

# Observatorio Semanal Global

Madrid, 12 de septiembre de 2011  
**Análisis Económico**

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

**Javier Amador**  
 javier.amadord@bbva.com  
 +34 91 374 31 61

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

**María Martínez Álvarez**  
 mariamartinezalvarez@bbva.com  
 +34 91 537 83

**Felipe Insunza**  
 felipe.insunza@grupobbva.com  
 +34 91 537 76 80

## Alivio efímero

La confianza entre los inversores mejoró a principios de la semana pasada, apoyada por unos datos económicos más benignos en EE. UU. y Alemania, la postura favorable del tribunal alemán sobre el rescate griego, las medidas fiscales de Italia y las expectativas de coordinación de la política mundial. En EE. UU., el ISM de servicios se incrementó hasta el 53,3 en agosto, lo que indica expansión del sector, mientras en Alemania la producción industrial y las ventas minoristas crecieron más de lo previsto. No obstante, las incertidumbres en torno al crecimiento mundial y la resolución de la crisis de deuda de la zona euro siguen siendo elevadas. En EE. UU., el último informe del Beige Book indica que la debilidad del mercado de trabajo sigue pesando sobre la lenta recuperación económica. En este contexto, el presidente Obama ha anunciado un plan para la creación de empleo, cuyo valor se estima en 400.000 millones de dólares, aunque hay dudas de que encuentre el suficiente apoyo político. En Europa, todavía persisten las dudas en torno al alcance y la posible eficacia del actual mecanismo de estabilización (FEEF) para intervenir en los mercados y restablecer la confianza. Esto indica que podría ser difícil recuperar la confianza de los inversores a corto plazo, toda vez que el G-7 no ha adoptado por una solución de políticas coordinadas. Por consiguiente, creemos que el impacto positivo de una posible aprobación de la enmienda del FEEF por parte de los parlamentos nacionales será efímero.

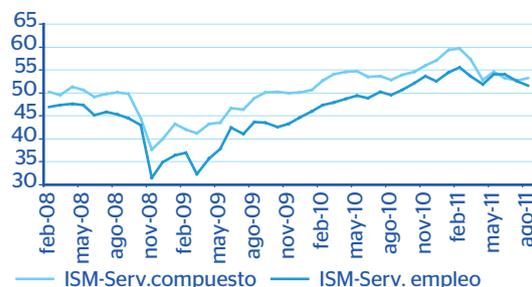
## El BCE indica un “modo de espera” y también una tendencia a la flexibilización

El BCE ha mostrado preocupación por la situación económica, en línea con otros Bancos Centrales. Dicho organismo ha revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento y ha señalado que los riesgos son la baja. Las proyecciones hechas por el personal del Eurosistema prevén que el crecimiento anual real del PIB de la zona euro se situará entre el 1,4% y el 1,8% en 2011 y entre el 0,4% y el 2,4% en 2012, frente al rango anterior de: 1,5% - 2,3% en 2011 y el 0,6%-2,8% en 2012. En general, la declaración del BCE y su conferencia de prensa posterior marcaron un cambio hacia una postura de espera (tal como se había previsto) pero inclinada (más de lo esperado) hacia el lado de la flexibilidad. Los cambios efectuados en las expresiones del discurso se reafirmaron con el tono de la conferencia de prensa. En nuestra opinión, con ello el BCE no sólo indica un “modo de espera” sino también una tendencia a la flexibilización. Es probable que el BCE se embarque en una prolongada pausa en lo que se refiere a la política monetaria. Sin embargo, al adoptar implícitamente una postura flexible, allana el camino para un recorte de tipos si los riesgos bajistas para el crecimiento se intensificaran (véase el Observatorio del BCE).

**Esta semana** la CE publicará su previsión económica. Los mercados estarán atentos a un posible acuerdo sobre la petición de Finlandia para el aval griego y a la reunión informal del ECOFIN.

Gráfico 1

### El sector servicios de EE.UU. sigue creciendo



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2

### Las incertidumbres se han trasladado a Italia



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

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

## Destacados

### El PIB del 2T11 de la zona euro confirman la debilidad de la demanda interna...

...frente a la expectativas de que tomaran las riendas.

