BBVA | RESEARCH

Observatorio Semanal
Global

Madrid, 27 de junio 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

Mercados →
Destacados →
Calendario →
Datos de Mercados →

Continúan las presiones en precios en Asia

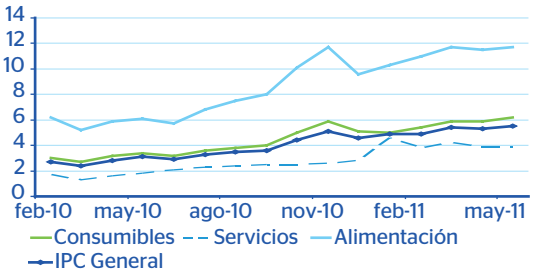
El comentario del primer ministro de China acerca del éxito de las autoridades en su batalla contra la inflación ha provocado expectativas de moderación del ciclo de ajuste de tipos de interés. En nuestra opinión, aunque la inflación en China podría alcanzar pronto su techo, las tensiones en los precios siguen siendo altas. Por tanto, creemos que habrá más movimientos alcistas de los tipos de interés y otras medidas de ajuste en el 2S11. En los países desarrollados, los últimos indicadores económicos subrayan la desaceleración del ciclo económico mundial. En la zona euro, el índice de gerentes de compras compuesto ha caído más de lo previsto en junio (ver Destacados). En EE. UU., las ventas de vivienda nueva y usada de mayo siguen poniendo de manifiesto la debilidad del mercado de la vivienda de EE. UU. (ver el Observatorio Global del 20 de mayo), mientras que los datos del desempleo siguen sin cumplir las expectativas del mercado. Sin embargo, la Fed ha confirmado que la debilidad observada en los últimos datos económicos es temporal. En esta línea se enmarca el repunte de los pedidos de bienes duraderos observado en mayo después de verse negativamente afectados por el terremoto de Japón. No obstante, la declaración del FOMC fue relativamente flexible (ver Destacados).

Nueva ayuda a Grecia con participación privada: pendiente del parlamento griego

La conclusión de la reunión del Consejo Europeo el 24 de junio confirmó algunos de los acuerdos alcanzados en la anterior reunión del ECOFIN. La UE es partidaria de un segundo paquete de ayuda a Grecia, sujeto a la aprobación de la estrategia fiscal a medio plazo por parte del parlamento griego esta semana. La declaración estipula que los fondos adicionales también procederán de fuentes privadas en forma de prórrogas voluntarias cuando venza la deuda griega. Se prevé que la decisión final se tomará a principios de julio. Uno de los principales riesgos en este escenario es la acción que puedan tomar las agencias de calificación y las normas de provisión de liquidez del BCE. Ya hay algunos primeros indicios que se dirigen hacia un consenso, por ejemplo, Fitch dijo que bajo una iniciativa tipo Viena para Grecia, bajaría temporalmente la calificación de 'impago por parte del emisor' a 'impago restringido', pero mantendría los bonos del gobierno en 'CCC', lo que permitiría a la deuda griega poder ser utilizada como avales para que se descuenten en el BCE.

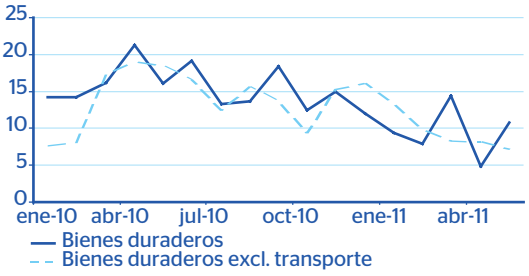
Esta semana: se prestará atención al índice de gerentes de compras de China correspondiente a junio, además de al índice ISM de junio de EE. UU y al IPC de junio de la zona euro.

Gráfico 1
China: la inflación puede tocar techo pero las presiones en precio se mantienen



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2
EE.UU: los pedidos de bienes duraderos rebotaron



Fuente: Bloomberg

Destacados

FOMC: durmiendo con un ojo abierto

El FOMC esperará a confirmar que la recuperación es sostenible antes de tomar medidas de salida.

