

# Observatorio Semanal Global

Madrid, 28 de noviembre 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**  
 maria.martinezalvarez@bbva.com  
 +34 91 537 66 83

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

*Europa*  
**Miguel Jiménez**  
 mjimenezg@bbva.com  
 +34 91 5373776

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

## ¿Es probable un apoyo adicional del BCE?

- **Crecen las presiones sobre los bonos soberanos de la zona euro**

La falta de demanda en la subasta de bonos alemanes a 10 años ha aumentado la inquietud acerca de la posible pérdida de su categoría de activo seguro. La CE ha publicado el documento de consulta sobre los bonos de estabilidad (eurobonos). Pero, el gobierno alemán lo ha descartado. Antes de introducir eurobonos, prefieren hacer cambios significativos en el Tratado de la UE (en la reunión del Consejo Europeo del 9/12 se esperan propuestas que persigan la unión fiscal a través de una mayor integración económica e incluso la pérdida de soberanía fiscal de los estados para garantizar la disciplina fiscal). En nuestra opinión, será necesaria una mayor integración económica y fiscal para que los eurobonos se acepten como una clase de activos seguros. No obstante, modificar el Tratado llevaría tiempo ya que, en principio, es necesaria la aprobación de los 27 estados miembros. Mientras, hace falta tomar medidas para evitar que continúe el deterioro de los mercados. A este respecto, tanto la hoja de ruta hacia la unión fiscal como las nuevas líneas de crédito precautorias y de liquidez del FMI y el FEEF, con la condicionalidad que conllevan, serían buenas herramientas para fomentar el apoyo del BCE a la zona euro. Esta semana las reuniones del Eurogrupo y del ECOFIN ampliarán información sobre la capacidad de apalancar el FEEF y de las líneas de crédito precautorias.

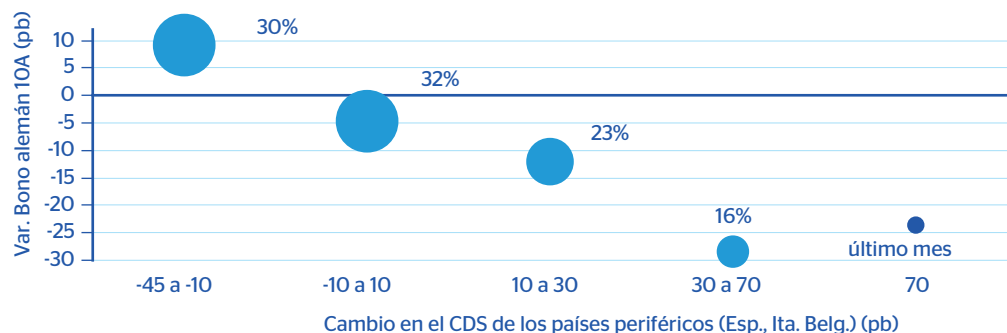
- **Vuelve la preocupación por el crecimiento tras el fracaso del supercomité**

A diferencia de la zona euro y a pesar de los riesgos a la baja, los datos económicos de EE. UU. en el último mes han sido mejores de lo previsto: las ventas minoristas y la producción industrial de octubre apuntan a un crecimiento del PIB relativamente fuerte en el 4T. Sin embargo, la nueva escalada de la crisis en la zona euro, que ha empezado a extenderse a los países centrales, y la falta de acuerdo del supercomité sobre el ahorro han aumentado una vez más la inquietud sobre el crecimiento. Estos dos preocupantes indicios han inclinado aún más a la baja el balance de riesgos sobre el crecimiento. Por un lado, siguen aumentando los riesgos de contagio financiero; por otro lado, un choque contractivo fiscal podría golpear la economía de EE. UU. a comienzos de 2012 cuando cabe la posibilidad de que los recortes del 2% en las deducciones salariales y las prestaciones por desempleo de emergencia no se prolonguen después de diciembre de 2011. Para agravar aún más la preocupación por el crecimiento mundial, la zona euro podría caer en recesión en el 4T: los datos preliminares (la producción industrial ya se estaba contrayendo más rápido a finales del 3T) indican una contracción de la actividad a medida que la falta de confianza mina el gasto y la inversión. Además, el índice de gerentes de compras preliminar de China (sector privado) dio más pruebas de que el crecimiento y las exportaciones podrían debilitarse, pues se situó en la zona de contracción (48,0). Sin embargo, hay algunos indicios positivos. Prevemos que el índice de gerentes de compras oficial que se dará a conocer la próxima semana se mantendrá en la zona de expansión.

