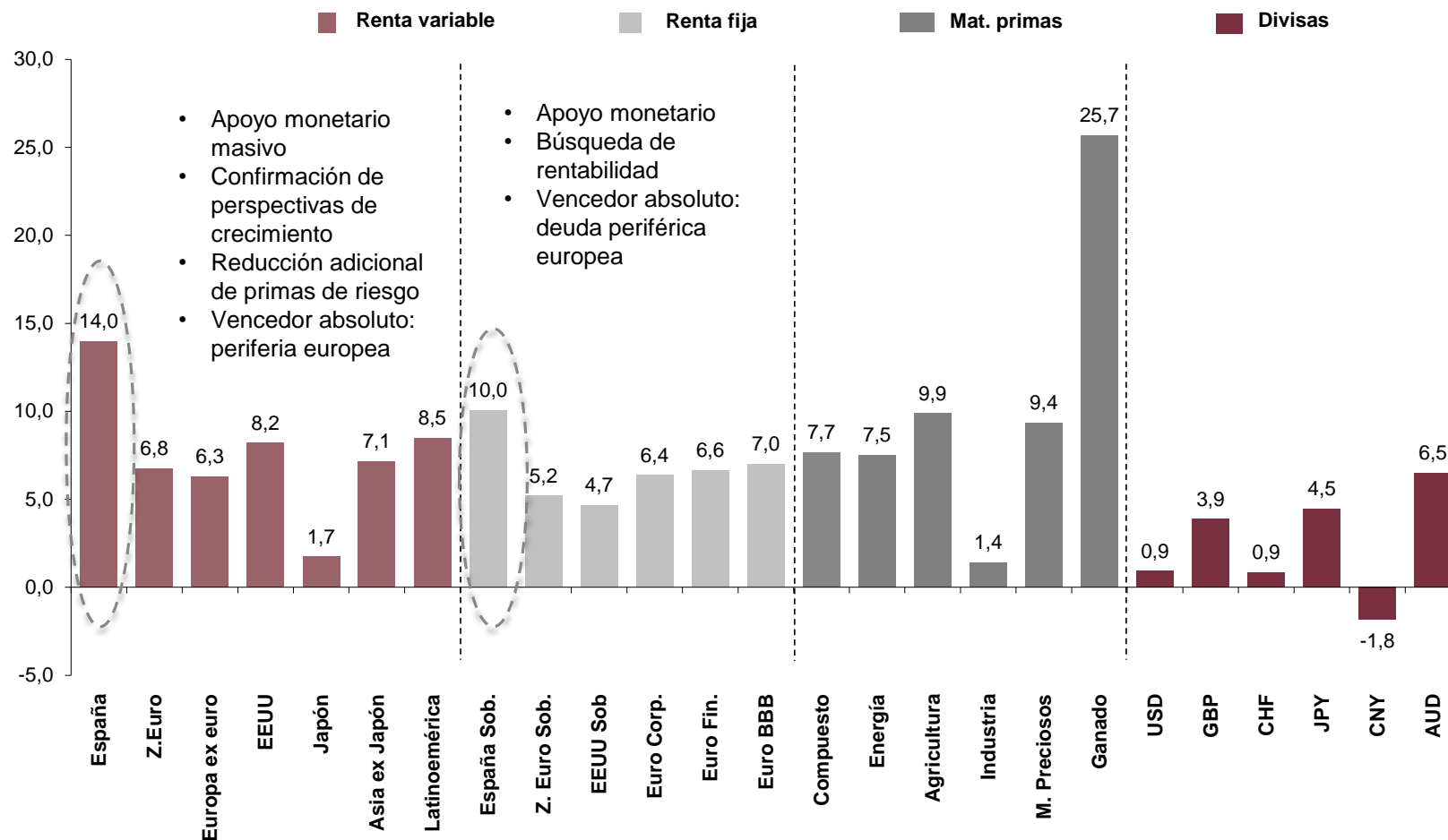


**Perspectivas para los mercados financieros en la
situación económica actual:**

“Los límites del mundo feliz de los mercados”

Semestre prodigioso: “mundo feliz” para RV y RF

Revalorización 2014 hasta 25 de junio (% rendimiento total, excepto divisas)



1S'14: cerca del mundo feliz

→ 1S'14: superación de obstáculos, apoyo monetario y éxito de la periferia

- **Cuatro obstáculos superados (por el momento):**
 - Crisis de mercados emergentes: duración breve.
 - Bache económico en EEUU, China y Japón: señales de recuperación sin inflación en 2T14 en los dos primeros; nuevas medidas anunciadas y también sorpresas económicas en Japón.
 - Crisis geopolíticas: señales de cierta distensión en Ucrania y de freno al *yihadismo* en Irak..
 - Perspectivas (transitorias) de aproximación de las subidas de tipos en EEUU: alejadas por la Fed.
- **Apoyo monetario reforzado y creíble por la ausencia de inflación**
 - Paquete de medidas del BCE.
 - Refuerzo de la orientación sobre tipos de la Fed (e insensibilidad respecto al repunte de sus previsiones).
 - Continuidad del apoyo de Banco de Japón y Banco de Inglaterra.
- **Éxito de la periferia**
 - Mejoras de perspectivas de crecimiento y de calificaciones crediticias.
 - Avances hacia la unión bancaria europea.
 - Receptora principal de la renovada búsqueda global de rentabilidad.

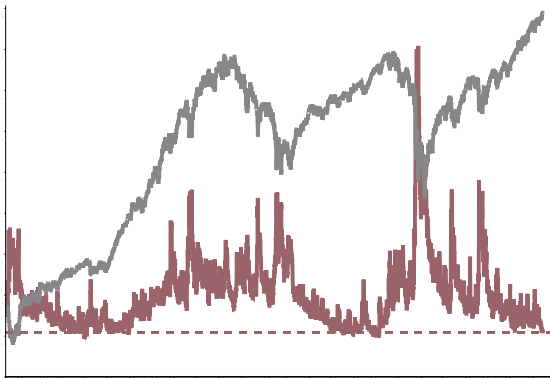
→ Mercados: mundo feliz apoyado en los bancos centrales y en la ausencia de inflación

- **Ganancias notables en renta variable** (máximos históricos) **y en renta fija** (mínimos recientes de rentabilidad).
- **Ganancias mayores en los activos de la periferia europea:** fuertes estrechamientos de primas soberanas, hasta objetivos previstos para todo el año.
- **Recuperación de activos emergentes:** apoyados por curva estadounidense y baja volatilidad.
- **Volatilidades en mínimos.**

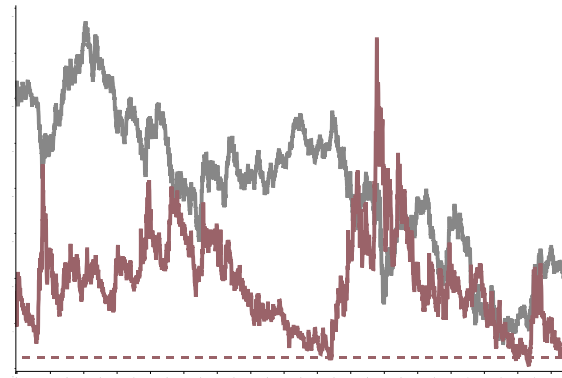
Señales de complacencia (I)

- En la mayoría de mercados coinciden niveles de volatilidad mínimos con valoraciones relativamente extremas.
- En el caso del S&P500 (izquierda), se observa que históricamente las correcciones más fuertes no se han producido desde la zona de mínimos absolutos de volatilidad, lo que limita el alcance de la señal de riesgo.
- En el caso de la deuda pública de EEUU (derecha), los mínimos de volatilidad han venido frecuentemente seguidos de movimientos a la baja de las rentabilidades (efectos refugio), pero en 2013 fue al contrario. En los actuales bajos niveles de rentabilidad y con las subidas de la Fed aproximándose, el próximo movimiento significativo de la curva será al alza.

Los máximos históricos de la renta variable se producen en mínimos de volatilidad...



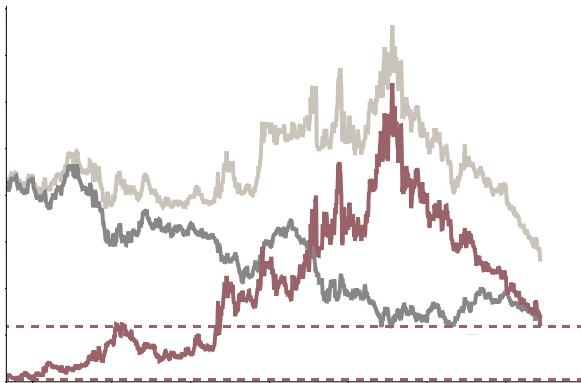
...zona en la que también se mueve la volatilidad de las rentabilidades de la deuda



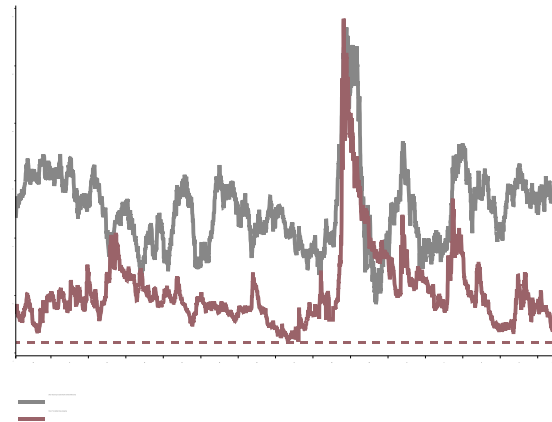
Señales de complacencia (II)

- Las rentabilidades de la deuda soberana de la periferia europea se encuentra en mínimos históricos, pero las primas soberanas (diferenciales con Alemania) aún no (izquierda). La gran incógnita es cuánto más margen de reducción tienen, cuando ya han superado los objetivos marcados para todo el año.
- La volatilidad cambiaria también se encuentra en zona de mínimos, lo que históricamente ha significado un riesgo elevado de apreciación del dólar, en parte asociada a flujos desde los mercados emergentes.

La curva española está en mínimos, pero la prima soberana "sólo" está en mínimos desde mayo'10



La volatilidad en mínimos de las divisas emergentes anticipa un dólar al alza en los próximos meses



2S'14: los riesgos del mundo feliz

→ 2S'14: mundo feliz amenazado por:

- **Situación de mercado: complacencia y sobrevaloración (ex periferia)**
 - Volatilidades en niveles previos a la crisis, múltiplos de RV exigentes, rentabilidades y diferenciales de crédito demasiado bajos.
 - Posible **excepción relativa: periferia europea** → aún dispone de algún margen adicional.
- **Riesgos monetarios y fiscales**
 - **EEUU:** desaparición del QE3 y persistencia de previsiones de subidas de tipos de los miembros del FOMC por encima de las del mercado. Riesgo de giro político hacia la austeridad fiscal (derrota de Cantor).
 - **Eurozona:** ausencia de nuevas medidas monetarias y renovado énfasis en la austeridad fiscal.
 - **Japón:** dilema entre aumentar o reducir QE. Insuficiente ejecución de medidas complementarias
- **Riesgos económicos: entre la inflación y el estancamiento**
 - **EEUU:** dominan los riesgos asociados al repunte de la inflación y a su impacto monetario.
 - **Eurozona:** domina el riesgo a un crecimiento demasiado lento y a la deflación.
 - **China/Emergentes:** persiste la amenaza de desaceleración excesiva. insuficientes ajustes estructurales y burbujas inmobiliarias y de crédito.
- **Geopolítica:** elevado riesgo potencial en Irak y en Ucrania

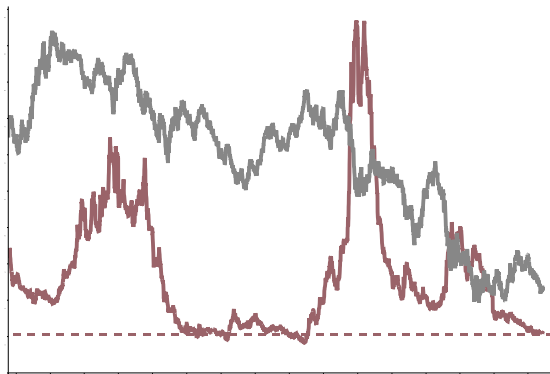
→ Mercados: posibles vías de infelicidad

- **Reajustes relativamente intensos al alza en las curvas de rentabilidades:** sobre todo en EEUU, por proximidad de las subidas de tipos y cierto repunte de la inflación.
- **Correcciones significativas de la renta variable:** por valoraciones, temores monetarios, geopolítica, estacionalidad (verano) e insuficientes expectativas de beneficios.
- **Turbulencias en mercados emergentes** por: aumento de volatilidad, crecimiento modesto, repuntes en la curva de EEUU y tensiones geopolíticas.

