

Observatorio Semanal

Global

Madrid, 13 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.
Nathaniel Karp
 nathaniel.karp@bbvacompass.com
 +1 713 881 0604

EE. UU. La clave para el crecimiento global

El factor de riesgo para el crecimiento global, cuyo foco inicial se centraba en la posibilidad de un aterrizaje brusco en China, cada vez se centra más en la debilidad de la economía de EE. UU. En las últimas jornadas no se han publicado muchos datos económicos en los países desarrollados. Sin embargo, el hecho de que el presidente de la Fed confirmase que la economía de EE. UU. está perdiendo impulso, junto con la debilidad que han mostrado los indicadores económicos de este país, señalan a la desaceleración económica de EE. UU. como el principal riesgo para las perspectivas de crecimiento mundial. El debate acerca de la economía de este país se divide en dos escenarios: en el primero, la desaceleración se prevé que sea temporal, y en el segundo se considera que es probable que haya una recesión a menos que se pongan en marcha nuevos estímulos. Esto ha intensificado el debate acerca de la necesidad de un QE3 (ver Destacados). En este contexto, la prima de riesgo global, en los próximos meses, estará a merced de los datos económicos y no esperamos que se den nuevas directrices de política monetaria hasta finales de agosto (en Jackson Hole).

En lo que respecta a la política monetaria, el BCE insinuó que subirá los tipos de interés en julio y ampliará la cobertura total para las operaciones de refinanciación hasta el 3T (ver Destacados), mientras que el Banco de Inglaterra no hizo cambios en su postura de política monetaria. En Asia, varios bancos centrales han empezado a dar indicios de una postura más flexible sobre la inflación. En cambio, el Banco de Brasil subió los tipos de interés en 25 pb y dio indicios de que es posible que se produzca otra subida.

La implicación del sector privado no parece probable a corto plazo

Continúa el ruido con respecto a la implicación de los inversores privados en el segundo paquete de ayuda a Grecia. Alemania desea que los inversores privados amplíen los plazos de su deuda griega, mientras que el BCE insiste en que cualquier participación de los inversores privados debería ser estrictamente voluntaria y que no desencadene un evento crediticio. En este contexto, parece bastante improbable que haya un rescate con inversión privada a corto plazo, lo que está en línea con nuestro escenario central. En nuestra opinión, después de la buena valoración de la "troika", es probable que la UE apoye un segundo paquete de ayuda para Grecia si el parlamento griego aprueba el programa de estrategia fiscal a medio plazo. La reunión del ECOFIN del 20 de junio se centrará en el programa de estabilidad y crecimiento de los países europeos y quizá en el paquete de ayuda a Grecia.

Esta semana: se publicarán las cifras del IPC de mayo en EE. UU., China y Europa. Además, se publicará la producción industrial de mayo en China y en EE.UU.

Gráfico 1

Diferencial de los bonos españoles a 10 años frente a los bonos italianos (pb)



Fuente: Bloomberg

Mercados →

Destacados →

Calendario →

Datos de Mercados →

Destacados

La Fed no contempla un QE3

La debilidad de los datos aumenta los rumores de nuevas medidas de flexibilización cuantitativa.

El BCE indica un incremento en julio

El hecho de que el BCE esté preparando una subida de los tipos a pesar de los problemas de Grecia muestra su enfoque proactivo frente a los riesgos inflacionistas.

El programa de financiación del FMI y la UE para Portugal

El programa está mejor diseñado que el griego, pero conlleva riesgos.

Análisis de Mercados

Mercados

Tipos de interés Global

Tipos de interés Europa y EE.UU.

José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

Global FX

FX Latam/México

Claudia Ceja
claudia.ceja@bbva.bancomer.com
+5255 5621 9715

Commodities

Pedro Moreno

pedro.m.alonso@grupobbva.com
+34 91 537 88 89

Las divisas continúan fluctuando en función de primas de riesgo cíclica y soberana

Al igual que ha sucedido desde mediados de mayo, durante la semana pasada el comportamiento de las divisas globales estuvo determinado en función de las primas de riesgo de ciclo en EEUU y soberana en la periferia europea así como de las expectativas de política monetaria del BCE. No obstante, en esta ocasión se observó un cambio en la dinámica del USD ante sorpresas negativas en indicadores económicos. En este sentido, la moneda estadounidense se apreció frente a la mayor parte las divisas (tanto desarrolladas como emergentes), fungiendo nuevamente el papel de divisa libre de riesgo (de hecho el JPY fue de las pocas divisas que se fortalecieron durante la semana).

