

# Observatorio Semanal Global

Madrid, 26 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

## No se han disipado todas las dudas

La prima de riesgo global están determinada actualmente por dos crisis que amenazan: 1) la crisis de deuda soberana en Europa y 2) un aumento necesario del techo de la deuda de EE. UU. (véase destacados). La semana pasada se produjeron acuerdos esperanzadores para solventar la primera, mientras que aún estamos a la espera de una resolución sobre la segunda. La cumbre del Consejo de la UE del 21 de julio tomó medidas para hacer frente a la crisis de la deuda en los países periféricos que sorprendió positivamente. Europa decidió reducir los tipos y ampliar los vencimientos de los préstamos a Grecia, Portugal e Irlanda; ha dotado de más flexibilidad a la FEEF para que pueda intervenir en los mercados secundarios y como herramienta para recapitalizar los bancos y ayudar a los países no rescatados; la participación privada no se ha definido detalladamente pero se espera que realice una gran contribución (aún son solo "estimaciones"). En el lado negativo podemos decir que no hay un aumento de los fondos de la FEEF y que todavía se no se conoce como se va a implementar su flexibilidad. A largo plazo, el hecho de que no es probable que se reduzca mucho la ratio de deuda griega, y que las reformas griegas tienen grandes riesgos de implementación implica que no pueden descartarse sorpresas negativas en el futuro. Pero, en definitiva, es un muy buen acuerdo que debería calmar los mercados por un tiempo, y posiblemente proporcionar el marco para una solución duradera para la crisis de la UE.

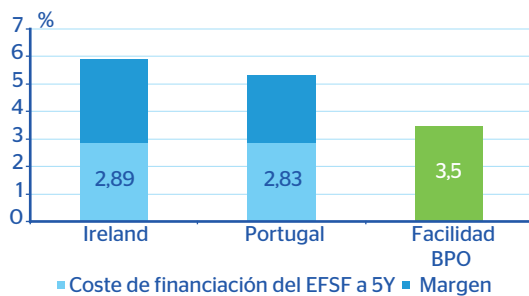
### El debate del presupuesto de EE. UU. y el techo de la deuda en el punto de mira

Los datos económicos han sido débiles en Europa, mientras que dan señales contradictorias en los EE. UU. En la zona euro, el índice de gerentes de compras compuesto cayó hasta 50,8 en julio, cerca del umbral que se para la expansión de la contracción. En EE. UU., los permisos de construcción subieron más de lo esperado en junio, lo que sugiere un mercado de la vivienda menos débil. Por otra parte, los datos laborales siguen apuntando a la fragilidad del mercado de trabajo. En Asia el repunte de las exportaciones japonesas sugiere la reanudación de las cadenas de suministro, lo cual puede allanar el camino a la recuperación de la actividad industrial en todo el mundo. Sin embargo, los datos del índice de gerentes de compras de la zona euro no reflejaron este efecto positivo en julio. En Latinoamérica, los bancos centrales siguen aplicando medidas macroprudentes para aliviar las presiones de apreciación. El centro de atención esta semana será la evolución del debate sobre el presupuesto de EE. UU. y el techo de la deuda. También, se publicarán el PIB del 2T en EE.UU. y el IPC de julio de la zona euro.

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

Gráfico 1

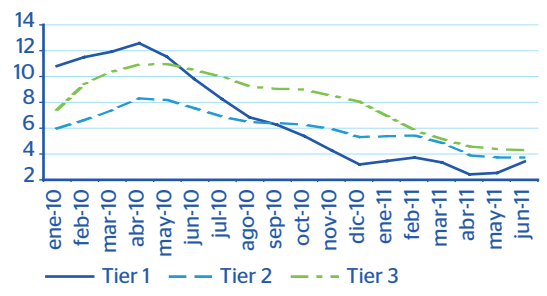
**Los tipos de interés para préstamos de la FEEF serán equivalentes a línea de crédito a la balanza de pagos**



Fuente: la FEEF y el Consejo de la UE

Gráfico 2

**Las ciudades pequeñas de China pueden presenciar grandes subidas del precio de las viviendas (% a/a)**



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg

## Destacados

### Techo de la deuda de EE.UU.: aún lejos de un acuerdo

Pero se podrían aprobar (no vetar) soluciones a corto plazo que eviten una suspensión de pagos.