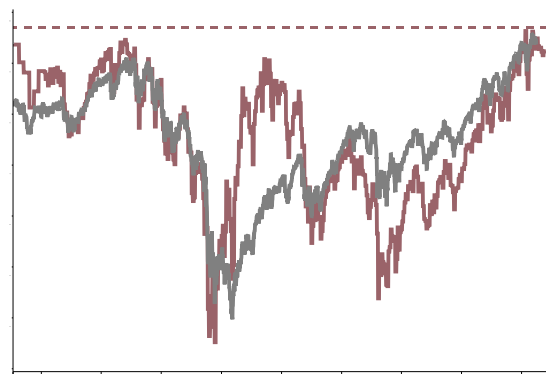
Señales de sobrevaloración

- Las rentabilidades de la deuda soberana, como veremos, resultan demasiado bajas para las perspectivas económicas y monetarias razonables y los diferenciales de crédito se encuentran en zona de mínimos históricos (izquierda). Es anómala esa coincidencia, basada en la confianza y búsqueda de rentabilidad proporcionada por los bancos centrales.
- Las valoraciones de la renta variable se encuentran en máximos de los últimos diez años.

Los diferenciales High Yield, en zona de mínimos coincidiendo anómalamente con mínimos de TIR alemana



El S&P500 presenta las valoraciones más exigentes de los últimos 10 años



2S'14: tres escenarios de mercado (¡ex geopolítica!)

Escenario base: sin sobresaltos fundamentales (probabilidad 50%)

- Crecimiento económico global y de la inflación en sintonía con moderadas expectativas.
- Expectativas de subida de tipos de la Fed en el 2T15 y del BCE en el 4T15
- **Repuntes significativos pero controlados en las curvas de rentabilidades de EEUU (sobre todo; hacia el 3% en el 10A) y Alemania (1,7%) y modesto margen de avance de la renta variable quizás tras correcciones estivales y/o otoñales (fin de QE3). Problemas moderados de ajuste en los mercados emergentes y moderada apreciación del dólar. Las primas de la periferia europea se recortan adicionalmente.**

Escenario II: sesgo inflacionista (probabilidad 30%)

- Repuntes de la inflación y del crecimiento por encima de lo esperado, sobre todo en EEUU, conducen a revisiones más intensas de las perspectivas monetarias.
- **Repuntes intensos de las curvas de rentabilidades de EEUU (sobre todo) y Alemania, reacciones predominantemente adversas en la renta variable, en función del crecimiento, y especiales dificultades en los activos emergentes más vulnerables. Notable apreciación del dólar. Las primas periféricas se estrechan incluso más que en el escenario base (la inflación facilita el ajuste).**

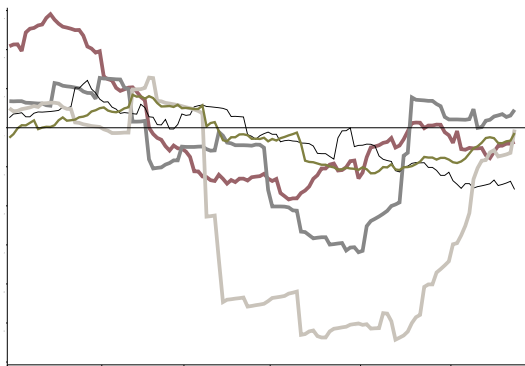
Escenario III: sesgo deflacionista (probabilidad 20%)

- La actividad y la inflación sorprenden a la baja, sobre todo en EEUU, y se refuerzan expectativas de más apoyo monetario.
- **Las curvas se mantienen muy bajas y la renta variable de EEUU tiende a corregir por la falta de apoyo del QE3 y por la revisión a la baja de expectativas de beneficios. Ventaja relativa de la europea por expectativas de QE. Primas soberanas periféricas inciertas: les favorece la expectativa de QE pero les perjudica el bajo crecimiento y la baja inflación. Dólar relativamente más débil.**

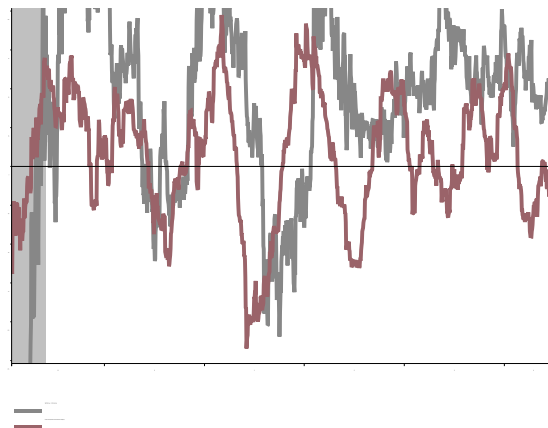
Economía global: el bache parece superado

- En la mayoría de las regiones las decepciones económicas dominaron entre los meses de abril y mayo, en su mayor parte referidas al 1T14. A lo largo de mayo y junio la normalización ha llegado de la mano del final del mal tiempo en EEUU o de medidas de estímulo en China. La Eurozona ha sido una excepción en la pauta.
- El gráfico de la derecha muestra la progresiva descorrelación en los dos últimos años entre el índice de sorpresas económicas de EEUU y su renta variable, que, animada por el QE3, ha tendido a crecer más de lo esperable. Ahora que el QE3 va desapareciendo cabe esperar que, a pesar de la mejora de la economía, la bolsa pueda registrar algunas correcciones.

Las sorpresas económicas desfavorables sufridas en marzo/abril han quedado atrás (ex Eurozona)



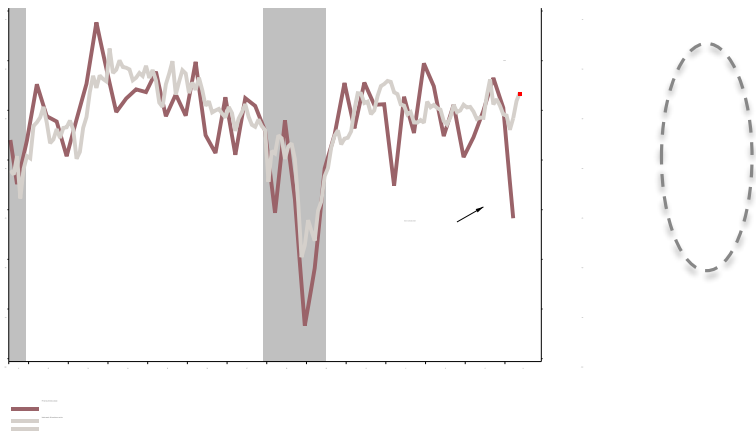
Las sorpresas de EEUU se han descorrelacionado con la renta variable desde 2013



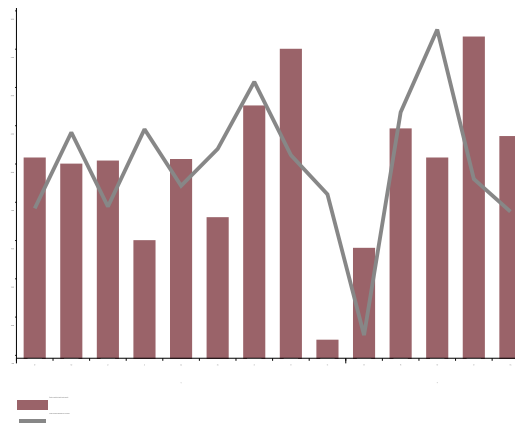
EEUU: tras el bache, de nuevo el crecimiento

- El PIB real descendió un 2,9% anualizado en el 1T14, afectado sobre todo por la desacumulación relativa de existencias, por el desfallecimiento transitorio de las exportaciones y por la caída del consumo sanitario asociado al *Obamacare*. Se trata, en principio, de factores transitorios afectados por el mal tiempo y el final de la extensión de los subsidios de desempleo, si bien han propiciado una clara revisión de los objetivos de crecimiento para 2014, que ahora se sitúan cerca del 2% desde referencias próximas al 3%.
- Los datos de las últimas semanas son coherentes con tasas de crecimiento en el 2T14 por encima del 3%, con posible continuidad en el 2S14 (mejora de las condiciones de crédito y de un menor lastre fiscal).

Los índices ISM apuntan de nuevo en marzo a tasas de crecimiento por encima del 3%



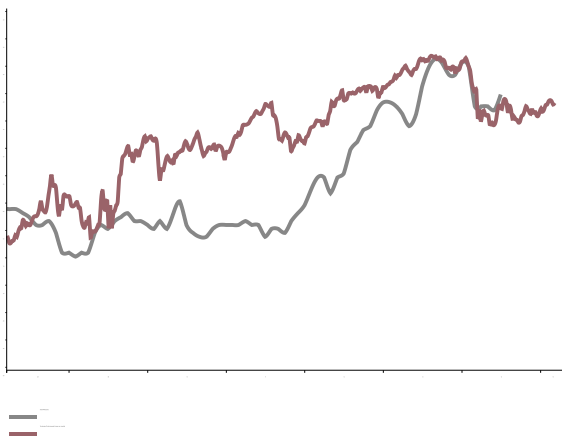
La recuperación del empleo desde febrero abona la idea del bache transitorio



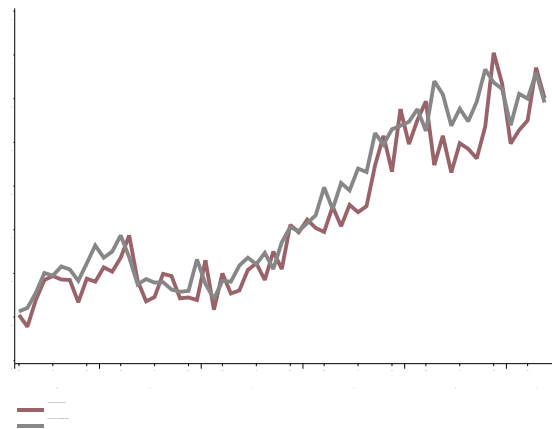
Estabilización también en el mercado de la vivienda

- La relajación de los costes hipotecarios a lo largo del año apoya la estabilización/recuperación del mercado de la vivienda.
- La construcción de viviendas ha dado también señales de salir del bache del primer trimestre, pero más para estabilizarse que para crecer con fuerza.

La reducción de costes financieros en 2014 anticipa al menos la estabilización del mercado residencial...



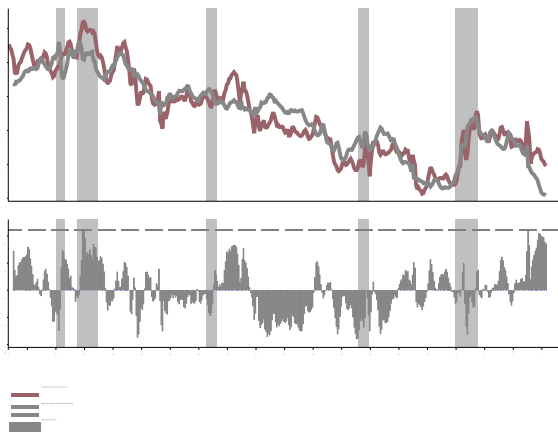
...que ha dado señales de recuperación en términos de viviendas iniciadas y licencias concedidas



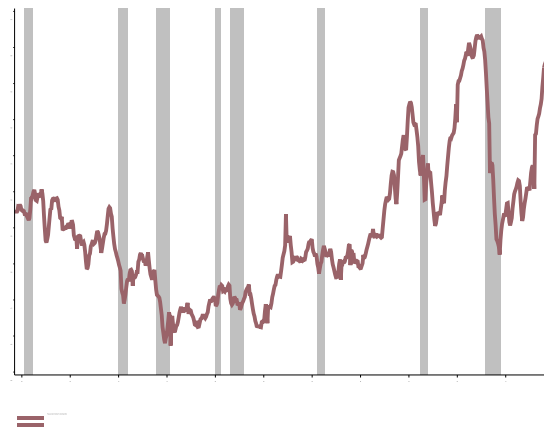
El consumo repuntará en el 2T14...

- En línea con la “brecha de ahorro” detectada por nuestro modelo, el consumo privado ha empezado a repuntar en el 1T14 y seguirá haciéndolo en el 2T14, de la mano de la mejora del empleo, las mejores condiciones crediticias y el aumento de la riqueza neta de las familias.

La tasa de ahorro se reducirá previsiblemente en el 2T14...



