

# Observatorio Semanal Global

Madrid, 24 de octubre de 2011  
**Análisis Económico**

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

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

**Javier Amador**  
 javier.amador@bbva.com  
 +34 91 374 31 61

**María Martínez Álvarez**  
 mariamartinezalvarez@bbva.com  
 +34 91 537 66 83

**Felipe Insunza**  
 felipe.insunza@bbva.com  
 +34 91 537 76 80

## A la espera de medidas que frenen el contagio

- La aversión al riesgo oscila mientras los inversores esperan el resultado de las reuniones europeas**

El apetito de riesgo ha subido o ha bajado acorde con las expectativas altas o bajas de que el Consejo Europeo aplique o deje de aplicar un plan global para restablecer la confianza. Los cambios de humor han obviado de algún modo los datos económicos del 3T de EE. UU, que resultaron mejores de lo previsto y han reducido los temores de que la economía se enfrente de nuevo a una recesión.
- Se espera un paquete de medidas que revierta la tendencia a la baja de la confianza**

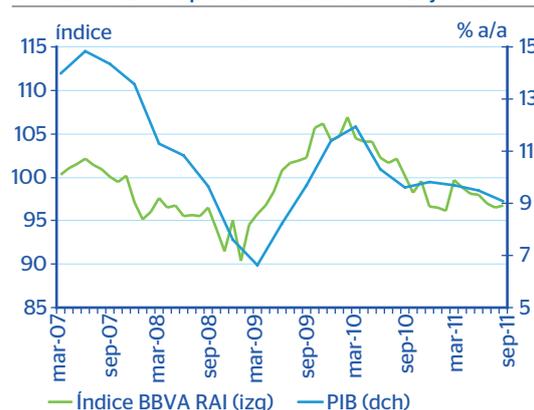
Las cuestiones que se espera que se traten en las próximas reuniones europeas son las siguientes: 1) las revisiones de los requisitos de recapitalización del sector bancario, 2) nuevas medidas para resolver el problema de la deuda griega, 3) potenciar al máximo la eficacia de la capacidad de préstamo restante del FEEF y 4) revisión del Tratado Europeo con el fin de acelerar el proceso necesario para abordar la cuestión de la gobernanza europea. Se espera que este miércoles se realice el comunicado oficial.
- Nuevos indicios de políticas que apoyan el crecimiento en las Economías Emergentes**

Los bancos centrales de Tailandia y de Filipinas mantuvieron sin cambios sus tipos de referencia en el 3,50% y el 4,50% respectivamente, además, el primero manifestó que está dispuesto a moderar los tipos de referencia si es necesario con el fin de dar apoyo a las empresas afectadas por las recientes inundaciones. El cambio de Filipinas a una postura neutra se ha producido una semana después de que el gobierno presentara un nuevo estímulo fiscal para la economía, y ya hemos empezado a ver un marcado cambio hacia la flexibilización económica. El Banco Central de Brasil también ha recortado los tipos de interés en 50 pb, hasta el 11,5%, y se prevé un nuevo recorte de otros 50 pb.
- El crecimiento de China sigue apuntando a un aterrizaje suave**

Esta semana, China publicó el PIB del 3T que, a pesar de ser un poco decepcionante para los mercados, mostró que el crecimiento sigue en buen camino para lograr un aterrizaje suave.

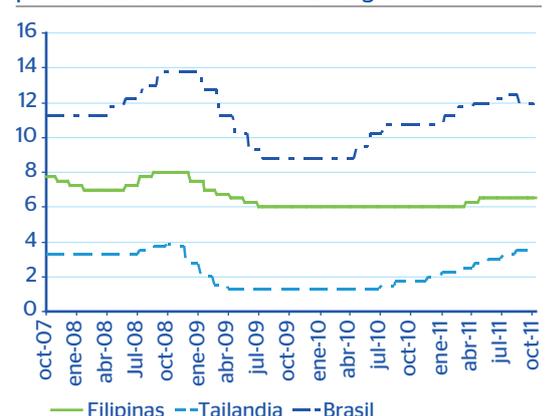
- Destacados →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos de Mercados →

Gráfico 1  
**China: el PIB 3T apunta hacia un aterrizaje suave**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2  
**El ajuste monetario parece haber terminado en Emergentes**