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

Gráfico 1

**Variación del promedio mensual de las rentabilidades de los bonos a 10 años (pb) con los distintos movimientos de los CDS a 5 años de los países periféricos principales**



Fuente: Datastream y BBVA Research

Análisis Económico

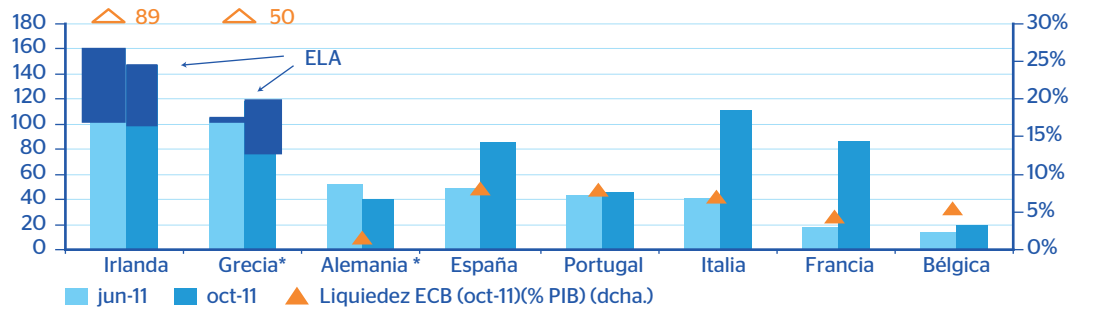
Foco en la liquidez del BCE

La provisión de liquidez del BCE se ha mantenido en niveles elevados en los últimos cuatro meses. En concreto, los últimos datos publicados sobre los préstamos del BCE relativos a octubre muestran un continuo aumento de los préstamos que incluye a los países no periféricos, por lo que se ha experimentado un considerable deterioro. Más específicamente, los préstamos del BCE a los bancos italianos aumentaron hasta 111.300 millones de euros en octubre desde los 104.700 millones de euros de septiembre, muy lejos del nivel de junio (41.000 millones de euros). Los bancos franceses también han aumentado considerablemente su dependencia de la liquidez del BCE desde junio, unos 80.000 millones de euros.

Hay que destacar que los préstamos del BCE a los bancos griegos cayeron hasta 77.700 millones de euros en septiembre (los datos de octubre aún no se han publicado), lo que supone una caída del 17% desde agosto. Pero estos préstamos han sido reemplazados por la ELA (facilidad de liquidez de emergencia), que se incrementó en aproximadamente 20.000 millones de euros de agosto a septiembre y muestra que los bancos griegos se han quedado sin garantías aceptables para el BCE. En concreto, durante este mes los tres bancos de mayor tamaño de Grecia han emitido bonos garantizados por el gobierno por valor de unos 10.000 millones de euros, que probablemente se utilizarán como parte de la nueva facilidad de liquidez de 30.000 millones de euros creada para los bancos griegos a principios de este año. Estos bonos podrían utilizarse como garantías para asegurar la financiación, bien a través de la facilidad de liquidez temporal (ELA) o bien a través del BCE, pero esta vez, será probablemente a través de la ELA porque según el FMI "En contra de las expectativas del programa, el Consejo de Gobierno del BCE no ha decidido si aceptar o no como avales admisibles el nuevo tramo propuesto de 30.000 millones de € de bonos bancarios garantizados por el gobierno.

En este contexto, Recientemente se ha especulado que el BCE podría anunciar la ampliación de los plazos de los préstamos que ofrece a los bancos a 2 o incluso a 3 años para tratar de aliviar los problemas de financiación a los que se enfrentan los bancos europeos. Creemos que se debería hacer más para abordar las distorsiones de los flujos de liquidez entre los bancos, por ejemplo haciendo que los avales sean más flexibles y estableciendo garantías para las emisiones bancarias.