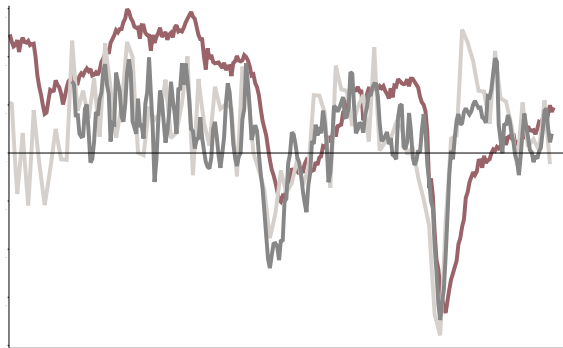
...de la mano del aumento de la riqueza neta de las familias



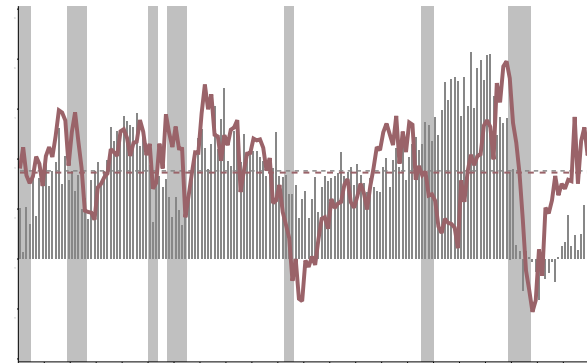
...y la inversión deberá empezar a crecer

- La inversión en bienes de equipo se está quedando rezagada. La senda ascendente de la utilización de la capacidad productiva, la fortaleza del consumo y los bajos tipos de interés deberán impulsarla en los próximos meses.
- La gradual salida de la crisis de desapalancamiento de empresas y familias apoya esa progresiva normalización de la inversión.

La senda alcista de la tasa de utilización de la capacidad productiva presagia más inversión



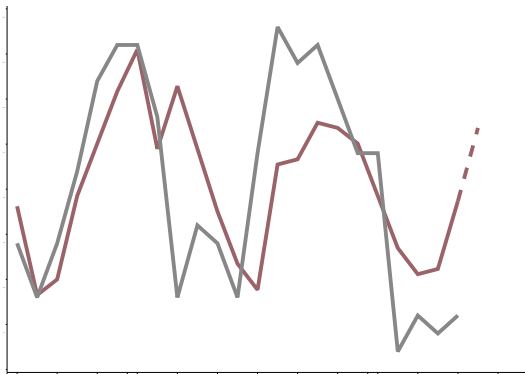
Las familias han empezado a endeudarse



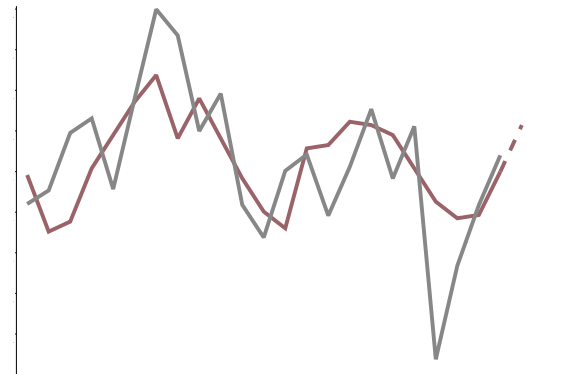
China: las decepciones siguen yendo a menos...

- Los indicadores publicados en las últimas semanas han consolidado las señales de estabilización.
- La recuperación del índice PMI de Markit en mayo y junio ha empezado a ser confirmada por la recuperación de la producción industrial y, más claramente, de las exportaciones.
- La reacción política desde abril (moderado estímulo fiscal) está dando resultados, lo que refuerza la perspectiva de que en el conjunto del año el crecimiento pueda estar próximo al objetivo del 7,5%.

El PMI de manufacturas apunta a la continuidad de la recuperación de la producción industrial...



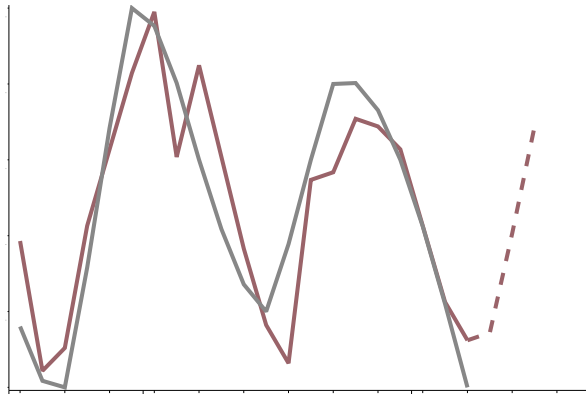
...y de las exportaciones



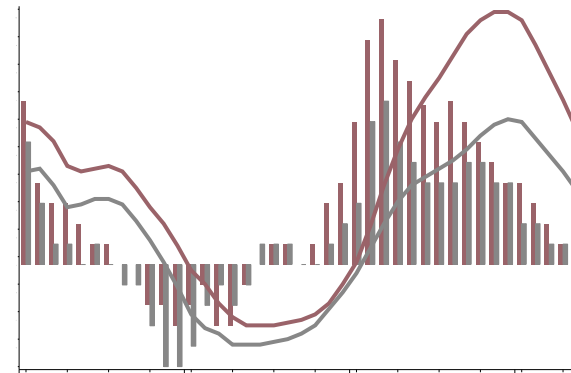
...pero atención a la amenaza inmobiliaria

- Una de las principales amenazas sigue residiendo en el sector inmobiliario, cuyos precios han empezado ya a caer.

El PIB puede también repuntar en tasa interanual en el 2T14



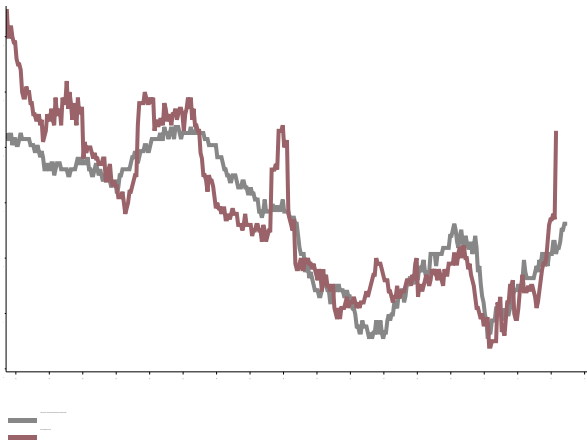
Los precios de la vivienda amenazan con empezar pronto a caer



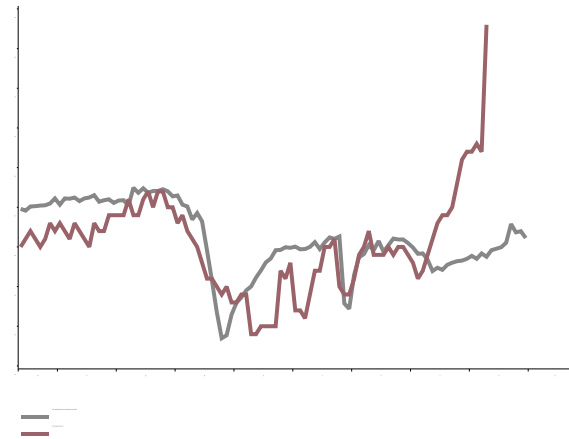
Japón: persisten las dudas...

- Los objetivos de inflación (la subyacente superaba el 2% a/a en mayo) se han alcanzado en Japón, pero no están justificados por la reducción experimentada por la capacidad ociosa, ni en términos de tasa de paro (izquierda) ni en términos de utilización de la capacidad productiva (derecha).
- La brecha entre la utilización de la capacidad ociosa y la inflación actual sugiere un riesgo elevado de regresar en próximos meses a tasas de inflación muy por debajo del objetivo del 2%, lo que plantea dos amenazas: 1) que deba expandirse aún más del programa del banco central de compras de activos (mayores riesgos de salida) y 2) que la deflación vuelva a pesar sobre la economía y los mercados.

La reducción de la tasa de paro no explica el repunte de la inflación...



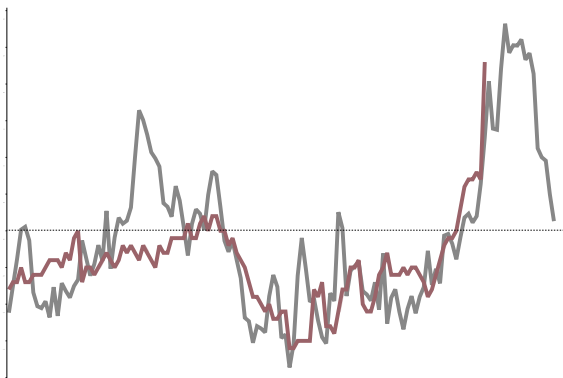
...ni tampoco los explica el aumento de la utilización de la capacidad productiva



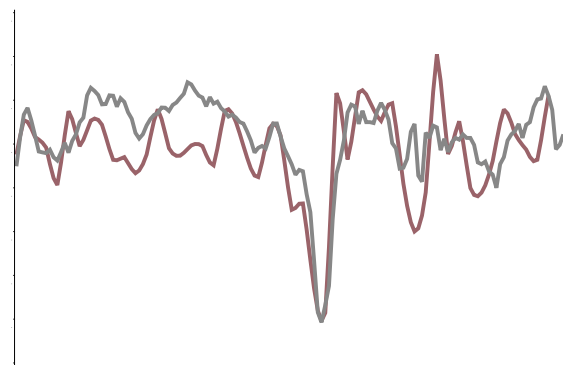
...y la tercera flecha gana importancia

- La principal causa de la inflación actual (y de buena parte del crecimiento) es la depreciación del yen desde 2013 (izquierda), pero el final de ese proceso en el último año sugiere una probabilidad elevada de que la inflación retroceda de nuevo. Además, la anticipación de la subida del IVA de abril propició un repunte del PIB1T14 que en parte se corregirá en el 2T14 (derecha). Para que todo ello no provoque la caída de la renta variable japonesa, las medidas gubernamentales complementarias (tercera flecha) son clave. Lo anunciado en junio es prometedor: recorte del impuesto corporativo, reforma del fondo de pensiones oficial y reformas en el mercado laboral, la atención médica y la inversión en agricultura.

El freno a la depreciación del yen en el último año puede invertir la tendencia de la inflación...



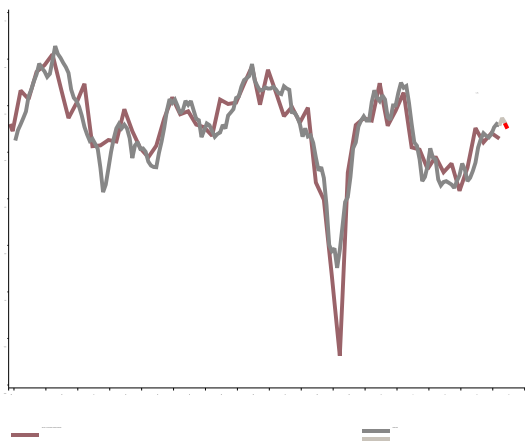
...en especial si la economía no se recupera del bache motivado por la subida del IVA



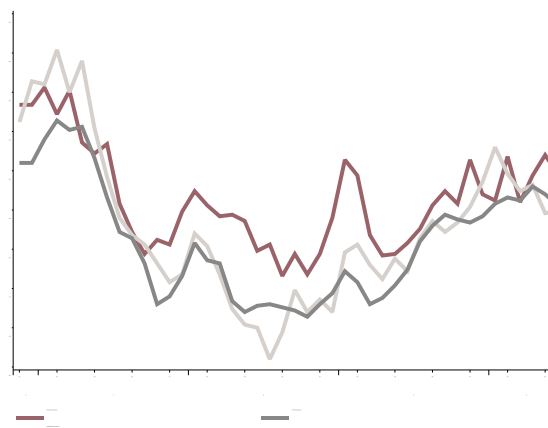
Eurozona: un PIB1T14 algo débil y un PMI divergente

- El PMI Compuesto preliminar de junio es coherente con un crecimiento anualizado del 1,3% (tras un dato de mayo coherente con el 1,6% y otro de abril que lo era con el 1,8%), pero el PIB1T14 ha decepcionado (+0,2%) por el estancamiento de Francia e Italia y los PMI muestran divergencias preocupantes: retrocesos de Francia y de Manufacturas, compensados por incrementos en Servicios.
- Los datos siguen siendo coherentes con un crecimiento en 2014 superior al 1%.

El PMI Compuesto de junio es coherente con ritmos anualizados de crecimiento del 1,3%



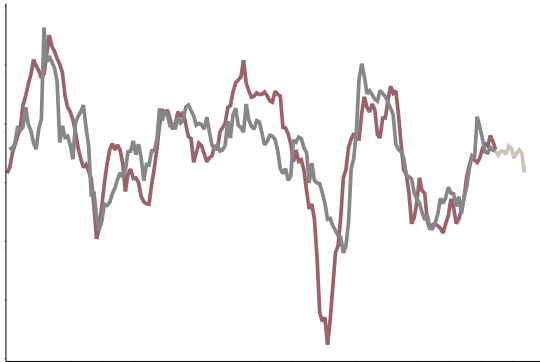
Los PMI de Alemania divergen



...y los PMI difícilmente repuntarán con claridad

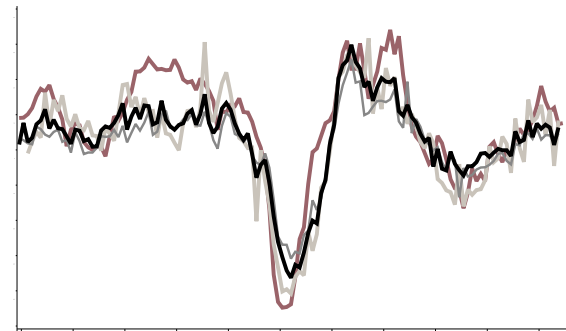
- Nuestro modelo basado en la evolución pasada de la M1 sigue sugiriendo que el PMI europeo se moverá lateralmente en los próximos meses en torno a los niveles de junio. Amenaza de estancamiento en 2015.
- La evolución lateral de los pedidos manufactureros en Alemania apoya también la expectativa de cierta estabilización/moderación en el ritmo de expansión de la actividad manufacturera en Europa en el 2T14.