### Una mirada a la política monetaria de las Economías Emergentes (EE)

Los Bancos Centrales de las EE han interrumpido su ajuste monetario ante la incertidumbre global. Las menores presiones en precios en América Latina podrían apoyar recortes de los tipos de interés en la región, mientras que en Asia la tendencia alcista podría reanudarse si desaparecen las incertidumbres.

**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 EE.UU.*

**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

*Equity Global*

*Estrategia*

**Javier Requena**

javier.requena@grupobbva.com

+34 91 537 83 99

**Periféricos y Bancos Centrales definirán las tendencias en los mercados de tipos**

Los mercados de tipos de interés han empezado el mes de septiembre con un comportamiento muy volátil, condicionados principalmente por tres focos de atención: periféricos en Europa, crecimiento global y actuación de los Bancos Centrales. En cuanto a los Bancos Centrales, de cumplirse nuestro escenario veríamos un ajuste de la curva de tipos Eonia que supondría un movimiento paralelo hasta situarse por encima de 75 p.b. (nivel de la facilidad de depósito). En EE.UU., el mercado estará atento a la conferencia de Bernanke y al discurso de Obama sobre empleo. Estos dos eventos pueden definitivamente aclarar las dudas sobre si la Fed anunciará o no nuevos estímulos, especialmente la "Operación Twist". Aún así dados los niveles actuales no vemos mucho movimiento ni de subida ni de bajada en la curva de Treasuries.

**El SNB fija efectivamente el EURCHF en 1,20**

El martes, el Banco Nacional de Suiza (SNB) adoptó la medida sin precedentes de vincular el CHF al EUR a un EURCHF de 1,20. Dada la crudeza del movimiento del CHF del martes, consideramos que el SNB podría tener cierto éxito en su empeño de defender un EURCHF a 1,20 en las próximas semanas, aunque debemos señalar que en el actual entorno macroeconómico mundial es probable que se mantenga cierta demanda de CHF y el SNB probablemente tendrá que estar preparado para intervenir directamente en los mercados de divisas, posiblemente con carácter diario. En nuestra opinión, el resultado del anuncio del martes podría suponer el cese del CHF como divisa refugio a corto plazo.

**Los mercados de crédito se toman un respiro**

Tras cinco días consecutivos de ampliaciones, el pasado miércoles mejoró el sentimiento en los mercados de crédito fundamentalmente tras la decisión del tribunal constitucional alemán de considerar legal los planes de rescate. Este rebote era esperado tras las fuertes ampliaciones de los últimos días, antes del miércoles, el iTraxx Main había ampliado un 80% en lo que va de año, teniendo lugar la mayor parte de las ampliaciones en las últimas semanas. A pesar del rebote, no esperamos que se mantenga este sentimiento positivo en el mercado ya que aún continúan sin resolverse las grandes incertidumbres que azotan Europa.

**Nuevo rebote de las bolsas europeas... desde los mínimos de 2 años**

Los ataques a la bolsa se suceden; primero fue el riesgo soberano europeo, luego la desaceleración global y ahora la financiación bancaria europea. El problema de financiación bancaria no es tanto un problema del pasivo como del activo; mejor dicho de saneamiento del activo. Y la desaceleración global y el riesgo soberano europeo agrandan ese problema de saneamiento. Mientras los inversores sigan centrados en estos dos factores (atentos a los datos macro globales y a las votaciones nacionales sobre el EFSF), y en ausencia de nuevos catalizadores (pej., modificación de los criterios de liquidez de Basilea III, posibilidad de emitir bonos garantizados por la UE, etc), se mantendrán los problemas de financiación bancaria y, con ello, la presión sobre las bolsas.

