

Observatorio Semanal Global

Madrid, 17 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

Un paso adecuado, pero no suficiente

- **Aumentan las esperanzas de que se tomen medidas para abordar la crisis de la deuda soberana**

Ahora que Eslovaquia ha respaldado la mejora del FEEF y que, tras la valoración favorable de la "troika" en la quinta revisión del plan griego, es "muy probable" que el sexto tramo del préstamo se desembolse en breve, debería hacerse algo más. Los políticos cada vez se centran más en un plan de recapitalización bancaria, pero en nuestra opinión lo más importante es centrarse en un plan global para abordar la raíz del problema (la crisis soberana). En este sentido el presidente de la Comisión Europea ha anunciado una hoja de ruta para abordar la crisis; sin embargo, sigue habiendo una gran incertidumbre sobre los detalles de cada propuesta, en especial sobre "las medidas de apoyo de la zona euro contra la crisis".

- **Signos de moderación más intensa de lo esperado en las economías emergentes por la debilidad de la demanda externa**

La debilidad de la demanda externa está afectando a las exportaciones chinas y a la producción industrial de Brasil y México. A pesar de una prima de riesgo financiero más baja, las bolsas emergentes están repuntando de forma moderada debido a la actual inquietud por el crecimiento mundial.

- **Es improbable que se tomen medidas adicionales a corto plazo, pero la Fed está preparada para actuar si es necesario**

Las actas del FOMC indican una modesta rebaja de las perspectivas de sus economistas, importantes riesgos a la baja para el crecimiento junto con una gran incertidumbre en las previsiones e inflación contenida en los próximos años (es decir, en o por debajo del mandato de la Fed). La mayoría de los participantes reconocieron que el FOMC debería hacer hincapié en la orientación de la política a largo plazo en sus comunicaciones al público, pero varios expresaron su inquietud por que determinados tipos de orientación de futuro "podrían confundirse con una declaración de sus objetivos a largo plazo". Así pues, a pesar de ello, la Fed está preparada para tomar medidas adicionales en caso necesario, dado que es improbable que a corto plazo se implementen otros estímulos más allá de los necesarios para finalizar la anunciada Operación Twist. El próximo movimiento de la Fed podría ser algún tipo de cambio en la comunicación.

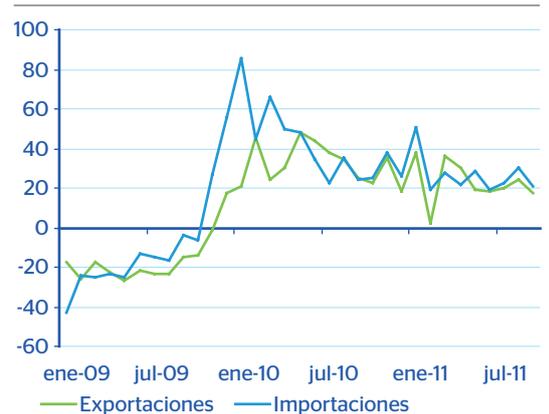
- Destacados →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos de Mercados →

Gráfico 1
CDS financieros europeos a 5 años



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2
Exportaciones e importaciones chinas (tasa interanual)



Fuente: Bloomberg

Análisis Económico

Aumentan las esperanzas de que las autoridades de la zona euro tomen medidas adicionales para abordar la crisis soberana

Por primera vez en varios meses, hay esperanzas de que los responsables políticos europeos tomen medidas adicionales para abordar la crisis soberana. Eslovaquia ha respaldado la mejora del FEEF, lo que allana el camino para incrementar la capacidad de préstamo del FEEF además de ampliar los poderes para comprar deuda soberana (tanto en el mercado primario como secundario) y proporcionar fondos para recapitalizar los bancos. La valoración de la "troika" en la quinta revisión del plan griego fue positiva, por lo que el sexto tramo del préstamo debería desembolsarse pronto. El presidente de la Comisión Europea (Barroso) ha anunciado una hoja de ruta para abordar la crisis. La propuesta de Barroso plantea acciones simultáneas en varios frentes: 1) una respuesta clara a los problemas de Grecia, 2) el refuerzo de los cortafuegos de Europa para frenar el riesgo de contagio, 3) el fortalecimiento del sector bancario, 4) políticas frontales que consoliden la estabilidad y fomenten el crecimiento y 5) hacer avances en la gobernanza europea (incluida la necesidad de valorar y desarrollar opciones para los "bonos de estabilidad" como parte del arsenal de instrumentos políticos de la zona euro).

