

Observatorio Semanal

Global

Madrid, 19 de septiembre 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@grupobbva.com
 +34 91 537 76 80

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

Presiones para atajar la crisis

Por un lado, nuevas señales de la perniciosa retroalimentación entre deuda soberana y bancaria tal y como reflejan las tensiones de liquidez para la banca, apelación al BCE y rebaja de rating de bancos franceses. Por otro lado, distintas instancias fuera de Europa, EE.UU., BRICs, China, se movilizan en los últimos días para señalar su preocupación por la resolución de una crisis con ramificaciones internacionales. Y, por último y no menos importante, Alemania y Francia se ven en la necesidad de dar un espaldarazo a que Grecia seguirá en el euro. De forma implícita parece que se estaría dando luz verde a la trancha a Grecia, lo que unido a las noticias de que el PSI podría alcanzar más de un 80% de aceptación, salvarían el escollo más inmediato para Grecia.

Mientras tanto, hay que salvar otros escollos, como la aprobación del EFSF en los parlamentos nacionales (previsiblemente para principios de octubre). Las declaraciones de Barroso sobre eurobonos podrían interpretarse en clave positiva, pero con cautela, esto es, si ciertamente esto pudiera marcar el inicio de un proceso que pusiera a los eurobonos en la agenda europea.

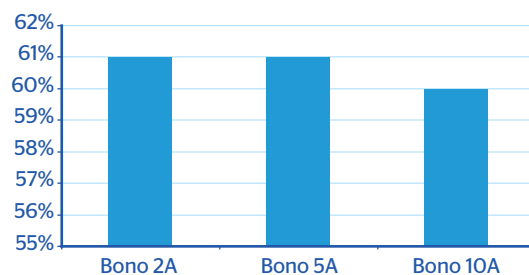
La Fed podría anunciar una "Operación Twist"

Los últimos indicadores económicos de EE.UU. muestran pocas mejoras con respecto al mes pasado. Los niveles de confianza de los consumidores se acercan a mínimos históricos y los datos más recientes de ventas minoristas apuntan debilidad de la demanda. Esto ha tenido un impacto en el sector de la producción manufacturera, mientras que las demandas por desempleo se han incrementado continuamente desde agosto. Los riesgos de deflación han seguido disminuyendo, pues el resultado de la inflación ha sido más alto de lo previsto durante dos meses consecutivos. En este contexto, esperamos que la Fed anuncie una ampliación de su tenencia de bonos del Tesoro a largo plazo, pero no un QE3. La inflación estable, las expectativas de inflación ancladas, las presiones deflacionistas en retroceso y el creciente desacuerdo entre los miembros de la FED ofrecen un fuerte contrapeso a cualquier argumento a favor de una nueva flexibilización cuantitativa en forma de crecimiento del balance. Además, no hay indicios de que la Fed vaya a anunciar planes para elevar o fijar objetivos de inflación de forma explícita, cambiar a objetivos de PIB nominal o ajustar el interés que se paga sobre los excedentes de reservas.

Esta semana el mercado se centrará en la evolución de la crisis de la deuda europea. En el aspecto económico, el índice de gerentes de compras europeo de septiembre y los datos de la vivienda de EE.UU. darán más pistas sobre el grado de desaceleración en estas áreas.

Gráfico 1

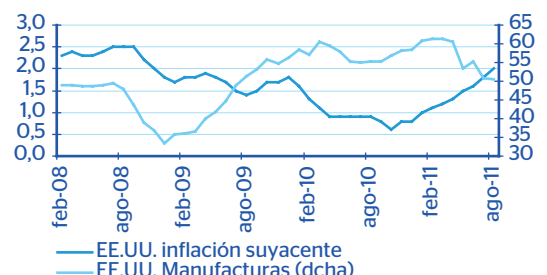
Bonos griegos: pérdidas implícitas en los precios



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2

Actividad manufacturera e inflación en EE.UU.



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

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

Destacados

Las dificultades de financiación continuarán

Las medidas acordadas por los bancos centrales mundiales son positivas, pero sus efectos podrían desaparecer poco a poco si no se abordan las preocupaciones.