Gráfico 2  
BCE: utilización de las MRO y las LTRO (miles de millones de euros)



Fuente: Bancos Centrales Nacionales y BBVA Research

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

## Análisis de Mercados

**Eurobonos: el camino hacia la unión fiscal. La cuestión que queda abierta es cómo animar a los países con altas calificaciones a participar en la opción más ambiciosa**

La Comisión Europea ha publicado un borrador sobre los bonos de estabilidad (eurobonos). En principio ha sido rechazado por Alemania, pero contiene, no obstante, importantes ideas sobre cómo podría funcionar una eventual implementación de los eurobonos. El fundamento en el que se basan los bonos de estabilidad (SB) es la emisión de bonos respaldados colectivamente por todos los países, lo que permitiría a los estados miembros que pagan altas rentabilidades beneficiarse de la mayor solvencia de los estados miembros con bajas rentabilidades. Esta estrategia se complementaría con una mayor disciplina fiscal en la zona euro para reforzar la estabilidad de sus balances morales y en especial para evitar el riesgo moral (países que no ajustaran sus déficits y siguieran beneficiándose de la estabilidad del SB). Además de reforzar la solvencia y de eliminar las dudas sobre los países, otras posibles ventajas del SB son: 1) reducir la volatilidad de los mercados, 2) crear un mercado de deuda europea grande y homogéneo que puede ser una alternativa a la clase de activos del Tesoro de EE. UU., 3) ayudar a garantizar el canal de transmisión de la política monetaria creando una mayor oferta de activos seguros y de liquidez, 4) proporcionar mejores avales para los bancos y 5) reducir el riesgo de sesgo local en el sector bancario. Por consiguiente, para animar a los estados miembros que tienen una gran calidad crediticia a participar en las emisiones de SB puede ser necesario un mecanismo que redistribuya parte de las ventajas de financiación entre los estados miembros con mejores y peores calificaciones.

En el documento de la CE hay distintas propuestas del SB según el grado en que se comparta el riesgo crediticio entre los países. La primera opción es la "sustitución total de las emisiones nacionales por emisiones de bonos de estabilidad, con varias garantías conjuntas", donde los SB cubren toda la deuda de todos los países y todos los estados miembros son responsables no sólo de su propia cuota de emisiones de SB sino de las de cualquier otro estado miembro que incumpliera sus obligaciones. Esta opción es la que más agrupa el riesgo crediticio entre los países, pero también presenta el mayor riesgo moral. La segunda opción es la "sustitución parcial de las emisiones nacionales por emisiones de SB con varias garantías conjuntas". Esta alternativa también se conoce como "bonos azules-rojos". Las emisiones de SB (bonos azules) cubrirían determinado nivel predefinido de las necesidades de financiación y el resto de las necesidades se financiarían mediante los bonos nacionales (bonos rojos). Los estados miembros serían responsables de la cuota de las emisiones de SB de cualquier estado miembro (bono azul), mientras que las emisiones nacionales estarían respaldadas por el gobierno nacional. En esta opción sería muy importante decidir las proporciones relativas de SB y de bonos nacionales (algunos estudios sugieren un 60% del PIB en bonos azules), sabiendo que las emisiones más bajas de SB conllevarían un riesgo moral más bajo, pero también menos ventajas en términos de reducción del riesgo crediticio. La tercera opción es la "sustitución parcial de las emisiones nacionales por emisiones de SB pero sin garantías conjuntas". En esta opción, las responsabilidades no serían compartidas en común por los estados miembros, de modo que no habría transferencia del riesgo crediticio de los países con calificaciones más altas a los países con calificaciones más bajas, aunque éstos últimos se beneficiarían de la mayor liquidez de los SB, pero al mismo tiempo sería necesario que reforzaran su disciplina fiscal para conseguir las ventajas de los SB.

Las dos primeras opciones exigen cambios importantes en el Tratado de la UE. Por tanto, no pueden implementarse a corto plazo, aunque su anuncio probablemente tendría un considerable impacto en los mercados. Para la tercera opción no es necesario hacer grandes cambios en el Tratado. No obstante, con esta propuesta es difícil ver mejoras en las condiciones actuales del mercado, a menos que se incluyera una gran mejora del crédito. En nuestra opinión, para abordar los actuales trastornos del mercado deben darse pasos decisivos, lo que implica hacer cambios sustanciales en el Tratado. Mientras tanto es necesario el apoyo del BCE.