El PMI compuesto de la zona euro cayó más de lo previsto

Prevemos que el PIB de la zona euro crecerá un +0,3% t/t durante el resto del año, claramente por debajo del consenso.

El FMI apoyó claramente las políticas del gobierno español

El Fondo recomienda que se prosiga en esa línea para lograr los objetivos fiscales.

Análisis de Mercados

FX Global

Estratega Jefe
Dustin T. Reid
Dustin.Reid@bbvany.com
+1 (212) 7281707

Tipos de Interés Europa y EE.UU.
José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

Crédito Global

Crédito Europa
Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

Equity Global

Estrategia
Joaquin Garcia Huerga, CFA
jghuerga@grupobbva.com
+34 91 374 68 30

Mercados

Balón de oxigeno a Grecia, ¿hasta cuándo?

Papandreou superó el pasado martes el voto de confianza en el parlamento griego, una de las condiciones que impuso la UE para seguir concediéndole la ayuda. Esto inicialmente puede propiciar cierta relajación de las primas de riesgo tras el tensionamiento reciente, sin embargo es importante destacar que la reacción esperada era claramente asimétrica: mucho más fuerte si hubiese sido rechazado que si se aprueba el voto de confianza, ya que este ultimo todavía está sujeto a otras acciones. El siguiente paso para Grecia consiste en la aprobación del plan de recorte (78 mil mill de euros) la próxima semana, trámite necesario para poder recibir el quinto tramo del préstamo hasta ahora "congelado". Este movimiento de relajación debería ser másintenso y notarse especialmente en i) los tramos más cortos de la curva euro (los que más habían sobre reaccionado a la baja) de tal modo que pueden recuperar sensibilidad al ciclo delBCE, ii) los spread core-non core muy influenciados en los últimos días por el efecto contagio y iii) los Asset Swap (difrencia entre la curva Govt y la Swap) debería corregir reflejando la disminución de la prima de riesgo. En todo caso, estos intentos de vuelta los seguimos viendo aún limitados.

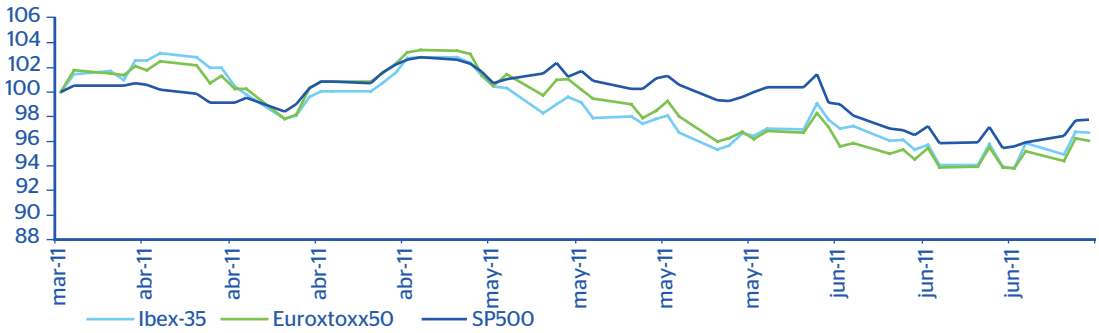
El cruce EURUSD cae tras el FOMC

El universo de las divisas sigue empeñado en la historia de la deuda griega y la periféria europea, con atención intermitente sobre los asuntos de la Fed. La declaración del miércoles del FOMC apoya la visión de BBVA de que los tipos de interés seguirán bajos por más tiempo, lo que probablemente tenga connotaciones negativas para el USD. La posterior conferencia de prensade Bernanke pareció restar importancia a la idea de un supuesto "QE3", y da la impresión de que los mercados de divisas han prestado más atención que nunca a esa idea tras la declaracióny posterior comentario del presidente de la Fed. En cierto modo, nos sorprende que el cruce EURUSD haya caído más de dos figuras desde el jueves, cuando se publicó la declaración del FOMC. Ni la declaración ni la conferencia de prensa posteriror nos parecieron demasiado durasy no pensamos que el mercado estuviera esperando anuncios de inyecciones de liquidez adicionales. Creemos que cualquier posible reacción positiva del USD al FOMC durará poco, ya que el mercado se volverá hacia otros temas clave, como los titulares sobre Grecia (cuya resolución prevemos positiva) y los datos económicos estadounidenses.