Las necesidades financieras griegas se han incrementado debido a la indisciplina del déficit público y a las dificultades para vender activos (privatizar); en este sentido, es necesario hacer una reevaluación del segundo programa de rescate para Grecia, incluida la participación del sector privado. La propuesta de Barroso para la recapitalización de los bancos está en línea con el enfoque de Alemania. Así, primero, los bancos tienen que captar capital por sí mismos. Si no pueden hacerlo, entonces tendrán que pedirselo a los gobiernos nacionales. En último lugar, si los gobiernos no están en posición de recapitalizar los bancos, el FEEF ofrecería préstamos a los gobiernos para que los utilizaran para ese fin, bajo una estricta vigilancia. A pesar de que la atención se ha centrado recientemente en el plan de recapitalización de los bancos, en nuestra opinión, es crucial disipar las incertidumbres acerca de los países sistémicos europeos con problemas de liquidez. Por consiguiente, se necesitan tanto una mayor flexibilidad como una mayor eficacia del FEEF. Las vías más probables para incrementar el arsenal del FEEF son las emisiones de deuda pública garantiza o la utilización de los bonos del FEEF como aval para las emisiones de bonos del gobierno. En este contexto, la propuesta de Barroso apoya "potenciar al máximo el uso del FEEF", pero faltan los detalles al respecto. Además, las medidas preventivas para mejorar la estabilidad y el crecimiento deberían contribuir a aumentar la confianza en la zona euro, aunque tendremos que esperar hasta que se anuncien más detalles para poder evaluar sus repercusiones.

En última instancia, lo positivo de la propuesta de la Comisión es que establece un mapa para abordar la crisis. Sin embargo, sigue habiendo una gran incertidumbre en dos frentes: la clarificación de los detalles de cada propuesta, en especial sobre "cómo mejorar las medidas de apoyo de la zona euro contra la crisis". El BCE ha advertido, una vez más, que cualquier depreciación de la deuda pública que cause pérdidas a los tenedores de bonos podría dañar la moneda y el sistema bancario de la región.

China, Brasil y México muestran signos de moderación como consecuencia del debilitamiento de la demanda externa

A pesar de que la prima de riesgo financiero se ha moderado, los activos impulsados por el crecimiento de las economías emergentes no han tenido un buen comportamiento esta semana debido a que las preocupaciones por las perspectivas de crecimiento mundial no se han disipado. Las exportaciones de China correspondientes a septiembre fueron más débiles de lo previsto, un 17,1% a/a, un claro indicio de debilitamiento de la demanda externa. El crecimiento de las importaciones se mantuvo boyante (en términos de volumen) debido a que se mantiene la demanda interna. La mayor debilidad del resultado de las exportaciones provocó que la oficina de aduanas avisara de que se presentan "retos en el futuro", y la moneda se depreció ese día a pesar del aumento del comercio y de las tensiones entre divisas con EE. UU. Por otra parte, la producción industrial y las ventas minoristas tanto de Brasil como de México sorprendieron a la baja, lo que apunta a que ambas economías comienzan a mostrar los primeros indicios de inquietud relacionada con la crisis de los mercados. Las presiones sobre los precios se mantienen elevadas tanto en Asia (el IPC de China está todavía en el 6,1%) como en los países de América Latina, con la excepción de México, donde la inflación sigue sorprendiendo a la baja. La combinación de una inflación todavía elevada con el debilitamiento de la actividad presenta un reto para las autoridades. En el caso de China, esperamos que la política monetaria se mantenga sin cambios a corto plazo para frenar las expectativas de inflación, con apoyo al crecimiento a través de medidas

Home	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos de Mercados	→

fiscales puntuales, entre las que se incluye la aceleración del gasto en vivienda social. Sin embargo, algunos responsables políticos de la región asiática han empezado a implementar medidas para apoyar el crecimiento. El Banco de Indonesia recortó los tipos de interés en 25 pb en su reunión mensual sobre política monetaria celebrada esta semana y la Autoridad Monetaria de Singapur ha flexibilizado su postura política al desacelerar el ritmo de apreciación del dólar de Singapur. No obstante, la mayoría de los responsables políticos todavía están a la espera y, dado que las condiciones monetarias ya son bastante laxas y que la inflación sigue elevada, no esperamos que haya nuevas medidas de flexibilización importantes a corto plazo (Corea, por ejemplo, dejó los tipos esta semana sin cambios). Por otra parte, las medidas adoptadas por las autoridades brasileñas indican que tratarán de contrarrestar la desaceleración mediante la flexibilización de la política monetaria. Por último, la declaración de Banxico es prácticamente un preanuncio de que se efectuará un recorte de los tipos en las próximas reuniones.