El programa portugués va por buen camino, pero aún queda más por hacer en 2012

El FMI-CE-BCE publicó la revisión del programa Portugues.

Los flujos hacia los bonos de los mercados emergentes se mantienen sólidos

Los inversores han ajustado las expectativas de crecimiento para los fondos de renta variable de los ME.

Análisis de Mercados

Mercados

FX Global

Estratega Jefe

Dustin T. Reid

Dustin.Reid@bbvany.com

+1 212 7281707

Tipos de Interés Global

Tipos de Interés Europa y EE.UU.

José Miguel Rodríguez Delgado

josemiguel.rodriguez@grupobbva.com

+34 91 374 68 97

Crédito Global

Crédito Europa

Antonio Vilela

antonio.vilela@grupobbva.com

+34 91 374 56 84

Tipos de Interés: el BCE anuncia nuevas subastas en dólares

El BCE ha anunciado que en coordinación con la Reserva Federal y otros Bancos Centrales realizará tres subastas de liquidez en dólares a 3 meses (12 de Octubre, 9 de Noviembre y 7 de Diciembre) con el objetivo de evitar las tensiones de funding en esa moneda de aquí a final de año. Estas tres subastas se realizarán adicionalmente a las subastas semanales con provisión ilimitada que se vienen realizando desde mayo de 2010 cuando se reintrodujo esta facilidad con el inicio de la crisis griega. Actualmente estas subastas semanales se realizan contra colateral y a un tipo fijo igual al OIS a una semana en dólares más 100 p.b. Respecto a las subastas a tres meses anunciadas por el BCE el mecanismo será similar. Del tensionamiento del riesgo financiero y de liquidez que se ha visto en los mercados y que ha motivado la reintroducción de esta facilidad destacan varios factores:

1. Los cross currency swap se han ampliado reflejando el coste de intercambiar un swap en euros por uno en dólares. Como se puede ver en el gráfico estos swap han mostrado mucha correlación con el diferencial entre medidas de riesgo financiero en Europa y EE.UU.
2. El volumen en circulación de papel comercial en dólares, emitido por entidades no americanas (principalmente europeas) ha caído bruscamente en el último mes reflejando las dificultades de financiación de los bancos europeos.
3. El repunte del Libor a 3M (desde 0.24% hasta 0.35%) en parte se ha dado porque el repunte de las contribuciones de los bancos europeos (especialmente los franceses) ha sido más fuerte que el de otros contribuidores del panel.

El impacto más inmediato de esta medida del BCE se debe notar en una corrección de los cross currency swap y en una compresión de los diferenciales Libor OIS (especialmente los forward).

Divisas: activos de riesgo se recuperan ante la moderación de los riesgos de la UE,

sin embargo el mercado global de divisas continúa mostrando cierta aversión al riesgo. Durante la semana pasada los mercados FX se comportaron con volatilidad elevada, fluctuando al vaivén de noticias relacionadas con la Unión Europea. Si bien la semana comenzó con un sentimiento negativo, el apoyo a Grecia en las declaraciones de Merkel y Sarkozy, la ampliación en el programa de austeridad en Italia, la posibilidad de compra de bonos periféricos por parte de China y la reunión del Ecofin resultó en una minoración del fenómeno de aversión al riesgo que favoreció una recuperación en activos de riesgo al cierre de la semana. No obstante, el mercado de divisas no incorporó este entorno: el CHF y el JPY ampliaron ganancias frente al USD (con apreciaciones al jueves de 1.5% y 1.0% respectivamente) mientras que las divisas EM se depreciaron en su mayor parte (con peor comportamiento relativo en las asiáticas, pero con caídas en torno al 2% del MXN y BRL). El EUR sí se benefició de la moderación de los riesgos en la UE, además de que los datos económicos en EEUU no fueron favorables. Sin embargo, los riesgos continúan estando presentes, con lo que tampoco esperamos una ampliación de ganancias, sino más bien una consolidación de corto plazo, especialmente previo a la reunión de la Fed de esta semana.