Elevada volatilidad en los mercados de crédito

Gran volatilidad en los mercados de crédito a la espera de la resolución de la situación griega.En lo que va de semana hemos asistido a una ampliación generalizada de los índices sintéticos,a pesar de los estrechamientos de principio de semana. El iTraxx Main amplió 4bp desde el cierre del pasado viernes hasta los 114bp mientras que iTraxx SovX amplió 12bp hasta los 236bp, alcanzando su máximo histórico. Por parte de los financieros, el iTraxx Financiero Senior y Subordinado ampliaron 7bp y 8bp respectivamente hasta los 163bp y 290bp. El mercado primario continúa prácticamente cerrado para las entidades financieras aunquese ha observado cierta actividad por el lado de los corporates. BAA, la empresa operadora deaeropuertos en UK emitió $1bn de bonos a 10 años. RCI emitió EUR500mn de bonos a 10 años ams+160. Por su parte el European Financial Stability Facility emitió EUR3bn de bonos a 5 años ams+6bp, para ayudar a financiar el rescate de Portugal. Respecto al mercado secundario, los inversores permanecen cautelosos a la espera de la resolución de la crisis griega. Los mercados actualmente presentan mucha volatilidad y a pesar de que existen muchas oportunidades de trading, la liquidez es mínima. Actualmente hay mucha incertidumbre, sobre todo por los datos macroeconómicos negativos de EE.UU. y por la situación en Grecia. Pero si por un momento dejamos al lado la situación griega, se observanalgunos factores positivos para el crédito tanto a medio como a largo plazo: i) atractivos spreads,ii) bajo apalancamiento de los corporates y iii) una recapitalización y limpieza del balance de las entidades financieras. Por otro lado, los inversores tienen fuertes posiciones de cash, el cual si se pusiera en juego podría dar lugar a estrechamiento de los diferenciales.

Chart 3
Evolución acumulada del Ibex, Eurostoxx50 y SP500



Fuente: Bloomberg

Home →
Destacados →
Calendario →
Datos de Mercados →

Análisis Económico

EE.UU.
Hakan
hakandanis@bbvacompass.com
+1 713 843 5382

Europa
Miguel Jiménez
mjimenez@grupobbva.com
+34 91 537 37 76

Luis Francisco Rodríguez Vásquez
lfrancisco.rodriguez@grupobbva.com
+ 34 91 537 46 43

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com
+34 91 3743961

Destacados

FOMC: durmiendo con un ojo abierto

La declaración de la última reunión del FOMC describe que la economía muestra un crecimiento moderado, pero a un ritmo algo más lento de lo que se esperaba anteriormente. Cree que la debilidad de los indicadores económicos es un fenómeno pasajero, el resultado del aumento de los precios del petróleo y de la catástrofe natural de Japón. En cuanto a la inflación, el FOMC mantiene que el reciente repunte es el resultado de un incremento temporal de los precios de las materias primas. No obstante, la Fed cree que detrás de la desaceleración de EE. UU. también hay factores de largo plazo relacionados con la crisis financiera, en particular el desapalancamiento tanto de hogares como del sector bancario y la consolidación fiscal. En lo que respecta a la política monetaria, Bernanke dijo que sería útil esperar un poco más antes de tomar alguna decisión de política monetaria. Si la debilidad de la economía continúa, la Fed podría emplear herramientas adicionales. Por ello, hemos retrasado el cese de la reinversión del capital para noviembre, pero el resto de nuestra secuencia permanece igual y aún esperamos una primera subida de los tipos para marzo de 2012. Actualmente prevemos que los riesgos se inclinan a la baja, lo que sugiere que la primera subida de los tipos se pospondrá si la economía se ralentiza considerablemente.

