

Observatorio Semanal

Global

Madrid, 23 de mayo 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

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

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

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

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

Moderación de la actividad económica

En la zona euro (UEM), la actividad económica muestra más indicios de desaceleración, a la vez que continúan las presiones inflacionistas. El indicador de confianza económica alemán ZEW cayó más de lo previsto, 4,5 puntos en mayo. Esta caída confirma nuestro escenario de menor crecimiento en el próximo trimestre, ya que los mayores precios de las materias primas, el deterioro de las perspectivas de la demanda externa, el aumento de los tipos de interés y el riesgo soberano podrían influir negativamente en la actividad económica. Prevemos que la UEM crecerá en torno al 0,3% t/t durante el resto del año tras aumentar en un 0,8% t/t en el 1T11. Por otro lado, se confirmó que la inflación en la UEM aumentó un 2,8% a/a en abril (ver Destacados). La tendencia de la inflación apoya nuestras previsiones de un aumento de los tipos de interés del BCE en julio. En EE.UU., los indicadores económicos han sido débiles. Los datos de la vivienda sugieren que la recuperación de este mercado será lenta (ver Destacados). Además, de la actividad industrial se resintió más de lo previsto por la contracción en Japón, la utilización de la capacidad cayó al 76,9% desde el 77,6%. Pero los datos económicos subyacentes, como el consumo privado y la inversión no residencial muestran tasas de crecimiento saludables que se prevé que se mantengan o se moderen sólo ligeramente apoyadas por la recuperación del empleo. Todo ello está en línea con nuestra visión de un ritmo moderado de recuperación del crecimiento económico de EE.UU. en 2011. En Latinoamérica, el crecimiento económico del primer trimestre se mantiene fuerte. Sin embargo, los datos apuntan a una cierta moderación de cara al futuro.

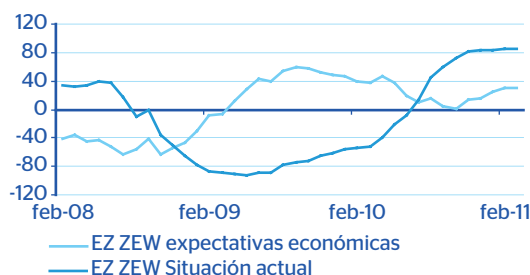
El FOMC vuelve a centrarse en el objetivo de los fondos federales

Aunque en EE.UU. todavía están debatiendo la forma de revertir las medidas no convencionales, las últimas actas del FOMC revelaron que podrían estar más inclinados a hacer el ajuste en los tipos antes que la venta de activos (el FOMC podría decidir vender los activos más tarde y más lentamente). Pero, la Fed no tiene prisa por aumentar los tipos de interés, dado el exceso de capacidad ociosa, aunque cada vez están más pendientes de la inflación. La evolución de los datos durante el verano será la clave de la decisión. Por otro lado, las actas del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra no revelaron cambio alguno en su visión de la política monetaria, pero sí reflejaron la debilidad económica del país, lo que sugiere un posible retraso del movimiento alcista de los tipos.

Esta semana en EE.UU. se observarán atentamente los pedidos de bienes duraderos, la renta y el consumo personal de abril, así como la confianza de los consumidores en mayo. En UEM, se publica el índice PMI y el IPCA de Alemania de mayo.

Gráfico 1

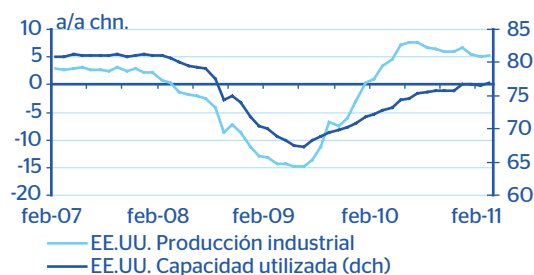
El ZEW: desaceleración en los próximos trimestres



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2

La actividad industrial de EE.UU. se desacelera



Fuente: Bloomberg

Mercados



Destacados



Calendario



Datos de Mercados



Destacados

Zona euro: presiones sobre los precios subyacentes

La inflación podría aumentar hasta el 3% a/a, y la media en 2011 se situaría en el 2,7% a/a.

Precios de la vivienda en EE.UU.: historia de dos mercados

Las propiedades con dificultades financieras determinan las estadísticas de los precios de la vivienda.

Europa aumenta la presión sobre Grecia

La ayuda adicional a Grecia está sujeta a nuevas y sustanciales medidas.