Crédito: Se alivia moderadamente la presión en los mercados de crédito

Tras un lunes negro en los mercados de crédito, en que mucho de los índices sintéticos han alcanzado sus máximos históricos, en los dos últimos días hemos asistido a una mejora del sentimiento de los mercados de crédito con fuertes estrechamientos de los spreads. Sin embargo, a pesar de esta mejora, los inversores aún permanecen cautos. Pensamos que a corto plazo las valoraciones de crédito en Europa pueden seguir acumulando pérdidas significativas a pesar del rebote de los últimos días. En la coyuntura actual, no existe evidencia de que hayamos alcanzado un suelo en los precios de bonos corporativos, máxime teniendo en cuenta que aún no se ha resuelto las grandes incertidumbres en Europa: i) crisis soberana europea la cual ha sido acentuada por una desaceleración del crecimiento económico ii) incertidumbre sobre el rescate a Grecia iii) dificultades en el acceso a los mercados primarios para obtener financiación.

Home



Destacados



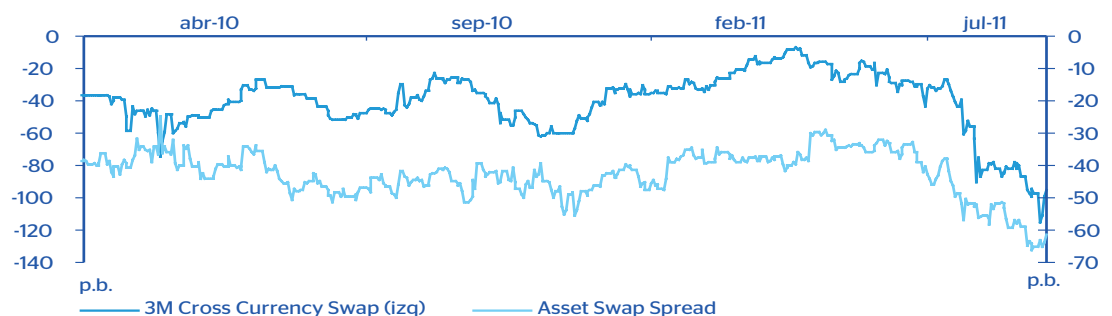
Calendario



Datos de Mercados



Gráfico 3

Cross Currency Swap a 3M vs Spread 2A Asset Swap Europa-EE.UU.

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Análisis Económico

Escenarios Financieros
Javier Amador
javier.amadord@bbva.com
+34 91 374 31 61

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com
+34 91 537 37 76

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

Destacados

Las dificultades de financiación continuarán

Debido a los temores de posibles problemas de estabilidad causados por el feedback negativo entre la deuda soberana y la solvencia bancaria, los inversores no han mostrado ningún interés en comprar su papel comercial. Como los bancos no han podido tomar préstamos de los mercados, las dificultades de financiación han seguido aumentando en los mercados de la zona euro y más recientemente se han extendido a la financiación en dólares estadounidenses (los bancos de la zona euro se financian parcialmente con dólares). El BCE está tratando de reducir la presión en ambos frentes. El BCE, que ya ha provisto de liquidez ilimitada a los bancos de la zona euro (recientemente volvió a introducir una operación de refinanciación (LTRO) a 6 meses, y además es muy probable que amplíe tanto las MRO como las LTRO durante tanto tiempo como sea necesario), anunció esta semana, en conjunto con la Reserva Federal y con los Bancos Centrales de Japón, el Reino Unido y Suiza, operaciones de liquidez adicionales a 3 meses para proporcionar la financiación en dólares estadounidenses que no se puede obtener en los mercados. La financiación de la zona euro sigue concentrada en los países más vulnerables, pero los bancos de otros países periféricos (concretamente los bancos italianos) han aumentado su dependencia en los tres últimos meses. Al mismo tiempo, el uso de la facilidad de depósito ha aumentado de forma notable, lo que muestra que los bancos están acaparando fondos de nuevo en vez de hacerse préstamos unos a otros. Probablemente estén anticipando un mayor deterioro en los mercados de capital de deuda. La noticia de esta semana es positiva: muestra la determinación del BCE de implantar medidas de seguridad para los bancos de la zona euro y marca un nuevo comienzo en la coordinación financiera mundial. Sin embargo, sus efectos positivos podrían desaparecer gradualmente si se mantienen las preocupaciones subyacentes, que radican en las deudas soberanas.

