

Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Madrid, martes 13 octubre 2020

*Estrategias de Inversión es una marca registrada por Publicaciones Técnicas y Profesionales, S.L. El informe y las opiniones, datos, estimaciones o previsiones contenidas en el mismo han sido elaboradas por **Publicaciones Técnicas Profesionales, S.L.**, sociedad ajena a BBVA, para dar información general en la fecha de su emisión a los clientes de BBVA Trader.*

Todo inversor con acceso a este informe debe ser consciente que los instrumentos y las inversiones incluidas en el mismo pueden no ser adecuadas para los objetivos específicos de su inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo, porque no han sido analizados para la elaboración del informe, por ello, debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y con el asesoramiento específico y especializado que pudiera ser necesario.

Por favor, lea atentamente el aviso legal incluido al final de este informe.

Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice de contenidos

- [Momentos Clave de la semana que podrían generar Volatilidad](#)
- [Curva de Tipos en EEUU \(aplanamiento e inversión del 10-2 años Tesoro\) y Crecimiento Interanual del PIB real y Tipo de Interés Real](#)
- [Métricas del Mercado Laboral en EEUU](#)
- [Índices de Confianza de la Conference Board](#)
- [Índices de Confianza de la Universidad de Michigan](#)
- [ISM Manufacturero y Producción Industrial](#)
- [ISM No Manufacturero](#)
- [PMI Markit \(índice de gerentes de compras\)](#)
- [Ventas al Por Menor](#)
- [Anexo: Evolución de la cartera de renta variable Ibex 35 elaborada el 16 diciembre 2019](#)

Guía Visual de los Datos Macro de EEUU y Eurozona

Momentos Clave de la semana que podrían generar Volatilidad *(Fuente: Bloomberg Economics y elaboración propia)*

Analistas y traders centrarán su atención en esta semana en los siguientes datos macro, segundo paquete de estímulo fiscal y resultados de compañías:

- 1) Audiencia en el Senado de la candidata al Tribunal Supremo Amey Coney Barret hoy martes 13 de octubre a las 15:00 pm:** la audiencia de confirmación en el Senado de Amy Coney Barrett, nominada por Donald Trump para ocupar el escaño de la Corte Suprema de los Estados Unidos que se abrió con la muerte de la jueza Ruth Bader Ginsburg promete ser polémica y se producirá solo unas semanas antes de las elecciones presidenciales. La nominada será interrogada por miembros del Comité Judicial del Senado para sondear sus posturas sobre temas que probablemente incluyan el aborto y el derecho al voto.
- 2) Evolución de las negociaciones entre Nancy Pelosi, la presidenta de la Cámara de Representantes, y el Secretario del Tesoro Steven Mnuchin, en relación con un nuevo plan de estímulo fiscal en EEUU, las cuales se esperan que continúen a lo largo de la semana:** El Presidente Donald Trump y la presidenta de la Cámara Nancy Pelosi se culparon mutuamente por la falta de progreso en un nuevo plan para apoyar la economía de EE.UU., mientras que un alto asesor de la Casa Blanca, Larry Kudlow, dijo que espera que continúen las conversaciones esta semana y un miembro de la Fed, Neel Kashkari, ha señalado que se necesita más ayuda fiscal y que esta es vital. Después de una semana de señales cambiantes en el cantidad de estímulo y cómo llegar allí, Trump dijo en Fox News que los republicanos "están teniendo dificultades con Nancy Pelosi". Pelosi calificó la oferta de la administración para hacer frente al impacto en la salud de la pandemia de virus como extremadamente inadecuada.
- 3) Resultados de compañías norteamericanas y el mayor evento de lanzamiento de productos de Apple del año, denominado "High Speed" (alta velocidad) donde planea presentar cuatro iPhones rediseñados con capacidad inalámbrica 5G, cámaras mejoradas, procesadores más rápidos y una gama más amplia de tamaños de pantalla, programado para hoy martes a las 19:00 hora española:**

Date	Time	Event
10/13	12:45	JPMorgan Third-Quarter Earnings
10/13	14:00	Citigroup Third-Quarter Earnings
10/13	15:00	U.S. Supreme Court Confirmation Hearing
10/13	19:00	Apple Product Launch Event
10/14	02:30	Bank of Korea Policy Decision and Briefing
10/14	12:45	Bank of America, Wells Fargo Third-Quarter Earnings
10/14	13:30	Goldman Sachs Third-Quarter Earnings
10/15	07:30	TSMC's Third-Quarter Earnings
10/15	13:15	Morgan Stanley Third-Quarter Earnings

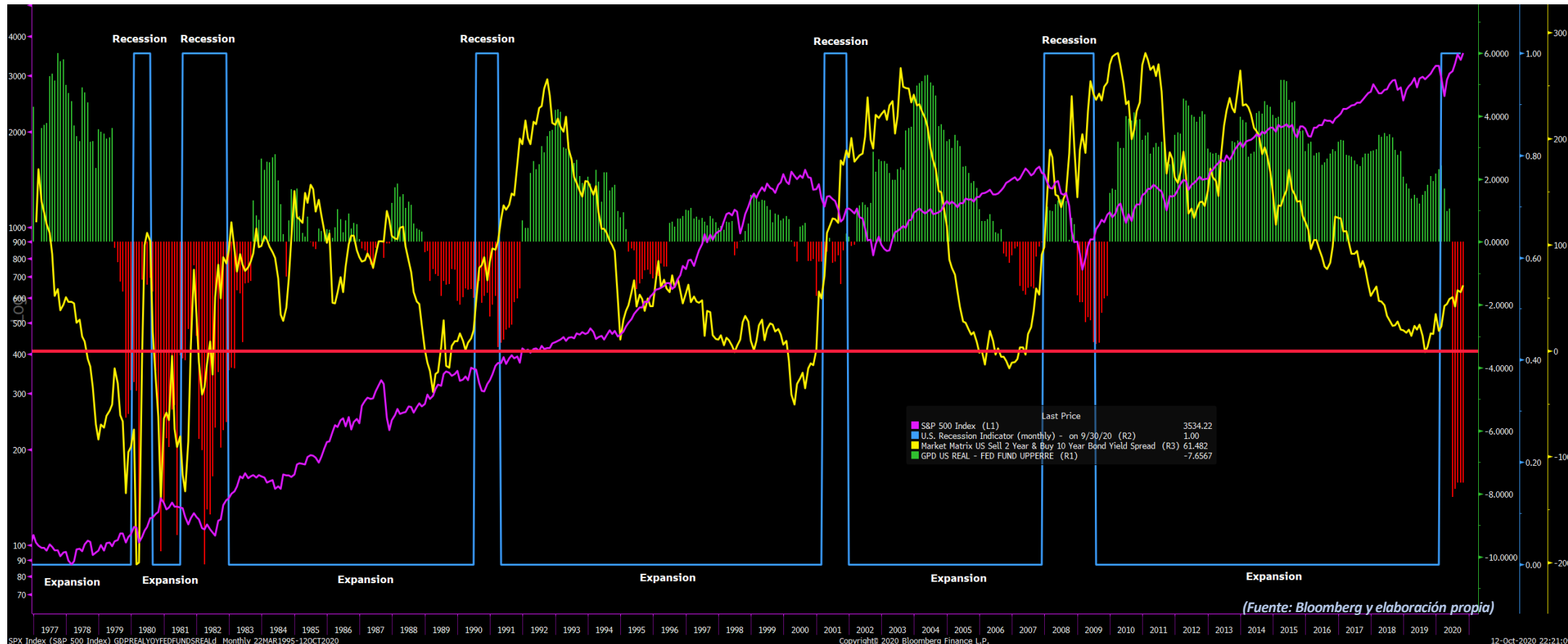
- 4) Ventas al Por Menor en EEUU, viernes 16 a las 14:30 pm hora española:** es una métrica especialmente relevante que nos va a permitir valorar la salud del consumo privado durante el mes de septiembre y que en el caso de que exhiba una acusada desviación respecto al consenso de analistas podría generar un notable movimiento intradiario en el tipo de cambio EURUSD y en los futuros sobre índices de renta variable norteamericanos.

United States		Browse		21:10:30		10/16/20		10/20/20		
Economic Releases		All Economic Releases		View		Agenda		Weekly		
Date	Time	A	M	R	Event	Period	Surv(M)	Actual	Prior	Revised
22)	10/16 14:30	🔊	🔔	📊	Retail Sales Advance MoM	Sep	0.8%	--	0.6%	--
23)	10/16 14:30		🔔	📊	Retail Sales Ex Auto MoM	Sep	0.4%	--	0.7%	--
24)	10/16 14:30		🔔	📊	Retail Sales Ex Auto and Gas	Sep	0.4%	--	0.7%	--
25)	10/16 14:30		🔔		Retail Sales Control Group	Sep	0.3%	--	-0.1%	--

Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & variación interanual del PIB de EEUU ajustado por la inflación menos el tipo de interés real (fed funds menos la variación interanual de la métrica de inflación conocida por PCE (Personal Consumption Expenditure Deflator: variaciones en los precios de bienes y servicios adquiridos por el consumidor) & diferencial de rentabilidad 10-2 años del Tesoro norteamericano –series mensuales–

