

# Observatorio Semanal Global

Madrid, 18 de julio 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

## Prisas para alcanzar acuerdos

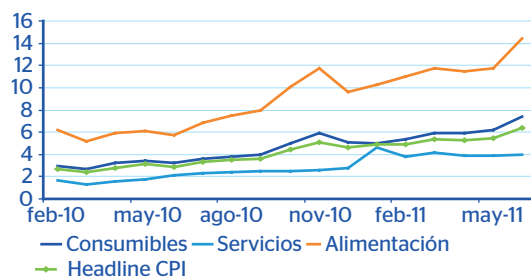
Las tensiones financieras de la periferia europea se han extendido a Italia. Ni la aprobación de un plan de austeridad fiscal ni que el Tesoro italiano alcanzara su objetivo de venta de bonos (5.000 millones de euros) lograron impedirlo. Para contribuir aún más a ellas, Moody's rebajó la calificación crediticia de la deuda de Irlanda de Baa3 a Ba1, esgrimiendo las mismas razones que la semana anterior para la rebaja de Portugal (la posible necesidad de un segundo paquete de ayuda con la participación del sector privado). Por otra parte, no se ha alcanzado un acuerdo sobre medidas globales para abordar el problema de solvencia de Grecia, ya que sigue habiendo discrepancias entre los políticos europeos y el sector privado. Lo peor es que los diferenciales de los principales países periféricos están llegando a niveles peligrosos. Sin embargo, lo bueno es que los líderes europeos por fin están tratando de solucionar el problema de solvencia de Grecia para frenar el contagio. En nuestra opinión, esta medida necesaria, que ya debería haberse tomado antes, podría ser efectiva, ya que los mercados podrían diferenciar los países con problemas de solvencia (Grecia) de aquellos con problemas de liquidez (Irlanda y Portugal). La forma de abordar los problemas de solvencia es reducir el importe de la deuda. La UE puede afrontar los problemas de liquidez flexibilizando la capacidad y el uso del mecanismo de estabilización europea.

## Las incertidumbres no se limitan sólo a Europa

S&P ha puesto la calificación soberana de EE. UU. a corto y a largo plazo en vigilancia negativa, es decir, que hay al menos un 50% de posibilidades de que pueda bajar su calificación en los próximos 90 días. La decisión de S&P se apoya en las diferencias fundamentales sobre cómo abordar los asuntos fiscales a largo plazo, ya que el riesgo de impago por no aumentar el techo de deuda, aunque se ha incrementado, sigue siendo pequeño. Por consiguiente, en los próximos 90 días S&P decidirá si el acuerdo fiscal que se alcance es adecuado para estabilizar la dinámica de la deuda. En el caso contrario, podría bajar la calificación del país. En el plano macroeconómico, las sorpresas negativas han continuado en el UE y en EE. UU. Mientras que en China el PIB 2T dispuso las dudas acerca de un aterrizaje brusco. Sin embargo, continúan los riesgos al alza para nuestras perspectivas de inflación en China (5% promedio anual). En América Latina, el crecimiento sigue siendo fuerte a pesar de la moderación observada en algunos indicadores, como en las ventas minoristas de Brasil. En lo que respecta a la política monetaria, Bernanke subrayó que tendrían que volver a emerger las presiones deflacionistas para pensar en una nueva flexibilización cuantitativa, mientras que el Banco Central de Brasil introdujo medidas adicionales en un intento de limitar las presiones de apreciación.

Gráfico 1

### Se mantienen las presiones sobre los precios en China



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2

### El riesgo soberano de Europa se ha extendido a Italia



Fuente: Bloomberg

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

## Destacados

### Los desequilibrios de Italia son limitados, dejando aparte el alto ratio de deuda

Los fundamentos de la economía se mantienen relativamente sólidos.

### La Fed adopta una postura de "espera"

Tendrían que volver a emerger las presiones deflacionistas para una nueva flexibilización cuantitativa.

### Riesgo país según el modelo de BBVA Research

El papel del mercado mundial y factores idiosincráticos para explicar el riesgo país.

