

# Perspectivas mercado de divisas

Dirección de Análisis  
Noviembre 2021

# 1

## Escenario macro

# Resumen estimaciones macro

PIB				
País	2021e		2022e	
	Bs(e) último	Cons.	Bs(e) último	Cons.
Mundo	--	5,9	--	4,5
EEUU	6,2	5,8	4,2	4,0
Zona Euro	4,9	5,0	4,8	4,3
Alemania	--	2,9	--	4,4
España	6,4	5,6	6,3	5,8
Japón	--	2,4	--	2,5
China	--	8,2	--	5,5
Brasil	--	5,2	--	1,9

Otras variables				
País	2021e		2022e	
	Bs(e) último	Cons.	Bs(e) último	Cons.
<b>Tipos de intervención</b>				
EEUU	0,00-0,25	0,25	0,25-0,50	0,00-0,25
Zona Euro	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TIR 10 años</b>				
EEUU	1,75	1,67	2,00	2,04
Alemania	-0,10	-0,19	0,00	0,02
España	0,50	0,51	0,60	0,77
Japón	--	0,09	--	0,13

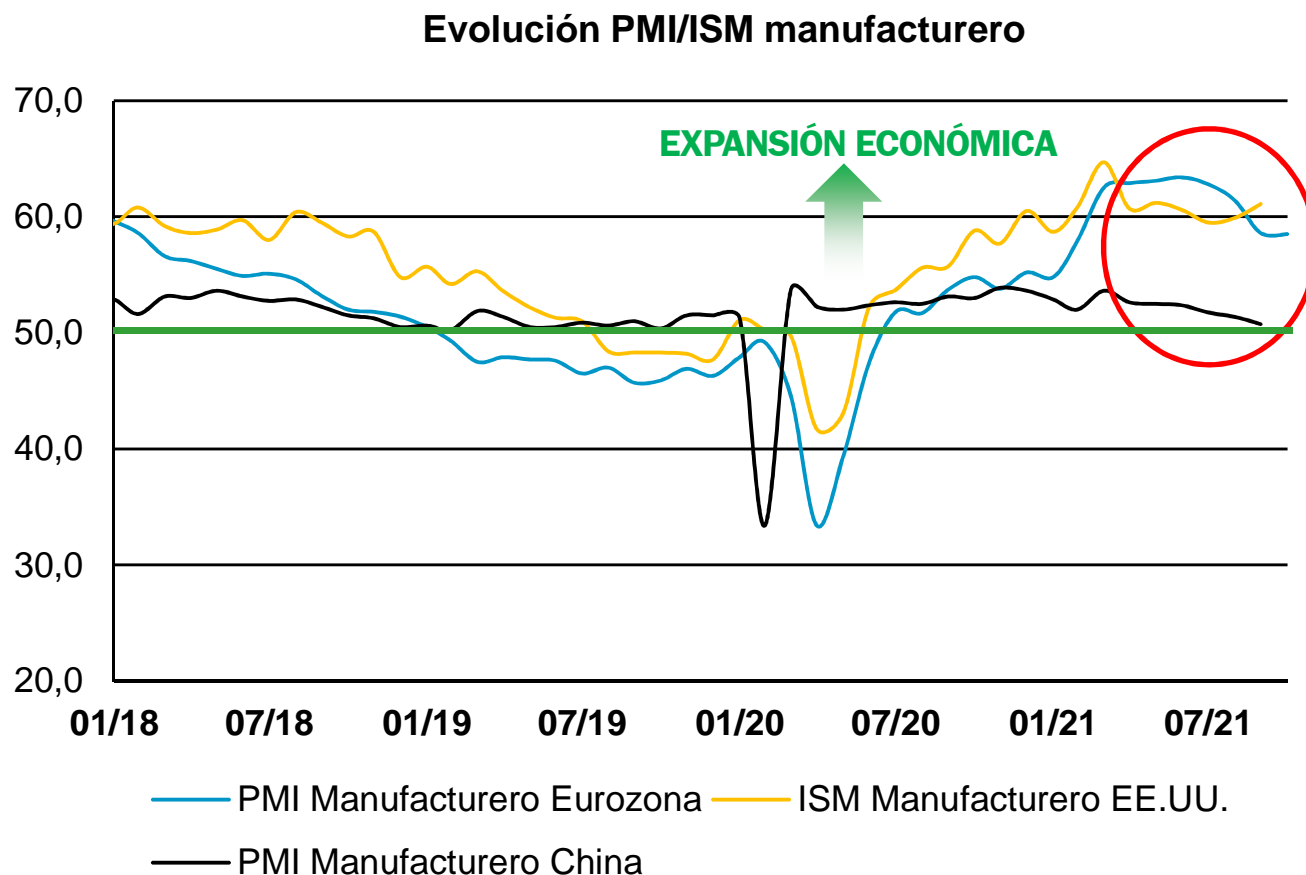
IPC				
País	2021e		2022e	
	Bs(e) último	Cons.	Bs(e) último	Cons.
Mundo	--	3,6	--	3,3
EEUU	4,4	4,4	3,5	3,3
Zona Euro	2,2	2,3	2,1	1,8
Alemania	--	3,0	--	2,0
España	2,5	2,4	1,9	1,7
Japón	1,5	-0,2	--	0,5
China	--	1,2	--	2,2
Brasil	--	7,9	--	4,7

Otras variables				
País	2021e		2022e	
	Bs(e) último	Cons.	Bs(e) último	Cons.
<b>Materias primas</b>				
Brent	80,00	69,17	60,00	69,75
Oro	--	1.780	--	1.719
<b>Tipos de cambio</b>				
EUR/USD	1,18	1,17	1,20	1,17
EUR/GBP	0,85	0,85	0,83	0,84
USD/MXN	20,00	20,23	20,00	20,42
USD/BRL	--	5,32	--	5,38

Fuente: Bs Macroeconomía, Renta Fija y Divisas. Consenso Mercado Bloomberg 28/10/21