Esperamos un movimiento lateral del PMI compuesto durante el resto del año



—
—

Los pedidos de bienes manufactureros de abril/mayo en Alemania sugieren cierta moderación en el ritmo de expansión de la actividad

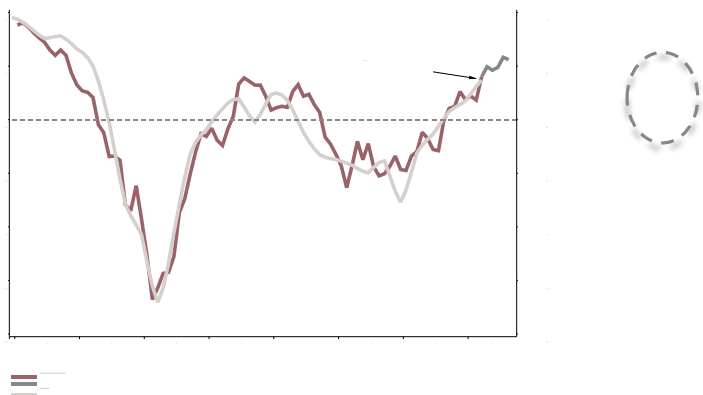


—
—
—

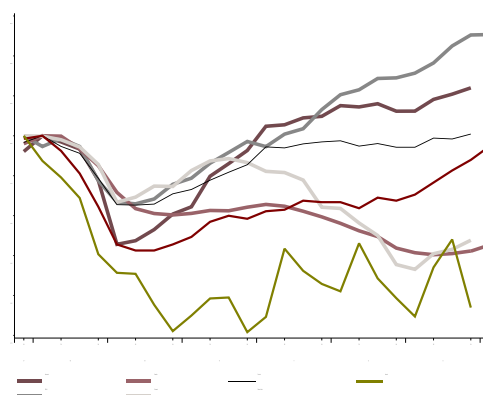
España: siguen las buenas noticias

- Se ha confirmado el crecimiento del 0,4% en el 1T14 y todo apunta a un crecimiento al menos igual en el 2T14.
- Las principales agencias de calificación han elevado ya la de la deuda española hasta BBB+ o BBB.
- Las medidas expansivas anunciadas por el BCE refuerzan la fuerte mejora de las condiciones de financiación y apoyan la continuidad de tasas anualizadas de crecimiento por encima del 1,5%.
- El moderado estímulo fiscal anunciado refuerza expectativas de crecimiento.
- Los niveles de partida, sin embargo, son muy bajos.

Los PMI de España apuntan a ritmos de crecimiento trimestral por encima del 0,5%...



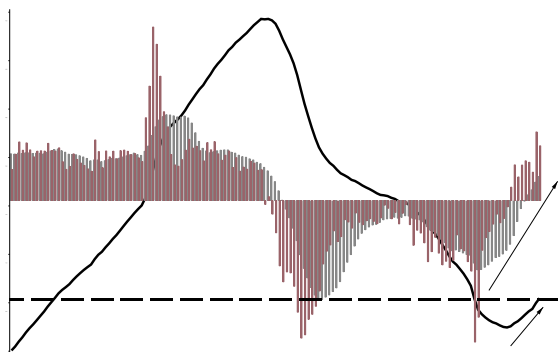
...pero hay que tener en cuenta los bajos niveles de partida (PIB real, máximos pre crisis = 100)



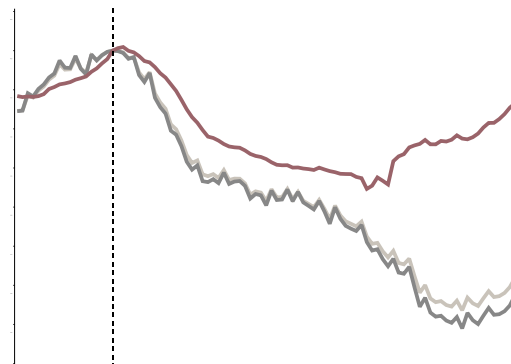
España: siguen las buenas noticias (II)

- La recuperación del crecimiento económico y la reforma laboral han empezado a permitir la creación de empleo. La afiliación a la seguridad empezó a crecer en términos estacionalmente ajustados desde septiembre y su variación interanual ya supera el 1.5% en mayo. Sin embargo, no hay que perder de vista que la afiliación total se encuentra aún en niveles de principios de 2003.
- La afiliación había empezado a aumentar con fuerza ya desde 2012 entre los trabajadores autónomos, pero en buena medida se trataba de una reacción forzada por la falta de trabajo por cuenta ajena.

La creación neta de empleo comenzó en septiembre, pero desde niveles muy bajos



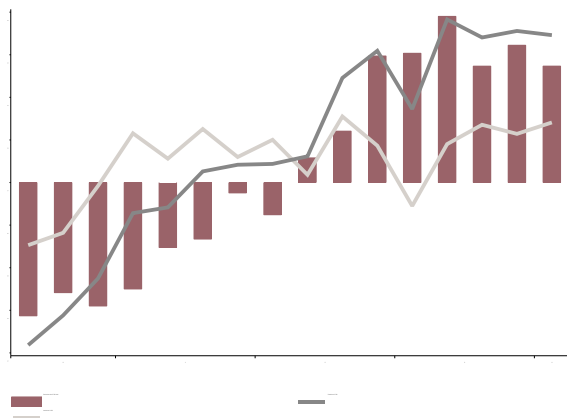
La nueva afiliación a la SS ya no se limita al autoempleo (enero 2008 = 100)



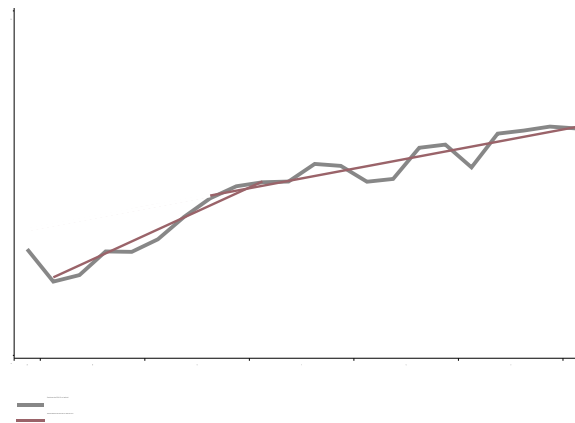
El crecimiento se apoya relativamente menos en las exportaciones

- Las exportaciones netas de bienes y servicios redujeron su peso positivo en el PIB en el 1T14 (desde el 2,4% hasta el 2%) como consecuencia de una reducción del peso de las exportaciones desde el 34,6% al 34,5% y un aumento del peso de las importaciones desde el 32,1% al 32,4%.
- La buena noticia es que la demanda interna ha tomado el relevo. La mala, que las exportaciones han pasado de crecer a una tasa anual del 7% en 2009-2010 a una del 4% desde 2011.

Se consolida el superávit de la balanza de bienes y el alto peso de las exportaciones...



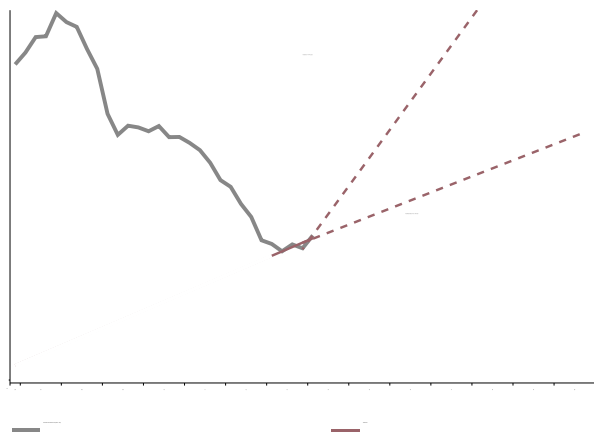
...pero el ritmo de crecimiento de las exportaciones se ha reducido desde 2011



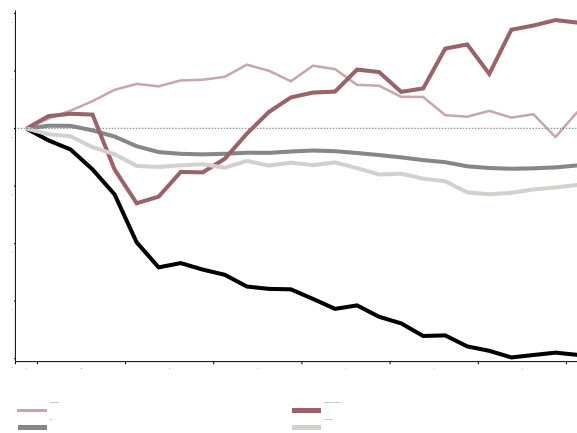
España debe aspirar a que las exportaciones crezcan más

- Para que el PIB crezca al 2% con las exportaciones creciendo al 4% (hacen crecer al PIB en torno al 0,8% anual, teniendo en cuenta el componente importador inherente a las exportaciones), la demanda interna tiene que crecer en torno al 3,5%, pero en esa situación se deteriora la balanza comercial (como ha sucedido en el 1T14), de manera que lo saludable sería que la demanda interna creciera sólo algo por encima del 2% (no al 4% del 1T14), con un crecimiento del PIB cercano al 1,5%.
- En consecuencia, es clave, para que la situación se normalice cuanto antes de manera equilibrada, que las exportaciones puedan recuperar ritmos de crecimiento por encima del 6%, de manera que pueda lograrse un crecimiento equilibrado del PIB a tasas cercanas o superiores al 2%.

Si la demanda interna mantiene el crecimiento del 1T14, superaría el nivel previo a la crisis en 2018



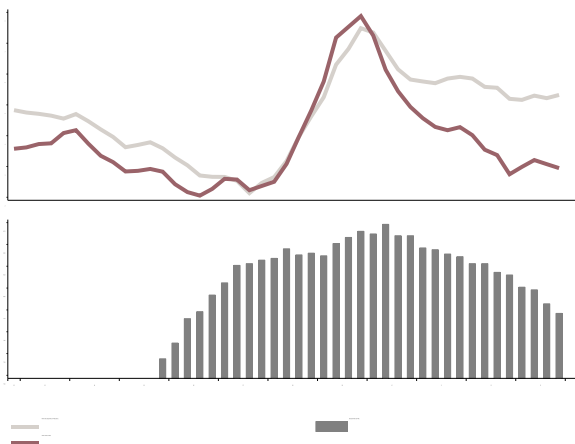
El menor dinamismo de las exportaciones, más que compensado por la demanda interna



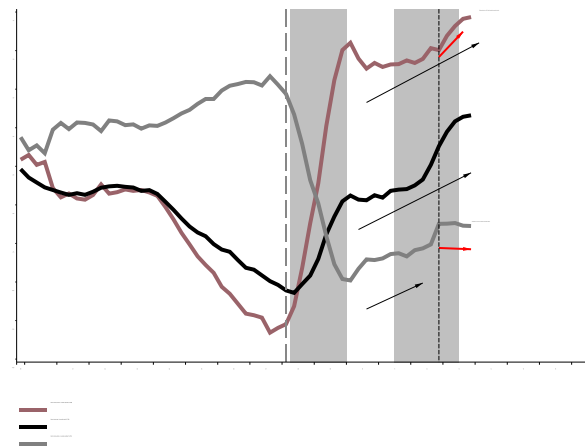
El desapalancamiento privado, aún un mal necesario...

- La reducción del endeudamiento de empresas y familias sigue siendo el principal lastre de la economía.
- La buena noticia del último año es que el menor ajuste fiscal ha facilitado la aceleración del proceso al tiempo que el sostenimiento de la renta disponible de las familias y cierta mejora del consumo.