Análisis de Mercados

Mercados

Tipos de Interés Global

Estrategia Jefe

Pablo Zaragoza

pzaragoza@grupobbva.com
+34 91 374 38 64

Equity Global

Estrategia

Javier Requena

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

Crédito Europa

Antonio Vilela

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

FX Global

Estrategia Jefe

Dustin T. Reid

Dustin.Reid@bbvany.com
+1 212 7281707

Corrección meramente técnica en los tipos

En los últimos días se ha producido una cierta estabilización e incluso corrección al alza de las rentabilidades a lo largo de la curva OCDE. Estas han resultado algo mayores en el caso americano. Es importante valorar que esta dinámica no se ha producido como repuesta a una mejora ni de las circunstancias cíclicas ni de primas de riesgo periférico: de hecho las discrepancias mostradas entre organismos de la UE (Comisión por un lado y BCE por otro) sobre una posible reestructuración de la deuda griega no ha hecho más que añadir ruido y los spreads centro-periferia se mantienen cerca de máximos. En nuestra opinión, este perfil reciente ha respondido más a factores de dinámica de mercados: más en concreto, cierto "profit taking" en posiciones largas de bonos así como algo más de reticencia del mercado a seguir presionando a la baja los tipos a medida que éstos se acercan a referencias técnicas de soporte importantes (0.45% en el 2A Govt y 3.05% en el 10A).

¿Simple rebote a la vista o algo más?

Tras alcanzar máximos de los últimos 3 años, las bolsas como esperábamos, iniciaron a comienzos de mayo una fase correctiva, no demasiado profunda, lógicamente liderada por los sectores ligados a precios de materias primas, el financiero y los cíclicos. Dada la debilidad de los tipos en la parte larga de las curvas, lo que se pone en precio es un empeoramiento de las expectativas cíclicas a medio plazo que se reflejaba en un claro aumento de la aversión al riesgo en bolsas. Ciertamente las volatilidades no muestran un riesgo de bajada significativo y que tras el rebote de los últimos dos días los principales índices están poniendo a prueba resistencias importantes cuya ruptura dependerá sobre todo de los datos macro que vayamos conociendo en Estados Unidos y Asia y de los avances en el proceso de rescate de economías europeas periféricas (Portugal y Grecia). La parte positiva procede de los BPAs, ya que el consenso para 2011-2012 sigue fuerte en Estados Unidos y comienza a ganar momento en Europa (no emergente). Y son los BPAs los que, a la larga, van a definir el comportamiento de las bolsas.

Reorganización del posicionamiento en divisas

Durante los últimos meses venimos poniendo de relieve la idea de que los mercados de divisas se encuentran revueltos, dado el posicionamiento extremo del mercado en dólares y en otras divisas líquidas. Históricamente, resulta difícil predecir el momento en que se producirá una corrección, aunque sabíamos que con el tiempo el mercado de divisas tendría que revertir inevitablemente al promedio. Hace unas semanas, cuando los fondos macro comenzaron a recoger beneficios en operaciones largas en materias primas, se produjo un efecto en cadena sobre el segmento de divisas donde las cuentas no comerciales trataron de cubrir sus posiciones cortas en dólares excepcionalmente largas. Habida cuenta de sus máximos casi récord, el cruce EUR/USD fue uno de los más vulnerables a la corrección. En menos de dos semanas, dicho cruce ha pasado de cotizar en el entorno de 1,49 a 1,40 antes de la consolidación. Simultáneamente, vimos cómo el posicionamiento largo neto en EUR se reducía drásticamente y, dado que el precio de contado del EUR/USD se encontraba a un nivel algo superior a 1,4400 en el momento de la última encuesta CFTC, prevemos nuevas reducciones cuando se publique el próximo Informe del Compromiso de los Operadores.

Calma tensa en los mercados de crédito, a la espera de la resolución de la situación griega

En lo referente al comportamiento de los mercados de crédito, los índices sintéticos han permanecido cotizando en un estrecho rango en los últimos siete días, con el iTraxx Main "flat" en torno a los 97bp, mientras los índices financieros han ampliado ligeramente: iTraxx Fin Senior +1bps e iTraxx Fin Sub +3bp. En términos de periféricos, el foco continúa en Grecia y Portugal, aunque el flujo de noticias referentes a estos países no ha afectado significativamente al iTraxx SovX, que ha estrechado 1pb.