# Tras un 1S'21 muy fuerte, los vientos de cola aflojan (base comparable más exigente)

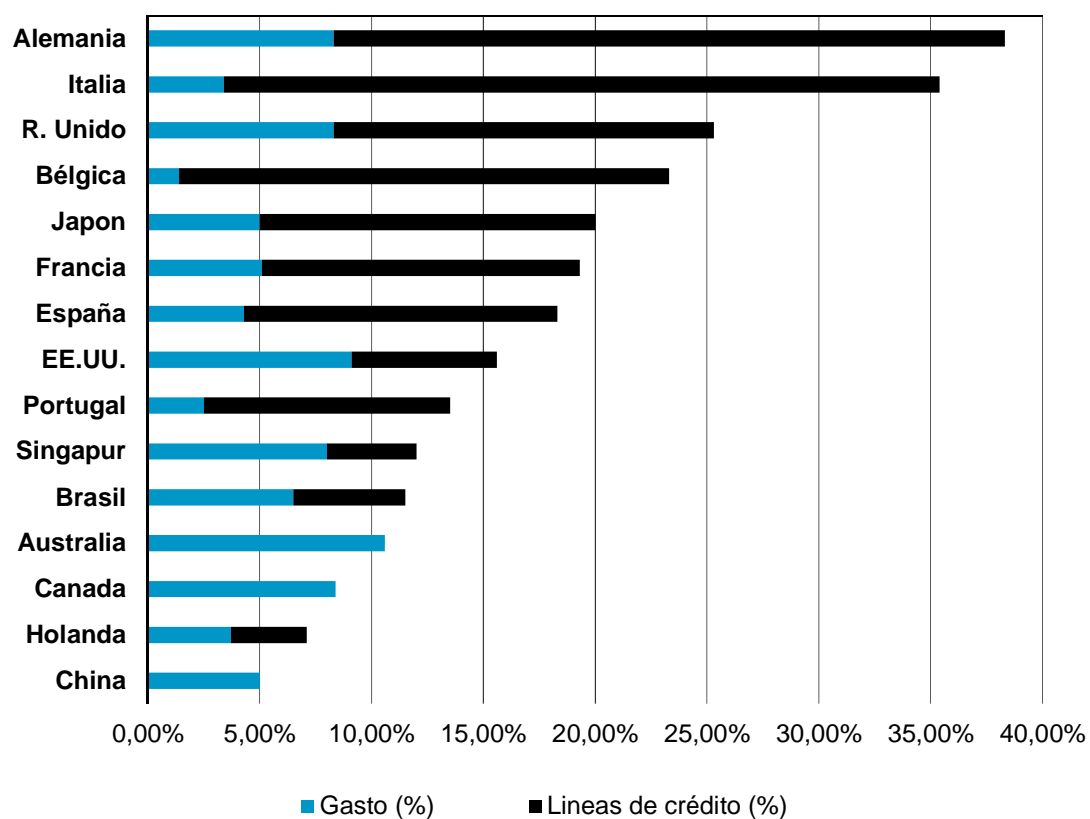
Perdida de dinamismo macro (aunque en terreno expansivo)



# El impulso fiscal irá moderándose

Aunque los desarrollados están decididos a mantener un fuerte crecimiento económico al menos hasta 2023

**Medidas fiscales/ayudas financieras (%PIB) 2020**

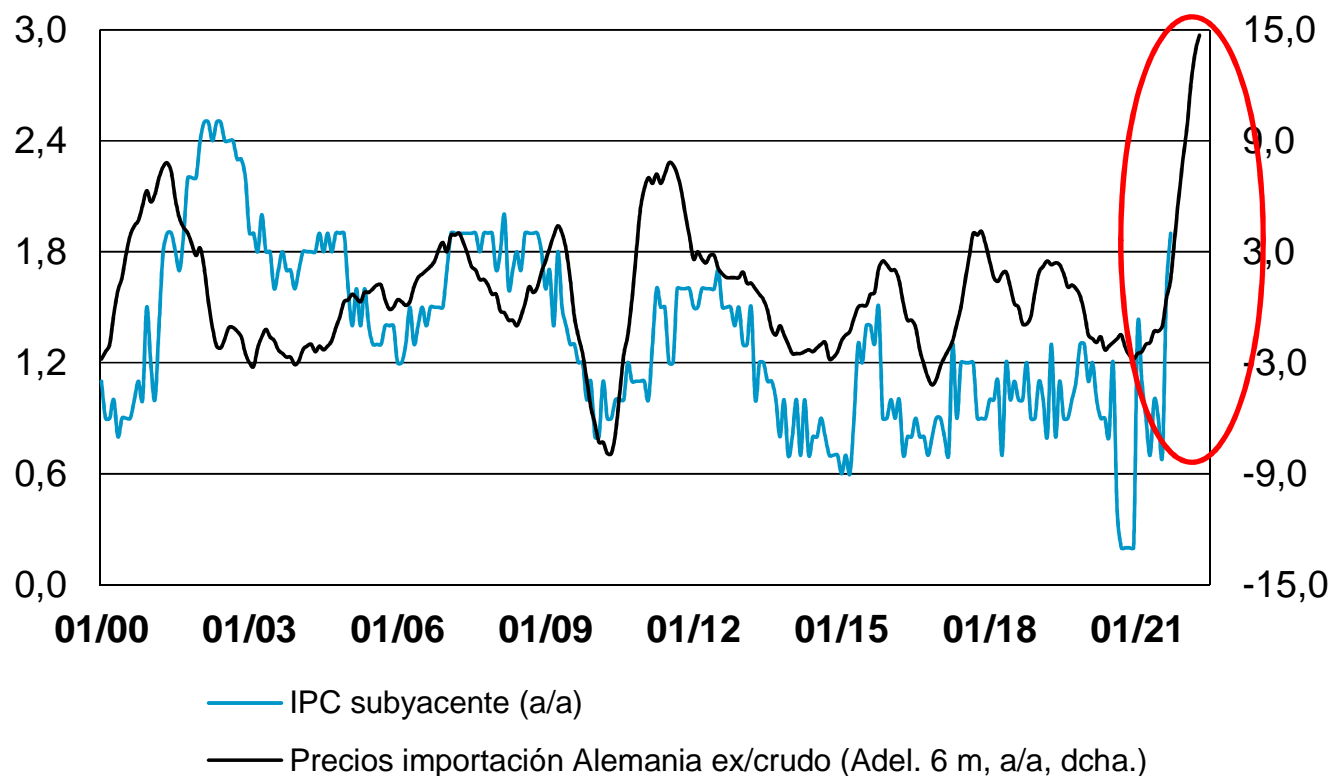


Fuente: Bloomberg, Datastream y BS Análisis

# La inflación cobra protagonismo

La energía, las distorsiones en cadenas de suministro (Covid-19) y los bajos inventarios mantendrán la inflación alta por más tiempo

