

Observatorio Semanal Global

Madrid, 26 de septiembre de 2011
Análisis Económico

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

Javier Amador
 javier.amadord@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

Se extienden las preocupaciones

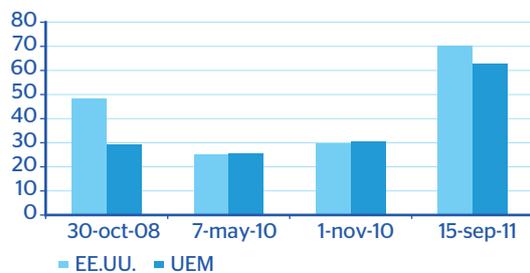
Los indicadores económicos y los informes más recientes han intensificado las preocupaciones por las perspectivas de crecimiento mundial. El renovado pesimismo responde a unas perspectivas más sombrías para EE. UU., según indicó la Fed (en la declaración del FOMC se citan "importantes riesgos a la baja"), y a la mayor debilidad de los resultados de las encuestas de septiembre en China y en la zona euro. Con respecto a esto último, los índices de gerentes de compras preliminares fueron más débiles de lo previsto, con valores por debajo de lo anticipado en los países principales (Francia y Alemania). Aunque la Fed no decepcionó las preocupaciones de los mercados se mantuvieron (ver destacados). En este contexto, los activos de riesgo han sufrido mucho. Además, el deterioro de las condiciones financieras de la zona euro se han extendido a todos los activos de riesgo. Los temores se alimentaron también por la rebaja de la calificación de Italia de A+ a A por parte de S&P. Las monedas de los mercados emergentes se ha depreciaron con fuerza. Los bancos centrales de Perú y Brasil anunciaron medidas para proporcionar financiación en USD con el fin de reducir la presión sobre sus monedas. En lo que respecta a la crisis de deuda europea, las nuevas medidas anunciadas por el gobierno griego podrían abrir el camino al desembolso del sexto tramo del préstamo por valor de 8.000 millones de euros. Esto podría reducir los temores acerca de un impago desordenado de la deuda griega, pero no disipa las incertidumbres. En el mejor de los casos reducirá el pánico temporalmente hasta que tenga que hacerse el desembolso del séptimo tramo. Además, aunque la probabilidad de que el parlamento alemán apruebe la enmienda de la FEEF se ha incrementado, el riesgo está en otros países pequeños como Eslovenia, donde el gobierno ha sido derrocado, lo que retrasa la aprobación de la FEEF.

En cuanto a las promesas del G20: los hechos son más elocuentes que las palabras

Ante la necesidad de abordar los "nuevos retos a los que se enfrenta la economía global" los responsables del G20 prometieron "tomar todas las medidas necesarias para conservar la estabilidad de los sistemas bancarios y de los mercados financieros". La declaración también citó que los bancos centrales seguirán proporcionando la liquidez que se requiera y seguirán apoyando la recuperación económica. La reacción de los mercados a dicha promesa fue tibia, pues los mercados esperaban acciones concretas más que promesas. Por otro lado, los bancos centrales estuvieron muy activos esta semana. La FED no sólo anunció su "Operación Twist", sino que ésta fue más agresiva de lo esperado, tanto en escala como en la reinversión de valores no del Tesoro en cédulas hipotecarias de las agencias. Las actas del Bdl mostraron que la probabilidad de otra ronda de compras de activos se había incrementado sustancialmente y es probable que se produzca si persisten las condiciones actuales durante un mes más. El problema es que ni las promesas ni las medidas de los bancos centrales disminuyen los temores ni aumentan la confianza. **Esta semana**, en el parlamento alemán se votará la enmienda de la FEEF.

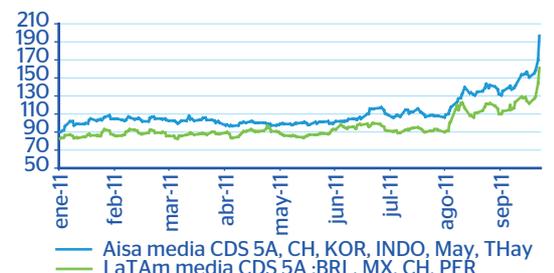
- Mercados →
- Destacados →
- Calendario →
- Datos de Mercados →

Gráfico 1
Bonos: Volatilidad (30dd m.a.)



Fuentes: Bloomberg

Gráfico 2
El riesgo se ha extendido a mercados emergentes



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Destacados

Las previsiones de crecimiento se han revisado a la baja

Ante los recientes factores de incertidumbre.