Fuente: Bloomberg

## Análisis Económico

**Se espera un paquete de medidas que revierta la tendencia a la baja de la confianza**

Todas las miradas de los inversores se han centrado en los resultados de las distintas reuniones del pasado fin de semana en el seno de Europa y en el comunicado oficial que se emitirá el próximo 26 de octubre, después de que hace unos días el presidente de la Comisión Europea anunciara una hoja de ruta para abordar el problema de la crisis europea. Se prevé que en el comunicado oficial se plasmen las decisiones acordadas respecto a los siguientes temas de interés: 1) las revisiones de los requisitos de recapitalización del sector bancario, 2) nuevas medidas para resolver el problema de la deuda griega, 3) potenciar al máximo la eficacia de la capacidad de préstamo restante del FEEF y 4) revisión del Tratado Europeo con el fin de acelerar el proceso necesario para abordar la cuestión de la gobernanza europea. El debate respecto a la recapitalización del sector bancario han centrado el debate este fin de semana. Se ha filtrado que las necesidades de capital ascenderían a los 108 bn €, En lo que respecta a los problemas de la deuda griega, nuestra opinión es que parece inevitable una mayor participación del sector privado griego. Por consiguiente, la UE podría pedir a los tenedores de bonos griegos asumir un mayor recorte de forma voluntaria (desde el 21% actual hasta un porcentaje entre el 30 y el 40%). Por otro lado, los mercados de deuda soberana de la zona euro continúan bajo una tensión considerable, ya que las medidas que se han tomado hasta ahora no han restablecido la confianza. Es necesario potenciar al máximo el "poder" del FEEF dada la limitada capacidad de préstamo de dicho instrumento, la oposición pública alemana a un incremento de los recursos y la oposición del BCE a ofrecer el apalancamiento al FEEF. Una solución sería aprovechar el capital del FEEF ofreciendo garantías para cubrir el primer tramo de pérdidas (es decir, la protección parcial del crédito) de las nuevas emisiones de deuda. La idea es: a) ofrecer incentivos tanto a los inversores de bonos del sector privado (para fomentar el préstamo del sector privado, pues como acreedores de las nuevas emisiones de deuda ya no tendrían que estar subordinados) como a los receptores de las garantías del FEEF (por consiguiente, la condicionalidad es probable) con el fin de lograr una reducción sustancial de los diferenciales de crédito, lo que aumentaría la capacidad de generar deuda a unos niveles de tipos de interés sostenibles, y b) usar la capacidad de préstamo restante del FEEF de la forma más eficaz y sin aumentar la carga sobre los estados miembros garantes. Este plan ha dado lugar a conclusiones optimistas sobre la posibilidad de multiplicar por cinco el "poder" del fondo: a lo largo de la semana pasada en los titulares se ha señalado un apalancamiento que ascendería a más de 2 billones de euros. ¿Cómo se llega a esa cifra? En teoría, el FEEF tiene una capacidad de préstamo efectiva de 440.000 millones de euros que podría apalancarse. Si se utiliza esta cuantía para asegurar el 20% de las primeras pérdidas de la nueva emisión de deuda, sería posible asegurar cinco veces las nuevas compras de bonos (es decir, 440.000 millones de euros x 5 = 2,2 billones de euros). ¿Qué cifra es probable que consigamos? Hay que restar los recursos del FEEF asignados a programas existentes: 26.000 millones de euros para Portugal y 17.700 millones de euros para Irlanda. Además, suponiendo que el FMI cofinancie 1/3 del segundo rescate por valor de 109.000 millones de euros que se acordó para Grecia en la cumbre de la UE celebrada el 21 de julio, estarán comprometidos otros 73.000 millones de euros de los recursos del FEEF. Por último, también hay que descontar los recursos destinados a recapitalizar los bancos. Los cálculos de la cuantía de capital necesaria se sitúan entre 50.000 y 200.000 millones de euros. Nuestra opinión es que lo más probable sea un anuncio en torno al extremo inferior de ese margen. Por consiguiente, habría que restar recursos adicionales por un valor entre 50.000 y 100.000 millones de euros. Lo que nos lleva a unos recursos disponibles del FEEF que se sitúan entre 224.000 y 274.000 millones de euros. Por consiguiente, el "poder" efectivo del FEEF debería ser suficiente para asegurar entre 1,1 y 1,4 billones de euros de la nueva emisión de deuda soberana. Una mayor o menor protección parcial del crédito reduciría o aumentaría eficazmente la capacidad de apalancamiento de los recursos restantes. Si el "programa de garantías" llegara a implementarse, sería suficiente para cubrir las necesidades de nuevas emisiones de bonos italianos y españoles (déficit + refinanciación) de los próximos tres años, que se calculan en torno a unos 850.000 millones de euros. No obstante, el programa se enfrenta a ciertos riesgos, como los problemas del marco legal, una segmentación del mercado de bonos y el riesgo de que los inversores no encuentren atractivo el programa de garantía parcial.