Home



Destacados



Calendario

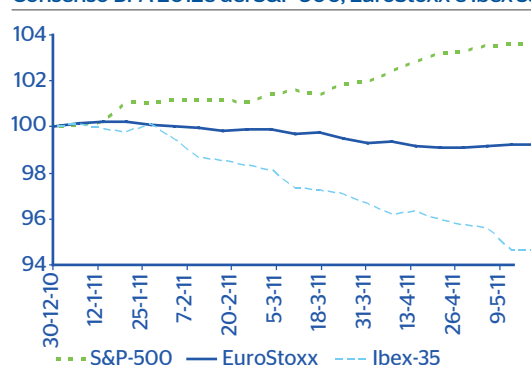


Datos de Mercados



Gráfico 3

Consenso BPA-2012e del S&P-500, EuroStoxx e Ibex-35



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4

Tipo 10A Govt Alemania vs spread con España



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Análisis Económico

Europa

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

EE.UU.

Ignacio San Martín
ignacio.sanmartin@bbvacompass.com
+1 713 881 0620

Escenarios Financieros

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

Destacados

Presión de los precios subyacentes sobre la inflación de la zona euro

Los últimos datos del IPCA revelaron que la aceleración de la inflación de la UEM se debe principalmente al aumento de los precios del componente subyacente. En general, la inflación subyacente se ha incrementado 0,7 pp desde finales del año pasado. Aunque parte de este incremento se explica por los efectos estacionales, la sorpresa alcista sugiere efectos indirectos mayores de lo que se había anticipado. La previsión actualizada con los datos de abril muestra que el IPC podría incrementarse en los próximos meses hasta el 3% a/a y moderarse en el 4T11. La tasa media anual del IPC se situaría en un 2,7%, unos 0,3 pp por encima de las previsiones de hace tres meses. Esta aceleración en los meses venideros podría explicarse por un ligero aumento en los precios de la energía y en los de los componentes subyacentes. Por otro lado, la reducción que se prevé en la tendencia de la inflación a finales de año reflejaría en gran medida una moderación de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente se mantendría relativamente estable en el 2% a/a. En nuestra opinión, todavía no se aprecian los efectos de unos salarios más elevados que pongan en riesgo el objetivo de estabilidad de los precios a medio plazo.

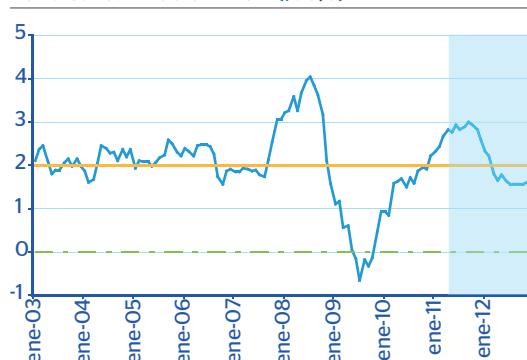
Precios de la vivienda: historia de dos mercados

En el 1T11, los índices de precios de la vivienda más seguidos (Federal Housing Finance Agency, Standard & Poors y CoreLogic) mostrarán una nueva caída de los precios de las viviendas de segunda mano. Esto podría aumentar la incertidumbre acerca de la probabilidad de una nueva contracción en los precios de la vivienda y agravar las tensiones financieras. Pero, un análisis más profundo de la composición de los índices demuestra que hay dos mercados distintos: primero, el mercado de las propiedades con dificultades financieras, donde los precios están sufriendo un fuerte ajuste y, segundo, el mercado sin dificultades financieras (viviendas nuevas y de segunda mano) donde los precios han sido más estables desde el inicio de la recuperación económica. La mejor calidad de los activos de las instituciones financieras y el descenso de las demandas de ejecución hipotecaria permiten a los responsables del control de riesgo procesar las propiedades con dificultades financieras a través de ventas en descubierto (short-sales) o de subastas públicas sin comprometer gravemente la cartera de crédito. La tendencia de las ejecuciones hipotecarias sugiere que este doble mercado podría durar hasta finales de 2011, cuando las demandas de ejecución hipotecaria caerán hasta un nivel más manejable. El precio medio de la vivienda se estabilizará cuando se haya dado salida a las propiedades con dificultades financieras.

