

# Observatorio Semanal Global

Madrid, 14 de noviembre de 2011  
**Análisis Económico**

*Escenarios Financieros*

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

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

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

**María Martínez Álvarez**  
 mariamartinezalvarez@bbva.com  
 +34 91 537 66 83

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

*Europa*

**Miguel Jiménez**  
 mjimenezg@bbva.com  
 +34 91 5373776

*Asia*

**Stephen Schwartz**  
 stephen.schwartz@bbva.com.hk  
 +852 2582 3281

## La crisis política ha incrementado el riesgo

- El campo de acción de los nuevos gobiernos de coalición podría ser limitado**

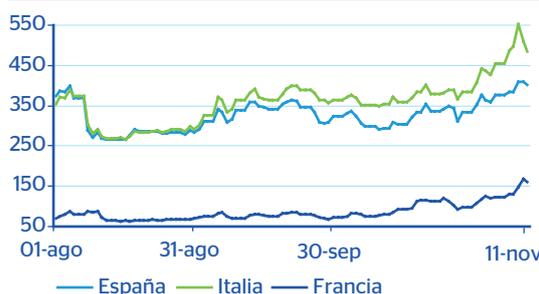
La crisis política ha estado en el punto de mira en Grecia e Italia. Grecia ha nombrado un nuevo primer ministro, Lucas Papademos ( ex-vicepresidentes del BCE). Es el mejor candidato posible, pero tiene poco tiempo para implementar reformas porque las elecciones se celebrarán en febrero de 2012. La presión procedente de Europa (y del FMI) es elevada, pues Grecia tiene que poner en marcha medidas para garantizar que la "Troika" desembolse los 8.000 millones de euros con los que hacer frente al vencimiento de deuda de diciembre, y que apruebe el segundo paquete de ayuda, incluida la participación del sector privado. Italia también se ha visto muy afectada por la crisis política. El primer ministro italiano dimitió después de conseguir que se aprobara el presupuesto de 2012 y las medidas estructurales, pero el resultado final de Italia sigue siendo incierto. Mario Monti liderará un nuevo gobierno (técnico) con el apoyo de la mayoría de los partidos políticos, pero hay dudas sobre la capacidad de acción de este nuevo gobierno eventual. La resolución de la crisis política de Italia es una condición necesaria para evitar un escenario negativo, dado su tamaño y su peso en la zona euro. Aun considerando que los problemas de Italia están vinculados a su bajo potencial de crecimiento y que la deuda italiana es sostenible bajo unos supuestos razonables, las preocupaciones en los mercados van a continuar. Las necesidades financieras del gobierno italiano son elevadas, ascienden a 400.000 millones de euros (excluidos los vencimientos de deuda a corto plazo) en 2012-13, y persiste la incertidumbre acerca de que la capacidad de apalancamiento del FEEF sea adecuada para apoyar a Italia. Además, el riesgo de que se rebaje la calificación de triple A de algunas deudas soberanas europeas se ha incrementado. Otra fuente de preocupación, es la propuesta del partido de Merkel (CDU) de institucionalizar un mecanismo para que los países salgan de la zona euro.
- Un panorama más sombrío para Alemania y Francia. Pero no para China**

La Comisión Europea ha confirmado que el crecimiento de la UE se ha estancado y llevará tiempo hasta que vuelva a experimentar un repunte, mientras que los indicadores económicos de China apoyan nuestro escenario de aterrizaje suave. La Comisión Europea ha revisado a la baja sus previsiones de crecimiento del PIB de la zona euro en 2012 del 1,8% al 0,5%. Lo más destacado ha sido la revisión a la baja en los países centrales de Europa. El crecimiento de Alemania en 2012 se ha rebajado del 1,9% al 0,8% y el de Francia hasta el 0,6% desde el 2%. Mientras, los datos económicos de China indican que la demanda externa se está debilitando, pero la demanda interna se mantiene fuerte gracias al apoyo del gasto fiscal. El IPC China se moderó hasta el 5,5% a/a desde el 6,1%, en línea con nuestras expectativas. La combinación de un crecimiento más débil y una inflación menos elevada podría provocar la flexibilización de la política monetaria, pero en esperamos un cambio de tendencia en la actual postura de ajuste monetario. Por otro lado, en EE. UU. las demandas por desempleo y el déficit comercial fueron inferiores a lo esperado.