Home	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos de Mercados	→

## El crecimiento de China sigue apuntando a un aterrizaje suave

China publicó su PIB del 3T y los indicadores de actividad de septiembre. Aunque el mercado respondió negativamente a los resultados de los datos, éstos coinciden en términos generales con las expectativas y muestran que la economía sigue por el buen camino para un aterrizaje suave. El resultado del PIB del tercer trimestre muestra una nueva moderación del crecimiento hasta el 9,1% a/a (BBVA: 9,2% a/a; consenso: 9,3%), ligeramente por debajo del consenso y por debajo también del 9,5% a/a del segundo trimestre. A nivel secuencial, el crecimiento trimestral se mantuvo fuerte, en el 2,3% t/t desestacionalizado (9,5% anualizado), sólo ligeramente por debajo del 2,4% t/t del segundo trimestre. En nuestra opinión, la moderación refleja el impacto de las medidas de ajuste anteriores, un efecto amortiguador por la desaceleración de los precios inmobiliarios y el aumento de las cargas de deuda de las PYMES, así como una desaceleración gradual del crecimiento de las exportaciones. No obstante, el sólido resultado debería contribuir a mantener a raya los riesgos de aterrizaje brusco. Otros indicadores de actividad de septiembre también sugieren un fuerte impulso de crecimiento. En cuanto a la demanda, las ventas minoristas de septiembre crecieron hasta el 17,7% a/a (consenso: 17,0%), por encima del 17,0% a/a de agosto. La inversión en activos fijos urbanos (en lo que va de año) creció un 24,9% a/a (consenso: 24,7%), al alza con respecto al 22,9% a/a de agosto. En cuanto a la oferta, la producción industrial aumentó hasta el 13,8% a/a en septiembre (consenso: 13,3%) en comparación con el 13,5% a/a de agosto. Hay que destacar que los fuertes resultados económicos han tenido lugar bajo condiciones monetarias relativamente estrictas. Los préstamos nuevos se situaron en septiembre en 470.000 millones de RMB (consenso: 550.000 millones de RMB), por debajo de los 548.500 millones registrados en agosto, lo que implica un crecimiento interanual del crédito del 15,9%, a la baja con respecto al 16,4% de agosto. El crecimiento de la M2 en septiembre siguió cayendo hasta el 13,0% a/a desde el 13,5% a/a registrado en agosto, muy por debajo del consenso del mercado (14,0%), lo que posiblemente refleje un cambio de los depósitos hacia productos de gestión del patrimonio que ofrecen una mayor rentabilidad. En su conjunto, los datos muestran tanto la fuerte producción como la situación de la demanda interna correspondientes a septiembre. Los resultados son coherentes en general con nuestra previsión de crecimiento anual del 9,2% para 2011, aunque las incertidumbres de las perspectivas mundiales plantean riesgos a la baja a nuestra previsión de crecimiento del 8,9% para 2012. Dado que la inflación y el crecimiento se están moderando en línea con las expectativas, creemos que la política monetaria se mantendrá sin cambios en los próximos meses.