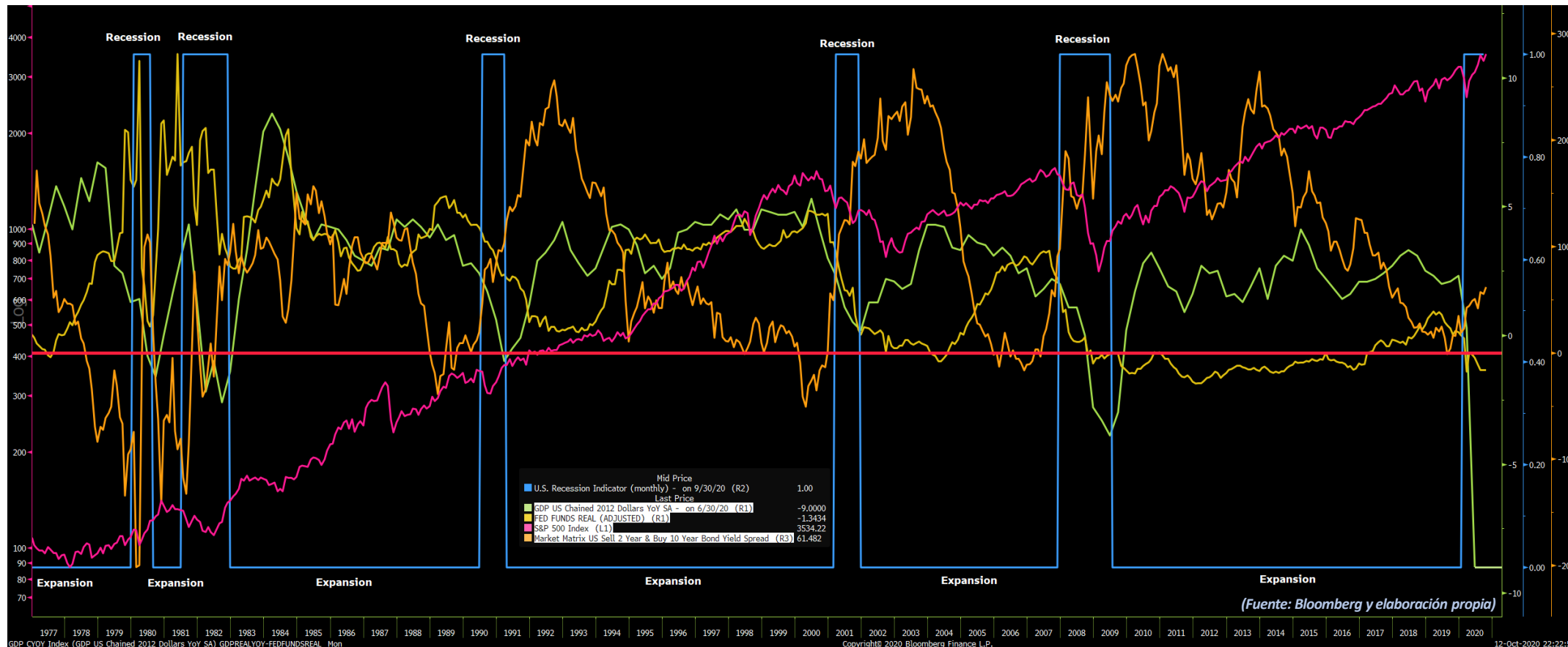
De acuerdo con este gráfico sería necesario poder observar simultáneamente curva invertida y tipos de interés reales por encima del crecimiento del PIB real (i.e., ajustado por la inflación) interanual para poder advertir del riesgo de recesión en EEUU y sólo hemos tenido una de las dos señales, no obstante el impacto de las medidas de confinamiento del Covid-19 han provocado que la economía norteamericana haya entrado en recesión coyunturalmente antes de recuperarse y volver a fase de Expansión.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & variación interanual del PIB de EEUU ajustado por la inflación menos el tipo de interés real (fed funds menos la variación interanual de la métrica de inflación conocida por PCE (Personal Consumption Expenditure Deflator: variaciones en los precios de bienes y servicios adquiridos por el consumidor) & diferencial de rentabilidad 10-2 años del Tesoro norteamericano –series mensuales–

De acuerdo con este gráfico sería necesario poder observar simultáneamente curva invertida y tipos de interés oficiales reales por encima del crecimiento del PIB real (i.e., ajustado por la inflación) interanual para poder advertir del riesgo de recesión en EEUU y sólo hemos tenido una de las dos señales, no obstante el impacto de las medidas de confinamiento del Covid-19 han provocado que la economía norteamericana haya entrado en recesión coyunturalmente antes de recuperarse y volver a fase de Expansión.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & Creación Neta de Empleo No Agrícola (sector privado) –series mensuales–

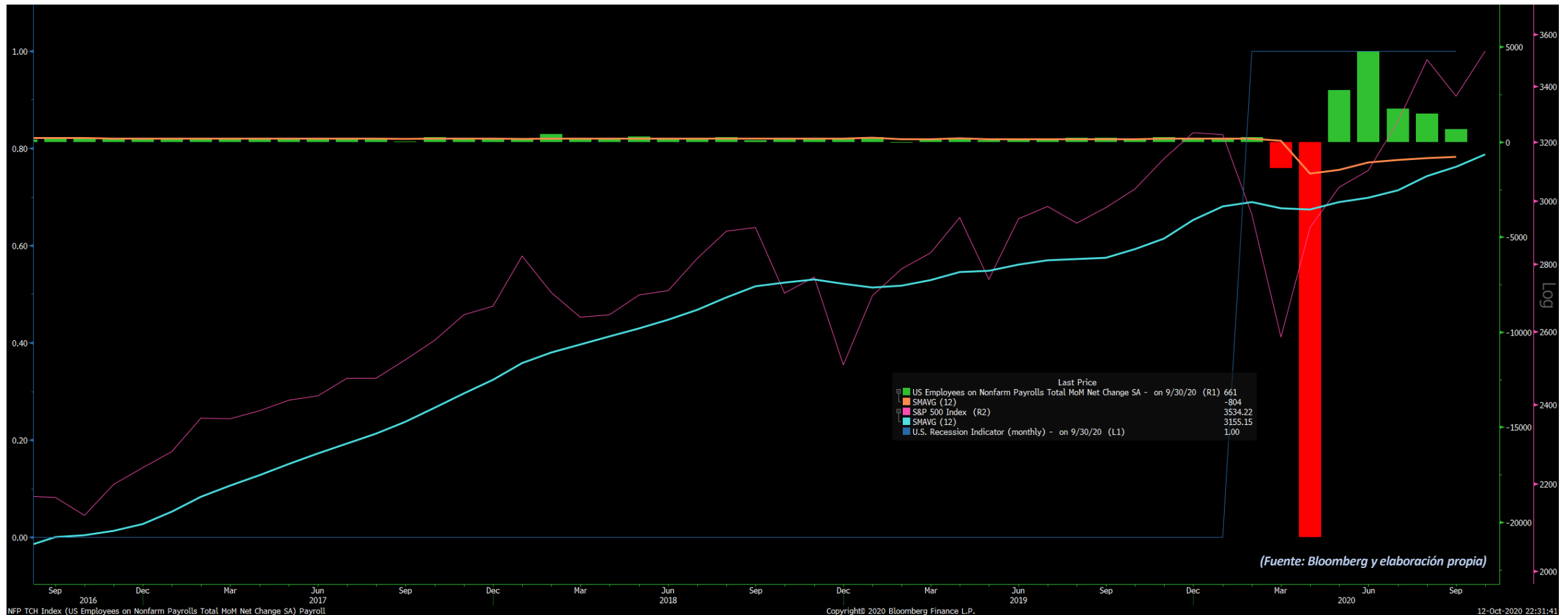
Esperamos que se mantenga la creación neta de empleo no agrícola dentro de la empresa privada en un contexto de apoyo fiscal y monetario sin precedentes junto a una reducción del número de contagios de EEUU y de la posibilidad de tener una vacuna en el último trimestre del año que podría favorecer una reapertura total de la economía. La aprobación de un segundo paquete de estímulo fiscal será decisiva para evitar la destrucción de empleo.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & Creación Neta de Empleo No Agrícola (sector privado + gobierno –federal, estatal y local–) –series mensuales–

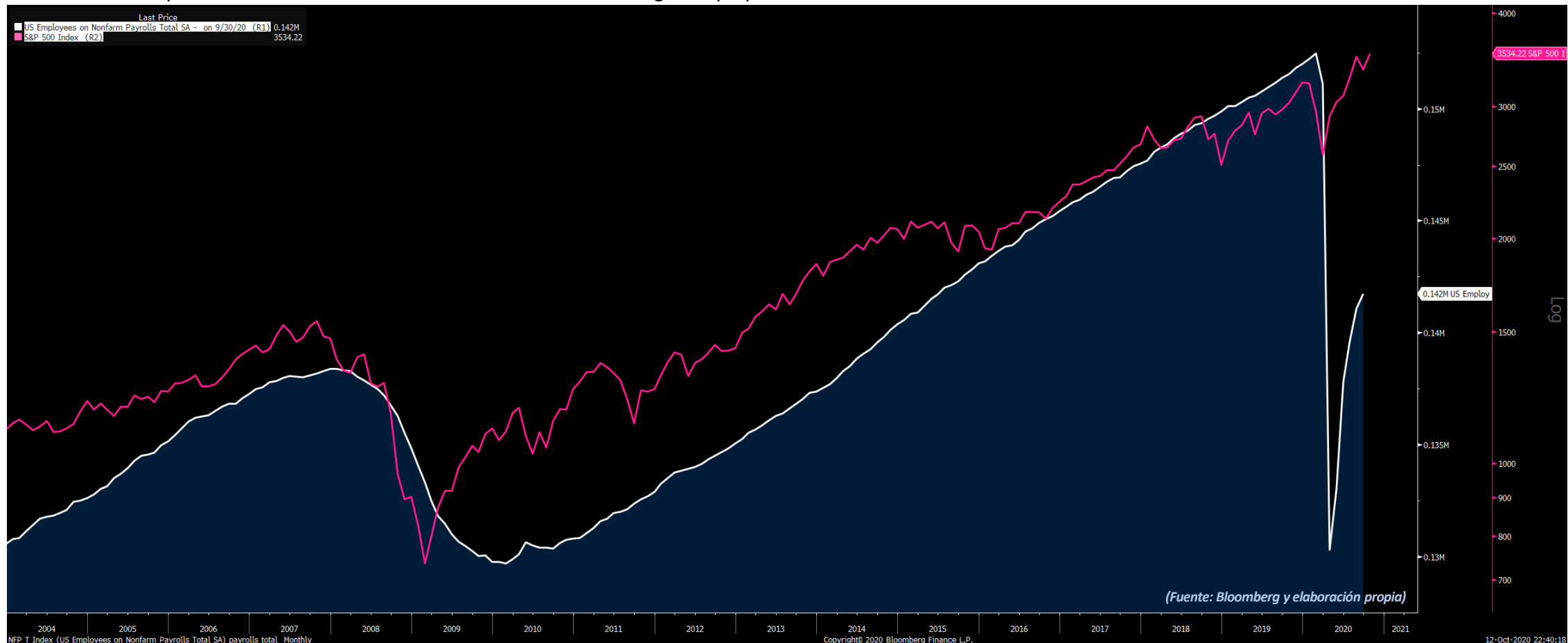
Esperamos que se mantenga la creación neta de empleo no agrícola dentro de la empresa privada + gobierno en un contexto de apoyo fiscal y monetario sin precedentes junto a una reducción del número de contagios de EEUU y de la posibilidad de tener una vacuna en el último trimestre del año que podría favorecer una reapertura total de la economía. La aprobación de un segundo paquete de estímulo fiscal será decisiva para evitar la destrucción de empleo.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & Creación Neta de Empleo No Agrícola (sector privado + gobierno –federal, estatal y local–) –serie mensual acumulada–