### La segunda prueba de estrés de los bancos europeos...

...no sirvió para disipar las incertidumbres del sector financiero.

### China: planes para limitar la compra de viviendas en las pequeñas ciudades

Con signos de enfriamiento en las grandes ciudades, las pequeñas ahora esperan presenciar las mayores subidas de precios.

**Análisis de Mercados**

**Mercados**

*Crédito Global*

*Director*

**Javier Serna**

javier.serna@bbva.com  
+44 207 648 7581

*FX Global*

*Estratega Jefe*

**Dustin T. Reid**

dustin.reid@bbva.com  
+1 (212) 7281707

*Equity Global*

*Estratega*

*Estratega Jefe*

**Joaquín García Huerga, CFA**

jghuerga@grupobbva.com  
+34 91 374 68 30

**El mercado se ve reforzado**

En crédito, el índice de referencia iTraxx Main se ha estrechado aproximadamente unos 20 pbs desde el comienzo de la semana para cotizar ahora en 108 pbs en anticipación de las nuevas medidas adoptadas por la UE. Por sectores, la deuda financiera se ha comportado notablemente bien con el iTraxx Fin senior comprimiéndose unos 40 pbs hasta los 155 pbs y la deuda subordinada unos 65 pbs hasta los 275 pbs en el mismo periodo.

Por geografías, los bancos españoles e italianos han rebotado con fuerza. El CDS senior del Santander y del BBVA se han estrechado desde los 290 y 305 pbs respectivamente alcanzados el lunes hasta los 215 y 235 pbs a día de hoy. Por su parte, el CDS de Unicrédito ha pasado de los 341 pbs hasta los 236 pbs, es decir más de 100 pbs de estrechamiento en este periodo.

En nuestra opinión, las valoraciones todavía ofrecen recorrido al alza en el corto plazo dado el fuerte castigo sufrido en los últimos dos meses. Es posible que con la mejora del sentimiento por parte de inversores, el mercado primario se reabra la próxima semana, tras un largo periodo con volúmenes de emisión extremadamente bajos.

**El EURUSD se mantiene en una banda amplia**

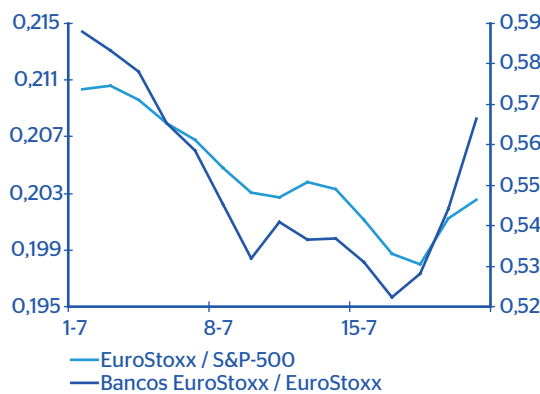
Los titulares que han seguido al anuncio del Eurogrupo son inicialmente positivos y el EURUSD podría avanzar entre un 1% y un 1,5% en los próximos días. Sin embargo el repunte a medio plazo podría haber tocado techo y seguimos apuntando a una banda de cotización general del EURUSD de entre 1,3400 y 1,4400. Nuestro equipo de economía estadounidense sigue pensando que el asunto del techo de la deuda de Estados Unidos se resolverá positivamente y que en los próximos días desaparecerán parte de las sombras que han acechado al USD, siempre que S&P no decida una rebaja inmediata de la calificación crediticia de Estados Unidos. Pese a todo, se espera que las posiciones no comerciales en EUR de la CFTC no sean demasiado largas de momento, y teniendo en cuenta el anuncio de Estados Unidos, el riesgo parece concentrarse en los hedge funds y en las operaciones de cobertura de CTA con posiciones largas en EUR a corto plazo, y el impulso al EURUSD por encima de nuestra banda de cotización prevista. Por otro lado, el cierre del EURUSD cerca del punto de resistencia de la línea de tendencia de alrededor de 1,4420 (máximo de 1,4940 en mayo de 2011) el jueves apunta a que el EUR se encuentra, a corto plazo, en una importante encrucijada desde el punto de vista técnico, y un segundo cierre diario por encima de 1,4420 probablemente dará pie a que los inversores oportunistas hablen de un EURUSD más alto. De momento, seguimos cómodos con nuestra previsión de cotización del EURUSD de 1,4400 mientras esperamos a que se resuelva el asunto del techo de la deuda estadounidense.