El PMI compuesto de la zona euro cayó más de lo previsto

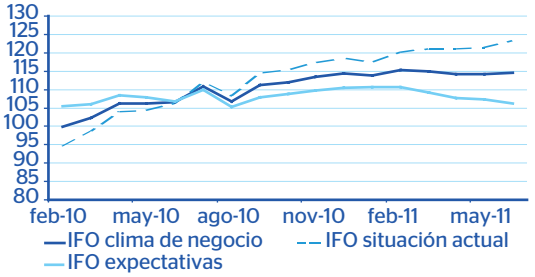
En junio se produjo una fuerte desaceleración de los indicadores PMI en la Eurozona (EZ), por lo que el índice compuesto cayó en 2,1 puntos, hasta 53,6, debido a la desaceleración de la producción manufacturera (-2,6 p hasta 52,0) y de los servicios (-1,8 hasta -54,2). Las cifras se situaron bastante por debajo de nuestras expectativas y las del consenso, que anticipaban una desaceleración más suave tras dos meses de una actividad relativamente pujante. En Alemania, el abrupto descenso se debió a la producción manufacturera, mientras que los servicios mejoraron; en cambio en Francia, el descenso afectó a ambos sectores. Según Markit, dejando aparte estos países, la actividad se contrajo realmente en junio (PMI por debajo de 50). Esta desaceleración es coherente con nuestra desaceleración prevista para el 2T, tras aumentar un +0,8% t/t en el 1T. Nuestro modelo MICA indica que el crecimiento podría ser un 0,4% trimestral, mientras que Markit, considerando solamente los PMI, indica que el crecimiento sería un 0,6% y estaría desacelerándose. Sin embargo, la pronunciada caída, junto con la contracción en la periferia, aumenta la incertidumbre de los mercados con respecto a la recuperación en los próximos meses. Nuestro escenario incluía una desaceleración hasta +0,3% t/t para el resto del año, por debajo del consenso, debido al aumento de los precios del petróleo y al retroceso de los factores temporales que impulsaron la actividad en el 1T. Las cifras del PMI indican que avanzamos hacia ese escenario.

El FMI apoyó claramente las políticas del gobierno español

El FMI apoyó claramente las políticas gubernamentales implementadas en el último año en España. El Fondo prevé que el crecimiento seguirá débil a corto plazo y que con el tiempo oscilará entre el 1,5% y el 2% anual (un poco por debajo de nuestra estimación, que se sitúa en torno a un 2%). No obstante, en su opinión, los riesgos siguen inclinados a la baja y España debería proseguir haciendo más reformas que fortalezcan los compromisos para cumplir los objetivos fiscales, que lleven a una implementación decisiva de la estrategia concebida para recapitalizar parte del sector financiero y que profundicen y amplíen las reformas implementadas hasta ahora. La mayoría de las mejoras que sugiere el Fondo están en línea con nuestra propia visión, que hemos expresado en publicaciones recientes (Panorama Económico de España, mayo 2011) y no tan recientes (Panorama Económico de España, marzo 2009). Entre ellas se incluyen: i) la creación de un consejo fiscal independiente; ii) la implementación de fuertes normas fiscales; iii) la recapitalización de parte del sistema financiero que favorezca la participación del sector privado limitando al mismo tiempo la permanencia de los fondos públicos cuando sea necesario; iv) mayor transparencia; v) una reforma del mercado de trabajo más audaz que baje más las indemnizaciones por despido y permita que los salarios se ajusten a las condiciones específicas de las empresas; y vi) fomento de la competencia en los sectores no transables.