---

[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*

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

*Crédito Europa*

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

**Tipos de Interés: entonces... ¿Alemania está en la Eurozona?**

Como ya vimos la semana pasada con la poca demanda en la subasta del 2A alemán esta curva está perdiendo parte de su rol como activo refugio. Esto se materializó el miércoles en una subasta a 10A en la que no se cubrió la demanda y el Bundesbank tuvo que quedarse con el 39% de los 6 mil mill de objetivo, frente a un 20% en ocasiones previas. Esta pérdida de atractivo del papel alemán se observa también en su comportamiento relativo a la curva Eonia, ampliándose en los últimos días, comportamiento muy diferente al visto en otros momentos de máxima tensión. Aunque podría parecer que esta menor demanda en las subastas se debe al nivel poco atractivo de los tipos, esto no es así, ya que esta misma semana en las subastas a 2A y 7A en EE.UU -con tipos también extremadamente bajos- se han registrado los mayores bid to cover de la historia. De hecho, el spread a 10A entre la curva de Treasuries, que sigue recogiendo flujos de "flight to quality", y la alemana se ha ampliado 50 p.b. en la última semana. Aún así es importante notar que las partes más cortas de la curva, en concreto las letras alemanas, siguen siendo unos de los sitios preferidos de los inversores para colocar su dinero.

**Divisas: el mercado de FX a la espera de mayor concreción sobre el EFSF**

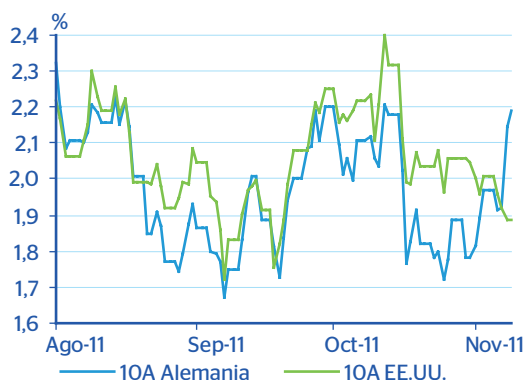
Las divisas sensibles al riesgo siguen sufriendo las presiones generadas por los miedos derivados de los datos macro y la situación financiera global. El lunes, el Supercomité del Congreso fracasó en su intento de llegar a un acuerdo para reducir el gasto. Aunque el apetito por el riesgo se vio afectado por la noticia, no estaríamos ante un catástrofe desde el punto de vista presupuestario, puesto que ya existe un plan alternativo para aplicar recortes automáticos del gasto de hasta 1,2 billones de USD que entraría en vigor a comienzos de 2013. Además, el mal resultado de las subastas realizadas en Europa junto con algunos datos macro negativos tampoco ayudaron a despejar los miedos de los inversores. Aunque varias cifras como la encuesta IFO alemana y los pedidos de bienes duraderos en EE.UU. se situaron por encima de las expectativas, las caídas en las encuestas manufactureras de China y la UEM propiciaban un aumento de las dudas sobre la evolución económica global, afectando negativamente al apetito por el riesgo. Con todo, dos factores importantes ayudaron a limitar las caídas en las divisas sensibles al riesgo. En primer lugar, el FMI anunció cambios en su línea de crédito con carácter preventivo para países con problemas de liquidez, pero solventes. En segundo lugar las actas del FOMC sugerían que algunos miembros consideran que es necesario aplicar más medidas de estímulo en forma de compras de MBS en el primer trimestre de 2012.

**Crédito: el efecto contagio no perdona a Alemania**

En los mercados de crédito, la fragilidad de la eurozona empieza a afectar cada vez de manera más evidente a sus miembros core como consecuencia del incremento del nerviosismo entre los inversores ante la falta de solución del problema de la deuda soberana europea. En este sentido, el pasado miércoles, el CDS 5 años alemán amplió 7pb hasta los 108pb debido a la mala acogida de su subasta a 10 años, solo se han colocado EUR3,6bn de los EUR6bn previstos. Es interesante destacar que en el último año el CDS alemán ha cotizado 10bp más estrecho que el inglés, mientras que actualmente esta cotizando 10pb más amplio (108pb frente a 98pb). Por el lado de los índices sintéticos, se ha producido una ampliación generalizada de los índices en lo que va de semana, con la mayoría de ellos alcanzando sus niveles máximos el pasado miércoles, iTraxx Main 209pb, iTraxx Fin Senior 342pb y SovX 381pb. En lo que respecta al mercado primario la actividad continúa siendo limitada y en el caso de los financieros el segundo programa de recompra de covered Bonds continúa sin tener la efectividad deseada hasta el momento.