Análisis de Mercados

Mercados

*FX Global*

*Tipos de Interés Europa y EE.UU.*  
**José Miguel Rodríguez Delgado**  
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com  
+34 91 374 68 97

*Equity Global*

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

*Crédito Global*

*Crédito Europa*  
**Antonio Vilela**  
antoniovilela@grupobbva.com  
+34 91 374 56 84

**Las curvas monetarias descuentan un amplio “Wait and See”**

La curva monetaria euro se ha aplanado hasta el nivel de no descontar más subidas de tipos e incluso alargar las medidas extraordinarias de liquidez. En este sentido los tipos Eonia a un mes dentro de 10 meses están cotizando en mercado alrededor de 1.40%, lo que no solo implicaría que no se produjesen más subidas, sino que además seguiría en vigor el “full allotment”, restando 10 p.b. al tipo oficial. La curva dólar por su parte también ha recogido este perfil pero de una manera algo más relajada y consistente. Consistente en el sentido de que mientras que se ha retrasado 3/4 meses la primera subida (el primer contrato de futuro sobre Fed Fund por encima de 0.5% es febrero de 2013) la pendiente 1/2A dos años forward se ha mantenido constante con algo de sesgo hacia steepening. En este sentido se espera un ciclo agresivo para la Reserva Federal pero que va a tardar en comenzar. Estos movimientos los vemos que son más fruto de sobre reacción que de cambio en los fundamentales por lo que vemos un buen momento para cubrir exposiciones a subidas de tipos.

**Mucha volatilidad en los mercados de FX**

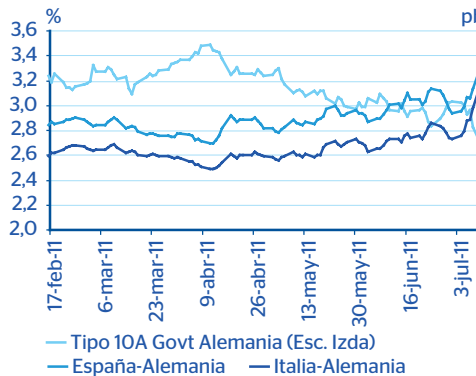
Por una parte, se mantienen las revisiones a la baja en las calificaciones de algunos países de la periferia europea así como los temores de contagio a otros países como Italia y España. Esto a su vez resultó en ganancias del USD frente a divisas G10 y emergentes ante un sentimiento generalizado de aversión al riesgo. Por otra parte las declaraciones de Bernanke resaltaron la elevada incertidumbre sobre el mercado laboral, éstas dejaron la puerta abierta para estímulos adicionales, lo cual resultó en una recuperación de los principales activos de riesgo. A pesar de ello, la visión del presidente de la Fed sigue siendo de recuperación para el resto del año, con lo que no vemos claridad en el mayor apetito por riesgo derivado de un QE3. Con todo esto, se recuperó el sesgo positivo en la mayor parte de las divisas frente al USD y en balance el índice DXY registró solamente un descenso de 0.1%. La volatilidad seguirá alta condicionada a noticias en EEUU o la UE.

**Los mercados de Crédito atentos de los Test de Stress y a las agencias de calificación**

Esta semana, Moody's ha colocado el rating soberano de Estados Unidos en revisión para un posible downgrade, indicando de esta forma que la probabilidad de default de la deuda soberana estadounidense, ya no es tan insignificante. Con esta y otras noticias desde las agencias de calificación los mercados crédito se han caracterizado por una elevada volatilidad sobre todo a principios de semana, con continuos cambios de dirección conducidos por las distintas noticias que venían de los países periféricos, fundamentalmente de Italia. Así, el martes pasado, la mayoría de los CDS a 5 años de los países periféricos alcanzaron sus valores máximos (a excepción de España). Este viernes a las 6pm se publicarán los resultados de los stress test de la banca europea, los cuales serán un driver importante para los mercados de crédito en los próximos días. Banco Pastor y CatalunyaCaixa han comunicado que suspenderán los stress test, pero no necesitaran ser recapitalizados ya que al incluir los factores mitigantes (provisiones genéricas, obligaciones convertibles, desinversiones...) cumplirán con el ratio de capital core Tier 1 del 5% exigido por el regulador.

Gráfico 3

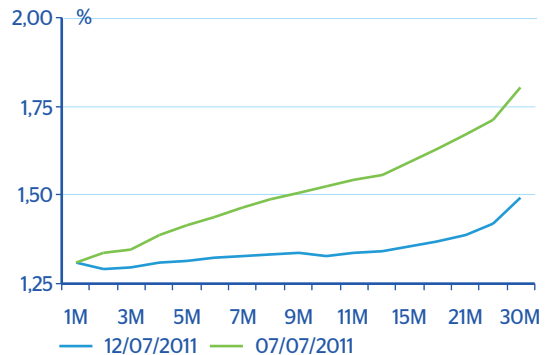
**Tipos 10A Govt Alemania y Spreads Core-Non core**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4

**Curva Eonia Swap**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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