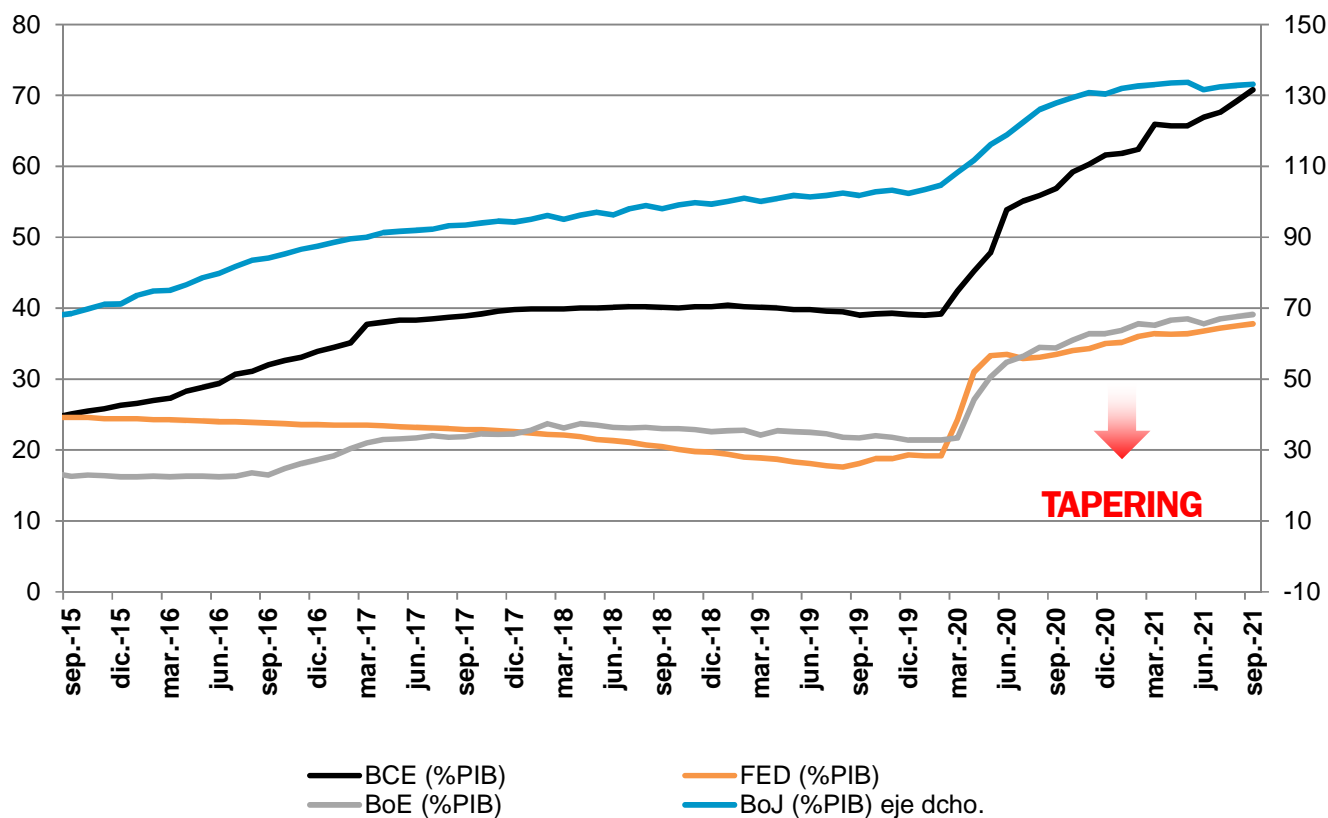
**Eurozona: Precios importación vs subyacente**



# Ha llegado el momento de comenzar a retirar estímulos monetarios

...pero los BC irán por detrás de la curva

Evolución balance BCE/Fed/BoJ



Fuente: Bloomberg, Datastream y BS Análisis

# 2

## Previsiones de divisa



# Euro/dólar: ciclo apreciador del euro

Objetivo dic'21/22: BSe 1,18/1,20; consenso 1,17/1,17

*Sesgo apreciador del euro por el mayor ritmo de incremento del déficit de EE.UU. (planes de estímulo fiscal) y la menor aversión a riesgo (dólar como activo refugio vs euro como divisa pro-cíclica). A corto plazo, las variaciones en el diferencial de tipos en función retira más rápido estímulos monetarios, la desaceleración macro (vs 1S'21) y la incertidumbre en torno a cadenas de suministro fortalecen el dólar.*

## Depreciador del euro

- (CP) Salida de la Fed antes que el BCE y ampliación del diferencial de tipos entre EE.UU. y Eurozona.
- (CP) Retroceso en los indicadores macro a ambos lados del Atlántico en 2S'21.

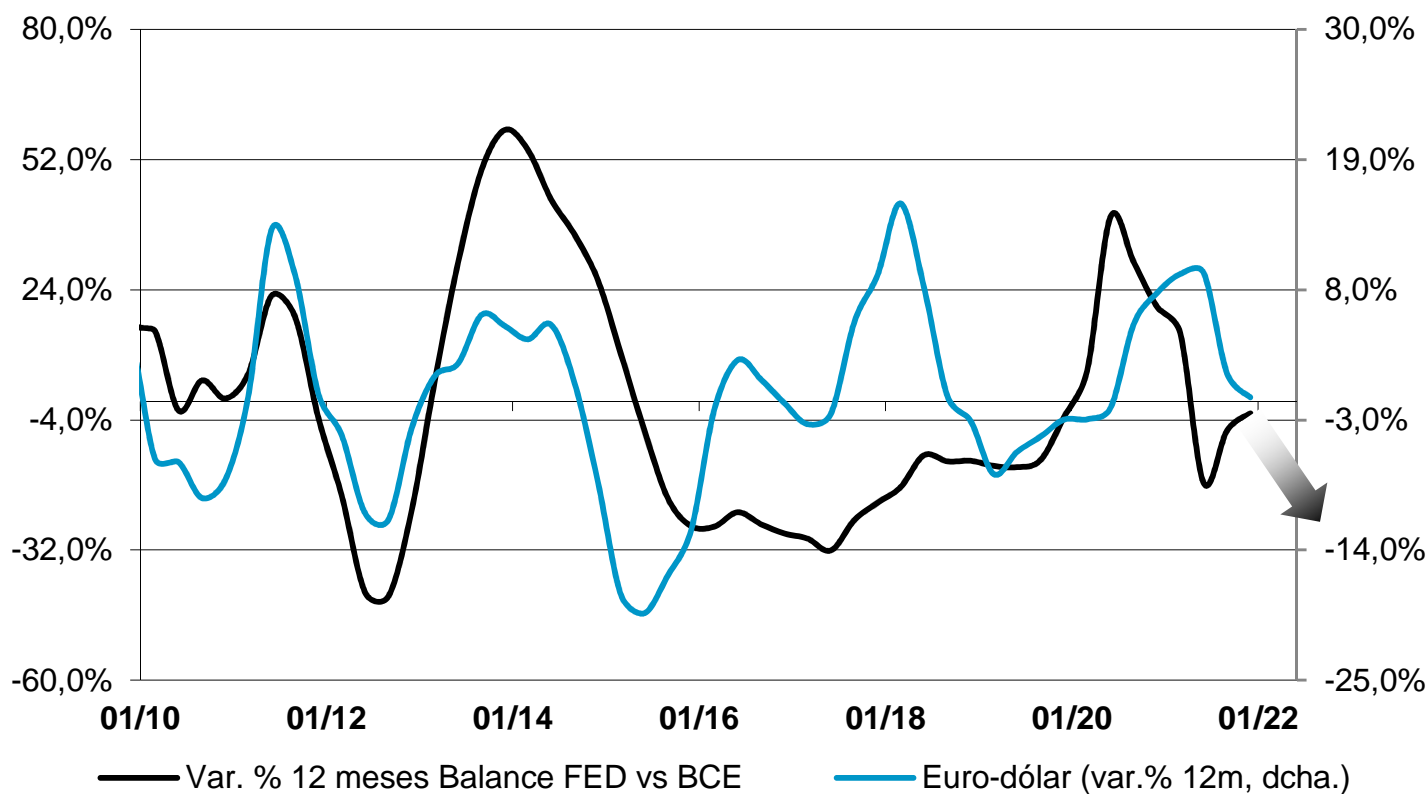
## Apreciador del euro

- (CP) Persistentes sorpresas al alza en inflación en Eurozona, lo que podría llevar a descontar un mensaje más duro del BCE.
- (MP) Crecimiento económico por encima de potencial gracias a los estímulos fiscales.
- (MP) Reversión del diferencial de crecimiento EE.UU./Eurozona (de 6,9%/4,3% en 2021 a 3,6%/4,4% en 2022 según OCDE).
- (LP) Mayor déficit público y por cuenta corriente en EE.UU. vs Eurozona.
- (LP) Mayor margen para deshacer la expansión monetaria del BCE vs Fed.