---

[Home](#) →

---

[Mercados](#) →

---

[Calendario](#) →

---

[Datos de Mercados](#) →

---

Análisis de Mercados

Mercados

Tipos de Interés Global

Tipos de Interés Europa y EEUU

**José Miguel Rodríguez**  
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com  
+34 91 374 68 97

FX Global

FX Europa

**Roberto Cobo**  
roberto.cobo@grupobbva.com  
+34 91 537 39 59

**Tipos de Interés: las agencias de rating en el punto de mira**

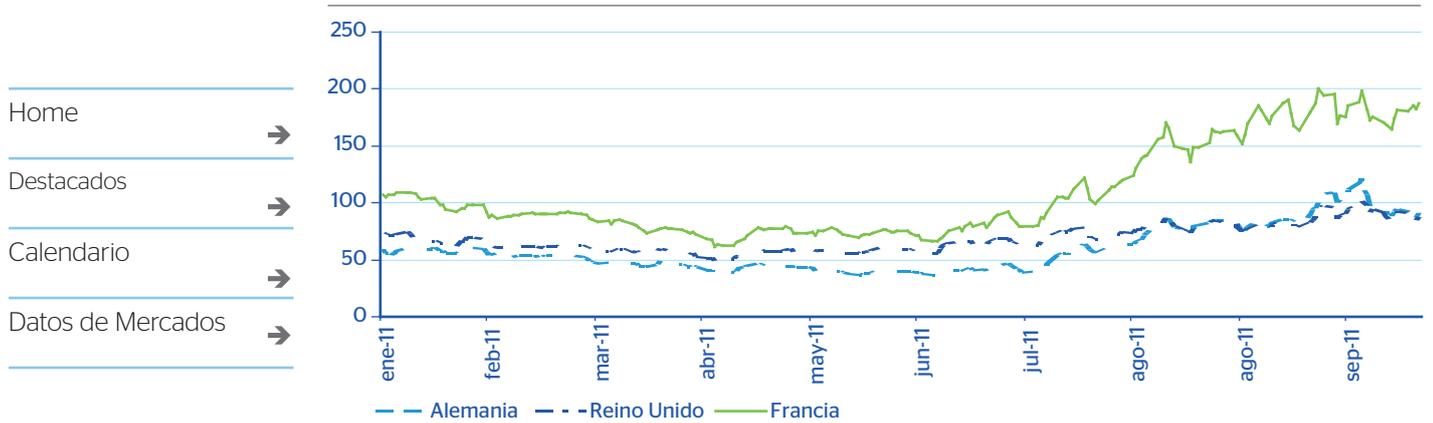
Perspectiva de Francia en revisión: El reciente aviso de Moody's sobre Francia en relación con la posibilidad de que su perspectiva pase a ser negativa en los próximos tres meses ha renovado el temor de los mercados a una rebaja de la calificación de este país, actualmente triple AAA. Este riesgo, en caso de materializarse, haría peligrar una rápida resolución de la crisis de deuda soberana europea, ya que la mayor parte de las alternativas que baraja la UE se basan en la ampliación del EFSF, cuyas garantías triple AAA se reducirían cerca de un 36%. Por tanto, asignamos una probabilidad muy baja a un posible incremento de las garantías del EFSF en las próximas reuniones europeas ya que esto pondría en peligro la calificación de Francia y a su vez el propio volumen garantizado por el EFSF. Rebaja de la calificación de España: Moody's ha rebajado dos peldaños la calificación de la deuda pública española, pasando de Aa2 a A1, con perspectiva negativa, rebaja similar a las de los últimos días de S&P y Fitch. La reciente ampliación del diferencial entre los bonos españoles y alemanes (actualmente 350 pb) podría prolongarse en los próximos días, condicionada además por el hecho de que Alemania sigue recogiendo compras como "safe haven" (otros emisores core, como Francia, ya no ejercen esta función). La atención de los mercados se centra ahora en la calificación de Bélgica y Francia. Si Francia pierde su calificación AAA, los efectos en la capacidad de préstamo del EFSF serían significativos (Francia es actualmente uno de los que más aportan a las garantías triple A de este mecanismo).

**Divisas: la Cumbre Europea continúa influyendo en el mercado de divisas**

Tras el encuentro del G20 en París celebrado durante el fin de semana, el apetito por el riesgo se incrementó en los mercados financieros al comienzo de la semana. Los ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales de los países del G20 suscribieron acuerdos parciales del plan que se está poniendo en marcha para evitar que se produzca un contagio de la crisis europea y para reforzar a los bancos. Asimismo, el grupo fijó el día 23 de octubre, momento de la celebración de la cumbre en Bruselas de líderes europeos, como fecha tope para que la UEM comunique su plan final. Los mercados se mostraron particularmente optimistas ante la petición del FMI "para contemplar nuevas vías con el propósito de aportar liquidez a corto plazo mediante una análisis particular de cada caso" en relación con países que se enfrentan a conmociones externas, lo cual debe abrir la puerta para que, si resulta necesario en el futuro, el FMI acuda en auxilio de Europa. No obstante, la percepción con respecto al riesgo empeoró rápidamente tras los comentarios realizados por el ministro de finanzas alemán, quien frustró las expectativas de que en la reunión del 23 de octubre se alcanzara una solución definitiva a la crisis de deuda soberana y a la crisis bancaria. Estas afirmaciones se vieron confirmadas el jueves cuando se anunciaba la convocatoria de una reunión adicional para el 26 de octubre en la cual se decidirán las soluciones para las cuestiones que más inquietan al mercado, es decir, el apalancamiento del FEEF y la quita sobre la deuda griega. El sentimiento de mercado se continuará viendo afectado por los comentarios sobre las posibles decisiones que se alcancen en las reuniones europeas. Los mercados de divisas mostraron una gran volatilidad intradía y esperamos que dicha tendencia continúe en la misma línea. La reciente recuperación en el cambio EURUSD y otras divisas sensibles al riesgo sólo se sostendrá si los mercados perciben una resolución "exitosa" y "sólida" a la crisis de los países periféricos. Dado que el sentimiento de mercado está marcadamente en alza ya que se ha valorado positivamente una posible resolución de la crisis, advertimos que existe la posibilidad de que no se cumplan todas las expectativas, lo que conduciría a una mayor volatilidad en los mercados a corto plazo.