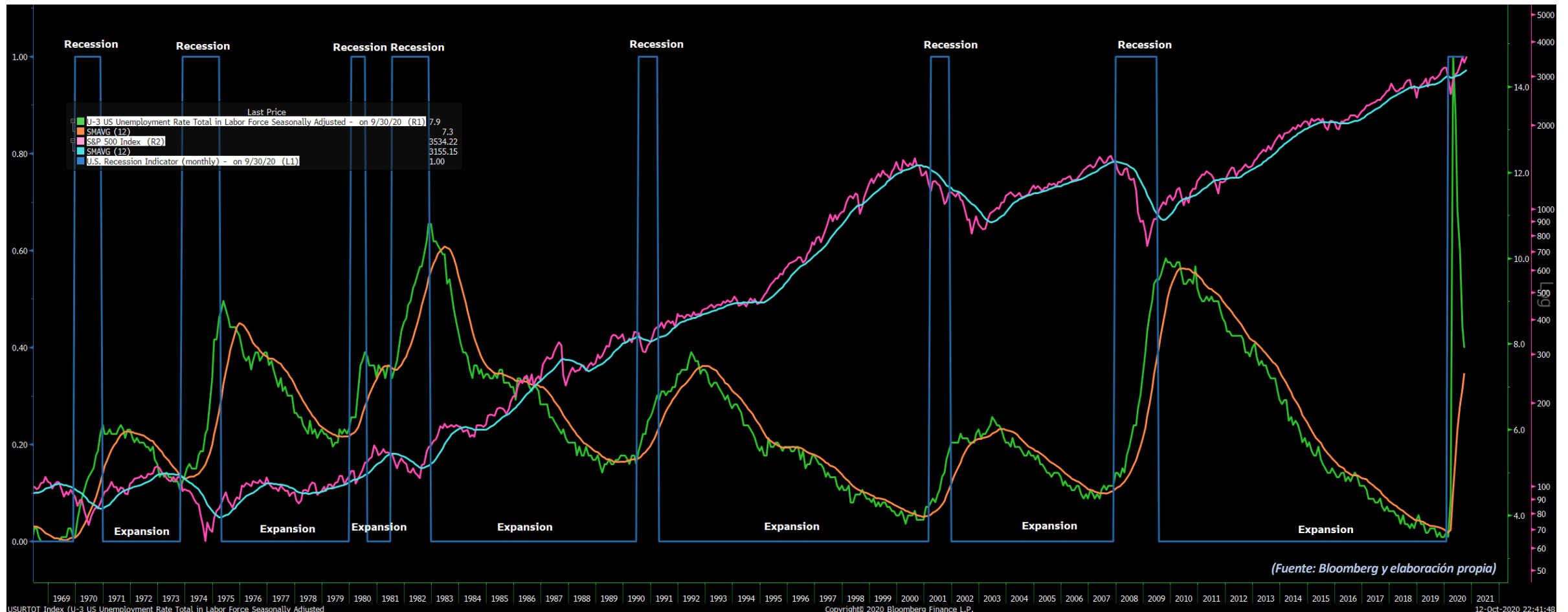
Las nóminas no agrícolas cayeron en 20,5 millones sin precedentes en abril, en comparación con una disminución de 870.000 del mes anterior. Los 20,5 millones en pérdidas de empleos borran más de 20 años de creación neta de empleo no agrícola en un solo mes, lo que hace que el número de trabajadores empleados vuelva a los niveles alcanzados a principios de 2000, tal como se puede apreciar en el gráfico adjunto en la serie acumulada (en color blanco) junto al índice S&P 500 (en color morado), lo que ha supuesto pasar desde 152 millones a 131 millones en tan sólo dos meses, marzo y abril. La recuperación del mes de mayo supone un punto de giro en esta tendencia motivado por la reapertura de la economía. Ahora para mantener esta tendencia se hace necesario un segundo paquete de estímulo fiscal.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & Tasa de Desempleo –series mensuales–

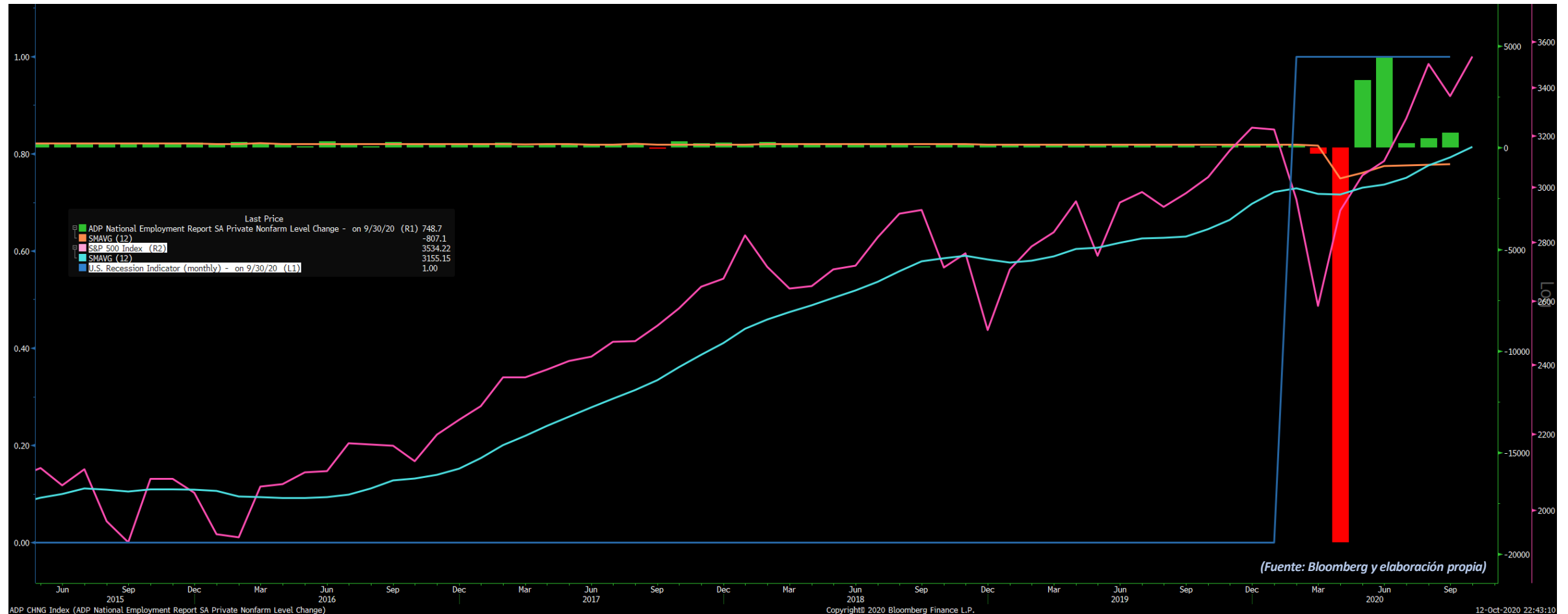
Véase como la **tasa de desempleo** (serie en color verde) **llegó a alcanzar niveles del 14,7% superando los niveles del 10,8% alcanzados en diciembre de 1982**. Lo elabora la **Oficina de Estadísticas Laborales (Bureau of Labor Statistics)**. La línea recta azul que toma los valores cero y uno señala los ciclos económicos con sus dos fases: **Expansión** y **Recesión**, respectivamente, de acuerdo con los criterios de la **NBER (National Bureau of Economic Research)**. **En el informe mensual de empleo de agosto ha descendido hasta el 7,9% por lo que creemos que ya hemos asistido a un punto de giro en esta serie y que lo peor lo hemos dejado atrás.**



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & ADP Research Institute –series mensuales–

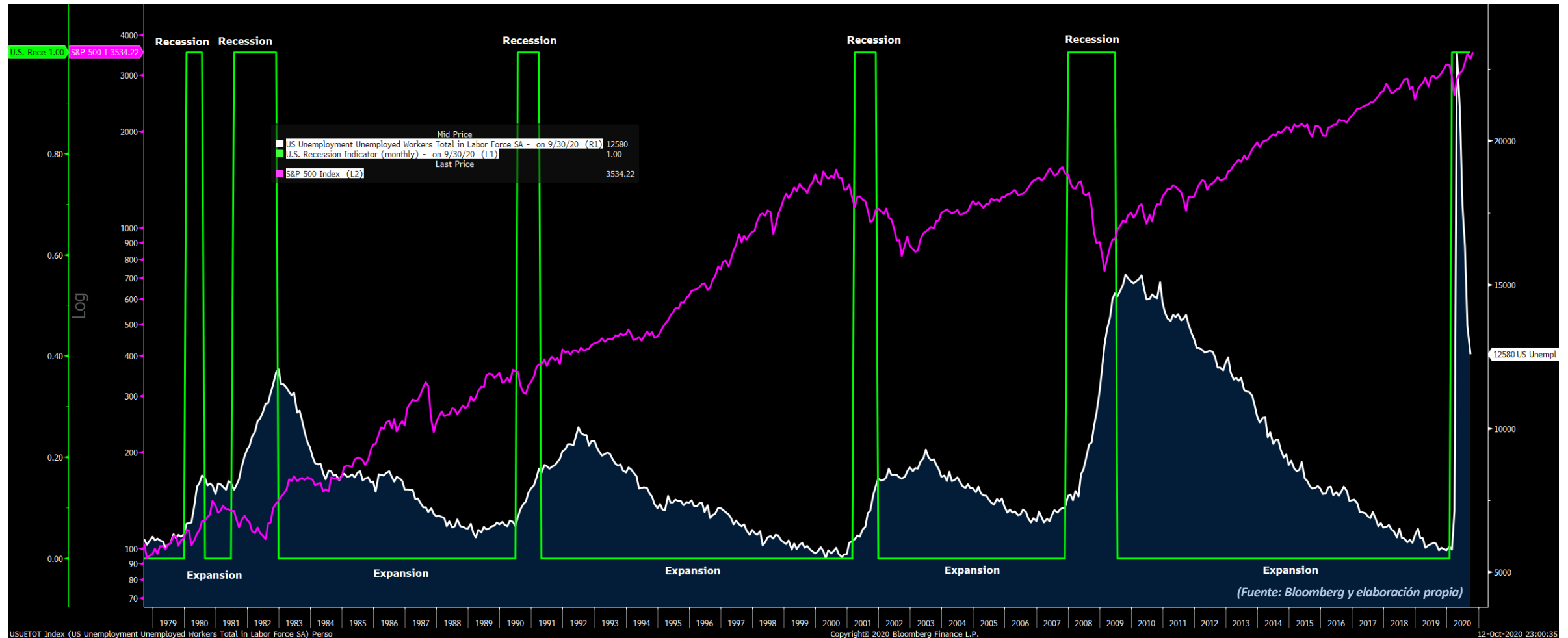
La **creación neta de empleo no agrícola** dentro del **sector privado** medido por **ADP (Automatic Data Processing Research Institute)** y utiliza como criterio el **estar en nómina** a diferencia de la **Oficina de Estadísticas Laborales (Bureau of Labor Statistics)** para el dato de **payrolls** que se publica el primer viernes de cada mes que es **estar recibiendo un pago** (histograma verde –creación de empleo– y rojo –destrucción–).



