

Observatorio Semanal

Global

Madrid, 18 de abril de 2011
Análisis Economic

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

Maria Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@grupobbva.com
+34 91 537 66 83

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

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

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com
+34 91 537 84 32

Europa
Miguel Jiménez
mjimenez@grupobbva.com
+34 91 537 37 76

EE.UU.
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
+1 713 881 0663

Buscando pistas

Ahora que el BCE ha efectuado su primera subida de los tipos de interés y la Fed confirma el final del Q2 en junio, los inversores buscan en los indicadores económicos algún indicio para predecir cuál será la senda de ajuste de la política monetaria. En los ME, los datos económicos se observan para confirmar el éxito de las medidas contra el recalentamiento.

Dinamismo económico: intacto en Asia, y moderado en las principales economías

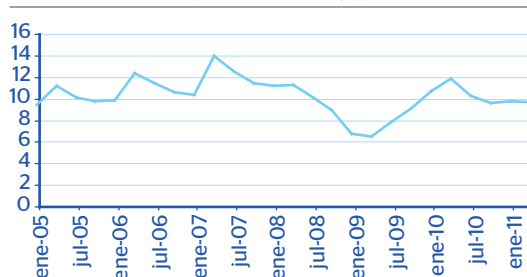
El informe WEO del FMI confirma que la recuperación gana fuerza, pero que existen riesgos bajistas debido al aumento de los precios de las materias primas. El PIB del 1T2011 en China y Singapur resultó por encima de lo previsto y, junto con el aumento de la inflación, ha elevado las expectativas de mayor ajuste monetario y apreciación cambiaria. El crecimiento en los principales países de América Latina ofrece los primeros indicios de moderación. En las economías avanzadas, la recuperación sigue en curso, pero que se enfrentarán a un crecimiento más lento o estable en los próximos trimestres. La producción industrial de la zona euro aumentó menos de lo anticipado en febrero, mientras que el índice de confianza alemán (ZEW) cayó en abril. El Beige Book de EE.UU. confirmó que la actividad está creciendo en todos los distritos, y las ventas minoristas han aumentado. Por otro lado, la inflación se ve impulsada por precios más altos de las materias primas. Sin embargo, los efectos indirectos han tenido un impacto limitado sobre la inflación subyacente como consecuencia del aumento de los precios de la energía en Europa. En EE.UU., las materias primas han ejercido presiones alcistas sobre los precios, pero no hay indicios de que las presiones sobre los precios aumenten a causa de los salarios.

El BCE mantiene un tono ortodoxo, mientras la Fed desea anclar las expectativas

Esta semana, Draghi y Weber, dos dirigentes del BCE, han mantenido un tono duro tras el movimiento alcista de los tipos. Aunque los miembros de la Fed con derecho a voto reconocen que los riesgos podrían provocar un ajuste de la política monetaria antes de lo previsto, siguen convencidos de que la inflación subyacente se mantendrá moderada, y por consiguiente, la postura actual sobre política monetaria seguirá vigente durante más tiempo ("is still appropriate"). Además, el acuerdo de los dos partidos sobre los recortes presupuestarios evitaron el cierre del gobierno de EE.UU., ahora la discusión se centra en techo de la deuda. Por otra parte, los problemas de solvencia de algunos países de la periferia europea mantendrán la incertidumbre en los mercados, a no ser que se resuelvan, algo que no creemos que sucederá en breve (véase la sección Datos relevantes). **La próxima semana** se publicará el índice de gerentes de compras de abril en la zona euro y los datos de la vivienda de EE.UU. correspondientes a marzo.

Gráfico 1

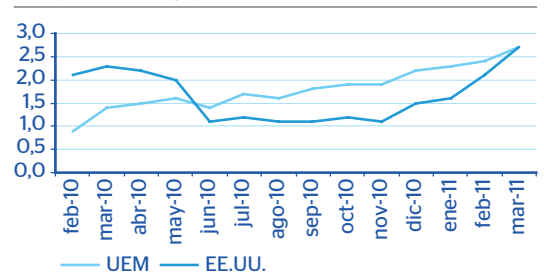
PIB real de China (crecimiento a/a)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2

IPC (variación a/a)



Fuente: Bloomberg

Mercados →

Destacados →

Calendario →

Datos de Mercados →

Destacados

El PIB y la inflación del primer trimestre de China sorprenden al alza

El crecimiento y la inflación, más fuertes de lo previsto, refuerzan las expectativas de nuevos ajustes monetarios.