## Análisis Económico

## Europa

**Miguel Jiménez**  
mjimenez@bbva.com  
+34 91 537 37 76

## EE.UU.

**Boyd Nash-Stacey**  
Boyd.Stacey@bbvacompass.com  
+1 713 881 0655

## Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com  
+34 91 537 83 51

## Destacados

**Los desequilibrios de Italia son limitados, dejando aparte el alto ratio de deuda**

El reciente aumento de los diferenciales de los bonos italianos ha llevado al gobierno a acelerar la aprobación de medidas de consolidación fiscal para equilibrar su presupuesto en 2014. Los mercados se han mantenido imperturbables debido a la naturaleza del ajuste, que se concentra al final del periodo, ya que las medidas se pondrán en marcha en 2013 y 2014 tras las elecciones programadas para mediados de 2013. Sin embargo, los fundamentos de la economía del país siguen siendo relativamente sólidos: Italia tiene una elevada deuda pública (119% del PIB) y un crecimiento lento (el crecimiento potencial no es superior al 1%, lo que explica por qué su ratio de deuda no ha caído en la década pasada). Sin embargo, la situación de la deuda pública italiana no debería quedarse fuera de control: la deuda de las familias y de las empresas es baja, el país no ha experimentado una burbuja inmobiliaria en los últimos años; el déficit por cuenta corriente es bajo (en claro contraste con Portugal y Grecia); su déficit público, al 4,6% en 2010, es comparativamente más bajo que el de la mayoría de las economías de la zona euro gracias a que aplicó una política fiscal prudente durante la crisis, sin estímulos en 2009. El aumento de los diferenciales desencadenado por las dificultades de financiación podría elevar la cuenta de los intereses, pero sólo muy lentamente. Sin reformas estructurales, el ritmo de crecimiento de la economía seguirá siendo bajo y la ratio de deuda caerá con lentitud; sin embargo, no hay cadáveres en el armario (como ocurrió con los bancos irlandeses y con las cuentas públicas griegas).

**La Fed adopta una postura de “espera”**

La publicación de las actas del FOMC el martes y el discurso de Bernanke ante el comité de servicios financieros reveló una secuencia más formalizada de la estrategia de salida. Las actas subrayaron que este debate de normalización tiene únicamente como propósito una “planificación prudente” y no debe interpretarse como una señal inminente de salida. Además, el análisis de la situación económica que hizo el personal centró la atención en dos cuestiones principales: primera, los cambios actuales en las expectativas de inflación que reflejan las encuestas y los indicadores del mercado, y segunda, el desempleo estructural y las presiones salariales en un mercado de trabajo “debilitado”. Cuando respondió a las preguntas, Bernanke destacó la necesidad de que el Congreso maneje adecuadamente el techo de deuda. Durante su discurso semestral sobre política monetaria, Bernanke hizo alusión tanto a la estrategia de salida como a las opciones de la Fed en caso de que el crecimiento económico se ralentice de forma considerable, lo que subraya el debate que hay dentro del FOMC. Según Bernanke, si los riesgos deflacionistas emergen de nuevo, la Fed podría ofrecer una guía más explícita sobre el tipo objetivo y el balance, llevar a cabo más compras de valores e incrementar el plazo de vencimiento medio de tenencia de la Fed. Sin embargo, el presidente destacó la naturaleza no probada de estas opciones y sus inciertos efectos sobre los resultados. Las actas y el discurso semestral sobre política monetaria de Bernanke están en línea con la secuencia política de nuestras previsiones, a excepción del cese de la reinversión del principal, que esperamos que se retrase a Nov-Dic, en anticipación de un crecimiento moderado en el 2S y de una inflación subyacente que va en aumento aunque es estable.

**Riesgo país según el modelo de BBVA Research**

Mediante el uso de un modelo desarrollado por la Unidad de Economías Emergentes de BBVA Research, los participantes de un seminario celebrado por esa unidad el 13 de julio se centraron en el papel del mercado mundial y de los factores idiosincráticos para explicar el riesgo país. Se debatieron algunos resultados interesantes, incluida la relevancia de las condiciones del mercado mundial para explicar el riesgo país, que puede convertirse en un motor importante. Entre los factores idiosincráticos, el modelo destaca el papel de la situación fiscal como motor principal. El indicador de sostenibilidad exterior también es significativo y su importancia se ha incrementado recientemente. La contribución de las variables institucionales no parece ser homogénea, pues aunque es muy baja en los mercados desarrollados, cada vez tiene más relevancia en algunos mercados emergentes. Los resultados también subrayan algunas diferencias en términos de la situación actual de los países europeos: países centrales estables (con niveles de permutas de impago (CDS) muy bajos o cerca del equilibrio), países con grandes dificultades financieras (con altos niveles de riesgo, pero que también están cerca del equilibrio) y un tercer grupo (con CDS en niveles muy por encima del equilibrio). Por último, según el modelo, las Economías Emergentes siguen un poco sobrevaloradas (para más detalles, véase el informe [BBVA Research Events](#)).