Gráfico 3

**Libor Ois Spread vs. EuroStoxx**



Fuente: Bloomberg

Home →

Destacados →

Calendario →

Datos de Mercados →

## Análisis Económico

## Europa

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

## Asia

**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk  
+852 63903259

## Análisis Transversal de Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com  
+34 630144485 Ext 51933

## Coordinación Latam

**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovinda.cl  
56 2351 1200

## Destacados

**El PIB del 2T11 de la zona euro confirmó la debilidad de la demanda interna**

Los datos confirmaron una clara desaceleración de la actividad, mayor de la anticipada (BBVA Research: 0,4% t/t; consenso: 0,3% t/t) y después de registrar un crecimiento del 0,8% en el 1T. La demanda externa sigue siendo el motor principal, mientras que la demanda interna fue débil, lo que contradice las expectativas de que podría haber tomado las riendas durante el primer trimestre. El crecimiento del 2T estuvo apoyado por las exportaciones netas, que contribuyeron con 0,2 pp como resultado del crecimiento de las exportaciones al 1,0% t/t y de un modesto crecimiento de las importaciones (0,5% t/t), ambas cifras se desaceleraron en comparación con las del 1T (2,0% y 1,5% respectivamente). La mayor desaceleración de las importaciones refleja una caída del consumo privado superior a la de nuestras previsiones y una desaceleración más pronunciada de la inversión. Los cambios en los inventarios contribuyeron positivamente con 0,1 pp, mientras que el consumo público cayó un 0,2% t/t, tal como se había previsto, después de haber subido en el 1T. Como resultado, la contribución de la demanda interna en el 2T fue nula. Los datos recientes muestran más sombras sobre la situación económica en el 3T. En concreto, nuestro modelo MICA para las previsiones del crecimiento a corto plazo apunta a una pequeña contracción en el trimestre actual, aunque hasta ahora sólo se basa en los indicadores de confianza.

**Una mirada a la política monetaria de las Economías Emergentes**

Con el aumento de las incertidumbres para las perspectivas de la economía mundial, los Bancos Centrales de Asia parecen estar haciendo una pausa en los aumentos de los tipos de interés. Las últimas pruebas llegaron del Banco de Corea, que a pesar del aumento de la inflación —hasta el 5,3% en agosto, muy por encima del rango meta del 2-4%— mantuvo los tipos de interés sin cambios en el 3,25%. El Banco Central señaló la debilidad de las perspectivas para las economías desarrolladas, mientras que expresó al mismo tiempo su confianza en la solidez de la economía nacional. Asimismo, esta semana el Banco de Reserva de Australia y el Banco de Indonesia se mantuvieron a la espera con los tipos en el 4,75% y el 6,75% respectivamente. Tal como se esperaba, Malasia y Filipinas han seguido la misma senda en las reuniones celebradas hoy, en línea con otros bancos centrales, que parecen haber pasado al modo de pausa, incluidos el Banco Popular de China (BPdC) y el Banco de Reserva de la India, después de que ambos implementaran campañas de ajuste agresivas a comienzos del año. Al mismo tiempo, los Bancos Centrales se mantienen alerta con respecto a la inflación; el Banco Central de Tailandia subió los tipos de interés en fecha tan reciente como el 24 de agosto y el BPdC ha seguido tomando medidas para poner freno al crecimiento del crédito. Además, como en su conjunto la política monetaria de la región sigue siendo muy flexible, las presiones inflacionistas persisten, y hasta ahora el crecimiento ha demostrado ser sorprendentemente sólido, esperamos que el ajuste gradual se reanude siempre y cuando se establezca el entorno mundial. También se prevé que continúe la apreciación monetaria, especialmente dada la probabilidad de que se renueven las entradas de capital a la región.

Los Bancos Centrales de América Latina han hecho un alto en su ajuste monetario en un contexto que muestra nuevos indicios de debilitamiento de la economía mundial y baja inflación. Podrían incluso iniciar cierto proceso de relajación debido a que la inflación se mantiene baja y la situación económica mundial se deteriora. La mayoría de los países se sentirán más limitados a la hora de aplicar estímulos fiscales debido al descenso de los precios de las materias primas y a que los niveles del gasto público son ya elevados. En este contexto, las divisas latinoamericanas podrían haber alcanzado sus cotas máximas en este ciclo, como se ha puesto en evidencia con la depreciación del real brasileño y las presiones sobre el peso argentino.