**Interpretación general positiva en términos de prima de riesgo**

Las bolsas europeas están totalmente condicionadas por el mercado de deuda, aunque afortunadamente siguen contando con el apoyo de los beneficios de las empresas multinacionales y del ciclo global. Si los bonos soberanos españoles e italianos siguen reduciendo el spread con los alemanes, las bolsas tienen mucho recorrido al alza, sobre todo por el alivio que supone para el sector bancario. En el 2S11 el EuroStoxx 50 puede subir un 20% y el Ibex 35 un 15% si cuentan con el apoyo del sector financiero.

Gráfico 3

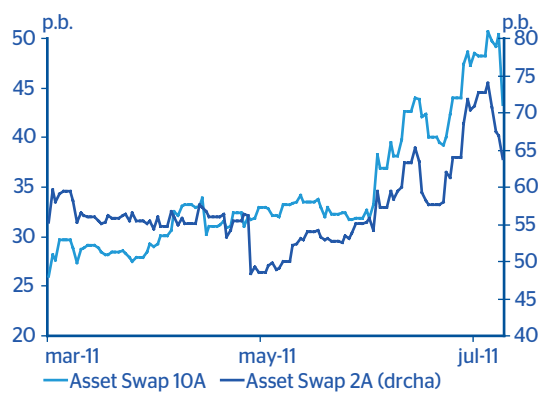
**Evolución relativa del EuroStoxx frente al S&P-500 y frente al Sector Bancario de la eurozona**



Fuente: Sector Bancario de la eurozona

Gráfico 4

**Asset Swap**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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

## Análisis Económico

EE.UU.