Nuevas dudas sobre la periferia

Los problemas de solvencia de algunos países periféricos introducen algunas perturbaciones.

Calendario de eventos en los países periféricos

Eventos que guiarán los mercados.

Análisis de Mercados

Equity Global y Crédito

Estrategia

Joaquín García Huerga, CFA

jghuerga@grupobbva.com

+34 91 374 68 30

Crédito

Antonio Vilela

antoniovilela@grupobbva.com

+34 91 374 56 84

Tipos de Interés Global

Tipos de Interés Europa y EE.UU.

José Miguel Rodríguez Delgado

josemiguelrodriguez@grupobbva.com

+34 91 374 68 97

Mercados

Tipos de Interés: Incertidumbre sobre la senda a seguir del BCE

Tras la "esperada" subida de tipos del BCE en la reunión de Abril, la incertidumbre viene ahora sobre cual será el ritmo de nuevos incrementos. En este sentido el mercado se ha dividido entre i) los que creen que esta subida es preventiva (entre los que nos encontramos en esa idea solo esperamos una subida más en julio de 2011) con el único objetivo de mantener ancladas las expectativas de inflación tras el repunte de las materias primas, y ii) los que creen que este es el inicio de un ciclo parecido al de 2005, con subidas cada trimestre. A este respecto las palabras de Trichet ('haremos lo que requiera la situación en cada momento') han hecho que el mercado centre su atención en las referencias macroeconómicas con el objetivo de confirmar, o no, el movimiento del BCE. La publicación de los datos de importación en Alemania, los precios mayoristas o la inflación en la Zona Euro han traído volatilidad a los tramos cortos con algo de sesgo alcista.

Bolsas: Valor en las bolsas contra viento y marea

Una vez actualizada la valoración de los principales índices de bolsa, para nosotros el que tiene más potencial de aquí a finales de año es el EuroStoxx 50. Nuestro objetivo son los 3.800 puntos, cifra ahora mismo algo lejana, pero que parecerá más próxima si el ciclo económico no se ve afectado en gran medida por el petróleo y si los financieros tienen una buena segunda parte de año. El índice con menor potencial sería ahora mismo el S&P 500 hasta los 1.450 puntos. Como decimos la clave del año será el comportamiento de los financieros. En este sentido el sector asegurador lo vemos muy atractivo porque las curvas de tipos de interés ya han empezado a repuntar y porque cotiza en Europa a PER 11e 8x. Pero el gran peso en los índices lo tiene bancos, y a corto plazo la recomendación ofrece más dudas, porque todavía puede haber alguna ampliación de capital (Basilea III y Stress Test en junio 11). Dicho esto, y a pesar de que los ROE futuros serán más bajos por la regulación, la valoración es atractiva (P/Book<1 en Europa) y algo importante es que la deuda senior (también la subordinada) ha estrechado de 210 pb a 130 en 2011, anticipando mejores tiempos para los bancos.