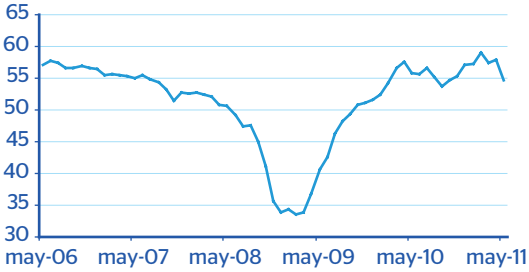
Home →
Mercados →
Calendario →
Datos de Mercados →

Gráfico 3
Alemania: IFO se incrementó en Junio



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4
El UEM PMI cayó mas de lo esperado



Fuente: Bloomberg

Análisis Económico

Europa
Miguel Jiménez
mjimenez@bbva.com
(+34) 91 537 37 76

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

Asia
Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk
(+852) 25823297

Xia Le
xia.le@bbva.com.hk
+852 2582 3132

Calendario: Indicadores

Zona euro: inflación IPCA (junio, 30 de junio)

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

Comentario: tras los efectos estacionales de los meses precedentes, prevemos que la inflación habrá aumentado ligeramente en 0,1 pp hasta llegar al 2,8% a/a en junio, invirtiendo así la caída del mes pasado. Los precios del petróleo han seguido moderándose en las últimas semanas, lo que ejerce cierta presión a la baja sobre nuestras previsiones, aún así, creemos que debería compensarse en parte con los riesgos alcistas que se derivan de los mayores efectos indirectos. El desglose detallado no se publicará hasta la próxima semana, pero nuestras previsiones muestran que la inflación subyacente podría haber aumentado también ligeramente hasta el 1,9% a/a. **Repercusión en los mercados:** una intensificación de la inflación subyacente podría aumentar la inquietud de los mercados por la posibilidad de que los mayores efectos indirectos puedan dar lugar a una política monetaria más ajustada.

Zona euro: masa monetaria (mayo, 30 de junio)

Previsión: 2,1% a/a	Consenso: 2,2% a/a	Anterior: 2,0% a/a

Comentario: se prevé que los datos del crédito de la zona euro correspondientes a mayo reflejarán un comportamiento del crédito todavía lento. Se prevé que la M3 habrá seguido creciendo en mayo, tras la desaceleración del crecimiento que se produjo en los últimos meses después de la sorpresa registrada en febrero. Entre los distintos componentes, se prevé que los créditos a las familias habrán seguido aumentando, aunque a un ritmo más moderado que el que se observó al comienzo del año. Los créditos a las entidades no financieras probablemente continuarán creciendo a un ritmo moderado tras el repunte de enero y febrero. **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.: renta personal y gastos de consumo (mayo, 27 de junio)

Previsión: 0,4%,0,2% m/m	Consenso: 0,4%,0,1% m/m	Anterior: 0,4%,0,4% m/m

Comentario: las estimaciones preliminares correspondientes a abril indican que la renta personal, la renta personal disponible y el consumo privado se incrementaron en un 0,4%, un 0,3%, y un 0,4% m/m, respectivamente. En términos reales, la renta personal disponible se mantuvo sin cambios, mientras que el consumo privado se incrementó sólo un 0,1% m/m. Según nuestras previsiones, tanto la renta personal disponible como el consumo privado mantendrán su actual trayectoria de bajo crecimiento. Además, esperamos que el crecimiento de los precios se mantenga estable en la publicación del próximo mes. **Repercusión en los mercados:** los aumentos reales en la renta personal disponible y en el consumo privado indicarían que la demanda de consumo no es tan débil como se había pensado últimamente. Los mercados bursátiles deberían reaccionar de forma positiva ante unas fuertes cifras de consumo.

EE.UU.: índice ISM manufacturero (junio, 1 de julio)

Previsión: 52,5	Consenso: 52,0	Anterior: 53,5

Comentario: el índice ISM manufacturero muestra expansión de la actividad manufacturera por vigésimo segundo mes consecutivo; 14 de los 18 sectores de producción manufacturera registraron crecimiento en mayo. Sin embargo, los pedidos nuevos cayeron un 17,3% m/m, hasta 51,0, deslizándose por debajo del umbral de 52,1 lo que indica una posible desaceleración. Además, los precios cayeron 9 pp m/m. En general, los encuestados indicaron que la actividad se mantiene fuerte, pero algunos observaron la posibilidad de una desaceleración en el 2S11. **Repercusión en los mercados:** si la producción manufacturera registra cifras inferiores a las estimaciones del consenso, creemos que los mercados caerán en anticipación de un bajo crecimiento en julio.