[Home](#) →

[Mercados](#) →

[Calendario](#) →

[Datos de Mercados](#) →

Análisis de Mercados

Mercados

FX Global

Estratega Jefe
Dustin T. Reid
Dustin.Reid@bbvany.com
+1 212 7281707

Equity Europa

Javier Requena
javier.requena@grupobbva.com
+34 91 537 83 99

Crédito Global

Crédito Europa
Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

Divisas: “short squeeze” impulsa EURUSD

El EURUSD ha repuntado de forma continuada desde el cierre del 7 de octubre. Pero en nuestra opinión, esta tendencia no se debe a los fundamentales; por el contrario, creemos que la fluctuación se debe a un clásico “short squeeze” cambiario. Un “short squeeze” suele producirse cuando el mercado acumula grandes posiciones en corto contra una divisa en un espacio de tiempo relativamente breve. Específicamente en el caso del EUR, las posiciones no comerciales pasaron de neutrales a una posición neta extremadamente corta entre finales de agosto y la tercera semana de septiembre, un desplazamiento muy rápido en términos históricos. La cascada de órdenes automáticas a medida que el EURUSD atravesaba la zona de 1,33-1,37 impulsó al cruce a cotizar por encima de 1,3800 el 12 de octubre tras alcanzar 1,3200 el 4 de octubre. Es importante destacar que la mayor parte del “short squeeze” ya parece haberse materializado, de modo que si el EURUSD supera 1,4000 no creemos que se debería al mismo fenómeno; en ese caso, lo más probable es que se deba a factores fundamentales. Consideramos que la inminente reunión de la EMU – originalmente programada para el 18 de octubre y ahora prevista para el 23– podría representar un evento importante para el mercado; el aplazamiento probablemente intensifique la expectativa del mercado de una solución “exitosa” y “concreta” para la crisis periférica.

Crédito: Reapertura del mercado primario, a la espera del nuevo plan de recapitalización bancaria

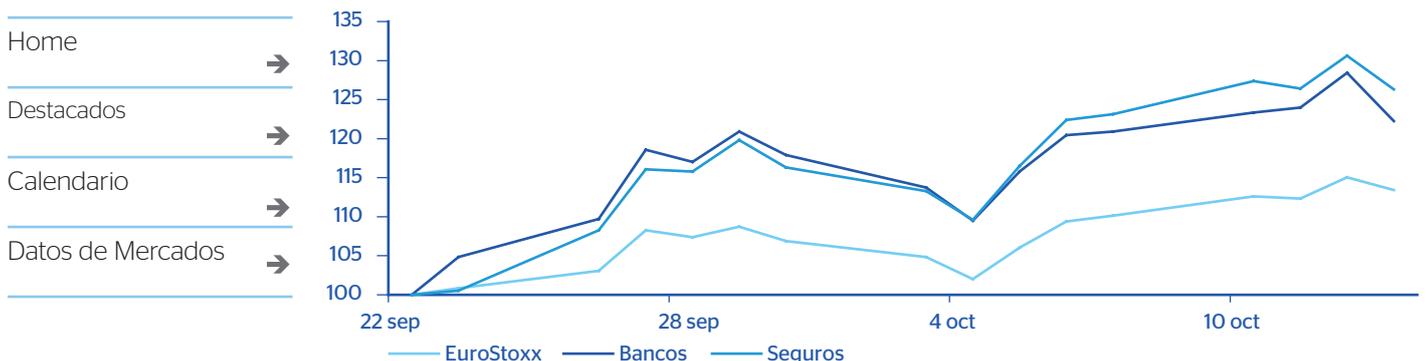
La semana anterior Fitch se sumó a otras Agencias de Rating en la bajada de calificación a España e Italia. El efecto posterior recayó sobre los bancos italianos y españoles, así como sobre algunas autonomías y empresas españolas que vieron también rebajado su rating. Finalmente, cerramos la semana pasada con una nueva rebaja del rating del Reino de España por parte de S&P, que sitúa el rating en AA- con perspectiva negativa desde AA. A pesar del flujo de noticias negativas por parte de las agencias de rating, el jueves el mercado abrió con nuevas emisiones de compañías españolas e italianas por primera vez desde el verano. Iberdrola y Telecom Italia han emitido deuda a periodos cercanos a 5 años con una calurosa acogida por parte del mercado, ofreciendo en torno a los 290 y 500 respectivamente puntos básicos de spread. Las emisiones fueran sobresuscritas entre 4 y 5 veces.