La reducción de la deuda familiar se ha acelerado con la estabilización de la renta disponible



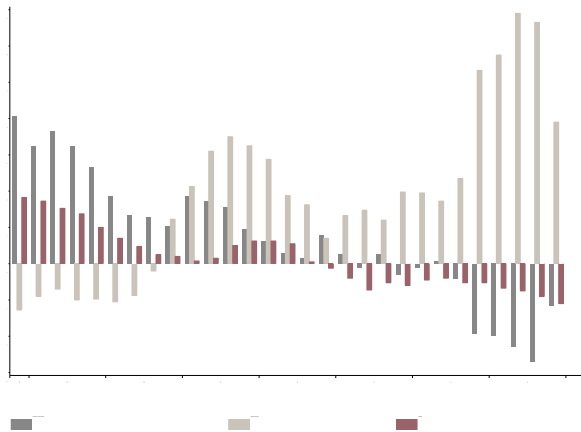
El ahorro público ha dejado de presionar en la misma dirección que el ahorro privado



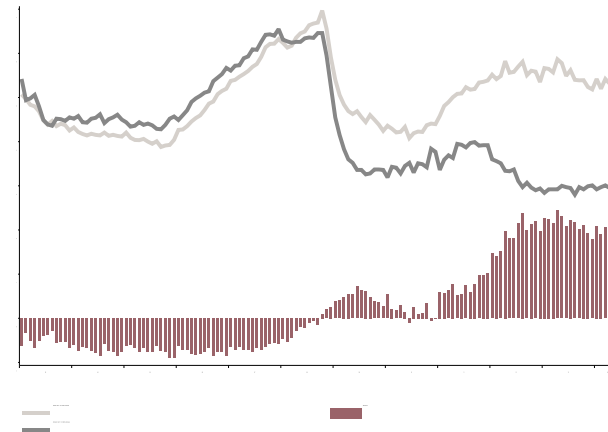
...complicado por la difícil accesibilidad al crédito

- Empresas y familias siguen desendeudándose en términos netos, proceso que todavía no ha sido contrarrestado de manera significativa por la mejora de las condiciones de financiación del sector privado, cuyo carácter restrictivo obedece a las dificultades de balance de las entidades financieras y a la escasez de demanda solvente.

El endeudamiento neto (% PIB) de empresas y familias continúa en negativo...



...y las condiciones de financiación del sector privado no han mejorado como las del público



Riesgo geopolítico: Ucrania e Irak

- El riesgo geopolítico, tras las consultas independentistas en el este de **Ucrania** y el recrudecimiento de los combates armados, sigue siendo una de las principales amenazas para la recuperación económica europea y, en consecuencia, para nuestras perspectivas de repuntes de rentabilidades y solidez de fondo de la renta variable.
 - **Persiste el riesgo de que la UE pase a la fase III de sanciones si Rusia** acaba interviniendo abiertamente en el conflicto ucraniano, pero el interés de Europa y Rusia siguen haciendo relativamente probable que no se produzca una escalada del conflicto internacional que comprometa seriamente los suministros de materias primas.
 - El **reconocimiento de Rusia de las elecciones ucranianas y la voluntad de diálogo** mostrada por ambas partes plantean cierta esperanza de reducción de la tensión.
 - Recientemente, el riesgo derivado de la **ingobernabilidad de Irak** ha pasado al primer plano de la amenaza geopolítica. Mientras el grueso de la producción de petróleo del país no se vea afectado, el impacto sobre los mercados será limitado, pero no hay perspectivas claras de estabilización de la situación.
- **Impacto potencial en mercados: caídas de renta variable y de rentabilidades de deuda pública, apreciación del dólar y repuntes en las materias primas (incluido el oro). Por el momento, asignamos una probabilidad menor del 20% a que los efectos sean importantes.**

La Fed relaja a la curva... a pesar de sí misma y de la inflación

- Las declaraciones desde la Fed han subrayado la necesidad de estímulos y la lejanía de las subidas de tipos, eclipsando el impacto de sus propias revisiones al alza en las previsiones de tipos de marzo y de junio.
- Las revisiones al alza de la mediana de previsiones de tipos de los miembros del FOMC para 2015 y 2016 (pero ligeramente a la baja para el largo plazo) se explica sólo en parte por la reducción de las tasas de paro previstas.
- El mercado acogió con alivio que no se revisasen al alza las previsiones de inflación a pesar del repunte observado recientemente en los precios (IPC en el 2% a/a).

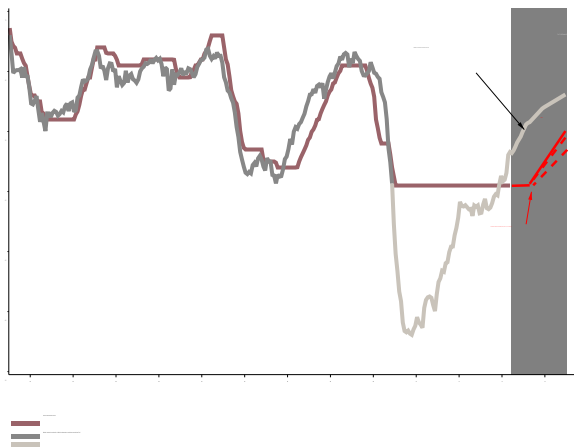
Previsiones centrales de los miembros del FOMC(*)			
	FOMC 18 junio	FOMC 19 marzo	Var. desde marzo
Crec. PIB '14	2,1% - 2,3%	2,8% - 3,0%	↓
Crec. PIB '15	3,0% - 3,2%	3,0% - 3,2%	=
Crec. PIB '16	2,5% - 3,0%	2,5% - 3,0%	=
Crec. PIB Ip	2,1% - 2,3%	2,2% - 2,3%	↓
Inflación '14	1,5% - 1,6%	1,4% - 1,6%	↑
Inflación '15	1,6% - 2,0%	1,7% - 2,0%	↓
Inflación '16	1,7% - 2,0%	1,8% - 2,0%	↓
Inflación Ip	2,0%	2,0%	=
Paro '14	6,0% - 6,1%	6,1% - 6,3%	↓
Paro '15	5,4% - 5,7%	5,6% - 5,9%	↓
Paro '16	5,1% - 5,5%	5,2% - 5,6%	↓
Paro Ip	5,2% - 5,5%	5,2% - 5,6%	↓
Tipos dic. '14	0,25	0,25	=
Tipos dic. '15	1,125	1,00	↑
Tipos dic. '16	2,5	2,25	↑
Tipos Ip	3,75	4,00	↓

(*) % var. interanual 4T PIB e inflación (suby. PCE); tasas paro promediol 4T; tendencias centrales; mediana previsiones tipos

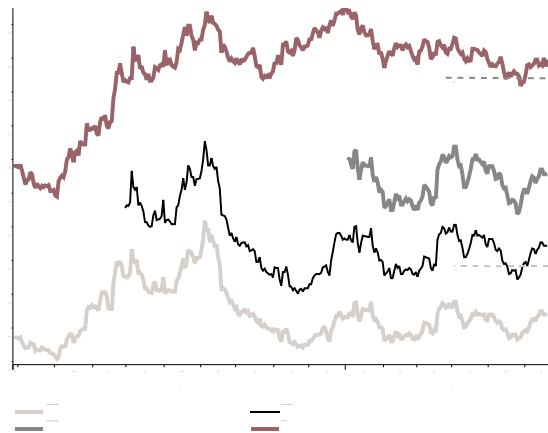
El mercado no acaba de creerse las previsiones de tipos

- La función de reacción histórica ya es coherente con tipos hoy por encima del 1,5%. La revisión de perspectivas económicas de la Fed entre marzo y junio (sobre todo las de paro) ha elevado su nivel de llegada en diciembre de 2016 sólo 14 pb hasta el 4,04%, pero las previsiones medianas del FOMC para esa fecha lo han hecho 75 pb. Aunque Yellen insista en restarle importancia a esas previsiones, revelan la intención de ir minimizando los riesgos futuros de un ajuste demasiado brusco.
- Los tipos implícitos siguen muy lejos de las previsiones medianas del FOMC. Seguimos esperando que en las próximas semanas, de la mano de los datos de actividad, repuntes en la inflación y la aproximación del fin del QE3, los implícitos cierren esa brecha

La función de reacción histórica está claramente en terreno de subida de tipos...



...mientras que los implícitos siguen lejos de las moderadas previsiones del FOMC



El BCE logra sorprender al mercado

- **Recortes de tipos y tipos de depósito negativos:** Los dos principales tipos de referencia se recortan en 10 pb: hasta el 0,15% el tipo repo y hasta el -0,10% la facilidad de depósito. La facilidad de crédito se recorta en 35 pb hasta el 0,4%. La tasa negativa se extiende a todas las reservas por encima del mínimo legal.
- **Financiación asociada al crédito (Targeted LTRO o TLTRO):** Subastas de financiación a largo plazo con vencimiento en septiembre de 2018 y a tipo fijo (el tipo repo vigente en la subasta más 0,1 pp). Las dos primeras tendrán lugar en septiembre y diciembre de 2014 y las entidades financieras podrán financiarse por un importe hasta el 7% de sus créditos al sector privado excluidos los créditos a las familias para la adquisición de vivienda (importe global máximo de unos 400.000M EUR). Entre marzo de 2015 y junio de 2016 podrán endeudarse trimestralmente en las mismas condiciones por un valor tres veces superior a lo que su crédito neto entre abril'14 y marzo'15 supere una referencia por establecer (si globalmente se supera en un 1%, se podrían tomar fondos por hasta unos 210.000M EUR). Quien haya acudido a las TLTRO pero después no alcance los objetivos de crédito tendrá que devolver en septiembre de 2016 todo lo tomado.
- **No esterilización del programa SMP:** Dejan de esterilizarse las compras de títulos de deuda realizadas bajo el antiguo programa SMP (2010-2012), lo que elevará el exceso de liquidez en más de 100.000M EUR, garantizando que la curva monetaria se mantendrá cerca de cero en los próximos meses, hasta que las dos primeras TLTRO aporten liquidez al sistema. En general, puede esperarse que el exceso de liquidez durante el próximo año se sitúe al menos entre 200.000 y 400.000 M EUR.
- **Extensión de financiación ilimitada hasta el final de 2016:** el horizonte de las subastas a tipo fijo y con adjudicación ilimitada se amplía desde mediados de 2015 hasta el final de 2016.
- **Sugerencia de futuras compras de ABS:** Se intensifican los trabajos preparatorios necesarios para considerar la compra de títulos ABS (titulaciones de créditos al sector privado) como herramienta para mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Las previsiones económicas cambian poco...

- Se moderan las previsiones de inflación, pero caen aún más las perspectivas para la tasa de paro..

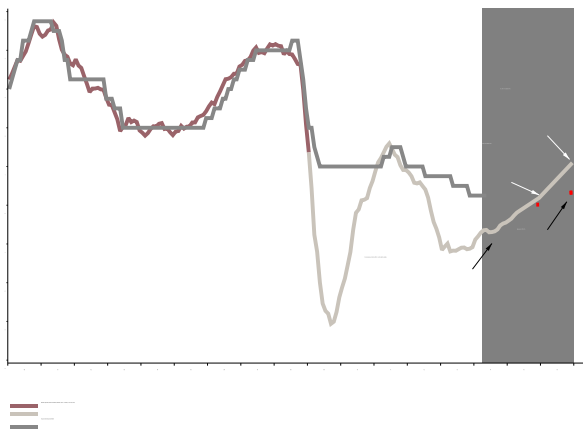
Previsiones económicas del BCE (*)			
	Junio '14	Marzo '14	Cambio
PIB '13	-0,40%	-0,40%	0,00%
PIB '14	1,00%	1,20%	-0,20%
PIB '15	1,70%	1,50%	0,20%
PIB '16	1,80%	1,80%	0,00%
Consumo privado '13	-0,60%	-0,60%	0,00%
Consumo privado '14	0,70%	0,70%	0,00%
Consumo privado '15	1,50%	1,20%	0,30%
Consumo privado '16	1,60%	1,40%	0,20%
FBKF '13	-2,70%	-2,90%	0,20%
FBKF '14	1,70%	2,10%	-0,40%
FBKF '15	3,10%	2,70%	0,40%
FBKF '16	3,50%	3,70%	-0,20%
Tasa de paro (% pobl. activa) '13	12,00%	12,10%	-0,10%
Tasa de paro (% pobl. activa) '14	11,80%	11,90%	-0,10%
Tasa de paro (% pobl. activa) '15	11,50%	11,70%	-0,20%
Tasa de paro (% pobl. activa) '16	11,00%	11,40%	-0,40%
IPC armonizado'13	1,40%	1,40%	0,00%
IPC armonizado'14	0,70%	1,00%	-0,30%
IPC armonizado'15	1,10%	1,30%	-0,20%
IPC armonizado'16	1,40%	1,50%	-0,10%
Saldo fiscal estructural (% PIB) '13	-2,20%	-2,50%	0,30%
Saldo fiscal estructural (% PIB) '14	-2,00%	-2,20%	0,20%
Saldo fiscal estructural (% PIB) '15	-2,00%	-2,20%	0,20%
Saldo fiscal estructural (% PIB) '16	-1,90%	-2,00%	0,10%

(*) % var. media anual, excepto paro y saldo fiscal.