# A pesar del mayor balance del BCE vs PIB

...la Fed se adelanta en su proceso de salida (de momento el BCE sólo plantea pequeños ajustes en sus compras de bonos)

Diferencial del tamaño de balance vs euro/dólar

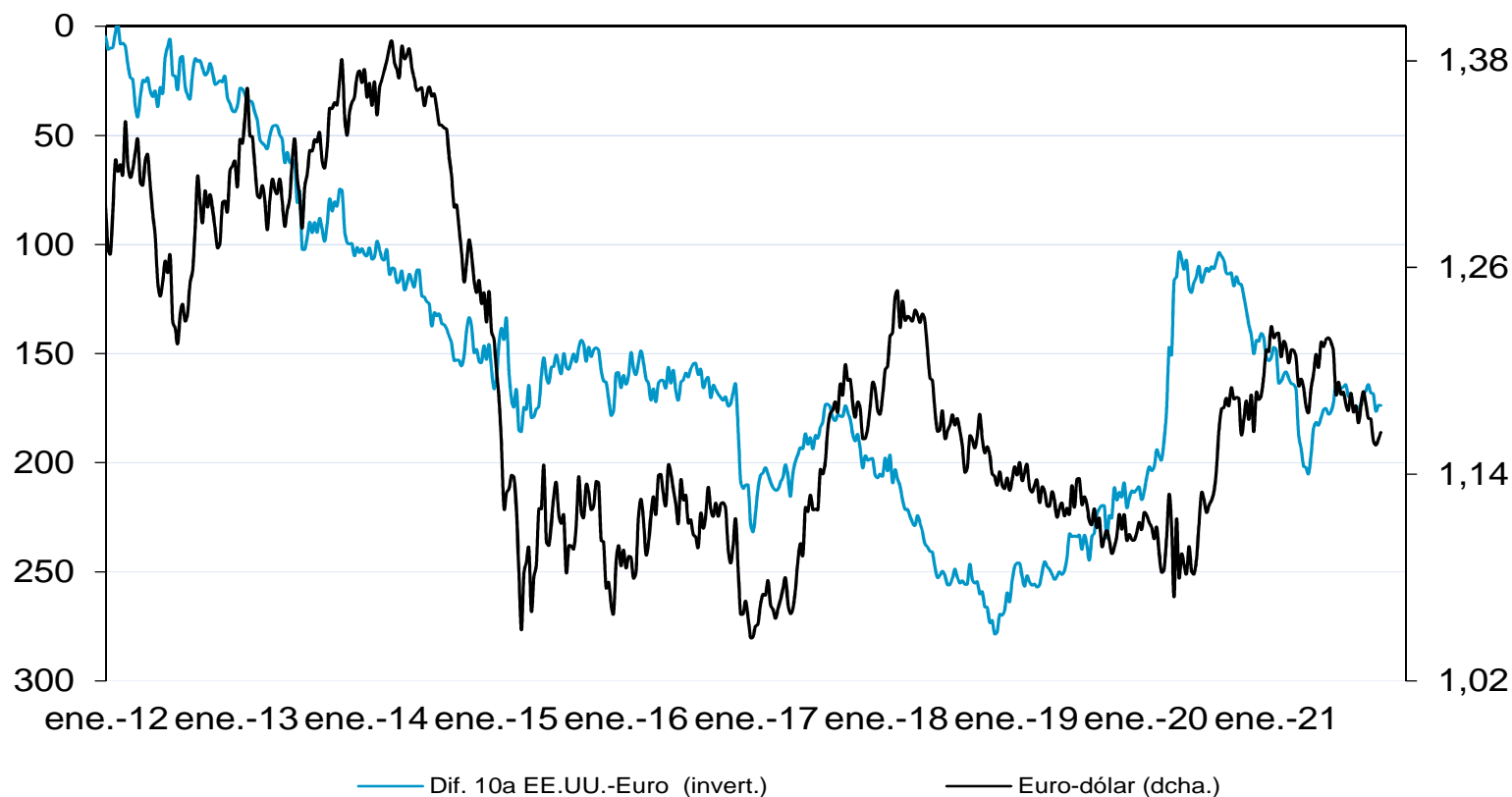


Fuente: Bloomberg y BS Análisis

# La inflación y el *tapering* se reflejan en el diferencial de