Home	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos de Mercados	→

## Análisis Económico

## Europa

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

## EE.UU.

Boyd Nash-Stacey  
Boyd.Stacey@bbvacompass.com  
+1 713 881 0655

## Asia

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

## Calendario: Indicadores

## Zona euro: PMI compuesto preliminar (julio, 21 de julio)

Previsión: 52,4	Consenso: 52,5	Anterior: 53,3
-----------------	----------------	----------------

**Comentario:** esperamos que el índice de gerentes de compras compuesto siga cayendo en julio, aunque a un ritmo mucho más lento y que se mantenga en territorio de expansión. Dicho esto, se prevé que la confianza del sector manufacturero caerá de forma más pronunciada que la del sector servicios, ya que la curva ascendente de este último parece ser más sostenible. Además, el reciente aumento de la incertidumbre sobre la crisis de la deuda soberana y su resolución podría terminar por lastrar gravemente la confianza. En general, estas cifras implicarían que la economía de la zona euro ha crecido a tasas más estables a comienzos del 3T, a un ritmo más lento que al principio del año. Se prevé que esta tendencia a la baja se dará en todos los estados miembros, aunque persistirá la divergencia entre los países centrales y la periferia. **Repercusión en los mercados:** como primeros indicadores del 3T, una sorpresa negativa afectaría a los mercados, que descontarían una mayor desaceleración de la actividad.

## Zona euro: nuevos pedidos industriales (mayo, 22 de julio)

Previsión: 0,4% m/m	Consenso: 0,8% m/m	Anterior: 0,8% m/m
---------------------	--------------------	--------------------

**Comentario:** prevemos que los nuevos pedidos industriales se habrán incrementado de forma moderada en mayo, ya que el ritmo se ha ralentizado desde el 1T. Los datos preliminares también muestran que los pedidos del sector de la producción manufacturera, tanto nacionales como extranjeros, empeoraron significativamente en mayo y junio. En general, estas cifras son una prueba más de la debilidad de la recuperación del sector industrial, que sigue dependiendo de la demanda de las economías emergentes. **Repercusión en los mercados:** una caída pronunciada de los pedidos industriales podría plantear dudas acerca de la sostenibilidad de la recuperación en la segunda mitad del año.

## EE.UU.: construcción de vivienda nueva (junio, 21 de julio)

Previsión: 567.000	Consenso: 575.000	Anterior: 560.000
--------------------	-------------------	-------------------

**Comentario:** es probable que la sobreoferta y las restricciones crediticias vuelvan a limitar la construcción de vivienda nueva en junio; sin embargo, el gran volumen de permisos emitidos en mayo podría indicar que la construcción de vivienda nueva se incrementará. Aunque las construcciones multifamiliares muestran una trayectoria al alza, las construcciones de una sola unidad están en descenso y compensarán en parte el impacto de los avances de las unidades múltiples. En general, la construcción de viviendas nuevas se ha desincentivado por la baja demanda de crédito vivienda, las restricciones del crédito y el aumento de la oferta. **Repercusión en los mercados:** dado que esperamos que las ganancias intermensuales de la construcción de vivienda nueva sean muy pequeñas, la repercusión en los mercados debería ser mínima. Sin embargo, si el indicador se situara considerablemente por encima o por debajo de las expectativas, los mercados reaccionarían con fuerza.

## EE. UU.: demandas de desempleo (15 de julio, 21 de julio)

Previsión: 425.000	Consenso: 403.000	Anterior: 405.000
--------------------	-------------------	-------------------

**Comentario:** se prevé que las demandas iniciales de desempleo en la semana que terminó el 15 de julio se mantendrán relativamente sin cambios. La cifra registrada la semana pasada, 405.000 demandas, fue inferior a la prevista; el hecho de que la semana fuera más corta es probable que contribuyera a que el número de demandas fuera menor. De cara al futuro, no está muy claro si el descenso de demandas iniciales de desempleo es un indicio de mejoras en el mercado de trabajo. Por tanto, esperamos que las demandas de desempleo se mantengan en línea con el promedio, situándose en 425.000. **Repercusión en los mercados:** no se prevé que los mercados acusen estos cambios mínimos.