El programa portugués va por buen camino, pero aún queda más por hacer en 2012

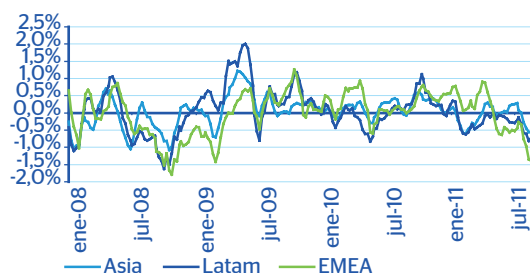
Esta semana, la troika FMI-CE-BCE publicó una nueva versión del Memorandum de entendimiento con Portugal que incorpora una evaluación de los pasos que el gobierno portugués ha dado hasta ahora. Hay una desviación de los resultados fiscales con respecto al objetivo de 2011 (que el nuevo gobierno atribuye a las medidas adoptadas durante la primera mitad del año) que implica una pérdida del 1,5% del PIB. Se han tomado varias medias para cubrir la brecha, incluido un recargo temporal en los impuestos sobre la renta de este año (que producirá un 0,5% del PIB), el adelanto de medidas planeadas para 2012 (impuestos más altos en el gas y la electricidad, 0,1%), ventas de concesiones (0,4%) y aceleración de los planes para transferir activos de los fondos de pensiones de los bancos al sistema de seguridad social del estado (0,5%). Estas medidas cubrirán la diferencia para 2011 y reflejarán el compromiso del gobierno con los objetivos. Sin embargo, la naturaleza de todas ellas es temporal o un adelantamiento de las medias planeadas para 2012, lo que implica que en 2012 tendrán que hacerse nuevos ajustes. El gobierno está estudiando estas nuevas medidas, que suponen un 0,6% del PIB, aunque, según nuestros cálculos, el ajuste adicional tendrá que ser mayor.

Los flujos hacia los bonos de los mercados emergentes se mantienen sólidos

El ajuste a la baja sobre las expectativas de crecimiento de EE. UU. y las crecientes incertidumbres sobre la crisis de deuda soberana de la zona euro ha traducido en flujos de salida de los fondos de inversión. Sin embargo, en el reciente episodio de aversión al riesgo, los flujos de salida de los fondos de inversión en bonos fueron mínimos (-0,13% de promedio mensual) en comparación con los flujos de salida registrados tras la quiebra de Lehman Brothers (-3%), mientras que los fondos de renta variable han registrado flujos de salida bastante similares al periodo de LB (-0,8% frente a -1,4% respectivamente). Los países EMEA registraron mayores flujos de salida (-1,4%) seguidos por los países de América Latina y Asia. Esperamos que los flujos de entrada a los mercados asiáticos se reanuden, ya que el crecimiento se mantiene sólido, mientras que la vuelta de dichos flujos hacia América Latina podría ser más moderada que hacia Asia debido a su mayor exposición al ciclo de EE. UU. En el caso de Europa del Este, su exposición a las tensiones financieras europeas podría seguir lastrando las entradas de capital a la región.

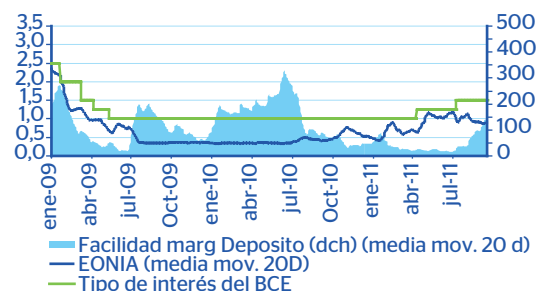
- Home →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos de Mercados →

Gráfico 4
Flujos hacia fondos de renta variable



Fuente: EPFR

Gráfico 5
Tipo oficial, Eonia y facilidad de depósito



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Análisis Económico

Europa

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

EE.UU.

Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

Asia

George Xu
george.xu@bbva.com.hk

Calendario: Indicadores

Zona euro: índice PMI compuesto preliminar (septiembre, 22 de septiembre)

Previsión: 50,1	Consenso: 49,6.	Anterior: 50,7
-----------------	-----------------	----------------

Comentario: esperamos que el índice de gerentes de compras compuesto caiga ligeramente en septiembre, al igual que ocurrió en agosto, tras la pronunciada caída registrada a mitad de año. El índice general debería mantenerse apenas por encima del umbral de 50 puntos, lo que indicaría que el crecimiento económico de la zona euro podría quedarse prácticamente estancado en el 3T después de registrar un modesto 0,2% t/t en el 2T. No obstante, el resurgimiento de la crisis de deuda soberana y la falta de determinación por parte de las autoridades europeas para resolverla podrían haber influido en la confianza de los agentes, dando como resultado riesgos a la baja para nuestras previsiones. Por sectores, el índice de producción manufacturera debería seguir en el territorio de la contracción, mientras que la confianza del sector servicios se habrá mantenido estable por lo general y apuntará a una pequeña expansión. Se prevé que esta tendencia a la baja se dará en todos los estados miembros, pero mientras que el índice de gerentes de compras seguirá mostrando unas tasas de crecimiento modestas en los países centrales, las economías periféricas podrían haber entrado en el territorio de la contracción.

Repercusión en los mercados: una fuerte caída en los países centrales podría indicar la recesión.

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

Previsión: 0,5% m/m	Consenso: -1,2% m/m	Anterior: -1,0% m/m
---------------------	---------------------	---------------------

Comentario: prevemos que los pedidos industriales habrán vuelto a incrementarse ligeramente en julio tras haber registrado una considerable caída el mes anterior. No obstante, es probable que la tendencia bajista observada en el 2T continúe en los próximos trimestres, lo que reflejaría en parte la reciente desaceleración del crecimiento mundial junto con los decepcionantes resultados de la demanda interna observados en el 2T. La encuesta de confianza también mostró un panorama similar que anticipaba unas perspectivas muy moderadas para el sector industrial. **Repercusión en los mercados:** una fuerte caída en los pedidos aumentarían las probabilidades de que el sector industrial vuelva a contraerse.

EE.UU.: ventas de vivienda usada (agosto, 21 de septiembre)

Previsión: 4,55 millones	Consenso: 4,75 millones	Anterior: 4,67 millones
--------------------------	-------------------------	-------------------------

Comentario: se prevé que las ventas de vivienda usada habrán caído en agosto por tercer mes consecutivo, ya que las condiciones de la demanda siguen siendo débiles. Las perspectivas del mercado de la vivienda se han deteriorado durante los meses de verano, pues el bajo crecimiento del empleo y la débil actividad de consumo pesan en la recuperación económica. Además, las estrictas condiciones crediticias dificultan que los consumidores puedan aprovechar unos tipos de interés excepcionalmente bajos. En general, no está claro que la recuperación se vaya a fortalecer en los próximos meses, por lo que es probable que prevalezcan las perspectivas negativas para la vivienda. **Repercusión en los mercados:** la desaceleración de la actividad económica es bien conocida, por lo que el mercado podría ser más sensible a un dato positivo.

EE.UU.: demandas de desempleo (16 de septiembre, 22 de septiembre)

Previsión: 420.000	Consenso: 420.000	Anterior: 428.000
--------------------	-------------------	-------------------

Comentario: se prevé que las demandas iniciales de desempleo mostrarán pocas mejoras con respecto a los decepcionantes informes de las últimas semanas. La situación del empleo sigue siendo poco alentadora, sin crecimiento en el empleo no agrícola y con continuos aumentos en las demandas iniciales de desempleo desde mediados de agosto. La media móvil de cuatro semanas registró 15.000 demandas más en comparación con la de hace un mes. De cara al futuro, esperamos que las demandas de desempleo se mantengan en línea con la media, que se sitúa en 420.000. **Repercusión en los mercados:** el aumento de las demandas iniciales de desempleo incrementa la ansiedad de los mercados.