China: PMI (junio, 1 de julio)

Previsión: 51,6	Consenso: 51,5	Anterior: 52,0

Comentario: creemos que el índice de gerentes de compras (PMI) se reducirá por tercer mes consecutivo en junio, ya que la actividad económica sigue moderándose como consecuencia de las medidas de ajuste monetario adoptadas por las autoridades. No obstante, el resultado debería seguir bien firme dentro de la zona de expansión (más de 50 puntos), lo que aliviará la inquietud por un aterrizaje brusco. **Repercusión en los mercados:** un valor por debajo de lo previsto podría exacerbar las preocupaciones por un aterrizaje brusco, mientras que el resultado contrario aumentaría las expectativas de nuevos ajustes monetarios.

Home →
Mercados →
Destacados →
Datos de Mercados →

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,25	0	-1	-29
		Tipo 2 años	0,35	-3	-19	-30
		Tipo 10 años	2,93	-2	-20	-18
	EMU	3-meses Euribor	1,53	2	9	78
		Tipo 2 años	1,39	-12	-27	83
		Tipo 10 años	2,88	-8	-17	27
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,420	-0,6	0,7	15,0
		Libra-Euro	0,89	0,6	2,7	8,0
		Franco Suizo-Euro	1,19	-1,6	-3,1	-11,8
	América	Argentina (peso-dólar)	4,10	0,0	0,3	4,2
		Brasil (real-dólar)	1,59	-0,4	-2,2	-10,4
		Colombia (peso-dólar)	1787	0,0	-2,3	-5,9
		Chile (peso-dólar)	474	0,6	0,6	-11,7
		México (peso-dólar)	11,88	-0,4	1,6	-6,4
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,76	-0,1	0,4	-2,4
	Asia	Japón (Yen-dólar)	80,60	0,5	-1,7	-9,8
		Corea (KRW-dólar)	1082,50	-0,5	-1,7	-10,5
		Australia (AUD-dólar)	1,051	-0,9	-0,2	20,7
MMPP (Var %)		Brent de petróleo ($/b)	107,0	-5,5	-6,9	37,0
		Oro ($/onza)	1517,9	-1,4	-0,5	20,9
		Metales	595,6	-1,0	-1,8	23,4
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10033	-1,0	-1,8	5,2
		EuroStoxx 50	2767	-0,1	-1,8	5,3
	América	EE.UU. (S&P 500)	1284	0,9	-2,8	19,2
		Argentina (Merval)	3314	1,4	1,0	43,0
		Brasil (Bovespa)	61194	0,2	-3,5	-5,6
		Colombia (IGBC)	14215	1,3	0,2	13,5
		Chile (IGPA)	22202	1,1	-2,4	16,4
		México (CPI)	35327	0,9	-0,5	8,3
		Perú (General Lima)	19014	-4,4	-13,6	33,9
		Venezuela (IBC)	80159	-0,9	0,1	23,1
	Asia	Nikkei225	9679	3,5	2,7	-0,6
		HSI	22140	2,1	-2,7	7,0
Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	116	5	13	-11
		Itraxx Xover	426	17	55	-123
	Riesgo Soberano	CDS Alemania	45	5	5	0
		CDS Portugal	827	36	159	503
		CDS España	294	5	38	43
		CDS EE.UU	53	2	4	---
		CDS Emergentes	233	2	20	-23
		CDS Argentina	641	11	36	-326
		CDS Brasil	118	2	13	-13
		CDS Colombia	114	3	12	-35
		CDS Chile	78	3	9	-21
		CDS México	115	3	12	-13
		CDS Perú	150	0	22	22

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.