La curva de rentabilidades americana en caída libre

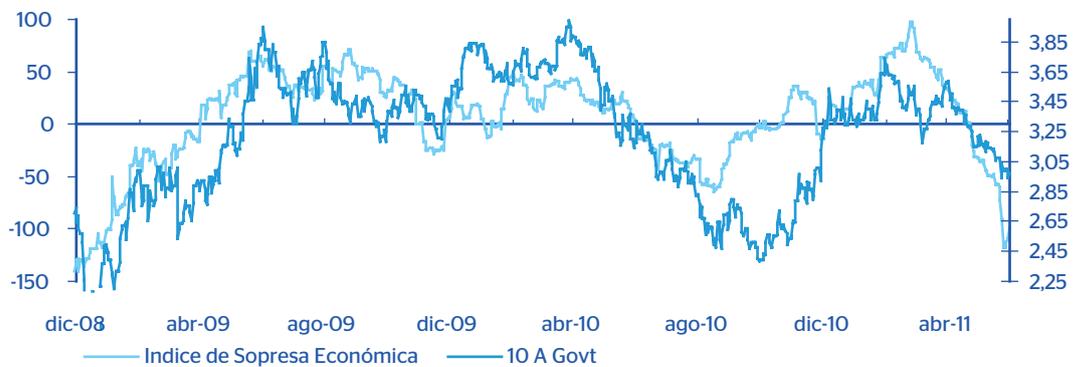
La curva de Treasuries sigue muy condicionada a los datos sobre el crecimiento. La reciente sensibilidad que han adquirido los tipos a las referencias macroeconómicas, y el empeoramiento generalizado de estas (especialmente los datos relacionados con el mercado de trabajo), ha generado una fuerte presión bajista en toda la curva americana. Dentro de este movimiento hay que destacar tres factores: i) los tipos a corto plazo y la curva monetaria han llegado a niveles cercanos a los de Noviembre 2010 cuando se anunció el QE2, especialmente es destacable que el USD Libor a 3 meses que se sitúa ya por debajo de 0.25%, tipo de referencia de la FED, ii) el movimiento esta siendo especialmente fuerte en el "belly" de la curva, con el tramo 5-7 A especialmente castigado y iii) la presión bajista está siendo mayor en los tipos nominales que en los reales lo que está haciendo que se relajen las expectativas de inflación medidas a través de los break-even. Estos nuevos niveles los ha confirmado el mercado a través de las subastas de esta semana en los tramos 3A, 10A y 30A que han recogido una buena demanda, lo que nos indica que parece que los tipos se van a mantener en estos rangos durante las próximas semanas, y van a necesitar grandes sorpresas positivas en los indicadores cíclicos para romper al alza los rangos actuales.

La OPEP no alcanza un acuerdo para aumentar las cuotas de producción

En una reunión tensa, debido al enfrentamiento abierto entre varios países, no se llegó a un acuerdo para fijar una nueva cuota de producción. La propuesta realizada por Arabia Saudí y respaldada Qatar, Kuwait y Emiratos Árabes Unidos de aumentar en 1,5 millones b/d la actual producción de 28,8, fue rechazada por el bloque liderado por Irán y Venezuela. El mercado reaccionó rápidamente a la noticia con un aumento de dos dólares, aunque en nuestra opinión las circunstancias del mercado siguen siendo parecidas. Arabia Saudí aglutina prácticamente la totalidad de la capacidad de producción no utilizada y ha mostrado su predisposición en proveer al mercado de petróleo en el caso de que se produzca un repunte de la demanda sin importar sus acuerdos con la OPEP. De todas formas, en la medida que ese aumento de producción se corresponda con una mejora de la demanda, incluso se vería presionado el precio del petróleo puesto que cada vez hay menos capacidad de absorber un shock de oferta como el de Libia (y las tensiones en la región MENA siguen muy presentes). Por el lado de la demanda, preocupa la ralentización de la actividad industrial mundial, aunque en las dos últimas semanas los datos de consumo de gasolina de Estados Unidos han sorprendido al alza. Nuestras previsiones apuntan a que el petróleo permanecerá al menos un par de meses el rango entre 110-120 dólares, dado que la prima geopolítica sigue todavía muy presente en el mercado.

Gráfico 2

10 A Treasury e Índice de Sorpresa Económica



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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

Análisis Económico

EE.UU.