## Japón: crecimiento de las exportaciones (junio, 21 de julio)

Previsión: -4,2% a/a	Consenso: -4,9 % a/a	Anterior: -10,3% a/a
----------------------	----------------------	----------------------

**Comentario:** los indicadores de actividad de Japón muestran indicios de repunte, en algunos casos más rápido de lo previsto. El sector de la automoción está restaurando las instalaciones y contratando trabajadores para que la capacidad vuelva a niveles normales. Parece que las exportaciones y la producción industrial tocaron fondo en abril, sentando las bases para una recuperación que comenzó en mayo y que prevemos que continuará en junio. Dicho esto, las perspectivas siguen siendo inciertas como consecuencia de la inestabilidad del entorno exterior, las preocupaciones por los cortes de electricidad y los límites de la política fiscal debido al gran peso de la deuda pública de Japón. **Repercusión en los mercados:** un resultado por debajo de lo previsto aumentaría la inquietud por las perspectivas de crecimiento en el 2S11.

---

[Home](#)



---

[Mercados](#)



---

[Destacados](#)



---

[Datos de Mercados](#)


## Datos de Mercado

			<b>Close</b>	<b>Weekly change</b>	<b>Monthly change</b>	<b>Annual change</b>
<b>Tipo de interés</b> (cambio en pbs)	<b>EE.UU.</b>	3-meses Libor	0,25	0	0	-27
		Tipo 2 años	0,35	-4	-2	-23
		Tipo 10 años	2,92	-10	-4	0
	<b>EMU</b>	3-meses Euribor	1,61	2	12	75
		Tipo 2 años	1,20	-26	-31	42
		Tipo 10 años	2,68	-15	-28	7
<b>Divisas</b> (cambios en %)	<b>Europa</b>	Dólar-Euro	1,411	-1,0	-0,6	9,3
		Libra-Euro	0,88	-1,6	-0,2	3,7
		Franco Suizo-Euro	1,15	-3,5	-4,9	-15,2
	<b>América</b>	Argentina (peso-dólar)	4,12	0,0	0,7	4,8
		Brasil (real-dólar)	1,58	0,8	-1,4	-11,7
		Colombia (peso-dólar)	1748	-0,7	-2,0	-7,0
		Chile (peso-dólar)	462	0,0	-1,3	-12,8
		México (peso-dólar)	11,73	0,9	-1,7	-9,4
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,74	0,0	-0,7	-2,9
	<b>Asia</b>	Japón (Yen-dólar)	79,05	-2,0	-2,2	-8,7
		Corea (KRW-dólar)	1058,18	0,2	-2,4	-12,9
		Australia (AUD-dólar)	1,064	-0,9	0,6	22,3
<b>MMPP</b> (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	1171	-1,0	0,0	55,4	
	Oro (\$/onza)	1589,3	2,9	3,8	33,2	
	Metales	596,3	-1,1	-1,6	26,9	
<b>Renta Variable</b> (cambios en %)	<b>Euro</b>	Ibex 35	9475	-4,7	-4,6	-5,2
		EuroStoxx 50	2674	-4,2	-2,1	1,1
		EE.UU. (S&P 500)	1309	-2,6	3,4	22,9
	<b>América</b>	Argentina (Merval)	3300	-4,9	1,7	44,5
		Brasil (Bovespa)	59315	-3,6	-3,7	-4,9
		Colombia (IGBC)	13118	-4,5	-6,5	1,5
		Chile (IGPA)	22348	-1,2	2,6	14,3
		México (CPI)	36107	-1,1	2,2	13,6
		Perú (General Lima)	20177	1,3	0,2	45,0
	<b>Asia</b>	Venezuela (IBC)	83864	3,2	3,6	29,5
		Nikkei225	9974	-1,6	4,2	6,0
		HSI	21875	-3,7	-2,1	8,0
<b>Crédito</b> (cambios en pbs)	<b>Ind.</b>	Itraxx Main	120	7	9	2
		Itraxx Xover	447	23	35	-88
	<b>Riesgo Soberano</b>	CDS Alemania	56	10	15	16
		CDS Portugal	1095	72	297	807
		CDS España	323	9	35	103
		CDS EE.UU	54	5	2	---
		CDS Emergentes	221	13	-5	-24
		CDS Argentina	634	33	18	-289
		CDS Brasil	117	9	2	-9
		CDS Colombia	114	8	5	-22
		CDS Chile	76	2	1	-18
		CDS México	115	8	5	-12
		CDS Perú	129	2	-19	7

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.