Las acciones europeas ya han descontado el éxito de este proceso de recapitalización; sin embargo, las incertidumbres siguen siendo muchas

El proceso de recapitalización del sistema bancario europeo va adquiriendo impulso. El proceso debería ser racional desde el punto de vista económico, ya que: 1) los bancos tendrían que buscar capital público en primer lugar, y después apoyo de los gobiernos, antes de solicitar capital al EFSF; y 2) cuando un banco reciba apoyo de un Estado o del EFSF, no pagará dividendos ni bonus. Creemos que hay dos riesgos principales en cuanto al proceso de recapitalización: i) riesgo de ejecución: algunos grandes bancos europeos han declarado que prefieren vender activos a aumentar capital caro, algo que retrasará la solución al problema de financiación; y ii) más importantes, los riesgos asociados a la valoración de los activos de los balances de los distintos bancos; si este proceso de valoración es un tipo de “prueba de estrés versión 3.0” en el que los activos no se valoran totalmente a precio de mercado, entonces no es probable que tranquilice a los mercados financieros. De modo que es preciso mantener la cautela: las acciones europeas ya han descontado el éxito de ese proceso de recapitalización, pero aún está por ver cómo y cuándo se llevará a cabo. El EuroStoxx se ha disparado un 18,5% en solo 3 semanas liderado por el sector financiero (+29,5%), y más recientemente por sectores cíclicos de beta alta como automóviles y recursos.

Gráfico 3

Evolución del EuroStoxx vs. Bancos y Seguros



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

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

Calendario: Indicadores

Zona euro: estimación de la confianza de los consumidores (octubre, 20 de octubre)

Previsión: -20,3	Consenso: -20,0	Anterior: -19,1
------------------	-----------------	-----------------

Comentario: creemos que la confianza de los consumidores ha vuelto a deteriorarse en octubre, quedándose por debajo de su promedio histórico por tercer mes consecutivo. La falta de determinación en la resolución de la deuda soberana sigue pesando en las expectativas de los consumidores acerca de la sostenibilidad de la recuperación, en especial por las expectativas de un mayor deterioro en el mercado de trabajo. El resultado sería un aumento de las preocupaciones acerca del impacto negativo sobre su renta disponible y por consiguiente se reflejaría en un consumo de los hogares más bajo. **Repercusión en los mercados:** unos datos decepcionantes podrían aumentar los temores acerca de una contracción de la actividad.

Alemania: expectativas del índice IFO (octubre, 21 de octubre)

Previsión: 96,3	Consenso: 97,0	Anterior: 98,0
-----------------	----------------	----------------

Comentario: prevemos que las expectativas del índice IFO habrán seguido cayendo en octubre, continuando así con la tendencia a la baja observada en los últimos meses. Además, este componente ya habría estado por debajo de su promedio histórico por segundo mes consecutivo, aunque lejos de los mínimos históricos observados a finales de 2008. Dada la gran correlación de este indicador con el crecimiento del PIB, estas cifras muestran una mayor evidencia de que las perspectivas económicas son sombrías y apuntan incluso a una contracción de la actividad en el último trimestre del año. **Repercusión en los mercados:** al tratarse de los primeros datos disponibles para el 4T, unas cifras mucho peores podrían repercutir negativamente en los mercados.

EE.UU.: producción industrial (septiembre, 17 de octubre)

Previsión: 0,2% m/m	Consenso: 0,2% m/m	Anterior: 0,2% m/m
---------------------	--------------------	--------------------

Comentario: se prevé que la producción industrial volverá a crecer en septiembre a un ritmo similar al de agosto. Las exportaciones de bienes y servicios se han mantenido fuertes a pesar de la desaceleración de la demanda provocada por las crisis de la deuda soberana en Europa. Las expectativas de la producción manufacturera en los próximos meses han mejorado; sin embargo, las encuestas regionales de la Fed siguen apuntando a una desaceleración en el sector manufacturero. Además, la producción mensual de automóviles cayó en septiembre, lo que limita el potencial de crecimiento de la producción industrial total. **Repercusión en los mercados:** el crecimiento positivo mantendrá la calma.