TIR

El cruce se muestra sensible a fuertes subidas/bajadas de TIR

Diferencial tipos a 10 años Eurozona/EE.UU. vs euro/dólar

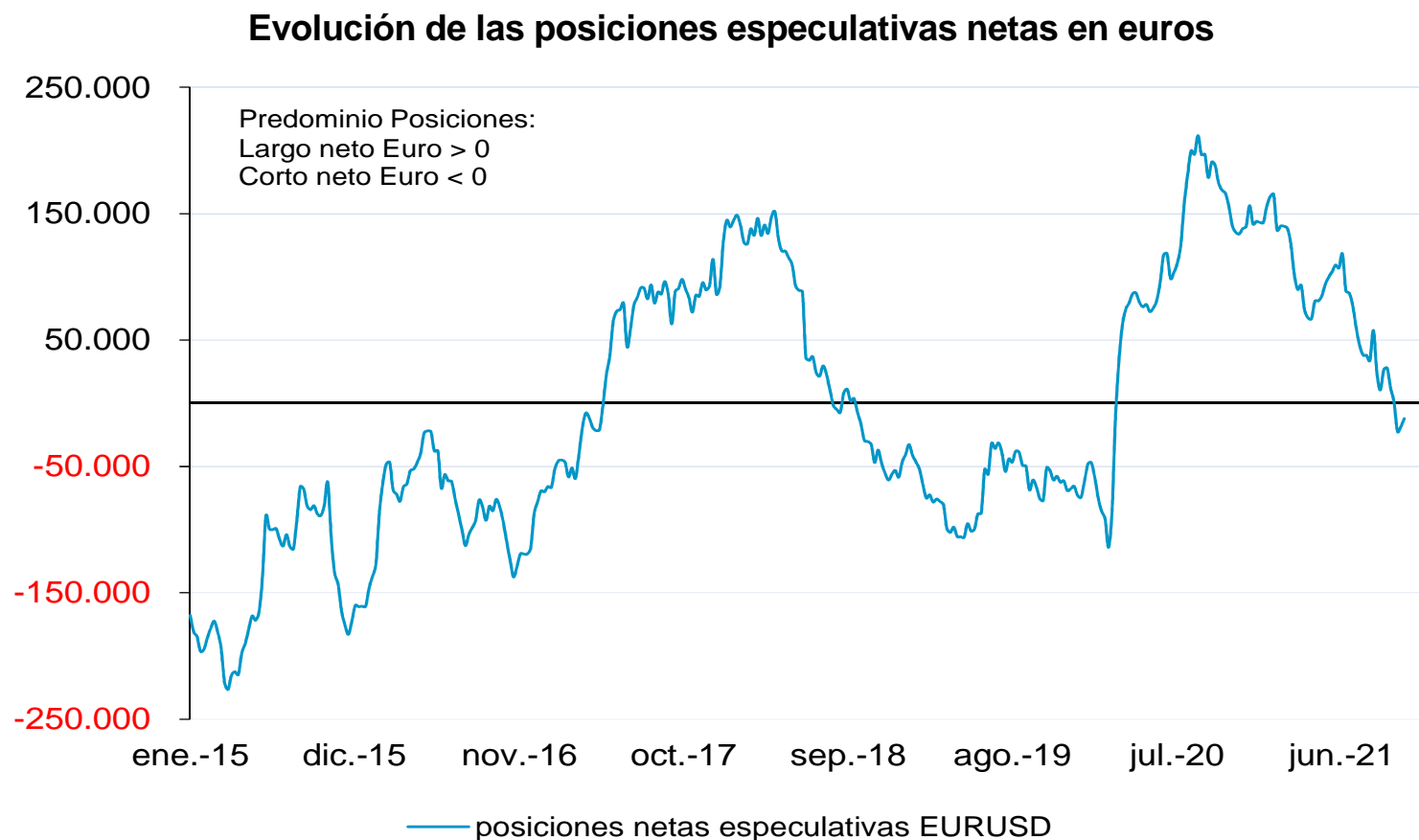


Fuente: Bloomberg y BS Análisis



# Las posiciones especulativas largas en euros vuelven cerca de la neutralidad

Se corrige el exceso de optimismo de finales de 2020