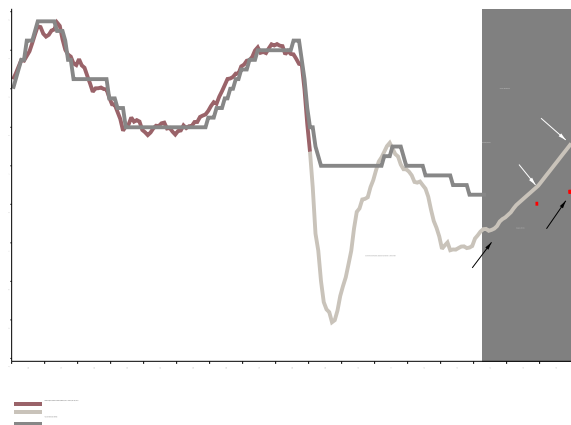
...pero agrandan la brecha mercado - función de reacción

- Tras actualizar nuestro modelo de función de reacción, vemos que tienen más peso la reducción de las previsiones de paro que la de las de inflación, de manera que, bajo la hipótesis de que el euro se mantiene estable, ahora la función histórica apunta a cierto riesgo de subida de tipos a finales de 2015 y sobre todo anticipa un tipo Eonia del 1,1% a finales de 2016 frente al 0,61% de la estimación anterior y al 0,3% que descuenta el mercado. Con una depreciación acumulada del euro del 8,6%, las subidas podrían iniciarse en octubre de 2015 y a finales de 2016 el tipo Eonia se situaría en el 1,6%. **Conclusión:** o bien el mercado descuenta un escenario económico mucho peor, o bien considera que el BCE abandonará su función histórica.

Las nuevas previsiones de paro del BCE elevan la función de reacción histórica...



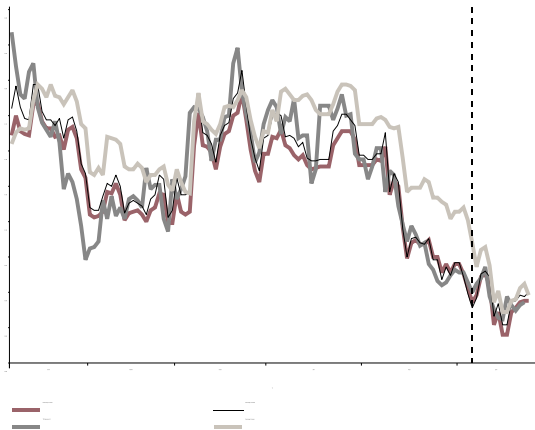
...y más aún si se asume hasta diciembre de 2016 una depreciación del euro del 8,6%



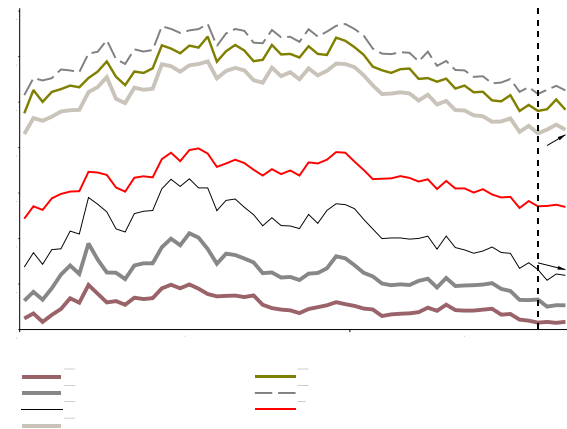
La acción ha relajado sólo moderadamente la curva monetaria

- Los elementos de sorpresa del paquete anunciado por Draghi, en particular los asociados a la liquidez, han permitido aproximar aún más a cero la curva monetaria: la tasa de depósito negativa y la liquidez abundante garantizada hasta septiembre de 2016 la anclan en niveles casi nulos. Consideramos que la lectura del mercado es correcta hasta el horizonte de finales de 2015, pero seguimos considerando que el BCE no va a abandonar su función de reacción histórica ni a embarcarse en un programa QE (no hay más que escuchar a Weidmann), de manera que los tipos implícitos a partir de esas fechas tienen margen al alza. Los implícitos a largo plazo ya han empezado a recorrer el suyo. **Conclusión:** la curva sólo tiene margen al alza.

El impacto sobre la curva monetaria ha sido modesto pero apreciable



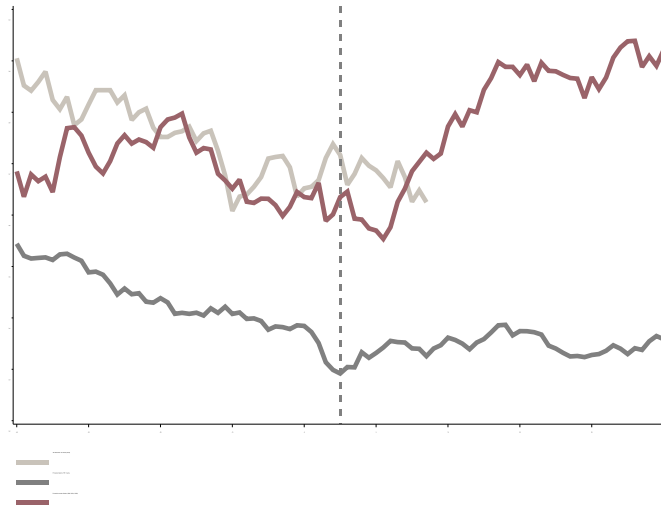
Los tipos implícitos a largo plazo han empezado a repuntar



La historia apoya la perspectiva de repuntes en la curva

- Históricamente las bajadas de tipos del BCE han venido precedidas de recortes de las rentabilidades de la deuda alemana y seguidas de movimientos laterales. Sin embargo en las tres ocasiones en las que se trató de un último movimiento a la baja de tipos, tras una modesta reacción inicial a la baja, la curva tendió a repuntar con claridad un mes después. En el caso del recorte de junio, el BCE ha dejado claro que se trata del último.

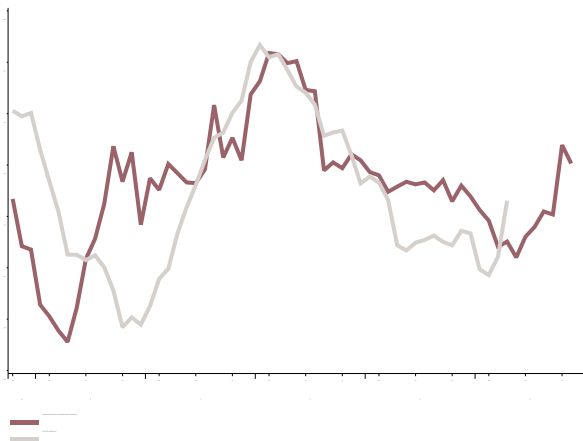
Las bajadas de tipos del BCE, seguidas históricamente de movimientos laterales o al alza de las rentabilidades



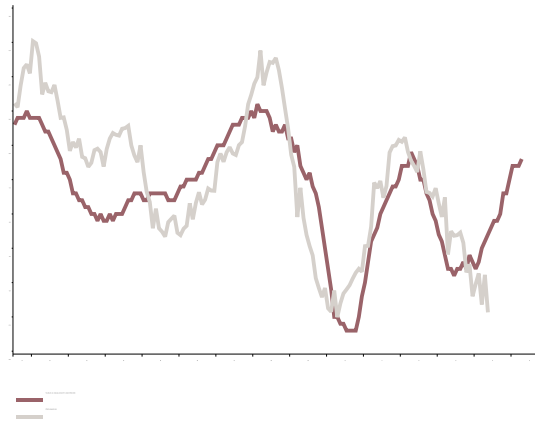
Lo que los mercados parecen ignorar (¿con razón?)

- Una clave para los repuntes futuros de las curvas de EEUU y Europa es la evolución de la inflación. En EEUU la inflación subyacente ha empezado ya a repuntar y la evolución de los precios mayoristas sugiere que seguirá haciéndolo en los próximos meses lo suficiente para situarse en el límite superior o por encima de las previsiones de la Fed para el 4T14 (1,4%-1,6% a/a), lo que puede contribuir a adelantar expectativas de subidas de tipos al 1T15.
- La evolución pasada del desempleo en la Eurozona sugiere también repuntes significativos de inflación. Sin embargo, la concentración de las mejoras del empleo en la periferia puede seguir retrasando el proceso.

Los precios mayoristas de EEUU apuntan a repuntes de la inflación en el 2S14...



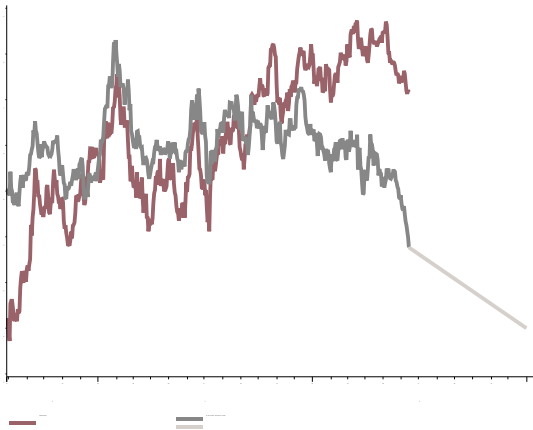
...y la reducción acumulada de la tasa de paro debería notarse en la inflación de Eurozona



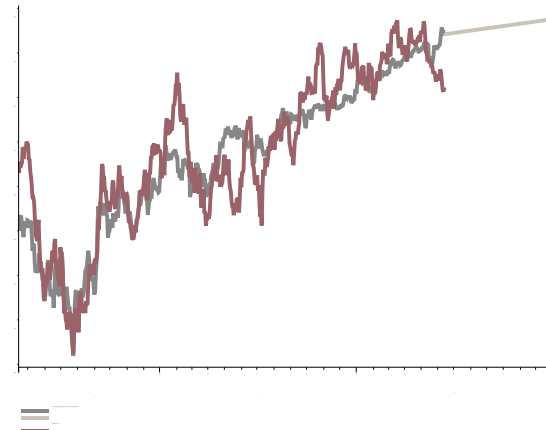
El euro sigue sostenido por las primas soberanas

- Los diferenciales a corto plazo de rentabilidad con EEUU han apoyado la depreciación del euro, pero esto habría sido sustancialmente mayor de no coincidir el proceso con nuevos estrechamientos de las primas soberanas.
- En los próximos meses esperamos que domine el “efecto diferencial”, permitiendo al euro cotizar en el rango 1,30-1,35 USD.

El euro se ha visto presionado a la baja por los diferenciales de rentabilidad a corto...



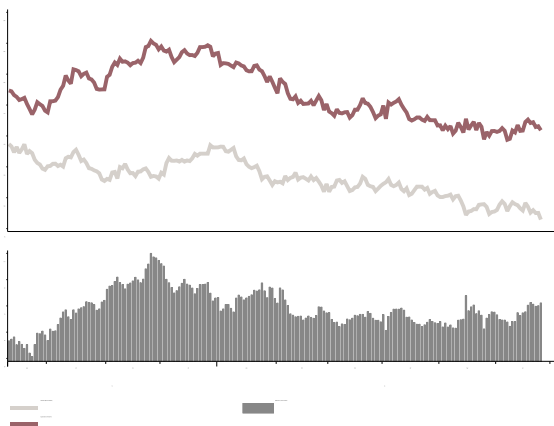
...y al alza por las primas soberanas



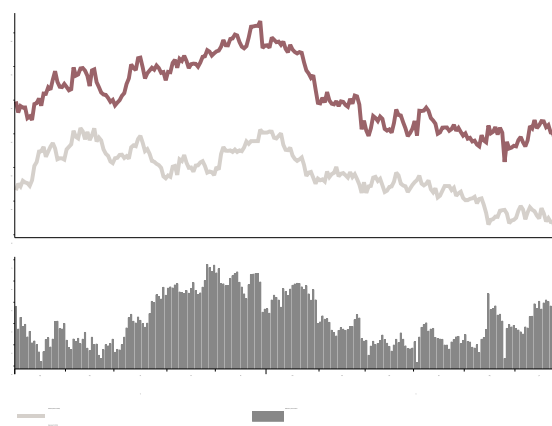
Aún hay margen de reducción de primas soberanas...

- Una cuestión especialmente difícil de contestar con precisión es el recorrido adicional a la baja, si existe, de que disponen aún las primas soberanas de la periferia europea. Seguimos apostando por que ese recorrido es aún significativo y una posible guía al respecto es el diferencial de rentabilidad con Alemania que no está explicado por el diferencial de los CDS. Los gráficos muestran cómo en el caso de España e Italia y en el diez años ese diferencial no explicado asciende a unos 70 y 50 pb respectivamente. La conclusión para España sería que la prima soberana aún tiene margen a la baja hasta los 70 pb desde los 140 pb actuales.

La prima soberana española 10A supera en unos 70 pb el nivel justificado por los diferenciales de CDS...