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & número de persona en situación de desempleo en EEUU –series mensuales–

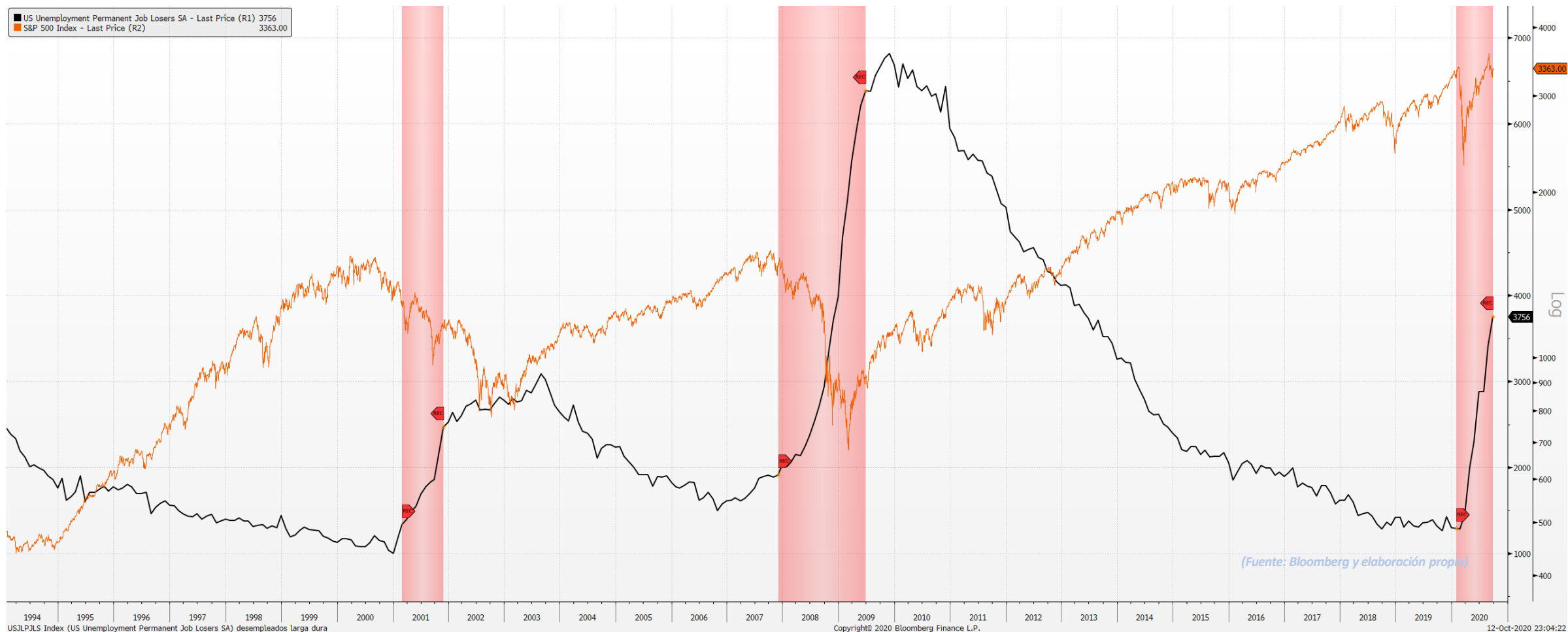
El **número de personas desempleadas** (serie mensual en color blanco y que mide la cantidad de personas que no tienen trabajo y que están en edad de trabajar y buscan trabajo de forma activa) a **30 de septiembre 2020** alcanza la cifra de **12.580.000 personas**)



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & ratio número de desempleados de larga duración en EEUU/ total fuerza laboral –series mensuales–

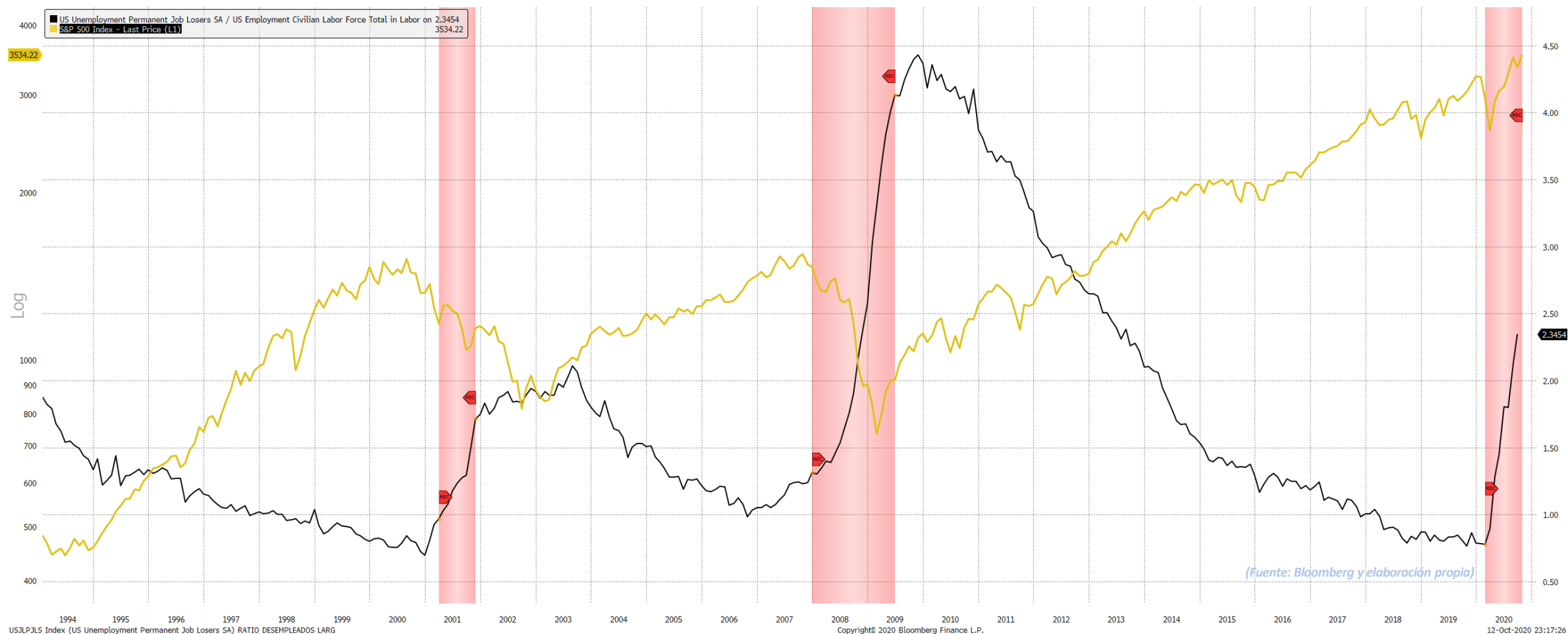
El ratio **número de desempleados de larga duración/ total fuerza laboral** a **30 de septiembre 2020** alcanza la cifra de 2,34%, es decir el 2,34% de la fuerza laboral norteamericana son desempleados de larga duración y ha alcanzado una cuantía no registrada desde noviembre 2008, es decir dos meses después de la quiebra de Lehman Brothers. Las columnas en fondo rojo son zonas de recesión de acuerdo con la NBER (National Bureau of Economic Research, árbitro de los ciclos económicos en EEUU).



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & número de desempleados de larga duración en EEUU & Ciclos Económicos en EEUU –series mensuales–

El número de desempleados de larga duración (serie mensual en color negro) a 30 de septiembre 2020 alcanza la cifra de **3.756K personas**). Las columnas en fondo rojo son zonas de recesión de acuerdo con la NBER (National Bureau of Economic Research, árbitro de los ciclos económicos en EEUU).