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

Sistemas Financieros &amp; Regulación

**Santiago Fernández de Lis**sfernandezdelis@grupobbva.com  
+34 91 5379852

Sistemas Financieros

**Carlos Corcóstegui**carlos.corcostegui@bbva.com  
+34 91 3748599

Asia

**Stephen Schwartz**stephen.schwartz@bbva.com.hk  
+852 2582 3281

## Destacados

**Techo de la deuda de EE.UU.: aún lejos de un acuerdo**

El impulso que se ganó tras la aprobación del Presidente Obama de un paquete para el techo de deuda de 3,7 billones de dólares presentado por el "Grupo de los seis" parece haberse perdido después de que la Cámara de Representantes, concretamente los miembros respaldados por el Tea Party, se mantuvo firme en impedir el aumento de impuestos y la Casa Blanca continuó su postura mayoritariamente en contra. Aunque en parte es aceptable para la Casa Blanca, la propuesta del "Grupo de los seis" aún encontraría resistencia porque incluye tanto recortes del gasto como aumento de impuestos. En la actualidad, los detalles sugieren que el proyecto de ley recortará 1,4 billones de dólares en gasto discrecional y 740 millones de dólares en ayudas sociales, a la vez que aumentará los ingresos fiscales mediante la ampliación de la base de contribuyentes y la abolición del impuesto alternativo mínimo. El pasado miércoles por la tarde, la Casa Blanca admitió que se podrían aprobar (no vetar) soluciones a corto plazo. Un plan alternativo aprobado por la Cámara de Representantes, que incluye una enmienda constitucional sobre el límite de deuda, tendría un camino de oposición prácticamente imposible en el Senado y tiene casi asegurado el veto presidencial. Las implicaciones del procedimiento de aprobación por parte de la Cámara de Representantes y la comisión están aumentando el riesgo político, con muy poco tiempo para satisfacer tal oposición. Ninguna de las partes quiere parecer excesivamente conciliadora. Al contrario, ningún partido desea cargar con la responsabilidad de una suspensión de pagos cerca de una elección. El techo de la deuda parece tener más presión dado que S&P ha anunciado que una reducción menor de 4,0 billones de dólares supondría una rebaja de la calificación. El reciente contagio y la incertidumbre mundial sobre la deuda soberana han aumentado la frecuencia de los comentarios de las agencias de calificación sobre las negociaciones de la deuda nacional en general. Existe un plazo muy corto para que el proyecto de ley se apruebe a tiempo en el Congreso. Si el bloqueo de la Cámara de Representantes provoca una suspensión de pagos y la subsiguiente rebaja de la calificación, los efectos más inmediatos serían un posible aumento de los pagos de intereses de 2.500 millones de dólares de la deuda que vence este año, asumiendo que la rebaja de la calificación produzca una subida de 50 pb de la tasa de préstamo de deuda soberana y su repercusión en la deuda estatal y municipal. Para que los EE. UU. eviten una rebaja de la calificación parece que se debe aprobar la propuesta actual, o una similar. Para que los EE. UU. eviten la suspensión de pagos, es necesario que por lo menos se apruebe en el Congreso una solución a corto plazo para mantener la estabilidad financiera.

**La segunda prueba de estrés de los bancos europeos**

El 15 de julio la ABE publicó los resultados de la segunda prueba de estrés de los bancos europeos. A pesar de una metodología más estricta y unas hipótesis más rigurosas, los resultados fueron decepcionantemente similares a los del año pasado. La mayor cobertura (y por ello transparencia) en España ya no es ninguna sorpresa, lo que explica que la reacción del mercado no haya sido positiva (si no todo lo contrario). En el lado negativo, el alcance limitado de la prueba de estrés de la deuda soberana y la ausencia de una prueba de estrés de liquidez (aunque el aumento del coste de la financiación forma parte de la determinación del margen de intereses en el escenario negativo) reducen la credibilidad del ejercicio. En el lado positivo, la información facilitada es mucho más completa que la del año pasado, en especial en lo relativo a la exposición de la deuda soberana, y permite que los analistas realicen sus propias pruebas. En cualquier caso, el ánimo de los mercados está dominado por la crisis de la deuda soberana en la zona euro y la atención que recibió la prueba de estrés fue limitada.

**China: planes para limitar la compra de viviendas en las pequeñas ciudades**

Como indica nuestro informe Situación Inmobiliaria de China publicado la semana pasada, el mercado de la vivienda se ha enfriado en el año pasado bajo la influencia de las medidas de ajuste del gobierno. A nivel nacional, según nuestras estimaciones basadas en los datos oficiales (NBS) publicados esta semana, los precios de las propiedades residenciales aumentaron un 3,4% a/a en junio, una ligera subida respecto al 3,0% de mayo, pero continúa una tendencia a la moderación desde el año pasado. Sin embargo, desde hace algún tiempo, los precios han subido más rápido en las pequeñas ciudades (Gráfico 2). De hecho, nuestro informe indicó que el lento aumento de los precios hasta la fecha y las perspectivas de un fuerte crecimiento en las ciudades de segundo y tercer nivel, indican que las mejores oportunidades de inversión se encuentran en las pequeñas ciudades. Para evitar burbujas de precios en estas ciudades, las autoridades ya han anunciado su intención de extender las restricciones de las grandes ciudades a las pequeñas. Aún no se ha concretado ningún detalle.