En el caso de Europa del Este, la reacción inicial de los Bancos Centrales será adoptar una postura de espera que ya se está poniendo en práctica. La mayoría de ellos detendrán el ajuste monetario, pero no creemos que se produzca una flexibilización significativa, ya que la inflación sigue estando relativamente alta en algunos países. Consideramos que la política fiscal no tiene mucho margen, ya que el “efecto demostración” de Europa occidental está vivo y también porque en estos países los indicadores fiscales no son tan favorables como en otras Economías Emergentes, por lo que será difícil que se produzca una flexibilización fiscal. En lo que respecta a la tasa de cambio, la situación natural (suponiendo que cese el incremento del diferencial de los tipos de interés) conllevaría menores presiones de apreciación.

Home	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos de Mercados	→

## Análisis Económico

## Europa

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

## EE.UU.

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

## Asia

India  
Sumedh Deorukhkar  
deorukhkar@grupobbva.com  
+91 22 22821941

## Calendario: Indicadores

## Zona euro: producción industrial (julio, 14 de septiembre)

Previsión: 0,5% m/m

Consenso: n.a.

Anterior: -0,7% m/m

**Comentario:** esperamos que la producción industrial se haya incrementado en julio, aunque no lo suficiente como para compensar la significativa caída registrada el mes anterior. A pesar del repunte de julio, la producción industrial debería estar todavía en el mismo nivel del promedio del 2T, tras haberse desacelerado considerablemente en el 1S 2011. Aunque este comportamiento se había previsto de algún modo tras la fuerte recuperación observada en 2010, el sector industrial también se ha tenido que enfrentar a la disminución de pedidos desde el extranjero. Las encuestas de confianza mostraron indicios más preocupantes, pues apuntan a una posible contracción del sector industrial en el 3T. No obstante, tras el fuerte repunte de la producción industrial de Alemania en julio, vemos ciertos riesgos alcistas para nuestra previsión. **Repercusión en los mercados:** una fuerte caída aumentaría el riesgo por una recesión.

## Zona euro: IPCA (agosto, 16 de septiembre)

Previsión: 2,5% a/a

Consenso: 2,5% a/a

Anterior: 2,5% a/a

**Comentario:** esperamos que la inflación IPCA se confirme en el 2,5% a/a en agosto, como indicaban las cifras preliminares. La inflación subyacente tendría que haber permanecido estable en el 1,5% a/a, mientras que la inflación de los componentes más volátiles también debería haber permanecido relativamente estable o incluso haberse desacelerado un poco. En general, seguimos considerando que la inflación aumentará ligeramente en los próximos meses impulsada por un repunte de los precios de los bienes industriales no energéticos (especialmente en Italia). De cara al futuro, la inflación general debería moderarse a finales de año gracias a los efectos favorables de los precios de la energía, para volver a situarse por debajo del objetivo del BCE a comienzos de 2012. **Repercusión en los mercados:** no creemos que la inflación afecte a los mercados, pero una moderación de la inflación subyacente por encima de lo previsto, podría llevar a los mercados a estimar una política monetaria más expansiva.

## Ventas minoristas, excl. vehículos (agosto, 14 de septiembre)

Previsión: 0,2%, 0,3%

Consenso: 0,2%, 0,2%

Anterior: 0,5%, 0,5%

**Comentario:** la temporada de compras para la vuelta al colegio posiblemente tuvo un efecto positivo en las ventas minoristas de agosto, y es muy probable que el huracán Irene contribuyera a impulsar las ventas de suministros domésticos a final de mes. No obstante, las ventas de automóviles nacionales e importados descendieron ligeramente, y la bajada de los precios del petróleo podría haber provocado una reducción nominal de las ventas de gasolina. Como la confianza de los consumidores sigue siendo escasa, prevemos que las ventas minoristas continuarán creciendo, pero a un ritmo intermensual más lento. **Repercusión en los mercados:** este dato podría ayudar a calmar la ansiedad de los mercados y a contrarrestar las preocupaciones por la escasa actividad del consumo.