EE.UU.: índice de precios al consumo, subyacente (septiembre, 19 de octubre)

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

Comentario: los precios al consumo comienzan a moderarse después de dos meses de subidas por encima de lo previsto. El aumento de los precios de los alimentos y de la energía han impulsado la inflación durante los meses del verano; sin embargo, parece que ambos han caído ligeramente en septiembre. Las materias primas ha caído notablemente desde que alcanzara su peak en abril de 2011, y la menor demanda de consumo debería limitar la inflación de los alimentos. Es probable que la debilidad de la actividad económica mantenga las presiones sobre el IPC bajo control y que su repercusión sobre la inflación subyacente sea limitada. **Repercusión en los mercados:** la Fed ha indicado que la inflación se asentará dentro de su zona de confort, por lo que las preocupaciones por el aumento de las presiones sobre los precios son mínimas. Sin embargo, otro mes con un índice de precios por encima de lo previsto podría provocar inquietud.

[Home](#)


[Destacados](#)


[Mercados](#)


[Datos de Mercados](#)


China: PIB del 3T (18 de octubre)

Previsión: 9,2% a/a	Consenso: 9,3% a/a	Anterior: 9,5% a/a
---------------------	--------------------	--------------------

Comentario: mientras las perspectivas para la economía mundial siguen siendo muy inciertas, los mercados se centran en los indicadores de actividad de China para medir la solidez de la segunda mayor economía del mundo y calibrar si puede seguir actuando como amortiguador ante el debilitamiento de la demanda de EE. UU. y Europa. En este contexto, la próxima semana se publicarán una serie de indicadores importantes que incluyen el resultado del PIB del 3T, la producción industrial de septiembre, la inversión y las ventas minoristas. Seguimos manteniendo la visión de un aterrizaje suave y esperamos que el crecimiento del PIB del 3T se modere ligeramente. **Repercusión en los mercados:** un valor por encima de lo esperado podría fortalecer la confianza en las perspectivas, mientras que un valor más débil de lo previsto agravaría las preocupaciones por la posibilidad de un aterrizaje brusco.

Datos de Mercado

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,40	1	6	12
		Tipo 2 años	0,26	-3	7	-10
		Tipo 10 años	2,22	14	23	-34
	EMU	3-meses Euribor	1,57	1	4	58
		Tipo 2 años	0,66	6	10	-15
		Tipo 10 años	2,20	20	32	-17
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,385	3,4	1,0	-1,2
		Libra-Euro	0,88	1,9	0,8	0,3
		Franco Suizo-Euro	1,24	0,0	3,0	-7,7
	América	Argentina (peso-dólar)	4,22	0,2	0,3	6,7
		Brasil (real-dólar)	1,74	-2,5	0,5	4,7
		Colombia (peso-dólar)	1896	-2,1	3,7	4,9
		Chile (peso-dólar)	500	-3,6	4,4	4,3
		México (peso-dólar)	13,26	-1,2	2,2	6,7
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,72	-1,0	-0,4	-2,6
	Asia	Japón (Yen-dólar)	77,33	0,7	0,8	-4,9
		Corea (KRW-dólar)	1156,73	-1,8	4,4	4,2
		Australia (AUD-dólar)	1,030	5,6	0,7	4,0
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)		114,6	8,2	1,9	39,0
	Oro (\$/onza)		1680,9	2,6	-7,6	22,8
	Metales		539,4	0,3	-5,3	-0,1
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	8976	2,0	11,6	-17,4
		EuroStoxx 50	2355	3,8	13,1	-17,1
		EE.UU. (S&P 500)	1217	5,3	2,3	3,4
	América	Argentina (Merval)	2667	14,7	-3,0	-2,5
		Brasil (Bovespa)	54779	6,9	-2,7	-23,7
		Colombia (IGBC)	13395	4,1	-1,2	-12,5
		Chile (IGPA)	19304	3,4	-1,0	-12,8
		México (CPI)	34817	5,5	0,4	0,2
		Perú (General Lima)	18882	6,3	-6,4	-2,1
	Asia	Venezuela (IBC)	100118	0,1	-0,7	51,2
		Nikkei225	8748	1,7	2,7	-7,9
			HSI	18502	4,5	-2,9
Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	178	-11	-5	77
		Itraxx Xover	765	-48	23	295
	Riesgo Soberano	CDS Alemania	94	-5	9	61
		CDS Portugal	1135	16	1	777
		CDS España	373	4	-3	172
		CDS EE.UU	48	-2	-3	---
		CDS Emergentes	310	-36	1	109
		CDS Argentina	957	-155	76	229
		CDS Brasil	157	-27	-14	60
		CDS Colombia	157	-31	-14	58
		CDS Chile	130	-18	14	64
		CDS México	154	-29	-16	49
		CDS Perú	160	-28	-16	60

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.