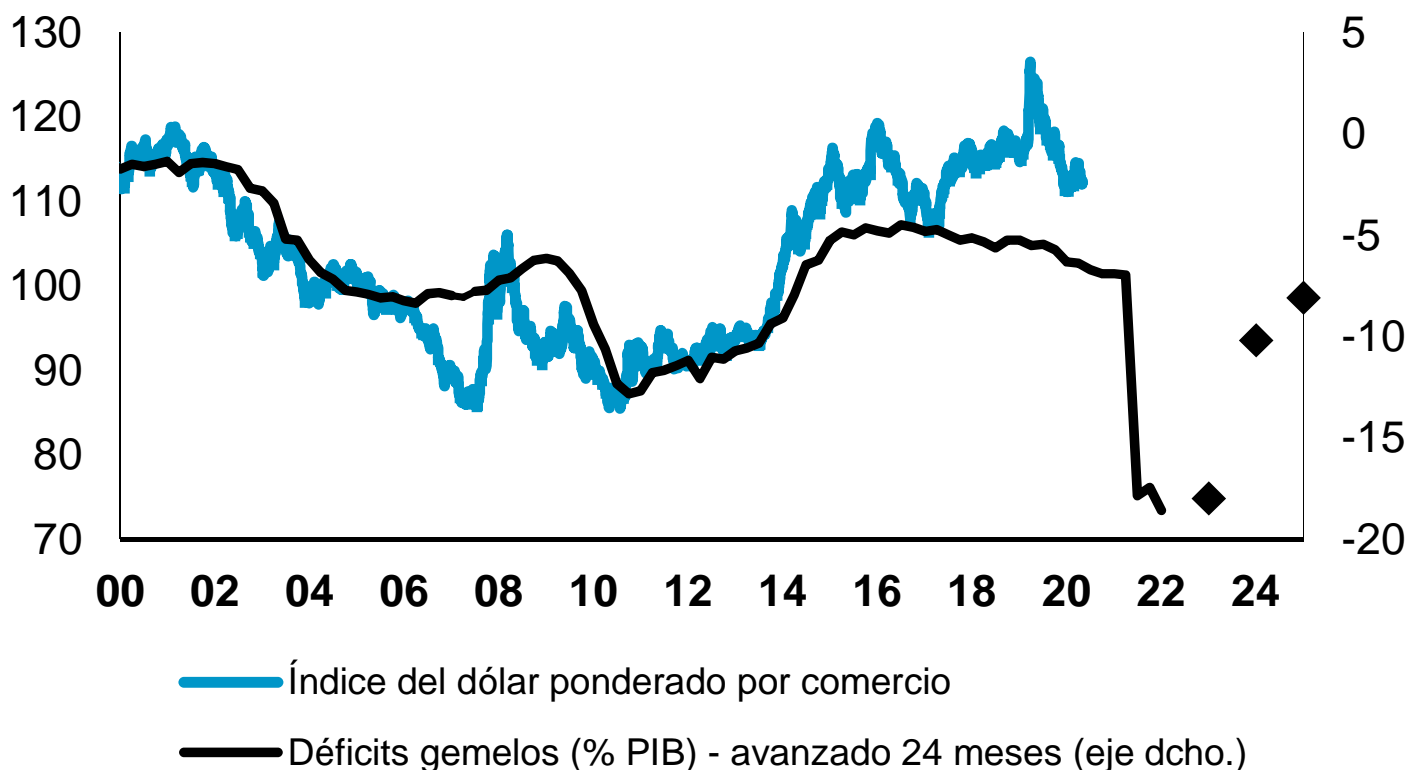


Fuente: Bloomberg y BS Análisis

# El mayor déficit fiscal/cuenta corriente de EE.UU. favorece el debilitamiento del dólar

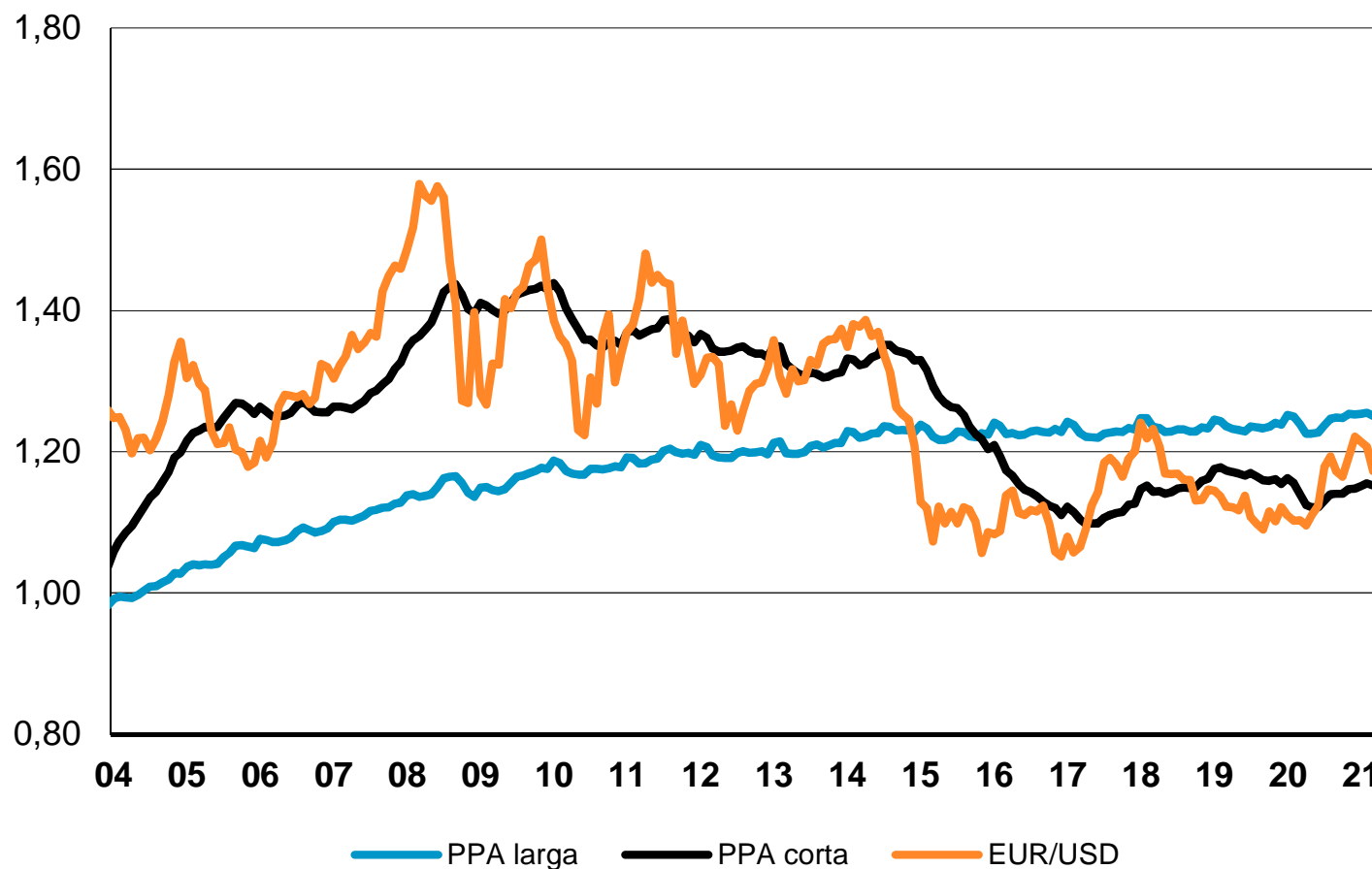
El creciente déficit americano presiona el dólar a la baja.

Déficit gemelos EE.UU. (fiscal/cuenta corriente) vs evolución del dólar frente al resto de divisas