Crédito: nuevo ruido en la periferia europea frena el rally desde inicios de mes

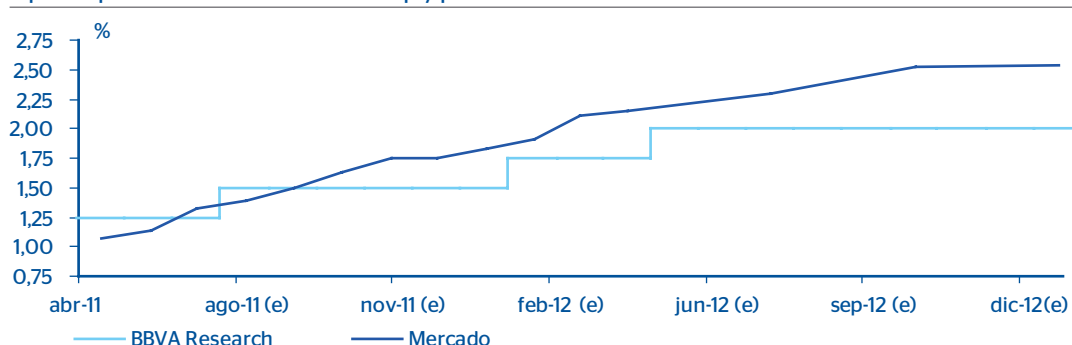
En los mercados de crédito tras el rally de principio de mes, esta semana hemos sido testigos de una ampliación generalizada de los índices sintéticos. El iTraxx Main amplió 3pb mientras que el iTraxx SovX ensanchó 14 pb desde los mínimos alcanzados la semana pasada. En cuanto a los financieros, el iTraxx Fin Senior amplió 8pb, mientras que el iTraxx Fin Sub lo hizo 20pb.

En términos de periféricos, aunque se observa un desacoplamiento claro de España respecto al resto de países periféricos, hemos observado debilidad en el bono español después de las declaraciones del ministro de finanzas alemán sobre la posibilidad de que Grecia puede necesitar reestructurar su deuda en caso de que una auditoría cuestionara las habilidades del gobierno griego para hacer frente a sus obligaciones crediticias. Así, el CDS español a 5 años amplió 30pb hasta los 227bps en lo que va de semana, mientras que los CDS a 5 años de Portugal y Grecia lo hicieron 54pb y 90pb respectivamente hasta 593pb y 1112bp.

Respecto al mercado primario, destacamos las emisiones de UBI Banca, Societe Generale and Credit Agricole. Respecto al secundario, los corporates continúan cotizando a niveles muy estrechos y los anuncios por parte de las compañías de aumentos de capex y dividendos ponen de manifiesto que las entidades tienen importantes posiciones de caja, lo cual explica la reducción del volumen de emisiones de corporates. En cuanto a los financieros, tras el fuerte rally experimentado tras el anuncio de los resultados de los stress test de la banca irlandesa, ahora observamos cierta estabilización. En nuestra opinión el principal driver para los financieros será la futura publicación de los stress tests que el EBA esta realizando a la banca europea. Dicho esto, mantenemos que los financieros lo van a hacer mejor que los corporates.

Gráfico 3

Tipos implícitos en la curva Eonia Swap y previsiones BBVA Research



Fuente: Bloomberg y estimaciones BBVA Research

Home



Destacados



Calendario



Datos de Mercados



Análisis Económico

Asia

Stephen Schwartzstephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3218

Europa

Miguel Jiménezmjimenez@grupobbva.com
+34 91 537 37 76

Escenarios Financieros

Cristina Varela Donosocvarela@grupobbva.com
+34 91 537 7825

Destacados

El PIB y la inflación del primer trimestre de China sorprenden al alza

Los datos de la inflación y el PIB del primer trimestre indican que continúa el fuerte crecimiento de la economía china, con presiones subyacentes sobre los precios. En concreto, el PIB del 2T registró un crecimiento del 9,7% a/a (BBVA: 9,3%), una ligera caída con respecto al trimestre anterior (9,8% a/a). El índice general de precios subió hasta el 5,4% a/a en marzo (BBVA: 5,0%) desde el 4,9% de febrero, debido al aumento de los precios, tanto de los alimentos como de los productos no alimentarios. La inflación de los precios mayoristas de marzo también subió ligeramente, hasta el 7,3% a/a desde el 7,2% a/a registrado en febrero, por el aumento de los precios de las materias primas, lo que supone el cuarto mes consecutivo de aumentos. Estos resultados explican por qué las autoridades han sido tan agresivas en su política monetaria de los últimos meses y semanas; las expectativas de que tomen nuevas medidas de ajuste podrían intensificarse, lo que podría lastrar la confianza de los mercados. Existen riesgos al alza en nuestras actuales previsiones para los próximos trimestres: un nuevo movimiento alcista de los tipos de 25 puntos básicos y otras subidas de al menos 100 pb en el coeficiente de reservas obligatorias. Sin embargo, una interpretación positiva de los datos publicados es que el crecimiento sigue siendo robusto, incluso con las medidas que han implantado las autoridades para controlar la inflación. Los últimos datos sobre la evolución del crédito muestran una esperanzadora desaceleración: los préstamos nuevos en el 1T11 ascendieron a 2,2 billones de RMB, lo que está en gran medida en línea con lo que creemos que será el objetivo (no anunciado) de las autoridades para todo el año, que valoramos entre 7,0 y 7,5 billones de RMB.