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & Peticiones Iniciales de Subsidio Desempleo –series semanales–

Nótese como las **peticiones iniciales de subsidio desempleo semanales** (*initial or new claims*) han descrito una apreciable ralentización en su ritmo de descenso, lo cual podría suponer un elemento indiciario que la economía comienza a enfriarse, tal como ha señalado Jerome Powell en distintas ocasiones.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & Peticiones Acumuladas de Subsidio Desempleo –series semanales–

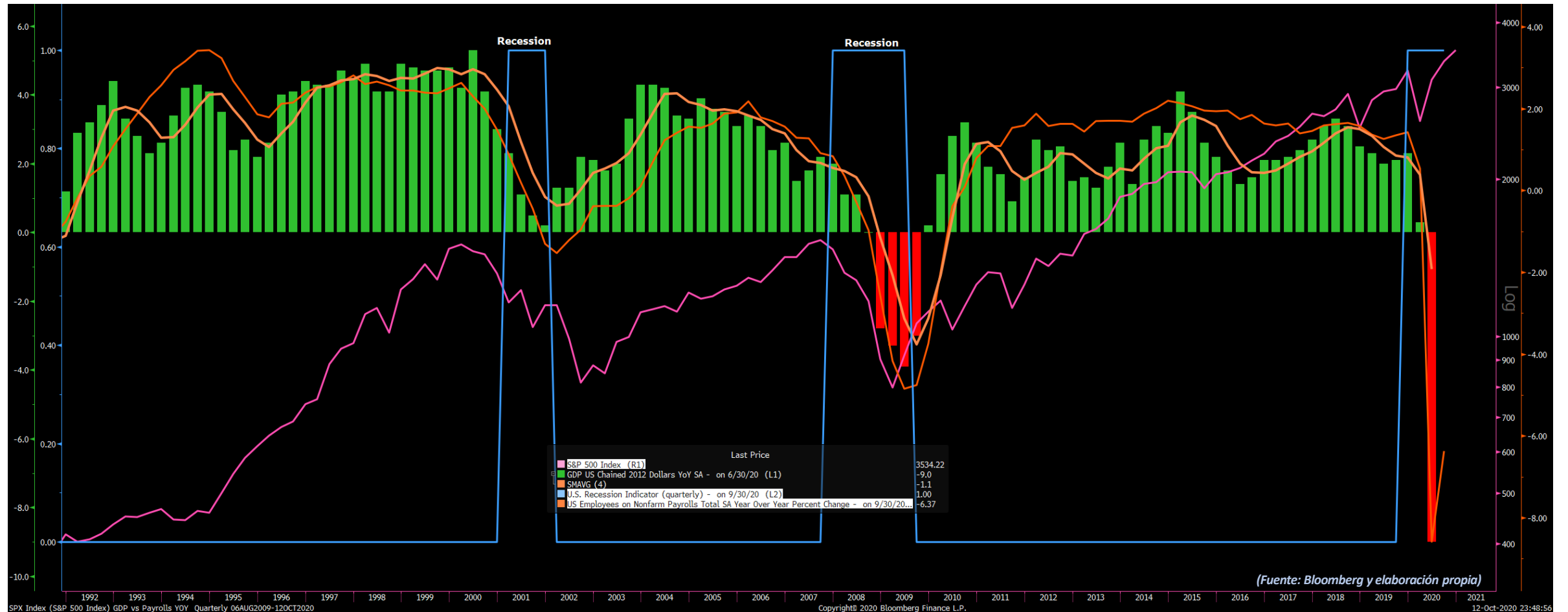
Las **peticiones acumuladas de subsidio desempleo semanales** –serie de color verde– (*continuing or outstanding claims or registered unemployment*) que han mantenido una tendencia creciente ininterrumpida desde comienzos de marzo 2020, y que mide el **número de personas que están recibiendo subsidio desempleo**, se **sitúa en estos momentos en 10976k**, que indica que la reapertura de la economía ha generado desde comienzos de mayo un punto de giro en este indicador, tras alcanzar un máximo de 24912K a inicios de mayo. Esta métrica podría mejorar en el supuesto que se logre aprobar un segundo paquete de estímulo fiscal.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & PIB (YOY) & Creación Neta de Empleo No Agrícola (YOY) & Ciclos (NBER) –series trimestrales–

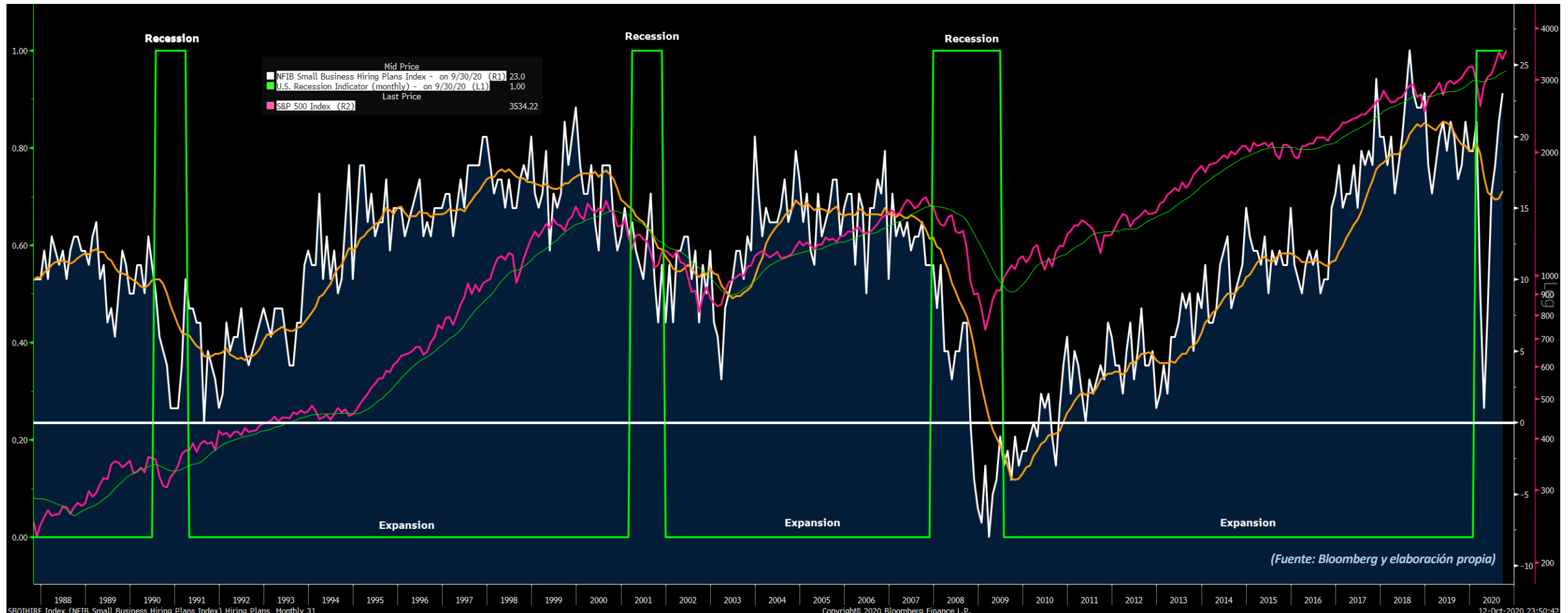
Véase la correlación existente la evolución del PIB interanual y la creación neta de empleo no agrícola (sector privado + gobierno). **El 70% del PIB norteamericano es consumo privado y este depende a su vez de la salud del mercado laboral**, ya que no hay nada que pueda erosionar más la capacidad de consumir como es encontrarse en situación de desempleo, por lo que podemos establecer un **nexo causal entre empleo, consumo privado y resultados de las compañías**.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & Planes de Contratación de las Pequeñas Empresas –series mensuales–

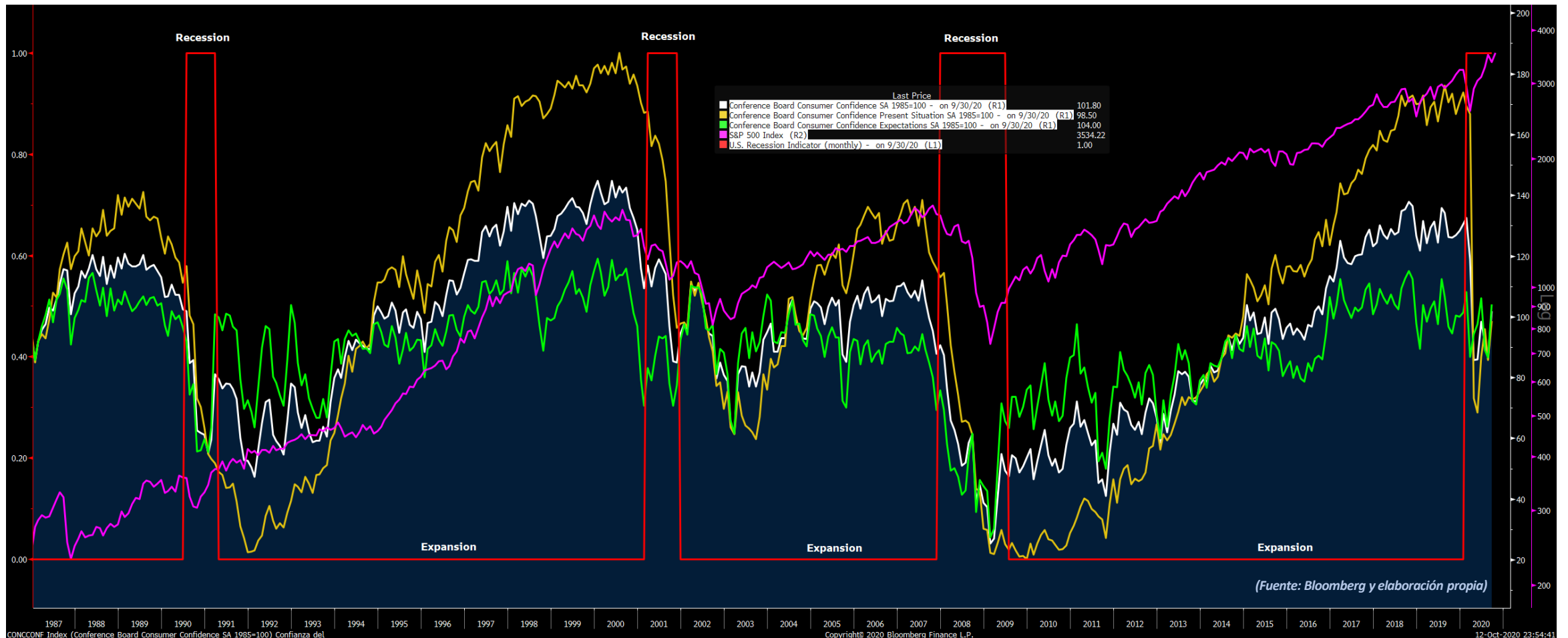
Véase también como los **planes de contratación** (*hiring plans*) de las **pequeñas empresas** (*National Federation of Independents Business*: Federación Nacional de negocios independientes) tras situarse en agosto 2018 por encima de los máximos del año 2000 alcanzando lecturas del **26%** ha descendido hasta niveles del **1% en abril 2020 debido al impacto del COVID-19**. Este indicador significa que el **23% de las pequeñas empresas** están **dispuestas a continuar contratando a 30 septiembre 2020**. El tamaño de la muestra estudiada en este encuesta es de **800 empresas**.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & Confianza del Consumidor elaborado por la Conference Board –series mensuales–