## Índice de precios al consumo, subyacente (agosto, 14 de septiembre)

Previsión: 0,2%, 0,2%

Consenso: 0,2%, 0,2%

Anterior: 0,5%, 0,2%

**Comentario:** se prevé que la inflación de los precios al consumo se ralentizará en agosto. A pesar de la continua subida de los precios de los alimentos, las bajadas de los precios de la energía en agosto deberían servir para volver a encauzar el índice general de precios. A su vez, la inflación subyacente parece moderarse, y los precios de los vehículos se reducen a medida que desaparecen los factores temporales. En general, la continuada debilidad de la actividad económica es probable que ponga freno a las importantes presiones sobre los precios al consumo en los próximos meses. **Repercusión en los mercados:** los temores de deflación son mínimos, sin embargo, un aumento de los precios mayor de lo previsto podría garantizar el debate en la reunión ampliada de la Fed del próximo mes.

## India: producción industrial de julio (12 de septiembre)

Previsión: 5,9%

Consenso: 6,2%

Anterior: 8,8%

**Comentario:** esta semana la atención de los inversores se centrará en los resultados de la producción industrial (PI) de julio y de los precios mayoristas de agosto en busca de indicios sobre el curso que seguirá la política monetaria. La PI tiene una relevancia especial debido a que los problemas derivados del empeoramiento del entorno macroeconómico mundial, junto con el aumento de los tipos de interés, han dado como resultado una moderación del crecimiento. Esperamos que el crecimiento de la PI de julio tendrá el apoyo de la mayor producción de infraestructuras, pero se verá lastrada por el alto efecto base combinado con la desaceleración del sector de bienes de consumo sensibles al precio. **Repercusión en los mercados:** un resultado más bajo agravaría las perspectivas de crecimiento.

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	0,34	1	6	4
		Tipo 2 años	0,19	0	0	-37
		Tipo 10 años	2,03	4	-22	-73
	EMU	3-meses Euribor	1,53	-1	-2	65
		Tipo 2 años	0,48	-5	-30	-23
		Tipo 10 años	1,90	-11	-47	-44
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,401	-1,3	-1,5	10,3
		Libra-Euro	0,87	-0,4	-0,6	6,1
		Franco Suizo-Euro	1,22	8,7	17,0	-5,8
	América	Argentina (peso-dólar)	4,21	0,1	1,2	6,5
		Brasil (real-dólar)	1,65	0,9	1,4	-4,1
		Colombia (peso-dólar)	1788	0,3	-0,8	-0,9
		Chile (peso-dólar)	463	0,6	-2,2	-6,6
		México (peso-dólar)	12,48	1,0	0,9	-4,3
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,73	-0,1	-0,5	-2,4
	Asia	Japón (Yen-dólar)	77,32	0,7	0,3	-7,7
		Corea (KRW-dólar)	1075,18	0,9	-1,4	-7,7
		Australia (AUD-dólar)	1,065	-0,2	4,9	15,3
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)		115,8	3,1	12,9	49,5
	Oro (\$/onza)		1849,3	-1,8	6,3	48,7
	Metales		573,3	0,4	0,4	12,0
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	8205	-3,1	-2,7	-23,4
		EuroStoxx 50	2159	-2,8	-5,9	-22,4
		EE.UU. (S&P 500)	1200	2,2	2,4	8,7
	América	Argentina (Merval)	2871	0,0	0,2	18,1
		Brasil (Bovespa)	58163	2,9	13,7	-12,7
		Colombia (IGBC)	13563	0,8	3,6	-5,6
		Chile (IGPA)	20101	-1,1	4,4	-8,7
		México (CPI)	35168	0,1	8,6	8,1
		Perú (General Lima)	20118	-1,6	4,7	27,1
	Asia	Venezuela (IBC)	99806	-0,3	7,1	52,9
		Nikkei225	8793	-1,8	-1,7	-3,4
		HSI	19913	-1,5	3,0	-5,9
Crédito (cambios en pbs)	Ind.	Itraxx Main	175	10	33	68
		Itraxx Xover	718	23	125	235
		CDS Alemania	79	0	-4	38
	Riesgo Soberano	CDS Portugal	1037	61	176	710
		CDS España	369	-23	20	134
		CDS EE.UU	51	-1	-2	---
		CDS Emergentes	280	-2	4	27
		CDS Argentina	833	17	89	-55
		CDS Brasil	152	2	0	27
		CDS Colombia	152	3	1	21
		CDS Chile	101	5	12	25
		CDS México	151	2	-2	10
		CDS Perú	157	3	-5	31

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](http://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.