La Comisión Europea presiona a Grecia

Las últimas declaraciones del presidente de la misión del FMI en Grecia y la conclusión de la última reunión del ECOFIN sugieren que Grecia no cumplirá el programa de consolidación sin tomar medidas adicionales. En este contexto, el ECOFIN ha instado a Grecia a intensificar sus esfuerzos en los próximos días para perseguir los objetivos de consolidación fiscal, llevar a cabo reformas estructurales y comenzar inmediatamente el proceso de privatización (la privatización se considera actualmente la piedra angular para Grecia). La adopción de medidas decisivas, que deberían estar apoyadas en un amplio consenso político, es una condición necesaria antes de que la UE se plantee nuevas medidas para ayudar a Grecia. Como el próximo desembolso del paquete de rescate de la UE-FMI (12.000 millones de €) estaba programado para junio, y teniendo en cuenta que está absolutamente supeditado a una valoración favorable de la troika, los próximos días y semanas serán cruciales. Según la conferencia de prensa del ECOFIN, parece que Europa podría abrir la puerta a otras medidas, lo que indica que es posible que se examine una iniciativa tipo Viena, donde los inversores privados estarían obligados a mantener su exposición a Grecia, y también una ampliación de los vencimientos. Lo más probable a corto plazo es que continúe el apoyo de Europa a Grecia, si ésta cumple sus compromisos. Europa podría evaluar un programa de ayuda adicional y una posible ampliación de los pagos del préstamo de la FEEF.

Gráfico 5

Zona euro: inflación IPCA (% a/a)

Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 6

Ejecuciones hipotecarias, media móvil trimestral

Fuente: Bloomberg

Home	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos de Mercados	→

Análisis Económico

Europa

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

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 (mayo, 23 de mayo)

Previsión: 57,1

Consenso: 57,4

Anterior: 57,8

Comentario: se prevé que el PMI compuesto caerá en mayo tras el inesperado aumento de abril, lo que reflejaría en parte el impacto negativo debido al aumento de los precios de las materias primas y de los tipos de interés, pero también debido a la moderación del impulso económico. Entre los componentes, creemos que la confianza industrial volverá a bajar como consecuencia de la desaceleración de la recuperación del sector, mientras que la confianza del sector servicios podría mostrar más solidez. Además, prevemos que estos datos ofrecerán un retrato menos optimista y más similar a la encuesta de la CE realizada hace dos meses (que se publicará el próximo viernes). Esto implicaría un aumento de la incertidumbre con respecto a las perspectivas económicas de los próximos meses. **Repercusión en los mercados:** una fuerte caída podría afectar negativamente a los mercados por miedo ante una desaceleración más pronunciada de la prevista.

Alemania: datos preliminares de la inflación IPCA (mayo, 27 de mayo)

Previsión: 2,8% m/m

Consenso: 2,7% m/m

Anterior: 2,7% a/a

Comentario: se prevé que la inflación IPCA alemana se mantendrá estable en mayo, después de la significativa aceleración observada el mes anterior, ya que se debería en parte a efectos estacionales. No obstante, creemos que la inflación seguirá acelerándose en los próximos meses para caer moderadamente al final del año. Además, la fuerte inflación industrial podría acabar trasladándose a los precios al consumo, apoyada por el dinamismo de la demanda privada. **Repercusión en los mercados:** un fuerte incremento de la inflación al consumo podría provocar la inquietud de los mercados por que el BCE adoptara una postura de política monetaria más restrictiva en su lucha contra los temidos efectos secundarios.

EE.UU.: producto interior bruto (segunda estimación del 1Q11, 26 de mayo)

Previsión: 2,2% t/t anualizado

Consenso: 2,2% t/t anualizado

Anterior: 1,8% t/t anualizado

Comentario: la economía estadounidense creció un 1,8% (t/t anualizado, desestacionalizado) en 1T11, frente al 3,1% del 4T10. Estas estimaciones indican que el consumo privado, la inversión en existencias privadas y la inversión fija no residencial contribuyeron positivamente al crecimiento, en tanto que el gasto público, la inversión residencial y las exportaciones netas lastraron la recuperación económica durante el 1T11. Los últimos datos macroeconómicos indican que la BEA revisará al alza sus estimaciones de crecimiento económico del 1T desde el 1,8% al 2,2%, sobre todo debido a los datos de inversiones en construcción y existencias privadas, mejores de lo previsto. **Repercusión en los mercados:** si la BEA eleva su estimación de crecimiento por encima de lo previsto, los mercados subirán en consonancia por las mejores perspectivas económicas.