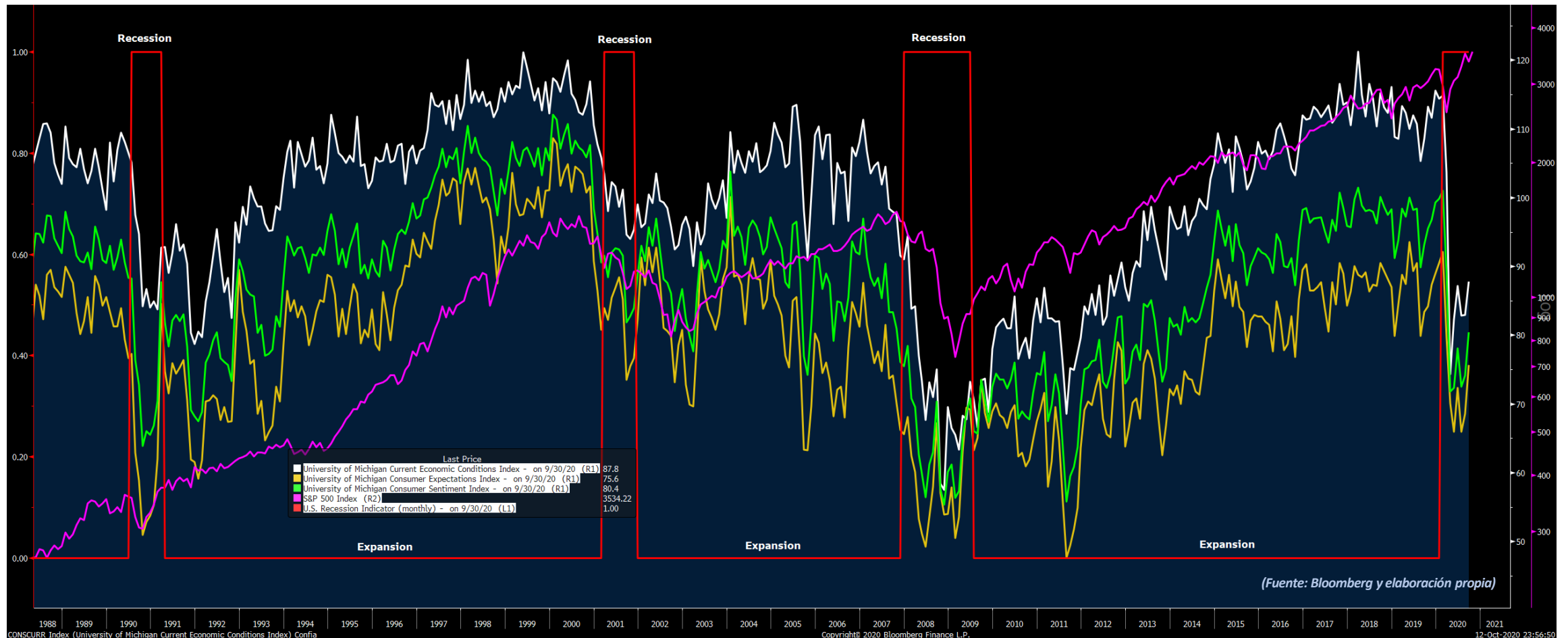
Este índice es una encuesta aleatoria a 3000 hogares que mide la confianza del consumidor en la economía norteamericana. Véase como mantiene una senda creciente y se sitúa ya cerca de los niveles del 2000. Señalar que **el incremento del gap o diferencial entre el componente de la situación actual (en color amarillo) y las expectativas futuras (en color verde) de este índice constituye uno de los síntomas previos de finalización de la fase de expansión**, tal como ocurriera en 1999-2000 y 2006-2007, pero serán los indicadores de empleo los que comenzaran a generar las primeras señales fiables de agotamiento de cualquier fase de expansión. Índice S&P 500 en púrpura.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & Índices de Confianza de la Universidad de Michigan –series mensuales–

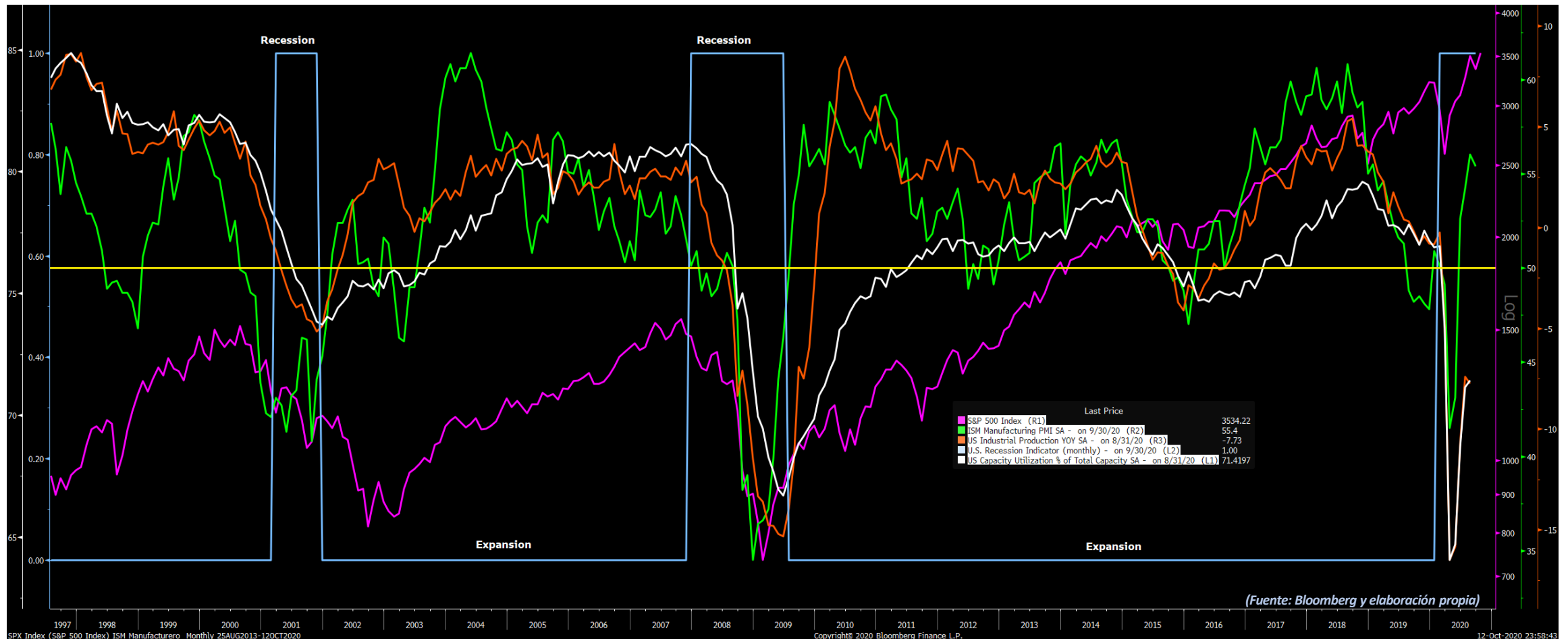
Es una encuesta aleatoria realizada a hogares excluyendo Alaska y Hawaii y es elaborado por la Universidad de Michigan, la cual ha experimentado un retroceso desde los máximos de marzo 2018. Señalar que **el incremento del gap o diferencial entre el componente de la situación corriente o actual (en color blanco) y las expectativas futuras (en color amarillo) de este índice constituye uno de los síntomas previos de finalización de la fase de expansión**, tal como ocurriera 2006-2007, pero serán los indicadores de empleo los que comenzaran a generar las primeras señales fiables de agotamiento de cualquier fase de expansión.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & ISM Manufacturero elaborada por el Institute for Supply Management –series mensuales–

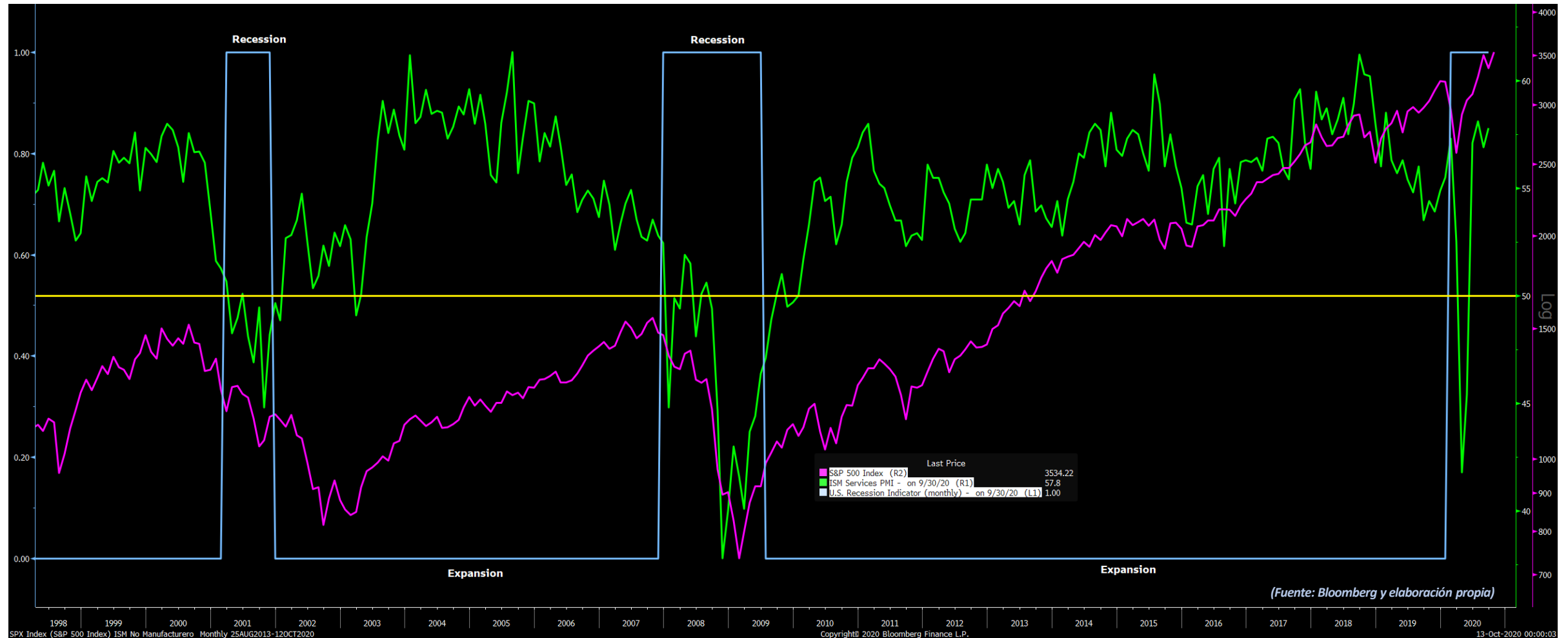
Las caídas del **ISM Manufacturero** (encuesta realizada a 300 profesionales) realizada por el **Institute for Supply Management (Instituto para la Gestión de la Oferta)** evidenció que la guerra comercial EEUU-China afectó al sector industrial y posteriormente se vio fuertemente afectado por el COVID-19 hasta abril. Véase la correlación positiva entre el ISM Manufacturero (en color verde), la Producción Industrial YOY (serie naranja) y el % de utilización de la capacidad productiva (serie blanca). El índice S&P 500 está representado por la serie morada.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & ISM No Manufacturero elaborada por el Institute for Supply Management –series mensuales–