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

Gráfico 1

**Diferencial a 10 A frente a los bonos alemanes, pb**



Fuente: Datastream y BBVA Research

Tabla 1

**El coste de financiación aumenta para el FEEF**

Fecha	Plazo	Dif. mid-swap (pb)	Importe, (MM €)
25 enero 2011	5A	6	5
15 junio 2011	10A	17	5
22 junio 2011	5A	6	3
7 Noviembre 2011	10A	104	3

Fuente: FEEF y BBVA Research

## Análisis Económico

**¿Hasta qué punto están justificadas las dudas de los mercados sobre Italia?**

Tras examinar los fundamentos económicos italianos en comparación con los de otras economías de la zona euro, nuestra conclusión es que, en general, los problemas de Italia se relacionan con su bajo potencial de crecimiento y, a corto plazo, con la incertidumbre sobre el resultado político, pero la deuda italiana es sostenible bajo supuestos razonables con respecto a su potencial de crecimiento y a su saldo fiscal primario. El ajuste adicional del déficit que probablemente se aprobará hoy y el apoyo del BCE deberían evitar el contagio. Lo cual no implica que los dos próximos años no vayan a ser difíciles, pues la reducción del déficit tendrá que llevarse a cabo en un contexto de crecimiento muy bajo.

La deuda pública de Italia representa el 120% del PIB de 2012. No obstante, el déficit del país es relativamente pequeño y se sitúa en el 4,5% del PIB en 2011. El saldo fiscal primario de Italia se estima en un +0,8% en 2011, mientras que el saldo primario estructural (excluyendo los pagos de intereses y el ajuste del ciclo económico) se sitúa en un +2,1%. La deuda privada italiana es mucho más baja que la de otros países europeos. La deuda de las familias asciende al 51% del PIB de Italia (en comparación con el 62% en Alemania y el 63% en Francia). La deuda bancaria de las corporaciones también es más baja en Italia (114% del PIB) que en Francia (154%), pero es más alta que en Alemania (99%). La deuda externa de Italia es inferior a la de la mayoría de la zona euro, pero tiene déficit por cuenta corriente. El potencial de crecimiento también es menor en Italia que en otras grandes economías de la zona euro. El país creció a un promedio del 1,5% en los diez años anteriores a la crisis. Nuestras últimas previsiones en cuanto a su potencial de crecimiento son un 1,2% (que podría subir a un 3% si se implementan las reformas estructurales). La razón del bajo potencial de crecimiento de Italia es la debilidad del crecimiento demográfico (incluida una actitud menos abierta hacia la inmigración) unida al bajo crecimiento de la productividad. Nuestra previsión de crecimiento potencial para el conjunto de la zona euro es un 1,5%. Nuestro análisis muestra que con unos supuestos moderados (por ejemplo un crecimiento real que converge hacia el 1%, la inflación en el 1,7%, el déficit primario en convergencia hacia el 3%, lo que implica un ajuste total de 2 pp en términos estructurales y unos tipos de interés del 5%), sería sostenible (es decir, no caería) una ratio de deuda del 143% del PIB o por debajo. Con los tipos de interés en el 7,5% a largo plazo, la deuda sería claramente insostenible. Italia necesitaría un saldo fiscal primario del 6,5% para que la deuda fuera sostenible con estos tipos de interés (es decir, un ajuste de 5,5 pp del PIB).