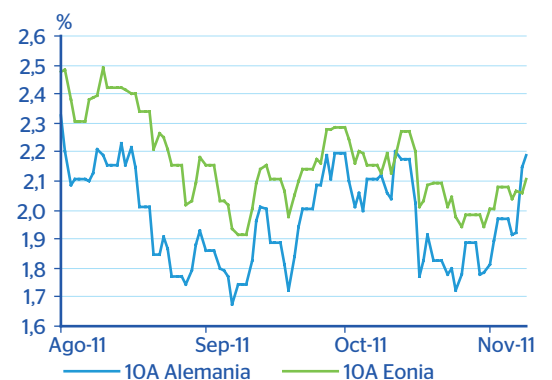
- Home →
- Destacados →
- Calendario →
- Datos de Mercados →

Gráfico 3  
**10A Alemania y 10A EE.UU**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4  
**10A Alemania y 10A Eonia Swap**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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

## Calendario: Indicadores

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

Previsión: 3,0% a/a	Consenso: 3,0 % a/a	Anterior: 3,0 % a/a
---------------------	---------------------	---------------------

**Comentario:** tanto el índice general de precios como la inflación subyacente deberían mantenerse sin cambios en noviembre por tercer mes consecutivo, tras la aceleración observada en septiembre debido a los cambios metodológicos, lo que apunta a que la inflación ya ha llegado a su peak. La incertidumbre acerca de las previsiones de inflación se ha incrementado en los últimos meses debido a estos cambios metodológicos y al aumento del IVA en Italia a mediados de septiembre. Mantenemos nuestras previsiones de que la inflación se moderará en diciembre para caer por debajo del objetivo del BCE más adelante, en el primer trimestre de 2012. **Repercusión en los mercados:** no creemos que tenga un impacto significativo en los mercados, ya que el balance de riesgos se encuentra equilibrado.

### Zona euro: tasa de desempleo (octubre, 30 de noviembre)

Previsión: 10,3%	Consenso: 10,2%	Anterior: 10,2%
------------------	-----------------	-----------------

**Comentario:** creemos que la tasa de desempleo se habrá acelerado en octubre después de subir también en septiembre. Además, las cifras anuales revisadas del mes pasado muestran que la tasa de desempleo se ha incrementado alrededor de 0,3 pp desde abril, en contraste con la estabilización a la que apuntaban las cifras anteriores. Los últimos datos económicos que indican una ligera contracción en el 4T unidos a una mayor incertidumbre en los próximos trimestres pesan sobre las intenciones de contratación de las empresas, que siguen empeorando según la encuesta de la CE. Todas estas cifras constituyen otra prueba más del deterioro del mercado de trabajo a corto plazo. **Repercusión en los mercados:** un resultado peor de lo previsto aumentaría la inquietud acerca de una recesión más profunda.

### EE. UU.: Índice ISM manufacturero (noviembre, 1 de diciembre)

Previsión: 51,0	Consenso: 51,7	Anterior: 50,8
-----------------	----------------	----------------

**Comentario:** el índice ISM de manufactureros se ha mantenido cerca del territorio de no crecimiento en los últimos cuatro meses y no esperamos muchos cambios en noviembre. Los pedidos nuevos y la producción han repuntado en los últimos meses y la disminución de las presiones sobre los precios indica una mejora en las condiciones de los fabricantes. Las encuestas regionales de la Reserva Federal muestran cierto crecimiento en el sector manufacturero, pero las expectativas de demanda siguen siendo ambivalentes. Así pues, creemos que el índice ISM se mantendrá cerca de la marca de 50 y sólo indicará un crecimiento mínimo en el sector. **Repercusión en los mercados:** un avance reducirá los temores de que se produzcan nuevas revisiones del crecimiento del PIB a la baja y aliviará la preocupación por la vulnerabilidad a las condiciones en el extranjero.

### EE. UU.: empleo no agrícola y tasa de desempleo (noviembre, 2 de diciembre)

Previsión: 110.000, 9,0%	Consenso: 112.000, 9,0%	Anterior: 80.000, 9,0%
--------------------------	-------------------------	------------------------

**Comentario:** la situación del empleo ha mejorado poco a poco en los últimos meses. Las mejoras en el mercado de la vivienda indican cierto crecimiento en el empleo del sector de la construcción; sin embargo, la contratación en el sector manufacturero sigue siendo poco entusiasta. Además, la debilidad del empleo público continúa lastrando el empleo total. Aunque la disponibilidad del empleo parece estar mejorando, no ha sido suficiente para que la tasa de paro cayera de forma significativa. **Repercusión en los mercados:** un crecimiento notable del empleo suavizaría el golpe del fracaso del supercomité, que ha aumentado las incertidumbres de los mercados con respecto a la estabilidad fiscal.