EE.UU.: renta personal y gastos de consumo (abril, 27 de mayo)

Previsión: 0,5%, 0,5% m/m

Consenso: 0,4%, 0,5% m/m

Anterior: 0,5%, 0,6% m/m

Comentario: todo apunta a que en marzo la renta personal y el consumo avanzaron un 0,5% y un 0,6% m/m, respectivamente. Sin embargo, la mayor parte del incremento se debió a los precios nominales. Tras descontar las variaciones de los precios, el consumo privado aumentó moderadamente, un 0,2%, frente al 0,5% del mes anterior. Creemos que la renta personal y el gasto habrán seguido aumentando en abril de manera similar al mes precedente. Sin embargo, es posible que el incremento sea bajo en términos reales. **Repercusión en los mercados:** si el gasto personal real subiera por encima del 0,4%, indicaría un fuerte consumo privado y un crecimiento real de la economía en el 2T11.

Home



Mercados



Destacados



Datos de Mercados



Japón: crecimiento de las exportaciones en abril (25 de mayo)

Previsión: -11,0% a/a

Consenso: -12,7% a/a

Anterior: -2,3% a/a

Comentario: el crecimiento del PIB del primer trimestre se publicó la semana pasada, con un resultado de -3,7% (t/t, desestac.), lo que subraya los riesgos que se plantean para el crecimiento tras el terremoto y tsunami del 11 de marzo. Se prevé que las interrupciones de las cadenas de suministro y los cortes de electricidad seguirán lastrando la producción y las exportaciones en los próximos meses. Las exportaciones de abril, que reflejarán por primera vez el impacto del terremoto en un mes completo, es probable que hayan seguido cayendo con respecto al nivel de marzo. **Repercusión en los mercados:** un resultado por debajo de lo previsto podría provocar que los mercados descontaran unas perspectivas de crecimiento más bajas para 2011 y que se enfriara la confianza.

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,26	0	-2	-24
		Tipo 2 años	0,53	0	-13	-24
		Tipo 10 años	3,17	0	-23	-6
	EMU	3-meses Euribor	1,43	1	9	74
		Tipo 2 años	1,83	6	0	132
		Tipo 10 años	3,12	4	-19	45
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,433	1,7	-1,1	14,2
		Libra-Euro	0,88	1,2	-0,2	1,4
		Franco Suizo-Euro	1,26	0,0	-2,4	-12,6
	América	Argentina (peso-dólar)	4,08	0,0	0,0	4,5
		Brasil (real-dólar)	1,62	-1,1	2,5	-13,0
		Colombia (peso-dólar)	1816	0,3	1,9	-8,9
		Chile (peso-dólar)	469	0,2	0,0	-13,6
		México (peso-dólar)	11,61	-1,2	-0,2	-10,8
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,75	-0,3	-2,3	-3,1
	Asia	Japón (Yen-dólar)	81,58	1,1	-1,0	-9,2
		Corea (KRW-dólar)	1082,28	-0,9	0,3	-10,6
		Australia (AUD-dólar)	1,070	1,2	0,3	29,4
MMPP (Var %)		Brent de petróleo (\$/b)	112,0	-1,6	-9,6	56,2
		Oro (\$/onza)	1503,4	0,6	0,1	27,7
		Metales	605,1	0,6	-3,5	25,2
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10415	0,6	-1,1	10,7
		EuroStoxx 50	2904	0,3	-0,6	12,8
		EE.UU. (S&P 500)	1344	0,4	1,0	23,5
	América	Argentina (Merval)	3386	0,2	-0,8	59,4
		Brasil (Bovespa)	62367	-1,4	-7,0	3,5
		Colombia (IGBC)	14115	-1,0	-1,6	18,9
		Chile (IGPA)	22804	-0,7	1,9	28,7
		México (CPI)	35276	0,7	-4,2	15,2
		Perú (General Lima)	22034	-0,2	17,2	51,3
	Asia	Venezuela (IBC)	78139	0,9	10,3	26,3
		Nikkei225	9607	-0,4	0,0	-1,8
		HSI	23199	-0,3	-2,9	18,7
Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	98	1	-1	-22
		Itraxx Xover	357	3	-8	-230
		CDS Alemania	38	0	-6	-5
	Riesgo Soberano	CDS Portugal	625	7	-11	303
		CDS España	243	7	0	41
		CDS EE.UU	48	5	3	---
		CDS Emergentes	204	-3	0	-100
		CDS Argentina	596	7	25	-703
		CDS Brasil	100	-2	-9	-48
		CDS Colombia	98	-3	-3	-81
		CDS Chile	65	3	4	-46
		CDS México	98	-1	-3	-49
		CDS Perú	131	-1	-18	-16

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.