La FED anunció un nuevo programa de estímulos

Pero no calmó a los mercados.

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 EEUU.

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 twist ya está aquí

Las medidas que anunció ayer la Fed se ajustan a lo que el mercado había previsto en las semanas anteriores: una nueva ronda de intervención directa en el mercado de Deuda. Más concretamente, la Fed anunció que, a partir de ahora, y hasta finales de junio de 2012, comprará títulos del Tesoro por valor de 400.000 MII USD en el tramo 6-30 de la curva, y venderá una cantidad equivalente de títulos del Tesoro con vencimientos inferiores a 3 años. La distribución de estas compras se detalla en la tabla 1. Hasta el tramo de 10 años, la reacción inicial de la curva cumplió las previsiones: repunte de solo 2 p.b. para vencimientos a 2 años, y caída en torno a 8 p.b. para vencimientos a 10 años. Nuestra estimación es que la mayor parte del posible efecto direccional en las curvas que tendrá esta estrategia ya ha sido descontada por el mercado desde finales de agosto (cuando las curvas comenzaron a anticipar una acción similar a ésta). Desde entonces, las tires de los bonos a 10 años se han reducido alrededor de 40 p.b., mientras que las de 2 años han permanecido relativamente estables en cerca del 0,20%. Desde este punto de vista, no esperamos que los rendimientos a 10 años reaccionen de manera considerable por este nuevo programa: el rango 1,75% - 1,70% debería servir de suelo para las tires del 10 años. Donde si podemos ver mayores efectos es en la pendiente 2-30 que podría aplanarse en cierta medida de esta tendencia inesperada en el patrón previsto de reinversiones de la Fed. La reacción inmediata ha sido una caída de 30 p.b. en los rendimientos a 30 años y un aplanamiento de alrededor de 15 p.b. en el segmento de 10-30 años. Éste bien podría ser el patrón que posiblemente veremos en este tramo en los próximos meses, sobre todo porque puede considerarse parte de la estrategia de la Fed. El objetivo que pretende alcanzar manteniendo unos tipos de interés tan bajos, tanto en términos absolutos como relativos, es prestar apoyo a los mercados hipotecarios. Desde esta perspectiva, un 2,80% para las tires de los títulos a 30 años podría ser factible a corto plazo.

Divisas: temas que deben vigilarse en FX Latam

Con los fuertes descensos registrados por las divisas de EM, los problemas que observamos en el mercado latinoamericano son numerosos e importantes, aunque hay dos que sobresalen. El primero es, evidentemente, de qué forma el sentimiento global de riesgo seguirá afectando a la inversión en divisas de EM, sobre todo Latam. A este respecto, creemos que la reciente corriente de ventas parece exagerada y, dado que el equipo de economistas de BBVA confía en que la crisis de deuda de los países periféricos de Europa se resolverá con éxito, prevemos que las divisas Latam se apreciarán en general una vez que termine esta racha de aversión al riesgo. El segundo problema importante son las nuevas medidas macroeconómicas de carácter preventivo y la intervención en el mercado de divisas. Este año ha habido varios intentos de imponer nuevos marcos regulatorios para frenar la apreciación de las divisas locales; Brasil es un claro ejemplo de ello. Habida cuenta de los recientes retrocesos en los precios al contado, las nuevas e inminentes medidas de carácter preventivo no parecen ser ahora tan prioritarias. Asimismo, casi todos los principales bancos centrales de Latinoamérica han intervenido directamente este año en los mercados de divisas, algunos de manera muy decisiva. Teniendo en cuenta el reciente retroceso de los precios al contado, el tema más importante que hay que vigilar es si los bancos centrales de Latinoamérica tratarán de sofocar la volatilidad, aun cuando las divisas nacionales se estén depreciando, o si están satisfechos con el cambio de dirección. Por lo general, prevemos que la mayoría de bancos centrales latinoamericanos no intentarán sofocar la volatilidad en los mercados de divisas si sus monedas siguen depreciándose, dado que muchos técnicos del gobierno llevan tiempo considerando que las divisas latinoamericanas están sobrevaloradas.