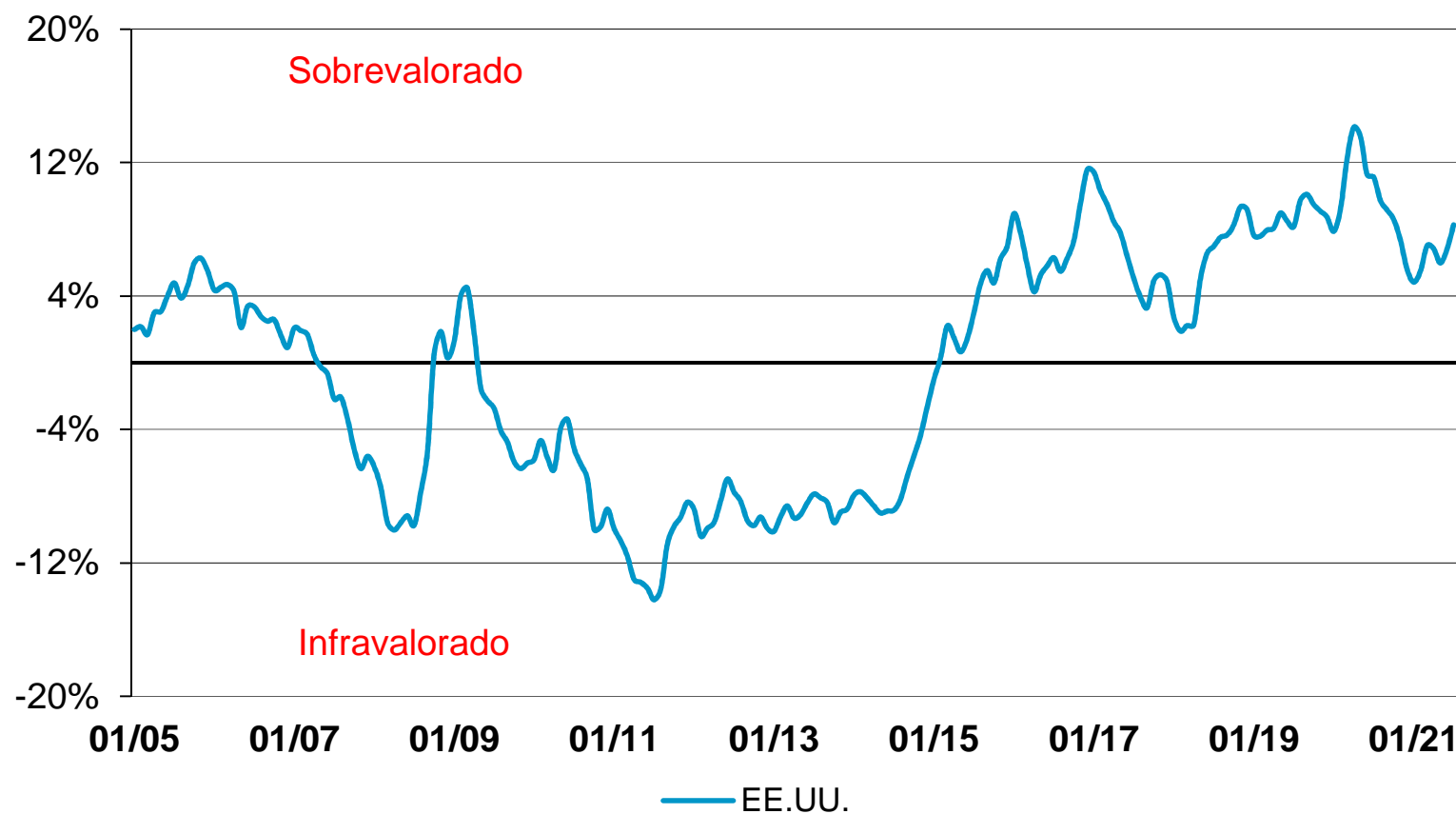


Fuente: Bloomberg y BS Análisis

# PPA euro/dólar se acerca a su *fair value* de largo plazo



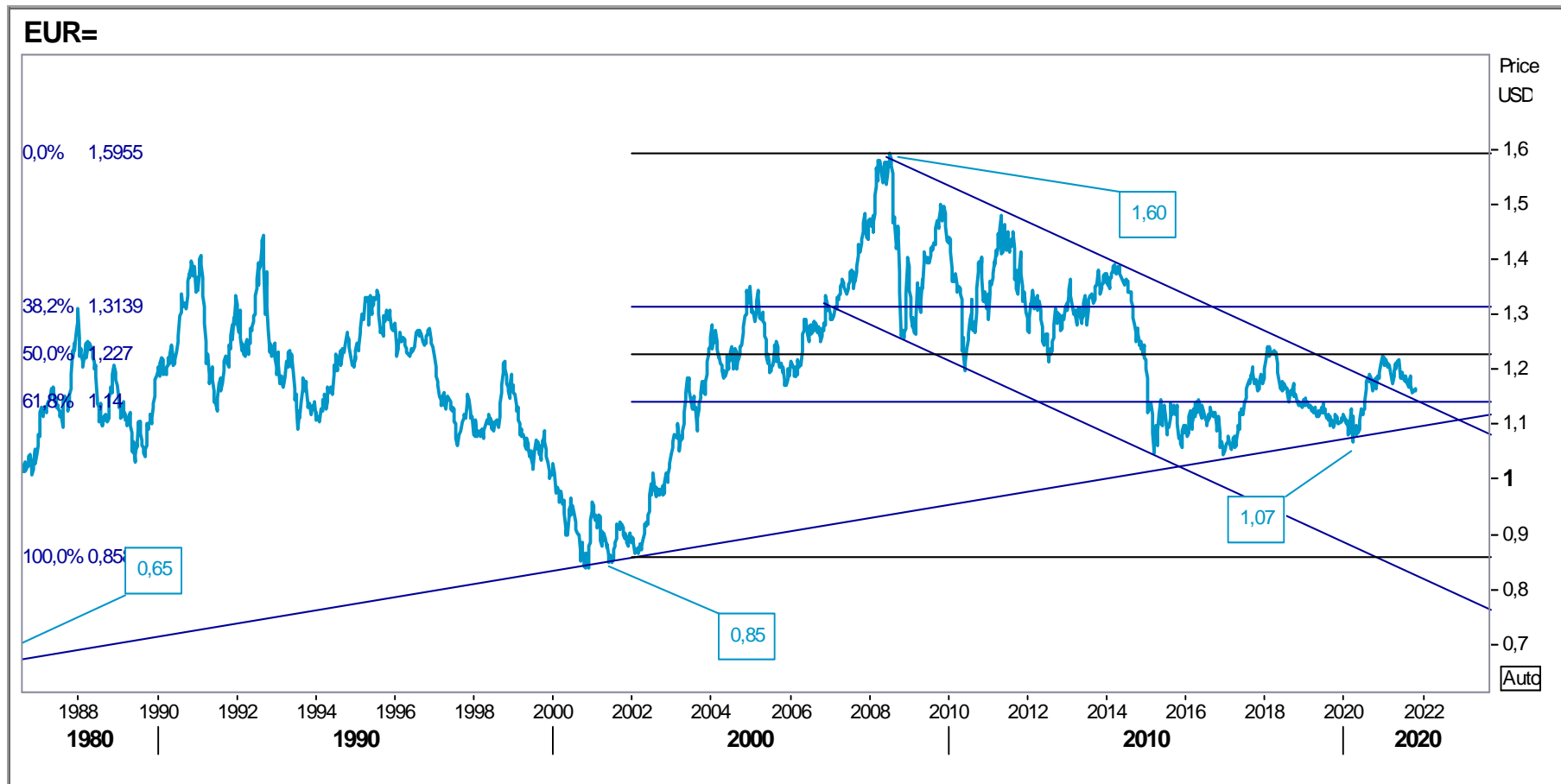
# TCER dólar (vs resto de divisas) ligeramente sobrevalorado





# Análisis técnico euro/dólar

Consolida niveles tras haber superado su canal bajista



Fuente: Reuters y BS Análisis

# Euro/libra: los efectos del Brexit todavía son inciertos

Objetivo dic'21/22: BSe 0,85/0,83; consenso 0,83/0,84

*La libra recupera terreno tras el acuerdo con la UE de dic'20, pero los efectos del Brexit (cuanto será el lastre en crecimiento) todavía está por ver, sobre todo con los conflictos por resolver (frontera de Irlanda). El BoE sería de los primeros en endurecer su política monetaria (positivo para la libra a CP pero un posible lastre sobre el crecimiento a MP).*

## Depreciador de la libra

- (CP) Tensiones con la UE en torno a la frontera de Irlanda.
- (MP) Riesgo de deterioro macro en R. Unido por el Brexit.
- (MP) Riesgo de un nuevo referendum de independencia de Escocia.
- (LP) Pérdida de atractivo de la libra como divisa de reserva (mayor volatilidad).