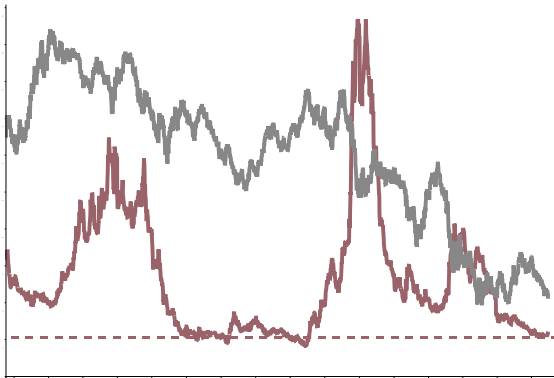
...y en Italia la diferencia es algo menor, pero también significativa



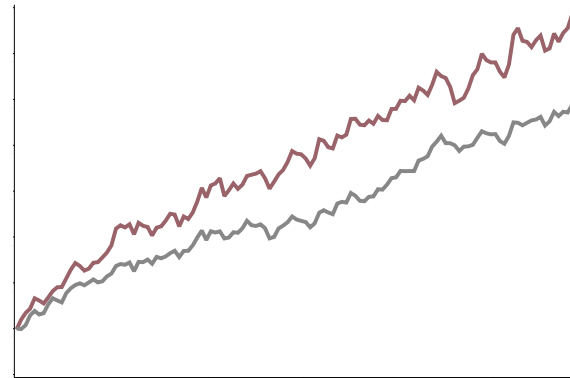
...pero el crédito corporativo ha llegado ya muy lejos

- Los diferenciales de crédito corporativo se encuentran en zona de mínimos coincidiendo con unas rentabilidades de la deuda pública también en mínimos, lo que sugiere (fuera de la deuda periférica) un riesgo elevado de caídas en precio en los próximos meses.
- A lo largo del año, los avances de la deuda corporativa han venido motivados sobre todo por el impulso de las caídas de rentabilidades soberanas, movimiento prácticamente agotado.

High Yield europeo: coinciden mínimos de diferencial con mínimos de rentabilidad soberana



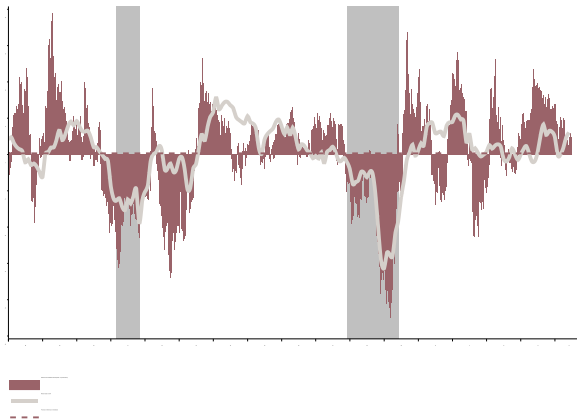
El crédito corporativo se ha revalorizado este año en Europa menos que el soberano



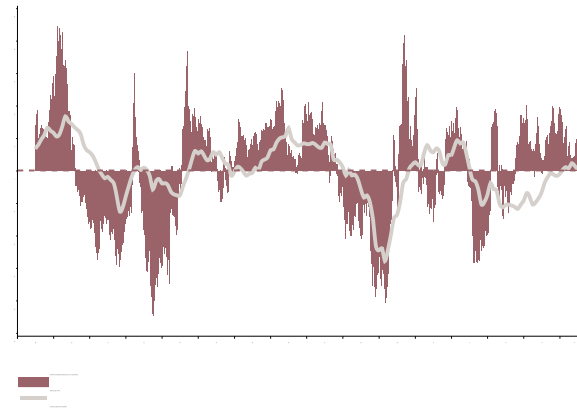
El ciclo favorece al crédito de Europa vs. EEUU

- Las perspectivas cíclicas se mantienen relativamente más favorables en EEUU que en la Eurozona, lo que reduce el atractivo relativo del crédito corporativo de EEUU respecto a la renta variable.
- En Europa, un ciclo más moderado y con menores riesgos inflacionistas puede combinar mejor un nivel bajo de riesgo de impago con una curva de tipos que repunte menos.

El ciclo económico es más expansivo en EEUU, lo que reduce el atractivo relativo del crédito...



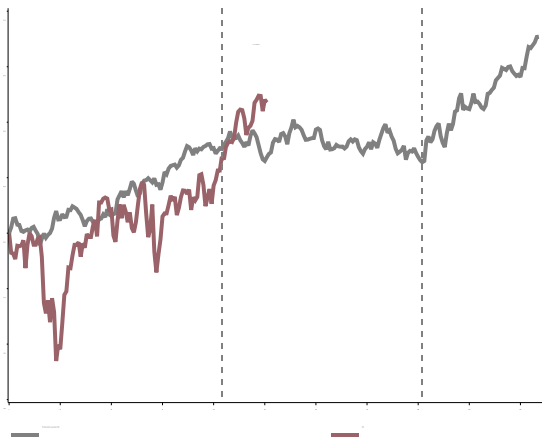
...que en la Eurozona puede competir potencialmente mejor con la renta variable



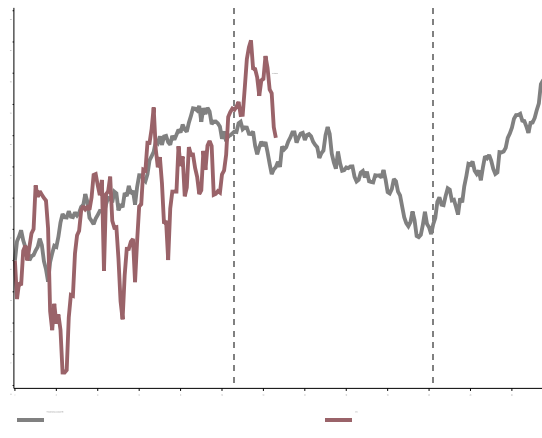
RV: la estacionalidad apoya los riesgos correctivos...

- La pauta estacional del S&P500 y, más aún, del Euro STOXX sugiere mayores riesgos correctivos en los tres próximos meses (1 de enero = 100).
- Estos riesgos se suman al derivado de los repuntes que esperamos en las curvas de rentabilidades.

La pauta estacional histórica del S&P500 muestra que se inicia el período menos favorable del año...



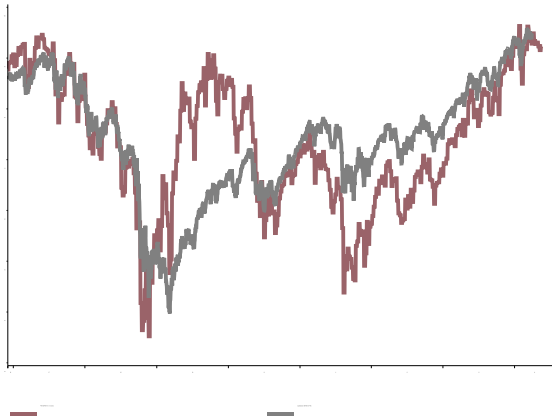
...algo que es aún más claro en el caso del Euro STOXX



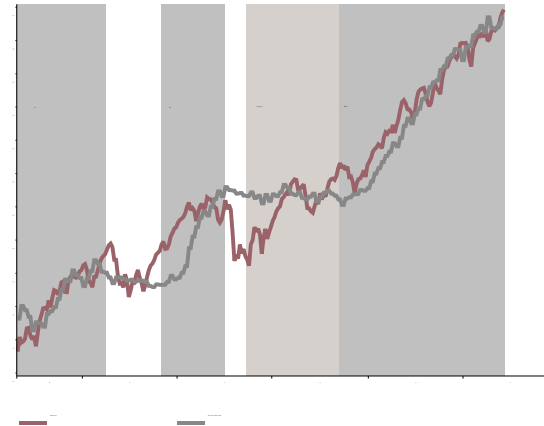
...en un contexto de señales de sobrevaloración...

- La renta variable cotiza en niveles de valoración relativamente exigentes que en parte se han apoyado en un programa de expansión monetaria (QE3/QE4) que ya se ha reducido casi a la mitad y que en noviembre desaparecerá.
- La perspectiva de mejora de beneficios empresariales deberá ser el principal factor de solidez de la renta variable a medio plazo y limitar las posibles correcciones a corto plazo.

Las medidas de valoración del S&P500 han superado los niveles previos a la crisis financiera...



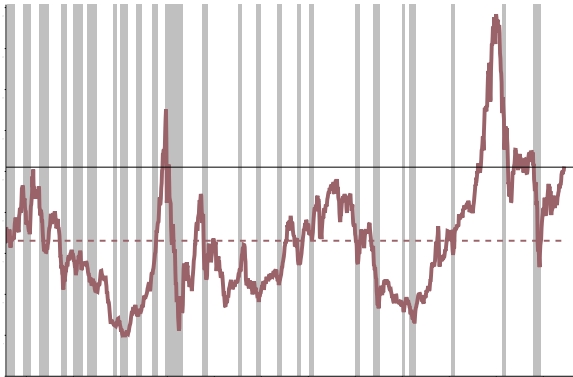
...cuando el colchón del QE está a punto de desaparecer



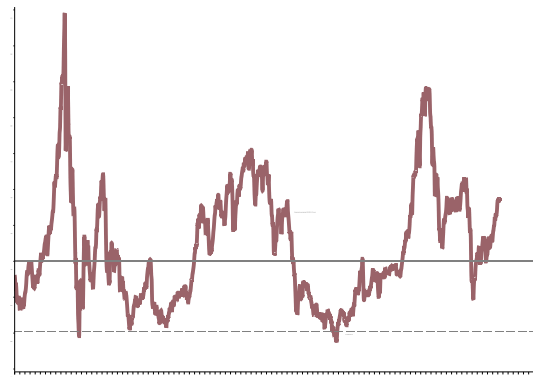
...visibles también en una perspectiva de largo plazo

- Los indicadores de valoración de muy largo plazo sugieren también que los actuales niveles de cotización son muy exigentes, en especial si se tiene en cuenta que se dan en un momento en el que las perspectivas de crecimiento económico a largo plazo son moderadas.
- Su gran apoyo fundamental son los bajos niveles de las curvas de tipos, pero ya hemos visto que son probables reajustes al alza de alguna importancia.

Las medidas de valoración del S&P500 han superado los niveles previos a la crisis financiera...



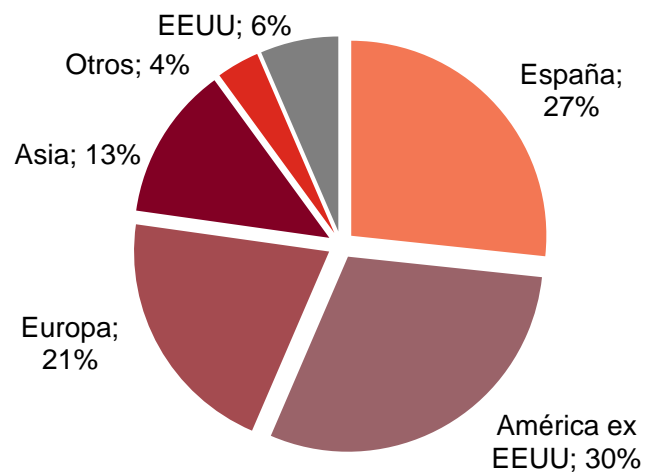
...cuando el colchón del QE está a punto de desaparecer



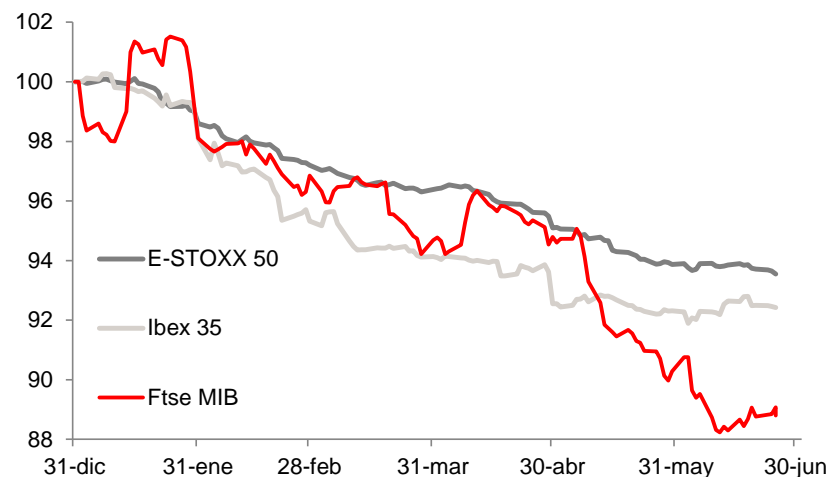
Ibex 35: cuenta con ventajas frente al resto de la periferia

- El índice español cuenta con **ventajas adicionales respecto al resto de la periferia**:
 - los supuestos de las pruebas de estrés han resultado más favorables de lo previsto para la banca española (ver página siguiente);
 - las valoraciones son todavía razonables en términos normalizados;
 - valoraciones y *momentum* de resultados más atractivos que en el MIB italiano;
 - el perfil exportador del Ibex 35 se beneficiará de la debilidad del euro.
- Los **principales riesgos** para el índice español son su exposición al mercado LatAm ante un potencial repunte de las turbulencias en las divisas, que conllevaría además un posible tensionamiento de las primas de riesgo.