**¿Puede mantenerse el crecimiento de Asia a pesar de la debilidad de la demanda externa?**

Los efectos de la actual crisis mundial han dado como resultado la moderación del impulso de crecimiento de Asia, como hemos señalado en nuestro último informe Situación Asia del cuarto trimestre. En lo que va de año, el crecimiento del PIB de la región se ha mantenido razonablemente bien, no sólo en China (9,1% a/a en el 3T), sino también en otras economías grandes, como en Indonesia (6,5% a/a en el 3T), donde la demanda interna sigue siendo fuerte. Sin embargo, en la mayor parte de la región, especialmente en las economías más abiertas y de menor tamaño, como Hong Kong y Taiwán, el impacto de la débil demanda externa sobre el crecimiento se ha hecho más evidente. En general, la moderación del crecimiento de la región ha sido saludable hasta ahora, pues las condiciones del empleo siguen siendo favorables y se han moderado las presiones de recalentamiento que se habían ido creando en la primera mitad del año.

Como resultado de la mayor debilidad de la demanda externa, hemos hecho revisiones a la baja en nuestras previsiones de crecimiento. Así, el crecimiento previsto para el Pacífico Asiático en 2011 y 2012 se sitúa en el 5,9% a/a y el 6,4% a/a respectivamente (en comparación con el 6,2% a/a y el 6,7% a/a previstos anteriormente). Las revisiones a la baja son relativamente modestas, ya que nuestras perspectivas para la región siguen siendo positivas. Según nuestro escenario central, la demanda interna es sólida y esperamos una mejora en la demanda externa en el transcurso de 2012. Sin embargo, los riesgos se inclinan claramente a la baja. Afortunadamente, en la mayoría de las economías hay margen para los estímulos políticos. De hecho, varios países han cambiado ya el foco de su política para apoyar el crecimiento; hace pocos días se efectuaron recortes de los tipos de interés en Australia e Indonesia, y se han puesto en marcha estímulos fiscales en Filipinas. También es posible que se tomen medidas expansivas próximamente si el entorno mundial empeora. El principal riesgo para Asia es el deterioro de la crisis de la deuda europea, que podría debilitar aún más la demanda de exportaciones y afectar a la demanda interna. También podría haber tensiones en los canales de financiación, especialmente si se agotan los flujos de capital. Pero en última instancia, Asia sigue bien posicionada debido a sus sólidos fundamentos económicos (sistemas bancarios bien capitalizados y altos niveles de reservas en particular) y a su margen para aplicar estímulos políticos.

Home	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos de Mercados	→

Análisis de Mercados

Mercados

Tipos de Interés Global

Tipos de Interés Europa y EEUU

José Miguel Rodríguez

josemiguel.rodriguez@grupobbva.com  
+34 91 374 68 97

Crédito Europa

Antonio Vilela

antonio.vilela@grupobbva.com  
+34 91 374 56 84

**Tipos de Interés: mercados de deuda marcados por la volatilidad y las noticias**

En la última semana el movimiento de los mercados de deuda se ha caracterizado por mostrar una fuerte volatilidad condicionada al flujo de noticias. Tras la positiva reacción inicial a los acuerdos de la cumbre del 27 de octubre, volvió el pesimismo con el anuncio de referéndum en Grecia y con la crisis política en Italia que ha llevado a Berlusconi a anunciar una futura dimisión una vez aprobados los recortes impuestos por la UE. Esta situación llegó al límite el miércoles con el incremento de los márgenes de LCH para negociar bonos italianos con un fuerte repunte de estos (en torno a los 50 p.b.) que aplanó la pendiente 2/10A hasta llegar casi a invertirla, situación que se da en Grecia, Irlanda y Portugal. El 10A italiano llegó a cotizar cerca del 7.50% con 550 p.b. de spread sobre Alemania, niveles extremos si tenemos en cuenta que Portugal e Irlanda pidieron la ayuda cuando sus primas estaban en 520 y 540 puntos, respectivamente. El jueves tres factores hicieron que esta situación se relajase considerablemente: i) Italia colocó el máximo del objetivo en la subasta de letras a 1A, ii) comentarios de una participación muy activa del BCE bajo el programa SMP y iii) resolución de la crisis política en Grecia con el anuncio de que Papademos (ex-vicepresidente del BCE) será el nuevo primer ministro de Grecia.