Crédito: continúa la volatilidad en los mercados de crédito

Esta semana hemos asistido a un incremento de la volatilidad en los mercados de crédito, tras el pequeño respiro de la semana anterior. El flujo de noticias (decepcionante operación "Twist", acciones de las agencias de calificación...) no han ayudado a mejorar la situación, lo que ha provocado una ampliación generalizada de los índices sintéticos, con el iTraxx Main y el iTraxx Financiero Senior superando la barrera de los 200bp y los 300bps respectivamente. Dicho esto, el iTraxx Main amplió 22bp hasta los 200 mientras que el iTraxx SovX amplió 33bp hasta los 357bp. Por parte de los financieros el iTraxx Fin Senior y Subordinado ampliaron 39bp y 77bp respectivamente hasta los 304bp y 542bp.

Home



Destacados



Calendario



Datos de Mercados



Tabla 1

Resumen de la cartera del Tesoro de la Fed con el nuevo programa

	0-3 A	3-6 A	6-8 A	8-10 A	10-20 A	20-30 A
Distribución de inversiones bajo el nuevo programa*	-100%	0%	32%	32%	4%	29%
Suma a comprar (USD bn)	-400	0	128	128	16	116
Cartera SOMA actual (USD bn)	527	466	303	94	87	74
% del total pendiente	15%	25%	39%	18%	32%	14%
Suma pendiente no-Fed (USD bn)	2756	1394	460	408	181	423
Cartera futura SOMA (USD bn)	127	466	431	222	103	190

* 3% restante en TIPS a 6-30Y TIPS

Fuente: Researva Federal y BBVA Research

Análisis Económico

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com
+34 91 3745887

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

Destacados

El crecimiento se ajusta a la baja

En agosto se han producido tres eventos principales que han alterado sustancialmente nuestras previsiones en algunas áreas. El primero de estos choques ha sido una serie de significativas sorpresas a la baja en el crecimiento de las economías desarrolladas en el primer y segundo trimestre del año. En particular, en Estados Unidos el crecimiento se ha revisado a la baja en la serie histórica (incluyendo el primer trimestre de 2011), lo que indica que la situación estructural de la economía norteamericana sería más débil de lo que se pensaba al inicio del verano. Además, las revisiones a la baja del crecimiento en la primera parte del año tienen un efecto base importante sobre el promedio de 2011 y 2012.

El segundo choque está relacionado con la agudización de los problemas de la deuda soberana en Europa. A pesar de que la cumbre del 21 de julio superó las expectativas en términos de reformas de la gobernanza en la UE (por ejemplo, por la flexibilización del EFSF), los mercados albergan serias dudas sobre la implementación de estos acuerdos y sobre la capacidad del EFSF para hacer frente a un problema que ahora se extiende a Italia (además de España).

El tercer elemento está relacionado con las renovadas dudas sobre la solvencia bancaria, retroalimentada por la crisis de deuda soberana en Europa. La percepción de riesgo de los bancos europeos ha aumentado, al estar muchos de ellos muy expuestos a deuda pública de países con alto riesgo de impago. Esto ha incrementado las dudas sobre la solvencia de algunos bancos y ha dificultado sensiblemente la financiación bancaria, incluyendo las líneas en dólares. Estos tres factores han determinado un aumento de las primas de riesgo en países periféricos, pero también en España e Italia. También ha provocado un incremento de la prima de riesgo global, con ajustes generalizados en las bolsas y un fuerte efecto refugio, que ha llevado las rentabilidades de los bonos americanos y alemanes a mínimos históricos. Por último, se ha producido un marcado deterioro de las confianzas de consumidores y empresas en agosto, especialmente en Europa, incluyendo las de los países centrales.

En este contexto, el cambio principal de nuestras previsiones está referido a un fuerte ajuste a la baja del crecimiento en EEUU, motivado en gran medida por los efectos base mencionados anteriormente, también con impactos en economías que, como México, está muy relacionada al ciclo norteamericano. También en Europa y España se producen revisiones a la baja en el crecimiento -algo más moderadas que en EEUU- por el impacto de las tensiones financieras y los débiles datos de actividad del segundo trimestre. En los tres casos (EEUU, Europa y México), esto determina que se retrasen las siguientes subidas de tipos de interés, hasta 2013 por lo menos. En las demás regiones (Asia y Sudamérica), los ajustes de previsiones son menores, reflejo de la menor exposición comercial y financiera a Europa y mayor dependencia de las perspectivas en China, con pocas alteraciones respecto a agosto.