Nuevas dudas sobre la periferia

A pesar de los acuerdos alcanzados en el Consejo de la UE, el marco para resolver las tensiones de los países periféricos europeos está lejos de ser perfecto. Esta semana se han suscitado dudas con respecto a la sostenibilidad de dicho marco. Lo primero y principal, las declaraciones que hizo el ministro de finanzas alemán, W Schäuble, sugieren que la reestructuración de la deuda griega es una opción. Estas declaraciones se unen a las informaciones sobre el encuentro que tuvo lugar el fin de semana pasado entre Trichet y varios ministros de finanzas de la zona euro. En dicho encuentro, Trichet y Schäuble mostraron distintos puntos de vista sobre el asunto (al parecer, este último dijo que un rescate no implicaría un riesgo de contagio importante). Además, existen tensiones en Finlandia ante las elecciones de este fin de semana, donde la aprobación del paquete de rescate de Portugal (que requiere un voto parlamentario en Finlandia y la unanimidad de los países de la zona euro) es un tema destacado de la campaña. Asimismo, en Alemania han surgido noticias sobre los posibles obstáculos legales y políticos para reducir las futuras contribuciones al fondo de rescate europeo. Con todo, creemos que al final se resolverán todos los problemas para ofrecer a Portugal la ayuda necesaria a través de la FEEF. Sin embargo, los problemas de solvencia de Grecia y los de otros posibles países no se han resuelto. Dado que la UE está lejos de llegar a una solución que implique una mayor integración fiscal o compartir la carga a través de los eurobonos, la única alternativa a las posibles pérdidas de los inversores privados es que Grecia tenga éxito en reducir su déficit y en recuperar el crecimiento. Pero esto está lejos de ser una realidad, y requerirá tiempo.

Calendario de eventos en los países periféricos

Los eventos que tendrán lugar en los próximos meses podrían tener un efecto significativo sobre la prima de riesgo de la deuda soberana europea. A finales de este mes, está previsto que el gobierno español apruebe una reforma sobre la negociación colectiva. El 26 de abril, Eurostat publicará el déficit y la deuda estimados para 2010, y cada uno de los gobiernos europeos tendrá que presentar su Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que incluye las previsiones de déficit para los próximos años. A mitad de mayo, las autoridades portuguesas, europeas y el FMI acordarán un plan de rescate para Portugal, pero la ayuda financiera no estará lista hasta que haya sido elegido el nuevo gobierno, lo que introduce una gran incertidumbre ante los vencimientos de deuda (4.900 millones de €) el 15 de junio. En España habrá dos acontecimientos importantes en mayo: el día 22, las elecciones locales y regionales y a finales de mes, la publicación de la ejecución presupuestaria de las CC.AA. Junio será también un mes muy intenso. El día 5 habrá elecciones generales en Portugal y el 20 de junio se nombrará un nuevo primer ministro. Hay que destacar que Portugal se enfrenta a vencimientos fuertes el 15 de junio. El 9 de junio el BCE tomará decisiones acerca de las medidas de liquidez extraordinarias, pero no esperamos que vuelva a subir los tipos de nuevo hasta julio. En lo que respecta a la gobernanza europea, esperamos una resolución explícita y más detalles sobre el ESM y EFSF en la reunión del Consejo de Gobierno de la UE del 24 de junio. También se prevé que en esta reunión se anuncie el candidato para la presidencia del BCE. Además, en junio se publicarán los resultados de la segunda prueba de estrés de los bancos europeos. Por último, el 18 de junio el gobierno español presentará una propuesta para crear un "fondo austriaco" (un fondo de desempleo para cada trabajador con aportaciones realizadas por las empresas en las que ha trabajado).