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

### China: PMI (noviembre, 1 de diciembre)

Previsión: 50,1	Consenso: 49,8	Anterior: 50,4
-----------------	----------------	----------------

**Comentario:** el crecimiento del PIB se ha moderado hasta ahora en línea con un aterrizaje suave. Sin embargo, los riesgos a la baja se han incrementado debido a las dificultades externas y a los efectos de la reciente política de ajuste monetario. La última estimación avanzada del sector privado (Markit) del índice de gerentes de compras para noviembre cayó hasta el 48,0 en noviembre desde el 51,0 de octubre. Sin embargo, como el índice de gerentes de compras oficial cubre un conjunto más amplio de empresas orientadas al comercio interno que todavía están creciendo, esperamos que se mantenga justo dentro de la zona de expansión (más de 50) en noviembre. **Repercusión en los mercados:** un valor por debajo de lo previsto agravaría la inquietud por un aterrizaje brusco, aumentaría las expectativas de que se apliquen políticas de estímulo en China y haría mella en la ya débil confianza acerca de las perspectivas de crecimiento mundial.

## 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	0,52	3	9	22
		Tipo 2 años	0,27	0	-1	-23
		Tipo 10 años	1,95	-6	-25	-91
	<b>EMU</b>	3-meses Euribor	1,48	1	-11	45
		Tipo 2 años	0,46	-1	-6	-47
		Tipo 10 años	2,26	29	22	-47
<b>Divisas</b> (cambios en %)	<b>Europa</b>	Dólar-Euro	1,328	-1,7	-4,0	0,3
		Libra-Euro	0,86	0,1	-1,4	1,0
		Franco Suizo-Euro	1,23	-0,3	0,8	-7,0
	<b>América</b>	Argentina (peso-dólar)	4,26	0,2	0,7	7,2
		Brasil (real-dólar)	1,88	5,4	6,5	8,9
		Colombia (peso-dólar)	1945	1,6	3,3	1,9
		Chile (peso-dólar)	526	2,8	4,9	8,8
		México (peso-dólar)	14,22	3,3	5,2	13,8
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,71	0,3	-0,3	-3,8
	<b>Asia</b>	Japón (Yen-dólar)	77,64	0,9	2,1	-7,6
		Corea (KRW-dólar)	1164,29	2,2	2,7	0,0
		Australia (AUD-dólar)	0,975	-2,7	-5,7	1,1
	<b>MMPP</b> (Var %)		Brent de petróleo (\$/b)	107,5	0,0	-1,3
		Oro (\$/onza)	1693,9	-1,7	-1,8	24,2
		Metales	523,3	-0,8	-2,5	-4,6
<b>Renta Variable</b> (cambios en %)	<b>Euro</b>	Ibex 35	7728	-7,0	-12,5	-19,1
		EuroStoxx 50	2109	-5,7	-9,7	-23,0
		EE.UU. (S&P 500)	1171	-3,7	-5,7	-1,5
	<b>América</b>	Argentina (Merval)	2435	-3,7	-15,5	-26,3
		Brasil (Bovespa)	55477	-2,2	-2,9	-18,7
		Colombia (IGBC)	12171	-3,9	-9,1	-18,4
		Chile (IGPA)	19441	-5,1	-2,9	-15,5
		México (CPI)	35607	-1,9	-0,6	-3,5
		Perú (General Lima)	18993	-1,3	-1,8	-8,3
		Venezuela (IBC)	115432	0,0	8,3	74,6
	<b>Asia</b>	Nikkei225	8160	-2,6	-6,7	-18,7
		HSI	17689	-4,3	-7,2	-22,7
	<b>Crédito</b> (cambios en bps)	<b>Ind.</b>	Itraxx Main	207	19	33
Itraxx Xover			841	81	122	348
<b>Riesgo Soberano</b>		CDS Alemania	111	16	25	66
		CDS Portugal	1105	52	-5	599
		CDS España	480	24	101	157
		CDS EE.UU	56	5	15	---
		CDS Emergentes	347	22	50	123
		CDS Argentina	1081	88	106	417
		CDS Brasil	190	13	35	75
		CDS Colombia	188	13	34	72
		CDS Chile	150	9	31	64
		CDS México	188	13	36	71
		CDS Perú	190	12	33	66

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.