Ibex 35 - Exposición geográfica (Vtas'13)



Revisiones BPA 2014 - YTD



Test de estrés: no tan estresados para la banca española

Los **escenarios contemplados** por la **EBA para los test de estrés** (se conocerán en octubre) no resultan tan estresados para la banca española (refuerza nuestra apuesta que apunta a que la banca española podría conseguir resultados satisfactorios en estas pruebas):

- **PIB:** En el escenario base para España se esperan crecimientos del 1%, 1,7% y 2,2% para 2014,2015 y 2016% y en el adverso, -0,3% -1% +0,1%. (escenario más benigno que en los empleados por los test de OW y RB). La desviación en el caso adverso sería del 2,03pp de media año vs. la media de la Eurozona del 2,3.
- **Paro:** el desempleo en España seguirá subiendo hasta el 26,3% este año, el 26,8% en 2015 y el 27,1% en 2016. Para el conjunto de la UE la tasa de paro subiría hasta el 11,3% en 2014, el 12,3% en 2015 y el 13% en 2016 (12,3%, 12,9% y 13,5% para la Eurozona). Similar a los escenarios planteados por OW y RB.
- **Inflación:** el en peor escenario, la inflación en España se mantendría muy baja en los próximos años, con una media del 0,3% este año, el 0,4% en 2015 y el 0,8% en 2016. Algo mayor sería la registrada en la UE (1%, 0,6% y 0,3%) y la Eurozona (1,1%, 0,6% y 0%).
- **Caída del precio de la vivienda:** en España bajaría un 3,1% en 2014 y un 5% cada año en 2015 y 2016. Menos en todo caso que el retroceso del 8,7% (2014) y el 14% (2015 y 2016) previsto para el conjunto de la UE o la caída del 6,9% en la Eurozona en 2014, a la que se uniría una caída del 11% adicional tanto en 2015 como en 2016.
- **Haircuts o descuentos en la deuda soberana** (bono a 10 años) en el escenario adverso: Grecia (20,5%), Italia (15,7%), Portugal (15,4%), España (14,3%), Irlanda (13,2%), Francia (13%), Holanda (11,6%), Alemania (20,2%). Destacan también descuentos de en torno al 14% en la deuda de muchos países de Europa del Este.
- Además, la EBA tendrá en cuenta el riesgo de deflación en la zona euro, el desplome de las bolsas europeas, la depreciación de monedas de economías de Europa del Este o la caída del PIB en otros países como EEUU, Japón o emergentes. También posibles **shocks en las rentabilidades de la deuda**, donde el 10 años español volvería a un máximo del 5,7%, frente al 7,2% que alcanzó en verano de 2012 y el 3% al que cotiza actualmente.

Perspectivas de tipos y de inflación

- Mantenemos las líneas básicas de las previsiones: repuntes de las curvas en 2S14, relativamente ancladas en el tramo corto por la ausencia previsible de subidas de la Fed y el BCE en los próximos 10-18 meses. Aumentamos el margen adicional de recorte en las primas soberanas españolas.

	26/06/2014	dic-14		jun-15		dic-15		dic-16	
		Previsión Mercado		Previsión Mercado		Previsión Mercado		Previsión Mercado	
Repo BCE	0,15	0,15		0,15		0,25		1,00	
Eonia	0,04	0,03	0,04	0,03	0,04	0,25		1,00	
Euribor 3M	0,21	0,20	0,16	0,30	0,18	0,45	0,24	1,20	0,47
Euribor 12M	0,49	0,60		0,75		0,90		1,60	
TIR España 2A	0,49	0,75		1,05		1,35			
TIR España 5A	1,27	1,65		1,95		2,19			
TIR España 10A	2,64	2,85		3,15		3,30			
Dif. 10A con Alemania	1,38	1,10		1,05		0,90			
Pendiente 10 -2	2,15	2,10		2,10		1,95			
Inflación (% a/a)*	0,20	0,30		--		0,90			
TIR Alemania 2A	0,03	0,20		0,50		0,90			
TIR Alemania 5A	0,35	0,86		1,19		1,54			
TIR Alemania 10A	1,26	1,75		2,10		2,40			
Pendiente 10 -2	1,23	1,55		1,60		1,50			
Inflación Euro (% a/a)*	0,50	0,80		--		1,30			
TIR EEUU 2A	0,48	0,75		1,25		1,75			
TIR EEUU 5A	1,69	1,76		0,71		2,71			
TIR EEUU 10A	2,56	3,10		3,50		3,90			
Dif. 10A con Alemania	1,30	1,35		1,40		1,50			
Pendiente 10 -2	2,07	2,35		2,25		2,15			
Inflación EEUU (% a/a)**	1,42	1,5		--		2,00			

* Interanual última y previsiones medias anuales

** Interanual última y previsiones medias anuales del deflactor subyacente del consumo

Perspectivas de crecimiento

- El bache del 1T14 en EEUU y emergentes ha supuesto revisiones a la baja para este año, pero se mantienen las perspectivas de reactivación global.

Crecimiento del PIB real (%)		Consenso Bloomberg			Interdin		
	2011	2012	2013	2014	2015	2014	2015
Mundo	3	2,19	2,09	2,69	3,08		
G-10	1,4	1,4	1,2	1,9	2,3		
EEUU	1,8	2,8	1,9	2,2	3		
Zona Euro	1,6	-0,7	-0,4	1,1	1,5		
Alemania	3,3	0,7	0,4	2	2		
Francia	2	0	0,2	0,8	1,4		
Italia	0,4	-2,4	-1,9	0,3	1,1		
España	0,1	-1,6	-1,2	1	1,5	1,1	1,8
Japón	-0,48	1,48	1,53	1,5	1,2		
Reino Unido	1,1	0,3	1,7	3	2,5		
Asia Emergente	7,6	6,24	6,3	6,18	6,27		
China	9,3	7,7	7,7	7,4	7,2		
EMEA	4,9	2,63	2,17	1,73	2,58		
Latinoamérica	4,21	2,73	2,49	2,18	2,77		

* Variación en el déficit ajustado al ciclo

Recomendaciones de inversión

▪ Perfil de las carteras

Cíclico en EEUU. Neutral/Cíclico en Europa. Valores defensivos penalizados si repuntan las curvas

▪ Neutral Renta Variable vs Renta Fija

▪ Renta fija

Deuda Pública *core* y *semi core*
Deuda Pública periférica
Renta Fija Privada

- ▶
- ▼ Europa mejor que EEUU
- ▲ Margen absoluto moderado
- ▶ Sobreponderar Periféricos

▪ Renta variable

Japón
Europa
España

EEUU
Emergentes

- ▶ Riesgos corto plazo, fondo mixto
- ▶ Progresivamente más potencial
- ▶ A corto plazo, mayor riesgo que Europa, pero mayor potencial de fondo
- ▶ Neutral también frente a Europa
- ▶ Oportunidades, pero riesgo económico y de mercado








▪ Divisa y materias primas

Dólar
Materias primas



- ▲
- ▶

Principales referencias próximos meses




Julio:

-  Italia toma el testigo de Grecia en la presidencia semestral de la Unión Europea.
-  **3 de julio:** Reunión del BCE y rueda de prensa posterior.
-  **7/8 de julio:** Eurogrupo y Ecofin.
-  **10 de julio:** Reunión del Banco de Inglaterra (Actas el 23 de julio).
-  **13 de julio:** Final de la Copa del Mundo de fútbol.
-  **29/30 de julio:** Reunión de la Fed y decisión de tipos.
-  **Finales de julio:** Debería haber finalizado la fase 1 de supervisión de activos de la banca del BCE (AQR -*Asset Quality Review*-). Comenzarán los test de estrés.





Agosto:

-  **7 de agosto:** Reunión del BCE y rueda de prensa posterior.
-  **31 de agosto:** Elecciones en Sajonia (Alemania).



Septiembre:

-  **4 de septiembre:** Reunión del BCE y rueda de prensa posterior.
-  **17 de sept:** Reunión del FOMC. Incluye proyecciones económicas y rueda de prensa posterior. Se acerca el final definitivo del QE3.
-  **18 de sept:** Previsto referéndum de independencia de Escocia.

Octubre:



-  **2 de oct.:** Reunión del BCE y rueda de prensa posterior.
-  **10-12 oct:** Reuniones Banco Mundial y FMI.
-  A finales de octubre el **BCE** presentará los resultados de los **test de estrés de la banca** europea.
-  **29 de oct:** Reunión de la Fed. Previsiblemente se anuncie el fin del QE3.

Noviembre:






-  **3 de noviembre:** BCE: toma plenos poderes como Supervisor Único.
-  **4 de noviembre:** Elecciones parciales al Congreso y al Senado en EEUU.

Principales referencias próximos meses

Junio:

-  **26-27 de junio:** *Cumbre Europea.*
-  **18 de junio:** Reunión de la Fed y rueda de prensa posterior.




Julio:

-  Italia toma el testigo de Grecia en la presidencia semestral de la Unión Europea.
-  **3 de julio:** Reunión del BCE y rueda de prensa posterior.
-  **7/8 de julio:** Eurogrupo y Ecofin.
-  **10 de julio:** Reunión del Banco de Inglaterra (Actas el 20 de agosto).
-  **13 de julio:** Final de la Copa del Mundo de fútbol.



Agosto:

-  Fin de la fase 1 de supervisión de activos del BCE.

Septiembre:

-  4 de septiembre: Reunión del BCE y rueda de prensa posterior.
-  17 de sept: Reunión del FOMC. Incluye proyecciones económicas y rueda de prensa posterior. Se acerca el final definitivo del QE3.
-  Previsto referéndum de independencia de Escocia.

Octubre:

-  **10-12 oct:** Reuniones Banco Mundial y FMI.
-  BCE: Resultados de los test de estrés de la banca europea.

Noviembre:

-  3 nov: BCE: toma plenos poderes como Supervisor Único.

Aviso Legal

Este informe ha sido preparado por Interdin Bolsa, Sociedad de Valores S.A.U. (en adelante Interdin), debidamente autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y se distribuye con fines meramente informativos. Interdin Bolsa, Sociedad de Valores, S.A.U. y Banco de Madrid, S.A.U. (en adelante, Banco Madrid) pertenecen al Grupo Banca Privada D'Andorra (BPA), en adelante el Grupo.

Este documento no debe ser considerado como una oferta para vender o una solicitud para comprar. Tampoco debe ser considerado como una propuesta de inversión para prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión. Cualquier decisión de compra o venta por parte del destinatario de este informe debe fundamentarse en información pública disponible sobre dicho valor concreto, y tomar en consideración el contenido de los prospectos archivados y disponibles en la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), en la Sociedad Rectora de la Bolsa y en la propia compañía que emite el valor. El inversor que acceda al presente informe deberá tener en cuenta que los instrumentos indicados en el mismo pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión, perfil inversor o situación financiera. Los resultados históricos indicados en el presente informe no garantizan resultados futuros.

La información contenida en el mensaje ha sido generada de fuentes genéricas presumiblemente fiables, extremando el cuidado para asegurar que la información contenida en el mismo no es incierta o engañosa en el momento de su publicación. Sin embargo, Interdin no puede asegurar que la información sea exacta y/o completa. Todas las opiniones y estimaciones incluidas en el mismo constituyen exclusivamente un juicio personal de los miembros del equipo de análisis de Interdin en el momento de emisión de este informe y están sujetas a cambios si se produjeran variaciones significativas en alguno de los datos facilitados que así lo hicieran necesario. El sistema retributivo de los analistas del presente informe no está vinculado a las opiniones vertidas en este informe.

Las recomendaciones y opiniones indicadas en el presente informe por el equipo de análisis de Interdin no tiene porque coincidir con la opinión de gestores, empleados, o agentes de cualquier de las Entidades del Grupo.

Eventualmente, Interdin, BPA, Banco Madrid o empresas afiliadas y/o sus empleados o directivos podrían tener posiciones, o estar interesados de cualquier otra forma, en transacciones de valores que están directamente o indirectamente relacionados con el objeto de este informe. En todo caso, se prestará la necesaria observancia a las normas de actuación especificadas en el Reglamento Interno de Conducta de Interdin y resto de entidades del Grupo, especialmente en lo referido a la anteposición de los intereses de los clientes sobre los propios, con el fin de evitar todo conflicto de interés.

Interdin, Banco Madrid o empresas afiliadas podrían eventualmente prestar servicios a alguna de las compañías mencionadas en este informe. Interdin, Banco Madrid o empresas afiliadas, sus empleados, directivos o cualquier otra persona relacionada con Interdin no asumen responsabilidad, cualquier que sea, por pérdidas que sean consecuencia del uso de este informe y de su contenido. Este informe no puede ser reproducido, distribuido o publicado por el receptor del mensaje, cualquiera que sea la finalidad que se persiga. Ninguna parte de este informe podrá distribuirse en los EE.UU. de América, excepto a los principales inversores institucionales de EE.UU. de acuerdo con las reglas establecidas en Rule 15^a-6(a)(2) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.