Gráfico 3

**Evolución del CDS 5 Años**



Fuente: BBVA Research

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

## Análisis Económico

## Europa

**Agustín García**  
agustin.garcia@bbva.com  
+34 91 3747938

## EE.UU.

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

## Asia

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

## Calendario: Indicadores

## Zona euro: PMI compuesto preliminar (octubre, 24 de octubre)

Previsión: 48,6	Consenso: 48,8	Anterior: 49,1
-----------------	----------------	----------------

**Comentario:** se prevé que el índice de gerentes de compras compuesto vuelva a caer en octubre y se sitúe bastante por debajo del umbral de 50 puntos, pero todavía un poco por encima de los niveles observados a mediados de 2008 cuando comenzó la última contracción económica. La crisis de la deuda soberana está repercutiendo, sin lugar a dudas, en la confianza en la zona euro. En cuanto a los componentes, prevemos que tanto los índices de producción manufacturera como los del sector servicios caerán de nuevo. El primero podría reflejar el descenso del apoyo de la demanda externa, mientras que el último podría anticipar una demanda interna más débil. Además, se prevé que la tendencia a la baja se observará en todos los estados miembros.

**Repercusión en los mercados:** una fuerte caída del índice de gerentes de compras en los países centrales podría indicar la vuelta a la recesión en la zona euro.

## Zona euro: M3 (septiembre, 27 de octubre)

Previsión: 2,7% a/a	Consenso: 2,9% a/a	Anterior: 2,8% a/a
---------------------	--------------------	--------------------

**Comentario:** se prevé que los datos del crédito de la zona euro correspondientes a septiembre reflejarán un comportamiento del crédito todavía lento. Las previsiones apuntan a que el crecimiento de la M3 caerá ligeramente tras el fuerte repunte observado en agosto después de haber estado oscilando en torno al 2% desde finales de 2010. Entre sus componentes, los préstamos a los hogares se prevé que se habrán incrementado ligeramente tal como se ha observado en los últimos meses, pero mostrarán una considerable desaceleración en el 3T. También es probable que los préstamos a las corporaciones no financieras se hayan incrementado marginalmente, aunque la tasa de crecimiento trimestral en el 3T podría mostrar una mayor solidez, manteniéndose por lo general estable desde comienzos del año. **Repercusión en los mercados:** unos resultados peores de lo previsto podrían aumentar los temores de los mercados acerca de que la crisis financiera termine por endurecer el crédito al sector privado, cuyo resultado sería una nueva merma del crecimiento económico.

## EE.UU.: producto interior bruto, adelantado (3T11, 27 de octubre)

Previsión: 2,2% t/ta	Consenso: 2,3% t/ta	Anterior: 1,3% t/ta
----------------------	---------------------	---------------------

**Comentario:** se espera que la estimación adelantada del PIB del 3T11 refleje cierto avance con respecto al trimestre precedente, a pesar de la prolongada fragilidad de la actividad económica. Aunque los sectores de vivienda y manufacturero han seguido teniendo dificultades, es posible que la inversión no residencial haya mejorado. Además, todo apunta a que el consumo personal habrá mejorado con respecto al 2T11, a pesar de los niveles históricamente bajos de la confianza de los consumidores. Por otra parte, la balanza comercial parece estar equilibrándose debido al avance de las exportaciones. Aunque la situación fiscal de mediados de agosto dejó una huella negativa en el 3T11, es posible que el crecimiento se haya acelerado, haciendo buenas nuestras previsiones de un segundo semestre más favorable. **Repercusión en los mercados:** los mercados ya se han enfrentado a una importante debilidad en los informes económicos, de modo que una mejora con respecto al PIB del 2T proporcionaría un alivio muy necesario. Aunque se ha disipado el temor de una recesión secundaria, cualquier sorpresa negativa podría volver a desencadenar el pánico.