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
+1 713 881 0604

Escenarios Financieros

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

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

Destacados

La Fed no contempla un QE3 en EE.UU.

Los últimos indicadores económicos han resultado más débiles de lo previsto, lo que indica una desaceleración más pronunciada y más generalizada. Esto ha dado lugar a rumores acerca de la implementación de nuevas medidas de flexibilización cuantitativa (QE3) una vez que concluya el QE2 a finales de junio. Sin embargo, no es probable que la Fed tome esas medidas si el beneficio neto del QE2 se percibe como negativo. Primero, aunque los datos son débiles, la economía sigue creciendo. Segundo, la duración de la actual desaceleración es muy incierta. Tercero, los riesgos deflacionistas no se vislumbran en el horizonte y, por último, los mercados financieros funcionan con mayor normalidad. Por consiguiente el FOMC esperará hasta que haya nuevos datos que ofrezcan una visión más clara de los riesgos bajistas a los que se enfrenta la economía. A medida que avanzamos hacia un verano caliente, la Fed concluirá el QE2 tal como está planeado, seguirá reinvertiendo los pagos del principal en títulos, dejará en espera el debate sobre la estrategia de salida y evaluará herramientas monetarias adicionales en caso de que se hagan necesarias.

El BCE indica un incremento en julio

La reunión sobre política monetaria del BCE no trajo ninguna sorpresa. Se utilizó la expresión “fuerte vigilancia” acerca de los riesgos inflacionistas al alza, lo que apunta a una subida de los tipos de 25 pb en julio. Las subastas a tipo fijo con cobertura total seguirán durante el T3. El hecho de que el BCE esté preparando subidas de los tipos en julio a pesar de los graves problemas de Grecia muestra que mantiene un enfoque proactivo hacia los riesgos inflacionistas para evitar un inoportuno aumento de las expectativas de inflación. Además, los comentarios recientes de los miembros del BCE se han situado en el lado ortodoxo, lo que indica que “si la economía sigue creciendo” es probable que haya más movimientos graduales, pues “el bajísimo nivel de los tipos de interés que tenemos no parece estar totalmente justificado” (Bini Smaghi) y por consiguiente, “ahora hay una mayor necesidad de proceder a la normalización de la política para evitar que arraiguen las expectativas de mayor inflación”. En general, los últimos acontecimientos, junto con la insinuación que se hizo ayer sobre una subida de 25 pb en julio, refuerza nuestra opinión de que el BCE podría adelantar las subidas que se esperan a principios de 2012 (en enero y abril), lo que llevaría los tipos oficiales al 1,75% a finales de año y al 2,0% en el 1T12. También reiteró su fuerte oposición a la reestructuración de la deuda griega.

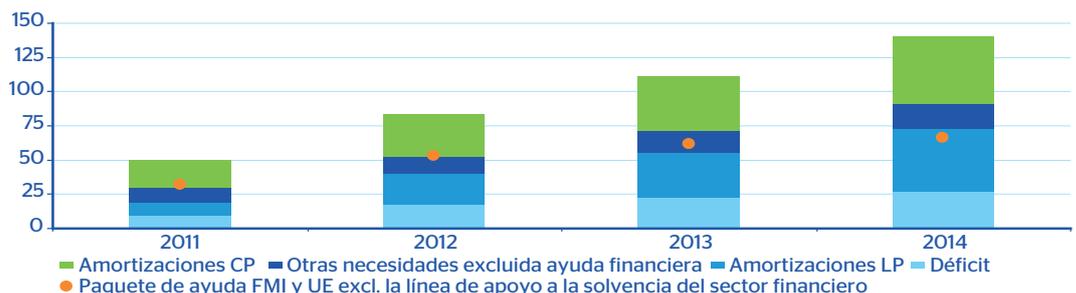
El programa de financiación del FMI y la UE para Portugal