Taiwán: pedidos de exportación (agosto, 20 de septiembre)

Previsión: 7,8% a/a	Consenso: 7,6% a/a	Anterior: 11,1% a/a
---------------------	--------------------	---------------------

Comentario: como indicador adelantado de las exportaciones reales a 1-3 meses vista, los pedidos de exportación de Taiwán son un buen medidor de la demanda mundial. La debilidad del crecimiento de EE. UU. y Europa está afectando ya al comportamiento de las exportaciones de Taiwán, que se observará muy de cerca dada la posición de dicha economía en la cadena de suministro mundial. No obstante, la fuerte demanda procedente de China continental está siendo un apoyo para la demanda de las exportaciones, especialmente la demanda de productos relacionados con la información y la comunicación. **Repercusión en los mercados:** un peor resultado previsto podría minar la confianza en las perspectivas de crecimiento de Asia y afianzar que el ciclo alcista de los tipos haya finalizado.

Home



Mercados



Destacados



Datos de Mercados



Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,35	1	6	6
		Tipo 2 años	0,19	2	0	-27
		Tipo 10 años	2,11	19	-5	-63
	EMU	3-meses Euribor	1,54	0	0	66
		Tipo 2 años	0,58	19	-12	-20
		Tipo 10 años	1,92	15	-29	-51
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,381	0,9	-4,4	5,8
		Libra-Euro	0,87	1,3	0,2	4,6
		Franco Suizo-Euro	1,21	-0,1	5,9	-8,4
	América	Argentina (peso-dólar)	4,20	0,0	0,9	6,5
		Brasil (real-dólar)	1,71	2,0	8,0	-0,3
		Colombia (peso-dólar)	1817	1,0	2,7	0,7
		Chile (peso-dólar)	478	1,9	2,5	-4,0
		México (peso-dólar)	12,91	2,2	6,1	1,1
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,73	0,2	-0,4	-2,1
	Asia	Japón (Yen-dólar)	76,83	-0,7	0,4	-10,4
		Corea (KRW-dólar)	1112,40	2,7	4,1	-4,2
		Australia (AUD-dólar)	1,038	-0,7	-1,4	10,7
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	113,8	0,9	2,9	45,5	
	Oro (\$/onza)	1789,6	-3,6	-0,1	40,4	
	Metales	568,5	-0,9	-0,3	9,2	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	8438	6,7	-3,3	-20,3
		EuroStoxx 50	2190	5,6	-6,1	-20,6
		EE.UU. (S&P 500)	1218	5,5	2,0	8,2
	América	Argentina (Merval)	2771	0,7	-7,4	12,0
		Brasil (Bovespa)	56868	2,0	3,3	-15,2
		Colombia (IGBC)	13684	2,0	1,6	-2,6
		Chile (IGPA)	19561	-0,8	-3,4	-13,1
		México (CPI)	35181	4,0	3,3	6,5
		Perú (General Lima)	20422	2,6	2,2	22,1
	Asia	Venezuela (IBC)	100760	1,0	2,6	54,6
		Nikkei225	8864	1,4	-2,1	-7,9
		HSI	19455	-2,1	-4,1	-11,4
Crédito (cambios en pbs)	Ind.	Itraxx Main	174	-15	32	67
		Itraxx Xover	715	-47	118	244
		CDS Alemania	83	-1	8	42
	Riesgo Soberano	CDS Portugal	1061	-75	208	696
		CDS España	374	-39	43	138
		CDS EE.UU	50	0	1	---
		CDS Emergentes	298	-10	42	57
		CDS Argentina	869	30	120	99
		CDS Brasil	164	-4	26	46
		CDS Colombia	164	-4	30	38
		CDS Chile	116	10	21	43
		CDS México	163	-2	26	35
		CDS Perú	169	-1	25	38

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.