La FED anunció un nuevo programa de estímulos

Aunque la Fed no decepcionó y dio los pasos que ya se habían contemplado en un intento de aplanar la curva de rentabilidad ("Operación Twist"), las preocupaciones de los mercados aumentaron debido a una combinación de factores: a) las expectativas de que esta nueva medida no tenga muchas repercusiones, b) el miedo a que la Fed tenga poco margen para contrarrestar la escasez de demanda (debido a las presiones políticas para evitar otra ronda de flexibilización y también porque si la Fed llegara a implementar un QE3, su impacto podría ser pequeño, especialmente por la poca probabilidad de que los fondos adicionales se canalizaran hacia los activos de riesgo en una época de extrema incertidumbre), y c) la debilidad estructural de la economía de EE. UU. citada por el FOMC en su declaración: La debilidad continúa en el mercado laboral, el mercado de la vivienda continúa deprimido mientras que la inversión en infraestructuras no da signos de recuperación, aunque si la inversión en tecnología. El consumo de los hogares se ha incrementado pero sólo a un ritmo moderado. Por último, se espera que la inflación se sitúe en el rango o por debajo del objetivo de la FED.

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

Tabla 2

Previsión PIB

	Actual		Previo	
	2011	2012	2011	2012
EE.UU.	1,6	2,3	2,5	2,7
Eurozona	1,7	1,0	2,0	1,3
España	0,8	1,0	0,9	1,3

Fuente: BBVA Research

Análisis Económico

Europa

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

EEUU.

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

Asia

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk
+852 2582 3162

Calendario: Indicadores

Zona euro: estimación avanzada de la inflación IPCA (septiembre, 30 de septiembre)

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

Comentario: prevemos que la inflación aumentará en torno a 0,3 pp, hasta un 2,8% a/a en septiembre, impulsada por el repunte de los precios de los bienes industriales no energéticos debido a los cambios metodológicos en el tratamiento de la estacionalidad, mientras que los precios de la energía y de los alimentos también se prevé que subirán ligeramente. Continuamos esperando que el IPC se modere a finales de año, impulsado por los efectos favorables de los precios de la energía y vuelva a situarse por debajo del objetivo del BCE a principios de 2012. En lo que respecta a la inflación subyacente, esperamos que oscile en torno al 1,8% en lo que queda de 2011, para mostrar después cierta moderación. **Repercusión en los mercados:** aunque la aceleración de la inflación de septiembre debería ser temporal, podría sorprender a los mercados y, aumentar la inquietud de un BCE con un tono más ortodoxo.

Zona euro: tasa de desempleo (agosto, 30 de septiembre)

Previsión: 10,0%;	Consenso: 10,0%;	Anterior: 10,0%;
-------------------	------------------	------------------

Comentario: esperamos que la tasa de desempleo se haya mantenido estable en agosto, como se ha venido observando desde comienzos del año. No obstante, la creciente incertidumbre acerca de las perspectivas económicas en los próximos trimestres, en combinación con unos datos de actividad decepcionantes en el 2T y el 3T ha sido un lastre para las intenciones de contratación, que han empeorado en julio y agosto según la encuesta de la CE y, por consiguiente, los riesgos para el desempleo se inclinan al alza en los próximos meses. **Repercusión en los mercados:** dado el retardo entre el crecimiento y el empleo, no anticipamos cambios importantes en el desempleo, aunque un resultado peor de lo previsto podría aumentar las preocupaciones acerca de una vuelta a la recesión.

Producto interior bruto, final (2T11, 29 de septiembre)

Previsión: 1,2%	Consenso: 1,2%	Anterior: 1,0%
-----------------	----------------	----------------

Comentario: se prevé que la estimación final del PIB del 2T11 será ligeramente superior a la cifra preliminar. Aunque no se han publicado muchos datos para el 2T desde el último informe, los inventarios de las empresas y los pedidos de bienes duraderos se revisaron al alza en junio. Además, la balanza comercial internacional se revisó al alza, de -53.100 millones de dólares a -51.600 millones de dólares, debido sobre todo a la reducción de las importaciones. A pesar de que la actividad económica se ha mantenido lenta, esperamos que el PIB del 2T siga en línea con nuestro escenario central de modesto crecimiento en 2011. **Repercusión en los mercados:** las crecientes incertidumbres con respecto a las perspectivas futuras hacen que los mercados sean muy sensibles a unos datos peores de lo previsto.