La curva Alemana por su parte sigue recogiendo el efecto "flight to quality", aunque con movimientos algo menos bruscos que se explican por i) los niveles actuales ya son muy bajos, el 2A alemán se encuentra en 35 p.b. con el tipo oficial del BCE en 1.25% (en EE.UU el tipo oficial está en 0-0.25% y el 2A se encuentra en 23 p.b.), ii) Alemania sigue diferenciándose del resto de triples A, en concreto el spread 10A Francia-Alemania se sitúa en 150 p.b., máximo histórico. En los próximos días, los titulares seguirán marcando la dinámica de los mercados, aunque habrá que estar atento a los volúmenes de compra del BCE (el último dato supuso un fuerte incremento respecto a los anteriores) y a la demanda en las subastas de periféricos.

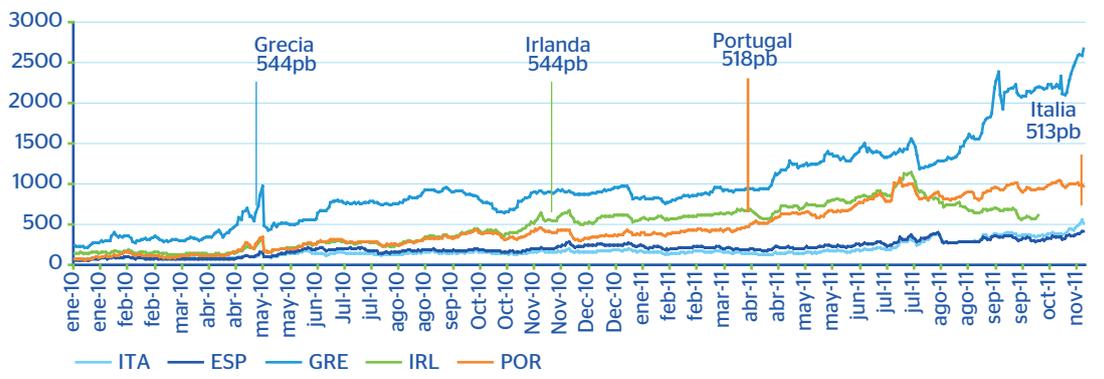
**Crédito: la tensión política aumenta la volatilidad en los mercados de crédito**

Continúa la volatilidad en los mercados de crédito como consecuencia de la incertidumbre en Italia, lo que ha provocado que la prima de riesgo italiana llegue a alcanzar los 550bp, su máximo histórico. Sin embargo a final de la semana, se redujo hasta los 510bp como resultado de las compras por parte del BCE y de la fuerte demanda minorista de la subasta italiana del jueves. En lo que respecta a los índices sintéticos, hemos asistido a una ampliación generalizada de los índices iTraxx la semana pasada, el iTraxx Main amplió 15bp hasta 188bp. Por el lado de los índices financieros, el iTraxx Senior amplió 41bp hasta 286bp mientras que el iTraxx Subordinado amplió 58bp hasta los 521bp.

En las últimas semanas muchas empresas europeas han publicado sus resultados del tercer trimestre. Las entidades financieras europeas han presentado pobres resultados, debido principalmente a la reducción de sus ingresos procedentes de trading y los write-down aplicados a su exposición a bonos soberanos, a modo de ejemplo los bancos franceses han amortizado entre un 50-60% su exposición a deuda griega.