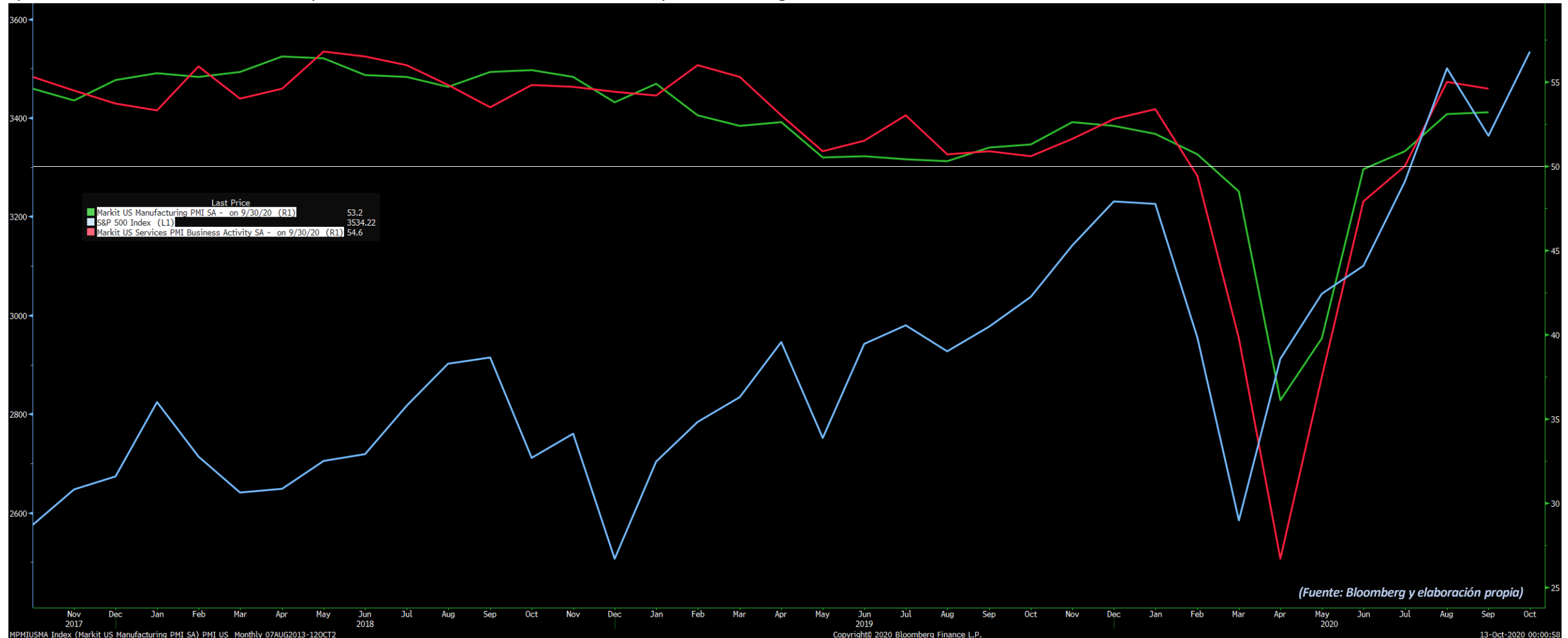
El dato de **ISM No Manufacturero** (encuesta realizada a **300 profesionales**) que mide la **fortaleza para la economía norteamericana dentro del sector servicios**, ha alcanzado niveles contractivos en abril (41,8) por el impacto del COVID-19 y se ha recuperado de nuevo hasta niveles expansivos de 56,9.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & PMI (índice de gerentes de compras) –series mensuales–

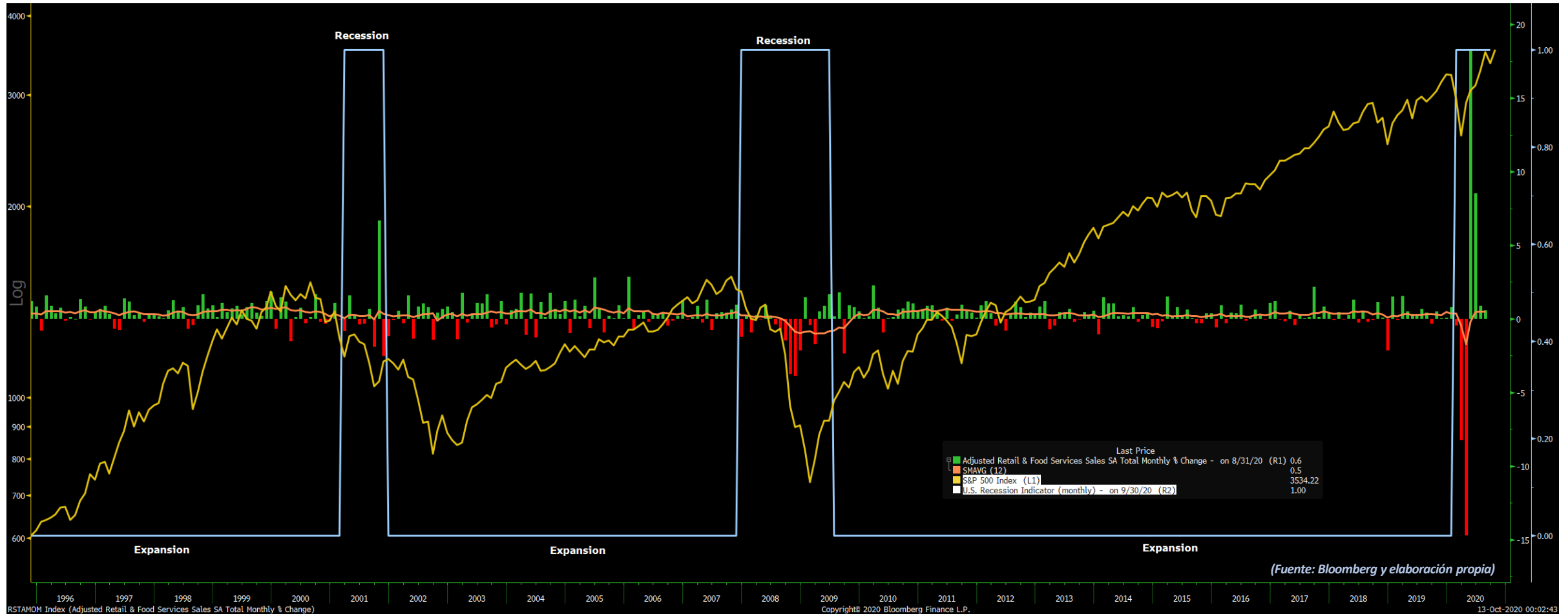
El dato de **índice de gerentes de compras del sector manufacturero** (serie verde) y del sector servicios (serie roja), que es un índice de confianza empresarial, mantiene una senda descendente desde mayo 2018 motivada por la guerra comercial EEUU-China y este indicador constituye una fuente de volatilidad intradiaria (junto al de Francia y Alemania) siempre que exista una fuerte desviación respecto a la encuesta de analistas realizada por Bloomberg.