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

Jenny Zheng  
jenny.zheng@bbva.com.hk  
+852 2582 3289

## Calendario: Indicadores

## Zona euro: datos preliminares de la inflación IPCA (julio, 29 de julio)

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

**Comentario:** esperamos que los datos de la inflación IPCA se hayan mantenido bastante estables, ya que el reciente aumento de los precios del petróleo se compensa por una ligera aceleración de la inflación subyacente, aunque el desglose detallado no se publicará hasta mediados de agosto. La inflación subyacente se debe haber beneficiado de cierta moderación de los precios industriales no energéticos como consecuencia del efecto de las ventas de verano junto con unos precios más bajos de los servicios, sobre todo los que dependen más de la reversión vinculada a los pasados efectos indirectos de la subida de los precios de la energía (los servicios de transporte, por ejemplo). **Repercusión en los mercados:** una intensificación de la inflación subyacente podría aumentar el riesgo a una política monetaria más estricta.

## Zona euro: masa monetaria (junio, 27 de julio)

Previsión: 2,2% a/a	Consenso: 2,4% a/a	Anterior: 2,4% a/a
---------------------	--------------------	--------------------

**Comentario:** se prevé que los datos del crédito de la zona euro correspondientes a junio reflejarán un comportamiento del crédito todavía lento. El crecimiento de la masa monetaria M3 se prevé que se haya reducido ligeramente, después del repunte observado en mayo, que fluctúa en torno al 2% como ha hecho desde finales de 2010. Entre todas las entidades de contrapartida, se espera que los préstamos a las familias habrán seguido creciendo, aunque a un ritmo más moderado que el experimentado a principios de año. Los créditos a las empresas no financieras probablemente seguirán creciendo a un ritmo lento. En términos generales, estas cifras implican una ligera moderación de la expansión del crédito en el 2T. **Repercusión en los mercados:** unos resultados mejores de lo previsto se recibirían como una señal de que el crédito se está recuperando, pero también pueden interpretarse como un indicio de que el BCE adoptará una postura más estricta.

## EE.UU.: confianza de los consumidores (julio, 26 julio)

Previsión: 57,9	Consenso: 58,3	Anterior: 58,5
-----------------	----------------	----------------

**Comentario:** se prevé un ligero descenso en la confianza de los consumidores en julio por tercer mes consecutivo. Unas condiciones del mercado de trabajo menos favorables es posible que influyan en los hábitos de gasto personales, y pocos consumidores prevean mejoras en los próximos seis meses. La bajada de los precios del gas puede ayudar a equilibrar el impacto de la decepcionante situación del empleo, sin embargo, esperamos que la incertidumbre sobre las futuras ganancias reducirán la actividad general de los consumidores. **Repercusión en los mercados:** no esperamos que los mercados reaccionen drásticamente.

## EE.UU.: adelanto del PIB (2T11, 29 de julio)

Previsión: 1,7%	Consenso: 1,7%	Anterior: 1,9%
-----------------	----------------	----------------

**Comentario:** el deterioro de las condiciones económicas sugiere un crecimiento más lento en el 2T11. Los indicadores de consumo, incluida la encuesta de confianza de los consumidores, las ventas minoristas y el consumo privado fueron inferiores a los datos del 1T11. Además, los informes de la encuesta de producción manufacturera estuvieron por debajo de los niveles del 1T11, y sumados a una lenta inversión residencial y a una producción moderada de bienes de capital principales apuntan a una desaceleración t/t de la inversión privada. Además, la inversión pública continuará reduciéndose ya que los gobiernos estatales y locales tienen problemas presupuestarios y las políticas de deuda federales restringen el gasto fiscal. Respecto a las exportaciones netas, esperamos que continúe la expansión de las importaciones para compensar la aceleración de las exportaciones en el 2T11. **Repercusión en los mercados:** Un fuerte crecimiento en el 2T11 podría reafirmar las expectativas y también compensar algunas de las incertidumbres generadas por el déficit federal y las negociaciones de la deuda.