## EE.UU.: Índice de coste del empleo (septiembre, 28 de octubre)

Previsión: 0,5% t/t	Consenso: 0,6% t/t	Anterior: 0,7% t/t
---------------------	--------------------	--------------------

**Comentario:** se espera que el Índice de coste del empleo haya avanzado en el 3T, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre precedente. El empleo no agrícola y los ingresos medios apenas si sufrieron variaciones con respecto al trimestre anterior, lo cual sugiere que el componente salarial del índice se mantendrá relativamente estable. Durante todo el año pasado los beneficios se incrementaron mucho más rápido que los salarios, ya que las empresas intentaron mantener a los trabajadores más competentes para exponerse a menos riesgos. Dado que los beneficios constituyen solamente el 30% de los costes totales de la remuneración, creemos que el índice general habrá avanzado a un ritmo más moderado que en el segundo trimestre. **Repercusión en los mercados:** los costes del empleo se mantuvieron estables durante el pasado año. Dada la débil situación del mercado de trabajo y la considerable falta de recursos, el continuo crecimiento del índice debería garantizar que no haya mucha respuesta en los mercados.

Home



Destacados



Mercados



Datos de Mercados



## Datos de Mercado

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual
<b>Tipo de interés</b> (cambio en pbs)	<b>EE.UU.</b>	3-meses Libor	0,42	1	6	13
		Tipo 2 años	0,27	1	8	-8
		Tipo 10 años	2,21	-3	36	-34
	<b>EMU</b>	3-meses Euribor	1,59	1	5	56
		Tipo 2 años	0,65	-1	21	-35
		Tipo 10 años	2,11	-9	33	-37
<b>Divisas</b> (cambios en %)	<b>Europa</b>	Dólar-Euro	1,390	0,4	1,2	-0,2
		Libra-Euro	0,87	-0,6	-0,8	-1,8
		Franco Suizo-Euro	1,23	-0,9	0,0	-10,0
	<b>América</b>	Argentina (peso-dólar)	4,23	0,4	1,1	7,1
		Brasil (real-dólar)	1,78	2,3	-3,2	4,3
		Colombia (peso-dólar)	1901	0,2	1,1	4,2
		Chile (peso-dólar)	513	2,6	2,6	5,3
		México (peso-dólar)	13,60	2,6	1,3	9,9
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,72	0,1	-1,3	-2,6
	<b>Asia</b>	Japón (Yen-dólar)	76,13	-1,6	-0,3	-6,5
		Corea (KRW-dólar)	1147,20	-0,8	-0,4	1,8
		Australia (AUD-dólar)	1,034	0,4	1,3	5,5
<b>MMPP</b> (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	111,1	-3,1	0,7	34,0	
	Oro (\$/onza)	1636,4	-2,6	-8,2	23,2	
	Metales	535,6	-0,7	-4,1	-1,9	
<b>Renta Variable</b> (cambios en %)	<b>Euro</b>	Ibex 35	8872	-1,2	8,1	-18,8
		EuroStoxx 50	2333	-1,0	11,2	-18,8
		EE.UU. (S&P 500)	1236	0,9	5,9	4,5
	<b>América</b>	Argentina (Merval)	2831	4,2	7,6	-0,7
		Brasil (Bovespa)	55350	0,6	-1,1	-20,4
		Colombia (IGBC)	13477	0,9	-1,2	-15,3
		Chile (IGPA)	19771	2,8	1,6	-11,7
		México (CPI)	34846	0,0	2,4	-0,8
		Perú (General Lima)	18735	-0,9	-6,0	-0,2
	<b>Asia</b>	Venezuela (IBC)	103990	3,9	3,3	55,2
		Nikkei225	8679	-0,8	-0,7	-7,9
		HSI	18026	-2,6	-4,2	-23,4
<b>Crédito</b> (cambios en pbs)	<b>Ind.</b>	Itraxx Main	183	10	-4	84
		Itraxx Xover	757	19	-46	299
		CDS Alemania	92	-3	-7	59
	<b>Riesgo Soberano</b>	CDS Portugal	1122	-21	-19	776
		CDS España	388	8	-44	183
		CDS EE.UU	43	-5	-9	---
		CDS Emergentes	319	22	-25	110
		CDS Argentina	1003	70	24	263
		CDS Brasil	162	9	-34	63
		CDS Colombia	164	7	-33	62
		CDS Chile	126	1	0	58
		CDS México	158	7	-42	50
		CDS Perú	165	8	-38	62

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.