El programa de financiación del FMI y la UE para Portugal se basa en un escenario macroeconómico conservador que contempla una contracción del 2% en el PIB portugués en 2011 y 2012, y una recuperación gradual después de 2013. El programa prevé una brecha de financiación total en Portugal de 78.000 millones de euros a lo largo del periodo 2011-2014. El programa aborda las dificultades a las que se enfrenta Portugal para financiar su deuda en los mercados. Así, estima que las tasas de refinanciación de la deuda pública en 2011-2012 se reduzcan un 50% en media, frente al a un 130% aproximadamente del periodo 2008-2010. Además, el programa recoge que Portugal no tendrá que financiar su deuda de lp en el mercado en 2012, y plantea un regreso gradual a los mercados, para este tipo de deuda, hasta recuperar el acceso total en 2014. En nuestra opinión, el programa está mejor diseñado que el programa griego porque los 78.000 millones de euros (66.000 millones de euros sin el apoyo a los bancos) del paquete de ayuda de la UE-FMI son suficiente para cubrir el déficit público portugués y la amortización de la deuda a lp, hasta 2013 inclusive. Sin embargo, el riesgo principal es el cierre de la financiación en los vencimientos a corto plazo. No obstante, Portugal también necesitará tener acceso a los mercados en 2013 para la refinanciación a lp, con el fin de financiar parte de la reestructuración bancaria y otros costes que no están incluidos en la línea de apoyo a la solvencia bancaria. Esto también conlleva algunos riesgos para un país con considerables problemas estructurales cuya resolución llevará tiempo.

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

Gráfico 3

Portugal: necesidades de financiación y préstamo del FMI+UE, miles de millones de € acum.



Fuente: FMI

Análisis Económico

Europa

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

EE.UU.

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 5382

Asia

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk
(+852) 25823297

Xia Le

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

Calendario: Indicadores

Zona euro: producción industrial (abril, 15 de junio)

Previsión: 0,4% m/m

Consenso: 0,1% m/m

Anterior: -0,1% m/m

Comentario: prevemos que la producción industrial habrá vuelto a incrementarse ligeramente en abril tras haberse estancado el mes anterior. No obstante, los datos preliminares siguen indicando que la recuperación industrial debería continuar a un ritmo más lento en los próximos meses después del fuerte impulso observado a lo largo del pasado año. Además, el sector industrial, especialmente los equipos y los bienes intermedios, deberían seguir beneficiándose de la fuerte demanda de las economías emergentes. En general, los datos disponibles mostraron una mayor evidencia de que ya se ha alcanzado el peak cíclico. **Repercusión en los mercados:** una sorpresa muy negativa se interpretaría por los mercados como un crecimiento económico más lento de lo previsto.

Zona euro: inflación final del IPCA (mayo, 16 de junio)

Previsión: 2,7% a/a

Consenso: 2,7% a/a

Anterior: 2,8% a/a

Comentario: prevemos que la inflación general se confirmará en el 2,7% a/a en mayo, con una desaceleración de 0,1 pp en comparación con el mes anterior, lo que se debe principalmente a la moderación de la inflación de la energía, ya que los precios de los combustibles han seguido moderándose en las últimas semanas. Además, nuestras previsiones indican que la inflación subyacente debería haberse mantenido estable en mayo, en torno al 1,8% a/a. No obstante, creemos que la desaceleración de mayo podría tener corto recorrido, ya que nuestra previsión sigue siendo que el índice general de precios se incrementará ligeramente en los próximos meses, hasta situarse cerca del 3% a/a en el 3T antes de comenzar a caer. **Repercusión en los mercados:** una mayor aceleración en la inflación subyacente incrementaría las preocupaciones de los mercados por unos efectos indirectos mucho mayores, que podrían dar como resultado una política monetaria más restrictiva para evitar tanto los efectos secundarios como el desanclaje de las expectativas de inflación.

EE.UU.: ventas Minoristas de EE. UU. (mayo, 14 de junio)

Previsión: -0,4% m/m

Consenso: -0,3% m/m

Anterior: -0,5% m/m

Comentario: las ventas minoristas se mantuvieron fuertes en abril, incrementándose un 0,5% m/m tras haber registrado aumentos consecutivos en los últimos diez meses. Pero los inquietantes datos del empleo no agrícola y la caída de la confianza de los consumidores presentan considerables riesgos a la baja para las cifras de las ventas minoristas de mayo. Además, las decepcionantes ventas de automóviles, una ligera caída en los precios del gas y el incremento relativamente pequeño de los precios al consumo podrían arrastrar las ventas minoristas a la baja en mayo. **Repercusión en los mercados:** un incremento en las ventas minoristas eliminaría parte del reciente pesimismo acerca de la economía e impulsaría las cotizaciones bursátiles.