Home



Mercados



Calendario



Datos de Mercados



Análisis Económico

Europa

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 3747938

EE.UU.

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 538

Asia

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

Calendario: Indicadores

Zona euro: PMI compuesto (abril, 19 de abril)

Previsión: 57,1

Consenso: 57,1

Anterior: 57,6

Comentario: se prevé que el PMI compuesto siga cayendo en abril, lo que reflejaría en parte el esperado impacto negativo sobre la confianza del aumento de los precios de las materias primas y la subida de los tipos de interés; y también debido a que no se prevé que continúe el fuerte dinamismo del 1T11. Esto se traduciría en una mayor incertidumbre sobre la actividad económica en los próximos meses. Por componentes, creemos que la confianza industrial habrá vuelto a bajar como consecuencia de la desaceleración del sector, aunque debería compensarse en parte con la solidez de la confianza del sector servicios. **Repercusión en los mercados:** una fuerte caída de los datos del índice de gerentes de compras podría afectar negativamente a los mercados, al igual que el deterioro de la confianza podría dar lugar a una desaceleración más pronunciada de la que se contempla actualmente.

Alemania: inflación industrial (marzo, 20 de abril)

Previsión: 0,7% m/m

Consenso: 0,8% m/m

Anterior: 0,6% m/m

Comentario: se prevé que los precios industriales hayan seguido incrementándose en marzo, impulsados principalmente por el aumento de los precios de la energía. En general, la inflación industrial ofrece evidencia adicional de las presiones inflacionistas resultantes del encarecimiento de los insumos, pero no hay indicios de efectos de segunda ronda inminentes, ya que los salarios negociados se mantienen aún en niveles moderados. **Repercusión en los mercados:** un fuerte aumento de la inflación industrial podría interpretarse como nuevas pruebas de que en los próximos meses los efectos indirectos sobre la inflación al consumo serán más elevados, lo que provocaría inquietud sobre un sesgo más alcista del BCE.

EE.UU.: ventas de vivienda usada (marzo, 20 de abril)

Previsión: 4,95 millones

Consenso: 5 millones

Anterior: 4,88 millones

Comentario: los últimos indicadores inmobiliarios plantean cuestiones acerca de los fundamentos del sector de la vivienda. La tendencia negativa en los precios de la vivienda, la debilidad de las ventas y la elevada tasa de ejecuciones hipotecarias muestra que el sector residencial seguirá deprimido al menos durante la primera mitad de 2011. Esperamos que las ventas de viviendas usadas se hayan incrementado en marzo después de una caída espectacular. Sin embargo, las condiciones actuales del mercado siguen siendo favorables para los compradores de vivienda y estas condiciones contribuirán a apoyar las ventas en la segunda mitad del año. **Repercusión en los mercados:** una nueva caída en las ventas de vivienda usada aumentaría las probabilidades de recaída del mercado de la vivienda e incrementaría el pesimismo en los mercados financieros.

EE.UU.: demandas iniciales de desempleo (16 de abril, 21 de abril)

Previsión: 395.000

Consenso: 390.000

Anterior: 412.000

Comentario: el mercado de trabajo mejora pero a un ritmo gradual. El mes pasado, la tasa de desempleo cayó 0,1 pp, hasta el 8,8% y el empleo no agrícola se incrementó en 216.000 puestos de trabajo. Demandas iniciales de desempleo aumentaron hasta 412.000 en la semana que finalizó el 8 de abril, mientras que las demandas continuadas cayeron hasta 3,68 millones. A pesar del aumento de las demandas iniciales, el promedio móvil de 4 semanas sigue por debajo de 400.000, por séptima semana consecutiva. Sin embargo, las demandas iniciales tienen que mantenerse por debajo de 375.000 para que se pueda apreciar un crecimiento sólido y sostenible en los empleos no agrícolas. Según nuestras previsiones, las demandas se mantendrán en torno a 400.000. **Repercusión en los mercados:** si las demandas iniciales aumentaran de forma inesperada, serían indicio del deterioro de las condiciones del mercado de trabajo y afectarían negativamente a los mercados financieros.