Gráfico 2

**Nivel de rescate**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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

## 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

**Shiyuan Fielding Chen**  
fielding.chen@bbva.com.hk  
+852 2582 3297

## Calendario: Indicadores

## Zona euro: PIB preliminar (3T, 15 de noviembre)

Previsión: 0,1% t/t

Consenso: 0,2% t/t

Anterior: 0,2% t/t

**Comentario:** esperamos que el PIB haya crecido ligeramente en el 3T, apoyado por las exportaciones netas, mientras que la demanda interna habrá seguido sin repuntar. Los datos reales ofrecieron sorpresas positivas, lo que pinta unas perspectivas menos pesimistas que los indicadores preliminares ya publicados, que habían caído en picado en el 3T. En general, estos indicadores apuntan a que el crecimiento económico podría haber sido similar al observado en el trimestre anterior. No obstante, nuestro modelo a corto plazo para la zona euro prevé un crecimiento plano en el S2, en línea con nuestro escenario central, aunque vemos algunos riesgos al alza para el 3T. En cuanto a los distintos países, es probable que Alemania haya repuntado con un poco más de fuerza de lo que se había previsto anteriormente, mientras que la actividad se habrá mantenido plana o incluso se habrá contraído en la periferia. **Repercusión en los mercados:** un dato negativo en el 3T se recibiría muy mal, pues sería un claro indicio de recesión secundaria antes de lo que algunos esperan (4T).

## Zona euro: inflación IPCA (octubre, 16 de noviembre)

Previsión: 3,0% a/a

Consenso: 3,0% a/a

Anterior: 3,0% a/a

**Comentario:** esperamos que la inflación se haya mantenido sin cambios en octubre en el 3,0% a/a, un poco por encima de nuestra previsión inicial, impulsada por los precios del petróleo. Es probable que se haya moderado la inflación subyacente por los precios de los productos industriales no energéticos. Seguimos considerando que la inflación se desacelerará hacia el final del año como consecuencia de la debilidad de la demanda interna junto con los efectos base favorables en los precios de la energía, por lo que volverá a situarse por debajo de la meta del BCE a comienzos de 2012. **Repercusión en los mercados:** si el desglose detallado del IPCA mostrara indicios de moderación a causa de la debilidad de la demanda interna, los mercados podrían interpretarlo como un elemento decisivo para que el BCE efectúe un recorte de los tipos de interés antes de que termine el año.

## EE.UU.: índice de precios al consumo, subyacente (octubre, 16 de noviembre)

Previsión: 0,1%, 0,1% m/m

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

Anterior: 0,3%, 0,1% m/m

**Comentario:** los elevados precios de los alimentos y de la energía han ejercido presiones sobre el índice general de precios a lo largo de los últimos meses; sin embargo, esperamos que esta tendencia se haya moderado en octubre. Las presiones sobre los precios se están desacelerando, con caídas tanto en los precios de importación como de exportación. Además, la lentitud de las condiciones de la demanda ha moderado los precios de los insumos y de los productos finales en el sector manufacturero. La inflación subyacente también se está desacelerando en línea con las expectativas de la Fed, por lo que los precios serán más estables en los próximos meses. **Repercusión en los mercados:** la moderación de los precios debería tranquilizar a los consumidores y a los productores.

## EE.UU.: producción industrial (octubre, 16 de noviembre)

Previsión: 0,2% m/m

Consenso: 0,4% m/m

Anterior: 0,2% m/m

**Comentario:** se prevé que la producción industrial volverá a crecer de nuevo en octubre debido en gran parte al aumento de la producción del sector del automóvil. Las condiciones de la producción manufacturera comienzan por fin a cambiar de rumbo y los informes indican que se han incrementado los envíos y los pedidos nuevos. Aunque la producción de bienes no duraderos ha caído ligeramente durante los últimos meses, el componente de bienes duraderos sigue manteniéndose fuerte. El índice de producción industrial va aproximándose poco a poco a los niveles registrados antes de que comenzara la crisis en 2008 y prevemos que esta tendencia continuará a medida que tome impulso la recuperación económica. **Repercusión en los mercados:** no esperamos que este dato afecte a los mercados.

## Japón: indicador de la semana: PIB en el 3T (14 de noviembre)

Previsión: 1,5% t/t desest.

Consenso: 1,5% t/t desest.

Anterior: 0,5% t/t desest.