EE.UU.: índice de precios al consumo, subyacente (mayo, 15 de junio)

Previsión: 0,0%, 0,2% m/m

Consenso: 0,1%, 0,2% m/m

Anterior: 0,4%, 0,2% m/m

Comentario: persiste la inquietud por la inflación, ya que el IPC subió un 0,4% m/m en abril. Los índices de los precios de los alimentos y de la energía siguen empujando al alza los precios al consumo. El IPC subyacente se mantiene moderado, con un crecimiento del 0,2% m/m en abril, en línea con el lento crecimiento del empleo y la gran capacidad ociosa de la economía. Dada la ligera caída de los precios del petróleo y del gas, no prevemos que haya cambios en el índice general de precios de mayo. **Repercusión en los mercados:** si los precios al consumo cayeran de forma significativa, reflejarían no sólo el impacto de la caída de los precios de la energía, sino también una pronunciada desaceleración de la actividad económica, lo que afectaría negativamente a la cotización de la renta variable.

China: IPC (mayo, 14 de junio)

Previsión: 5,6% a/a

Consenso: 5,5% a/a

Anterior: 5,3% a/a

Comentario: el índice general de precios probablemente habrá subido en mayo debido a que los precios de los alimentos, que habían mostrado signos de moderación en los últimos meses, vuelven a acelerarse a causa de la actual sequía en el sureste de China. Los componentes no alimentarios también continúan al alza. Según nuestras previsiones, la inflación llegará a su peak en junio, antes de caer al 4,0% a/a a finales del año, a medida que se moderen los precios de las materias primas cuando empiece a hacer efecto el ajuste monetario actual. **Repercusión en los mercados:** un valor por debajo de lo previsto podría reforzar la confianza, cuya debilidad se debe a las expectativas de nuevos ajustes y a la desaceleración del 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	0,25	0	-1	-29
		Tipo 2 años	0,40	-2	-14	-33
		Tipo 10 años	2,97	-2	-19	-27
	EMU	3-meses Euribor	1,46	3	4	75
		Tipo 2 años	1,59	-10	-21	112
		Tipo 10 años	3,01	-5	-12	44
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,445	-1,2	1,6	19,8
		Libra-Euro	0,89	-0,3	2,2	6,9
		Franco Suizo-Euro	1,22	-0,4	-3,4	-12,4
	América	Argentina (peso-dólar)	4,09	0,0	0,2	4,2
		Brasil (real-dólar)	1,58	0,7	-2,3	-12,4
		Colombia (peso-dólar)	1771	-0,6	-1,7	-8,0
		Chile (peso-dólar)	466	-0,3	-0,3	-13,2
		México (peso-dólar)	11,80	1,4	1,5	-7,1
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,76	0,1	-1,2	-2,9
	Asia	Japón (Yen-dólar)	80,06	-0,3	-1,0	-12,6
		Corea (KRW-dólar)	1084,30	0,8	0,3	-13,1
		Australia (AUD-dólar)	1,060	-1,5	-1,1	25,0
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	119,4	3,1	6,1	60,6	
	Oro (\$/onza)	1542,6	0,0	2,8	25,8	
	Metales	604,7	-0,7	0,3	27,1	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10055	-2,2	-4,5	5,2
		EuroStoxx 50	2759	-1,1	-6,2	4,6
		EE.UU. (S&P 500)	1289	-0,9	-4,0	18,1
	América	Argentina (Merval)	3233	2,1	-4,5	41,7
		Brasil (Bovespa)	63469	-1,4	-0,5	-0,2
		Colombia (IGBC)	14424	-0,1	1,6	17,2
		Chile (IGPA)	22559	-1,9	-1,7	22,2
		México (CPI)	35233	0,3	-0,4	9,7
		Perú (General Lima)	20953	-1,3	1,1	47,4
	Asia	Venezuela (IBC)	80104	-0,5	3,3	25,8
		Nikkei225	9514	0,2	-3,5	-2,0
			HSI	22400	-2,4	-3,8
Crédito (cambios en pbs)	Ind.	Itraxx Main	106	2	9	-24
		Itraxx Xover	390	4	35	-207
		CDS Alemania	39	2	0	0
	Riesgo Soberano	CDS Portugal	720	55	81	431
		CDS España	259	22	15	53
		CDS EE.UU	50	3	8	---
		CDS Emergentes	216	-4	10	-69
		CDS Argentina	602	-17	7	-507
		CDS Brasil	111	2	7	-31
		CDS Colombia	104	2	3	-59
		CDS Chile	70	1	10	-35
		CDS México	106	1	8	-34
		CDS Perú	143	-2	4	3

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.