 de octubre)

Previsión: 0.3% m/m	Consenso: n.d.	Anterior: 2,0% m/m
---------------------	----------------	--------------------

Comentario: creemos que las exportaciones se habrán incrementado ligeramente en agosto tras el repunte de julio. Estos dos aumentos mensuales consecutivos podrían no ser suficientes para compensar la pronunciada caída observada en junio y, por consiguiente, los niveles de las exportaciones durante julio y agosto se situarán probablemente un 1% por debajo del promedio del 2T. Además, según las encuestas de confianza, los pedidos del extranjero no parecen indicar una mejora en los próximos meses. **Repercusión en los mercados:** unas cifras decepcionantes afectarían negativamente a los mercados por ser un factor clave que indicaría que la recuperación se desvanece.

EE.UU.: comercio internacional (agosto, 13 de octubre)

Previsión: -45.000.000 mil \$	Consenso: -46.000.000 mil \$	Anterior: -448.000.000 mil \$
-------------------------------	------------------------------	-------------------------------

Comentario: es probable que la desaceleración de la economía mundial haya pesado en las transacciones internacionales de agosto y se prevé que la balanza comercial se habrá mantenido prácticamente sin cambios. Se espera una caída tanto en las importaciones como en las exportaciones. Una caída mensual en los precios de las importaciones es probable que deflacte el valor de las importaciones, mientras que un gran aumento en los precios de las exportaciones podría desincentivar aún más la demanda externa. Dado el aumento de las preocupaciones por el deterioro económico en el mundo desarrollado, no prevemos cambios sustanciales en el déficit comercial. **Repercusión en los mercados:** sin embargo, si se produjeran grandes cambios en la balanza comercial, sus repercusiones en el PIB del 3T podrían ser significativas.

EE.UU.: ventas minoristas excl. vehículos (septiembre, 14 de octubre)

Previsión: 0,3%, 0,1% m/m	Consenso: 0,4%, 0,2% m/m	Anterior: 0,0%, 0,1% m/m
---------------------------	--------------------------	--------------------------

Comentario: las fuertes ventas de vehículos probablemente hayan contribuido al aumento de las ventas minoristas de septiembre a pesar de que la actividad de consumo sigue siendo débil. Además, varias encuestas minoristas indican una desaceleración de las ventas durante el mes como consecuencia del aumento de la inquietud de los consumidores por la situación económica. Aunque los indicadores de confianza de los consumidores han avanzado ligeramente, siguen indicando incertidumbre ante el deterioro de la economía. Por tanto, sólo esperamos un modesto crecimiento en las ventas minoristas de septiembre. **Repercusión en los mercados:** un repunte en la actividad de consumo son bajas; no obstante, un aumento significativo en las ventas minoristas podría dar la vuelta a la situación y reducir la ansiedad de los mercados.

[Home](#)


[Destacados](#)


[Mercados](#)


[Datos de Mercados](#)


China: IPC de septiembre (14 de octubre)

Previsión: 6,1% a/a	Consenso: 6,2% a/a	Anterior: 6,2% a/a
---------------------	--------------------	--------------------

Comentario: en un contexto de creciente inquietud sobre el entorno externo y sus implicaciones para el crecimiento, la inflación interna sigue siendo motivo de preocupación para los responsables políticos chinos. El índice general de precios subió por encima del 6% a/a en los últimos meses, aunque empezó a caer en agosto tras llegar a su peak del 6,5% a/a el mes anterior. Esperamos que la tendencia a la moderación continúe en septiembre debido a los efectos base y a la moderación de los precios de los alimentos. **Repercusión en los mercados:** un valor por encima de lo previsto se interpretaría como una limitación del margen de maniobra política de las autoridades contra las dificultades derivadas del entorno externo y podría minar la confianza de los mercados, mientras que un valor por debajo reforzaría la visión de un aterrizaje suave.

Datos de Mercado

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,39	2	5	10
		Tipo 2 años	0,27	3	7	-7
		Tipo 10 años	2,08	17	4	-31
	EMU	3-meses Euribor	1,57	1	3	59
		Tipo 2 años	0,62	7	13	-17
		Tipo 10 años	2,00	11	9	-26
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,349	0,3	-4,0	-3,0
		Libra-Euro	0,86	0,5	-2,0	-1,0
		Franco Suizo-Euro	1,23	1,5	2,1	-7,7
	América	Argentina (peso-dólar)	4,21	0,1	0,1	6,3
		Brasil (real-dólar)	1,76	-5,2	6,1	5,5
		Colombia (peso-dólar)	1928	0,2	7,7	8,0
		Chile (peso-dólar)	513	-1,4	10,7	6,4
		México (peso-dólar)	13,28	-3,9	6,4	6,7
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,74	-1,2	0,5	-1,8
	Asia	Japón (Yen-dólar)	76,74	-0,5	-0,8	-6,3
		Corea (KRW-dólar)	1176,05	-0,4	9,9	5,5
		Australia (AUD-dólar)	0,985	1,3	-7,3	0,0
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	105,7	2,8	-8,7	25,8	
	Oro (\$/onza)	1656,4	2,0	-8,9	23,0	
	Metales	537,5	0,3	-6,2	0,7	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	8789	2,8	7,8	-18,0
		EuroStoxx 50	2271	4,2	5,6	-18,5
		EE.UU. (S&P 500)	1164	2,9	-2,9	-0,1
	América	Argentina (Merval)	2365	-4,0	-17,8	-12,4
		Brasil (Bovespa)	52545	0,4	-7,2	-25,8
		Colombia (IGBC)	13080	1,3	-3,4	-14,1
		Chile (IGPA)	18744	-0,3	-7,1	-14,8
		México (CPI)	33470	-0,1	-4,9	-2,9
		Perú (General Lima)	17838	-2,7	-11,4	-5,4
	Asia	Venezuela (IBC)	99696	0,1	-0,1	50,4
		Nikkei225	8606	-1,1	-1,8	-10,3
		HSI	17707	0,7	-11,7	-22,8
Crédito (cambios en pbs)	Ind.	Itraxx Main	189	-13	14	87
		Itraxx Xover	813	-26	95	344
		CDS Alemania	97	-15	19	61
	Riesgo Soberano	CDS Portugal	1117	8	80	718
		CDS España	361	-21	-7	143
		CDS EE.UU	51	-1	0	---
		CDS Emergentes	348	-26	68	150
		CDS Argentina	1130	46	298	427
		CDS Brasil	188	-14	35	89
		CDS Colombia	190	-9	38	89
		CDS Chile	149	-5	48	84
		CDS México	185	-12	34	82
		CDS Perú	191	-12	34	89

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.