Japón: exportaciones (marzo, 20 de abril)

Previsión: 5,3% a/a

Consenso: -0,7 % a/a

Anterior: 9,0% a/a

Comentario: es probable que las exportaciones e importaciones de Japón hayan sufrido interrupciones como consecuencia del terremoto. Las exportaciones de marzo, aunque sólo reflejan parcialmente el impacto de todo el mes, ofrecerán un primer atisbo de la magnitud del choque de oferta. Hasta ahora, los datos de comercio procedentes de los socios comerciales más importantes de Japón en Asia (como Taiwán) muestran un fuerte impacto. Se prevé que las exportaciones de Japón hayan caído en marzo. **Repercusión en los mercados:** un resultado mejor de lo previsto podría aumentar la confianza de los mercados, mientras que un resultado por debajo de lo que se espera, podría exacerbar la inquietud acerca del impacto, no sólo en Japón, sino en toda la región.

Home



Mercados



Destacados



Datos de Mercados



Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0,27	-1	-3	-3
		2-yr yield	0,72	-9	17	-23
		10-yr yield	3,42	-15	25	-34
	EMU	3-month Euribor rate	1,33	4	16	69
		2-yr yield	1,85	-6	37	96
		10-yr yield	3,38	-10	29	30
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1,440	-0,2	3,7	6,7
		Pound-Euro	0,88	-0,1	1,5	0,5
		Swiss Franc-Euro	1,29	-2,0	2,0	-10,1
	America	Argentina (peso-dollar)	4,07	0,3	0,7	5,1
		Brazil (real-dollar)	1,58	0,3	-5,6	-10,4
		Colombia (peso-dollar)	1800	-0,9	-4,9	-7,4
		Chile (peso-dollar)	473	0,6	-2,7	-9,6
		Mexico (peso-dollar)	11,73	-0,1	-3,2	-4,5
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2,82	0,7	1,8	-0,5
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	83,18	-2,1	3,9	-9,6
		Korea (KRW-Dollar)	1087,85	0,4	-4,5	-2,4
		Australia (AUD-Dollar)	1,054	0,1	7,4	14,0
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	122,4	-3,4	10,6	42,3
		Gold (\$/ounce)	1475,0	0,0	5,4	29,7
		Base metals	633,9	-0,3	4,6	23,5
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10538	-3,4	4,4	-6,4
		EuroStoxx 50	2914	-2,4	7,1	-1,2
	America	USA (S&P 500)	1317	-0,8	4,8	10,5
		Argentina (Merval)	3382	-2,8	5,8	41,0
		Brazil (Bovespa)	66682	-3,0	1,0	-3,9
		Colombia (IGBC)	14071	-3,3	1,4	13,8
		Chile (IGPA)	22200	-0,7	7,1	24,8
		Mexico (CPI)	37070	-1,1	4,0	10,3
		Peru (General Lima)	18698	-12,0	-10,9	20,8
		Venezuela (IBC)	70477	0,2	0,9	16,1
	Asia	Nikkei225	9592	-1,8	5,5	-13,6
		HSI	24008	-1,6	5,8	9,8
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	97	2	-8	17
		Itraxx Xover	369	11	-40	-44
	Sovereign risk	CDS Germany	44	6	-1	9
		CDS Portugal	592	54	82	399
		CDS Spain	220	22	-8	71
		CDS USA	42	1	-1	---
		CDS Emerging	201	9	-23	-10
		CDS Argentina	558	9	-104	-286
		CDS Brazil	108	3	-12	-7
		CDS Colombia	101	-1	-19	-30
		CDS Chile	60	2	-13	-19
		CDS Mexico	101	2	-13	-3
		CDS Peru	153	23	31	41

Source: Bloomberg and 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.