## Corea: crecimiento del PIB (2T, 27 de julio)

Previsión: 3,5% a/a	Consenso: 3,8% a/a	Anterior: 4,2% a/a
---------------------	--------------------	--------------------

**Comentario:** el crecimiento económico de Corea probablemente se ha ralentizado en el 2T, ya que las exportaciones y la producción industrial se han moderado debido a una combinación de interrupciones de la cadena de suministro de Japón y altos precios de las materias primas. El pasado viernes el Banco de Corea también revisó a la baja la previsión del PIB para 2011 al 4,3% respecto al 4,5% anterior. No obstante, Corea se ha visto relativamente menos afectada por las dificultades externas dada la sólida competitividad de sus exportaciones, y esperamos un repunte gradual para el 2T. Para todo el año 2011, esperamos que la economía se expanda un 4,5%. **Repercusión en los mercados:** un menor crecimiento podría reducir las expectativas del movimiento alcista de los tipos del Banco de Corea.

---

[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	1	-24
		Tipo 2 años	0,38	3	1	-21
		Tipo 10 años	2,98	7	-1	-2
	<b>EMU</b>	3-meses Euribor	1,61	0	9	73
		Tipo 2 años	1,38	16	-10	63
		Tipo 10 años	2,82	12	-13	11
<b>Divisas</b> (cambios en %)	<b>Europa</b>	Dólar-Euro	1,435	1,4	-0,5	11,6
		Libra-Euro	0,88	0,5	-1,4	5,6
		Franco Suizo-Euro	1,17	1,6	-2,7	-13,4
	<b>América</b>	Argentina (peso-dólar)	4,14	0,4	1,0	5,3
		Brasil (real-dólar)	1,56	-1,0	-1,8	-11,7
		Colombia (peso-dólar)	1756	0,1	-1,4	-6,0
		Chile (peso-dólar)	461	-0,3	-2,3	-11,5
		México (peso-dólar)	11,65	-0,6	-1,1	-8,7
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,74	-0,2	-0,7	-3,1
	<b>Asia</b>	Japón (Yen-dólar)	78,37	-0,8	-2,2	-10,2
		Corea (KRW-dólar)	1051,38	-0,7	-2,1	-12,3
		Australia (AUD-dólar)	1,085	1,9	2,1	21,3
<b>MMPP</b> (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	117,7	0,3	3,0	51,9	
	Oro (\$/onza)	1605,6	0,8	3,7	35,0	
	Metales	594,0	0,0	-0,6	24,8	
<b>Renta Variable</b> (cambios en %)	<b>Euro</b>	Ibex 35	10074	6,2	-1,5	-3,0
		EuroStoxx 50	2765	3,4	-1,1	1,7
		EE.UU. (S&P 500)	1340	1,8	4,1	21,5
	<b>América</b>	Argentina (Merval)	3366	1,2	1,0	41,7
		Brasil (Bovespa)	60281	1,3	-1,5	-9,1
		Colombia (IGBC)	13850	5,5	-3,0	4,4
		Chile (IGPA)	22096	-1,4	-0,9	10,3
		México (CPI)	35441	-2,0	0,1	8,0
		Perú (General Lima)	22186	9,0	15,9	56,8
	<b>Asia</b>	Venezuela (IBC)	87065	1,2	9,0	35,2
		Nikkei225	10132	1,6	5,2	7,4
		HSI	22445	2,6	2,7	7,8
<b>Crédito</b> (cambios en bps)	<b>Ind.</b>	Itraxx Main	112	-11	2	0
		Itraxx Xover	419	-40	9	-87
	<b>Riesgo Soberano</b>	CDS Alemania	55	-3	13	15
		CDS Portugal	946	-197	162	677
		CDS España	309	-37	25	108
		CDS EE.UU	53	-2	2	---
		CDS Emergentes	213	-9	-13	-18
		CDS Argentina	608	-22	-22	-239
		CDS Brasil	112	-5	-2	-8
		CDS Colombia	111	-4	1	-16
		CDS Chile	73	-2	-2	-16
		CDS México	111	-4	1	-10
		CDS Perú	122	-7	-24	9

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.