Renta personal y gastos de consumo (agosto, 29 de septiembre)

Previsión: 0,1%, 0,1%	Consenso: 0,1%, 0,2%	Anterior: 0,3%, 0,8%
-----------------------	----------------------	----------------------

Comentario: se prevé que la renta personal y los gastos de consumo hayan crecido en agosto, pero a un ritmo intermensual más lento. La debilidad de las condiciones del empleo sigue pesando sobre la renta personal; el informe de agosto indica que no hubo crecimiento del empleo y sí una reducción en los salarios medios. Las continuas caídas de la confianza de los consumidores y las ventas minoristas planas en el mes indican un gasto conservador, especialmente tras la sorprendente subida de julio. Aunque el aumento de los precios de los alimentos y de la energía podría haber contribuido al crecimiento en términos nominales, prevemos un crecimiento mínimo. **Repercusión en los mercados:** no esperamos mucha reacción en los mercados.

Home



Mercados



Destacados



Datos de Mercados



China: PMI de septiembre (1 de octubre)

Previsión: 51,6	Consenso: n.d.	Anterior: 50,9
-----------------	----------------	----------------

Comentario: los indicadores de actividad se han mantenido bien hasta ahora, en línea con nuestras expectativas de un escenario de aterrizaje suave. Sin embargo, con el aumento de los riesgos bajistas para la demanda mundial, los mercados seguirán de cerca el próximo dato del PMI. La estimación preliminar del PMI (Markit) apunta a un debilitamiento de la confianza en la producción manufacturera. No obstante, como los últimos datos de actividad han seguido mostrándose fuertes, esperamos que el PMI oficial de septiembre se incremente con respecto al mes pasado, aunque este aumento reflejaría principalmente factores estacionales (a pesar de los esfuerzos de la agencia de estadística por desestacionalizar la serie). **Repercusión en los mercados:** un valor inferior de lo previsto, especialmente una caída con respecto al mes anterior o un resultado por debajo del umbral de expansión (por encima de 50), podría hacer mella en la confianza acerca de las perspectivas de crecimiento.

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,36	1	5	7
		Tipo 2 años	0,21	5	-2	-23
		Tipo 10 años	1,77	-27	-53	-83
	EMU	3-meses Euribor	1,54	0	0	66
		Tipo 2 años	0,37	-15	-35	-36
		Tipo 10 años	1,73	-14	-48	-62
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,351	-2,1	-6,3	0,2
		Libra-Euro	0,87	0,1	-0,5	2,7
		Franco Suizo-Euro	1,22	1,3	6,8	-7,8
	América	Argentina (peso-dólar)	4,20	0,0	0,4	6,2
		Brasil (real-dólar)	1,88	9,9	17,1	9,9
		Colombia (peso-dólar)	1903	4,5	6,2	5,3
		Chile (peso-dólar)	518	7,9	11,0	6,5
		México (peso-dólar)	13,83	6,7	11,3	10,2
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,79	2,0	2,0	0,0
	Asia	Japón (Yen-dólar)	76,27	-0,8	-0,7	-9,6
		Corea (KRW-dólar)	1165,70	4,8	7,5	1,4
		Australia (AUD-dólar)	0,979	-5,6	-6,5	2,2
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	105,1	-6,4	-4,6	33,2	
	Oro (\$/onza)	1673,6	-7,6	-4,9	29,1	
	Metales	547,9	-3,6	-3,1	4,2	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	7845	-6,5	-6,3	-26,9
		EuroStoxx 50	1980	-8,3	-11,6	-29,1
		EE.UU. (S&P 500)	1130	-7,1	-4,0	-1,6
	América	Argentina (Merval)	2487	-9,6	-14,5	-3,5
		Brasil (Bovespa)	53315	-6,8	-0,9	-21,8
		Colombia (IGBC)	13149	-5,3	-1,5	-6,9
		Chile (IGPA)	18625	-4,5	-6,7	-15,9
		México (CPI)	32429	-7,8	-6,4	-2,6
		Perú (General Lima)	19003	-7,6	-2,6	9,7
	Asia	Venezuela (IBC)	100714	0,3	1,0	52,4
		Nikkei225	8560	-3,4	-0,9	-9,6
		HSI	17669	-9,2	-9,2	-20,1
Crédito (cambios en pbs)	Ind.	Itraxx Main	199	23	27	86
		Itraxx Xover	845	131	128	329
		CDS Alemania	106	23	21	66
		CDS Portugal	1179	124	141	777
	Riesgo Soberano	CDS España	437	66	61	212
		CDS EE.UU	56	6	8	---
		CDS Emergentes	369	78	66	138
		CDS Argentina	1044	181	214	280
		CDS Brasil	218	58	56	101
		CDS Colombia	213	53	53	90
		CDS Chile	151	37	45	74
		CDS México	214	55	53	82
		CDS Perú	219	54	51	100

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.