Guía Visual de los Datos Macro de EEUU

Índice S&P 500 & Ventas al Por Menor (variación intermensual) –series mensuales–

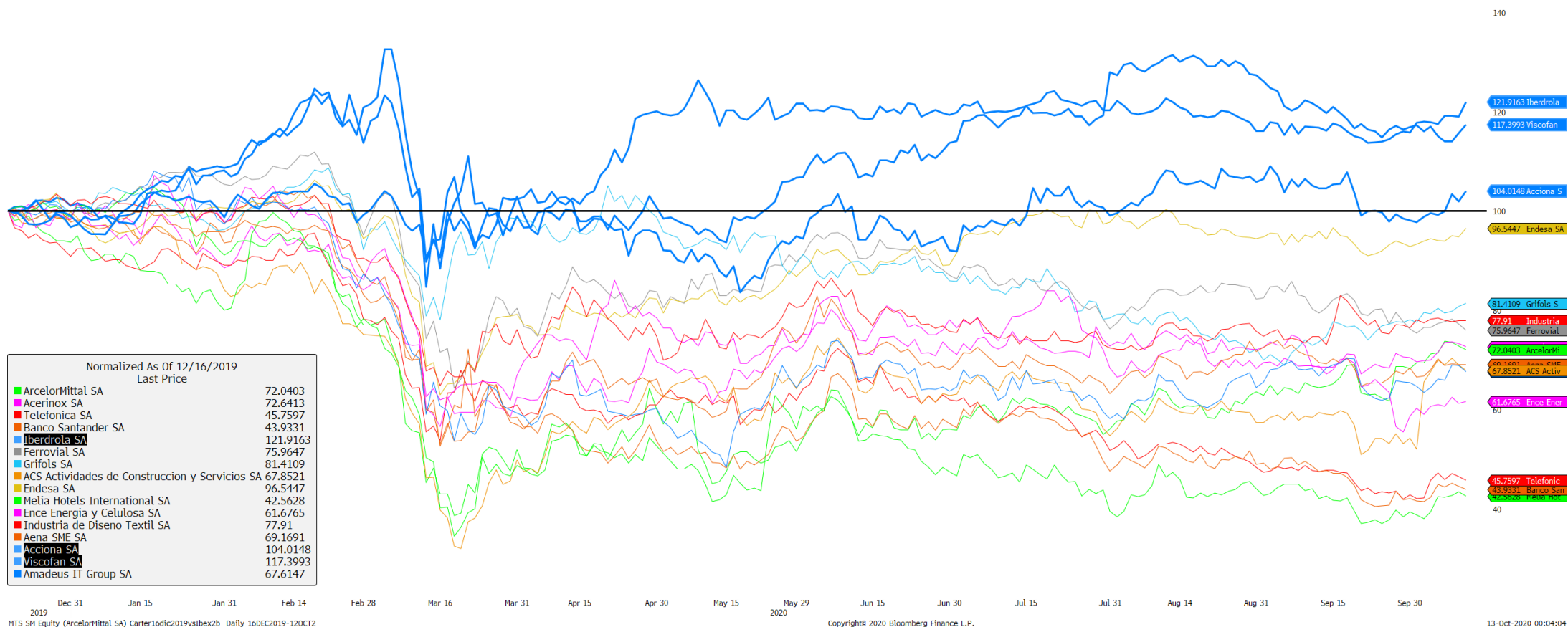
El dato de **ventas al por menor MOM** es una **métrica del consumo privado** y constituye una fuente de volatilidad intradiaria siempre que exista una fuerte desviación respecto a la encuesta de analistas realizada por Bloomberg. Véase cómo el dato de marzo ha sido el peor dato de la serie rebasando las caídas del 2008, lo que pone de manifiesto el impacto de la destrucción de empleo sobre los ingresos de los hogares y por tanto sobre su capacidad adquisitiva.



Anexo

Evolución de la cartera compuesta por 16 constituyentes del índice Ibex 35 con fecha de inicio de 16 diciembre 2019 (Fuente: Bloomberg)

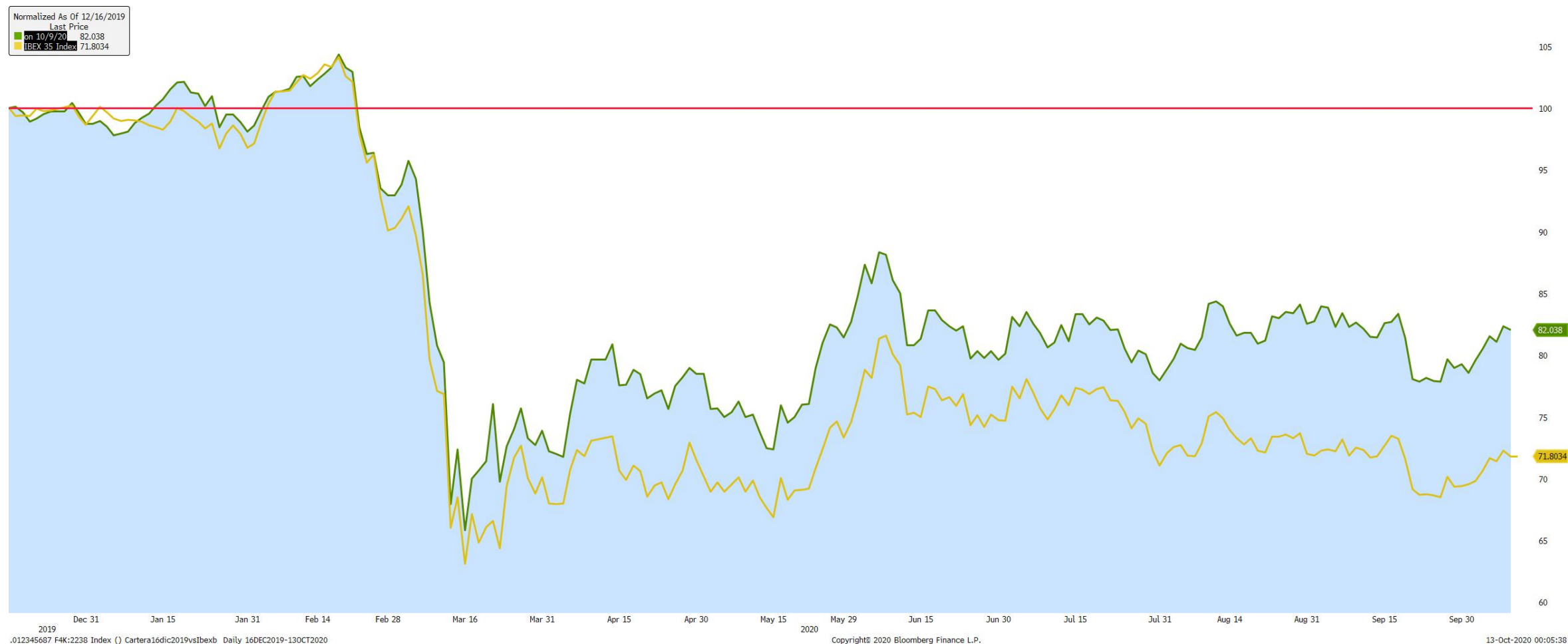
En este primer gráfico vemos la **evolución individual de los 16 miembros del Ibex 35 que conforman la cartera** elaborada el lunes 16 diciembre 2019, normalizados en base 100 (i.e., es decir todos ellos parten del precio de cierre de la sesión del 16 de diciembre para poder observar fácilmente su evolución conjunta y ver su comportamiento individual. Por ejemplo, si un valor de la cartera toma el valor actualmente el valor de 107,23 significará que ha subido un 7,23% desde dicha fecha y si tomara el valor de 87,76 significa que ha caído un 10,24%.)



Anexo

Evolución de la cartera compuesta por 16 constituyentes del índice Ibex 35 con fecha de inicio de 16 diciembre 2019 *(Fuente: Bloomberg)*

En este segundo vemos la **comparación de la cartera (en su conjunto) en color verde frente al *benchmark* que en este caso es el Ibex 35 (en color amarillo)**, índice al que se pretende batir.



Aviso Legal y Conflicto de Intereses

El presente análisis vertido en este informe está basado en la aplicación conjunta de reconocimiento de patrones en precio, volumen, open interest, posiciones en derivados difundidas por la CFTC (Commodity Futures Trading Commission), métodos de suavizado o alisado de series históricas de precios, seguimiento de indicadores macroeconómicos para la valoración del estado del Ciclo Económico, posición de la curva de tipos de interés en EEUU (aplanamiento, apuntamiento y curva invertida), resultados empresariales y cualquier evento de mercado no calendarizado –y por tanto absolutamente inesperado– o noticia que pudiera afectar a los distintos mercados objeto de este análisis que hayan sido publicadas previamente en canales de información especializados considerados fiables, por lo que no constituye ni pretende constituir asesoramiento financiero personalizado alguno ni asesoramiento en materia de inversión. Es un mero análisis o estudio general y no expresa ánimo, intención ni garantía de las inversiones que se pudieran realizar por cada inversor. Se ofrece a título exclusivamente y meramente informativo por lo que en ningún caso constituye una recomendación de compra o venta de instrumentos financieros, ni ningún tipo de invitación velada a tomar riesgo mediante una posición de compra (larga) o de venta (corta) ni en ningún tipo de mercados de contado ni de derivados.

Este informe ha sido elaborado por Publicaciones Técnicas Profesionales, S.L, una compañía ajena a BBVA dedicada a la prestación de servicios de información sobre asuntos económicos, financieros y de inversión, con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe elaborado por el analista D. Ramón Bermejo Climent para Publicaciones Técnicas Profesionales, S.L debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para los objetivos específicos de su inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo, ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente análisis, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pudiera ser necesario.

Ni el presente informe, 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 contenido del presente informe, así como los análisis, datos, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en el mismo, han sido elaborados por el analista de mercados D. Ramón Bermejo Climent para Publicaciones Técnicas Profesionales, S.L, con la finalidad de proporcionar a los clientes de BBVA Trader información general a la fecha de emisión del mismo y está sujeto a cambios sin previo aviso. Ni el citado analista de mercados, ni Publicaciones Técnicas Profesionales, S.L. ni BBVA asumen compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente informe.

Este informe está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero su contenido no ha sido objeto de verificación independiente por parte de BBVA ni ha sido alterado o modificado de forma alguna por BBVA por lo que BBVA no ofrece ninguna garantía, expresa o tácita sobre su precisión, integridad o corrección. Todas las decisiones de inversión tomadas por el inversor son responsabilidad individual del propio inversor y tanto BBVA como Publicaciones Técnicas Profesionales, S.L y D. Ramón Bermejo Climent rechazan cualquier responsabilidad sobre dichas decisiones de inversión, sobre los motivos por los que se adoptan o sobre los resultados derivados de las mismas y especialmente de las pérdidas económicas que puedan producirse como consecuencia directa o indirecta de dichas decisiones de inversión. El inversor o potencial inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos objeto de este informe 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 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 valores subyacentes de los mismos.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de D. Ramón Bermejo Climent. 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.

BBVA y Publicaciones Técnicas Profesionales, S.L, garantizan que ninguna persona distinta del autor o autores ha examinado el presente informe o sus proyectos con fines diferentes a la comprobación de las obligaciones legales de la empresa.

En lo que se refiere a **Conflicto de Intereses**:

El sistema retributivo del autor/es del presente informe y de Publicaciones Técnicas Profesionales, S.L no está vinculado o basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

El analista D. Ramón Bermejo Climent se abstendrá de tomar posiciones por cuenta propia en valores o instrumentos financieros sobre los que se esté realizando un análisis específico hasta que se divulgue el informe o análisis elaborado al respecto.

El analista D. Ramón Bermejo Climent se abstendrá de realizar operaciones personales en sentido contrario de los análisis emitidos, como una consecuencia básica de la necesidad de evitar los conflictos de intereses y de generar una operativa congruente con la dirección de mercado que se pudiera desprender de los análisis emitidos.