**Comentario:** esperamos ver un repunte en el 3T, ya que Japón sigue recuperándose del terremoto y tsunami de marzo. Además de restablecerse las cadenas de suministro, el gasto de la reconstrucción tras el terremoto ha contribuido a impulsar la demanda interna. No obstante, la desaceleración mundial, la fortaleza del yen y las inundaciones de Tailandia que han provocado en las empresas japonesas puede repercutir negativamente en el crecimiento. **Repercusión en los mercados:** un resultado más débil de lo previsto podría crear expectativas de una nueva flexibilización cuantitativa y de intervención monetaria por parte del Banco de Japón.

Home



Destacados



Mercados



Datos de Mercados



## Datos de Mercado

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual
<b>Tipo de interés</b> (cambio en pbs)	<b>EE.UU.</b>	3-meses Libor	0,46	2	6	17
		Tipo 2 años	0,23	1	-5	-27
		Tipo 10 años	2,06	2	-15	-73
	<b>EMU</b>	3-meses Euribor	1,46	-3	-11	41
		Tipo 2 años	0,38	-2	-32	-64
		Tipo 10 años	1,86	4	-33	-65
<b>Divisas</b> (cambios en %)	<b>Europa</b>	Dólar-Euro	1,373	-0,4	-0,6	0,5
		Libra-Euro	0,85	-0,6	-2,5	0,8
		Franco Suizo-Euro	1,23	1,2	0,1	-7,8
	<b>América</b>	Argentina (peso-dólar)	4,26	0,2	1,3	7,3
		Brasil (real-dólar)	1,74	0,3	-1,4	1,3
		Colombia (peso-dólar)	1915	0,2	1,0	2,5
		Chile (peso-dólar)	498	0,3	-0,7	3,5
		México (peso-dólar)	13,41	-0,3	1,4	8,7
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,70	-0,2	-0,8	-3,7
	<b>Asia</b>	Japón (Yen-dólar)	77,09	-1,4	-0,4	-6,6
		Corea (KRW-dólar)	1126,04	0,9	-3,3	-0,4
		Australia (AUD-dólar)	1,025	-1,3	0,6	4,1
<b>MMPP</b> (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)		114,7	2,4	3,0	32,8
	Oro (\$/onza)		1775,5	1,2	5,9	29,7
	Metales		530,4	0,2	-1,6	-5,8
<b>Renta Variable</b> (cambios en %)	<b>Euro</b>	Ibex 35	8555	-0,5	-5,2	-16,4
		EuroStoxx 50	2324	1,4	-2,0	-17,7
		EE.UU. (S&P 500)	1265	1,0	4,8	5,5
	<b>América</b>	Argentina (Merval)	2753	-0,3	8,4	-14,4
		Brasil (Bovespa)	58674	0,0	9,0	-16,6
		Colombia (IGBC)	12844	-1,3	-3,3	-15,0
		Chile (IGPA)	20647	0,7	7,6	-10,4
		México (CPI)	37053	1,0	7,5	2,8
		Perú (General Lima)	19294	-0,4	4,0	-4,7
		Venezuela (IBC)	112234	3,6	12,2	69,3
	<b>Asia</b>	Nikkei225	8514	-3,3	-2,6	-12,4
HSI		19137	-3,6	4,4	-21,0	
<b>Crédito</b> (cambios en pbs)	<b>Ind.</b>	Itraxx Main	184	11	12	81
		Itraxx Xover	758	46	16	297
		CDS Alemania	93	6	3	55
	<b>Riesgo Soberano</b>	CDS Portugal	1078	37	-19	627
		CDS España	429	41	74	162
		CDS EE.UU	48	1	1	---
		CDS Emergentes	302	19	-3	91
		CDS Argentina	927	50	-37	282
		CDS Brasil	159	15	7	55
		CDS Colombia	160	17	6	55
		CDS Chile	128	19	4	53
		CDS México	157	17	8	47
		CDS Perú	162	16	7	46

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.