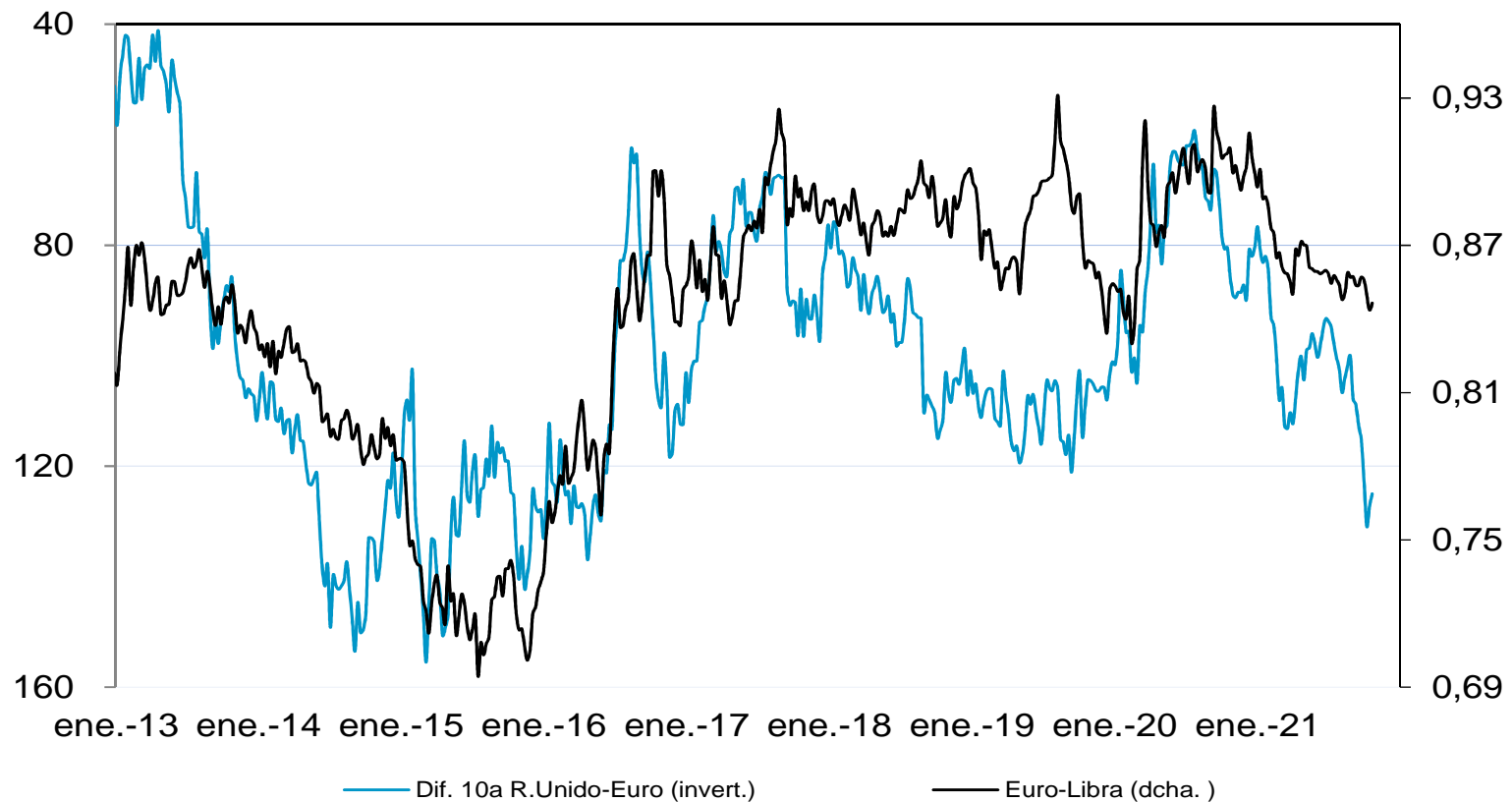
## Apreciador de la libra

- (MP) El Banco de Inglaterra podría subir tipos ya en 2021 sin haber dejado de comprar bonos.
- (MP) Fuerte depreciación acumulada: todavía en niveles de 0,85 vs 0,70 en 2016 e infravaloración vs PPA.

# Estabilización de la política monetaria

La mayor agresividad del Banco de Inglaterra en la retirada de estímulos se refleja en el diferencial de tipos y soporta la libra

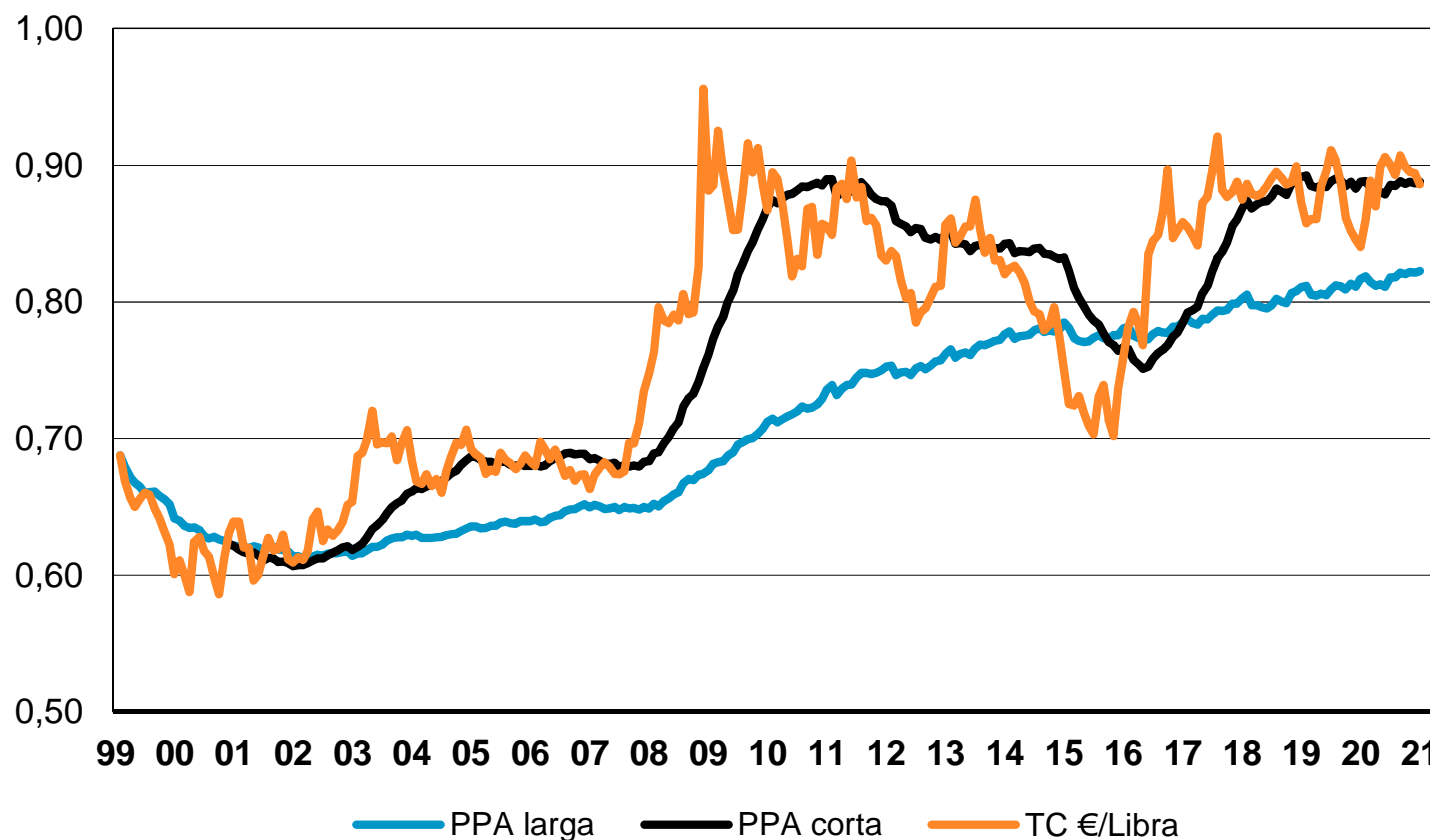
**Diferencial tipos a 10 años Eurozona/R. Unido vs euro/libra**



Fuente: Bloomberg y BS Análisis

# PPA libra/euro, tras el Brexit una libra por debajo de su PPA 0,83 no es sostenible

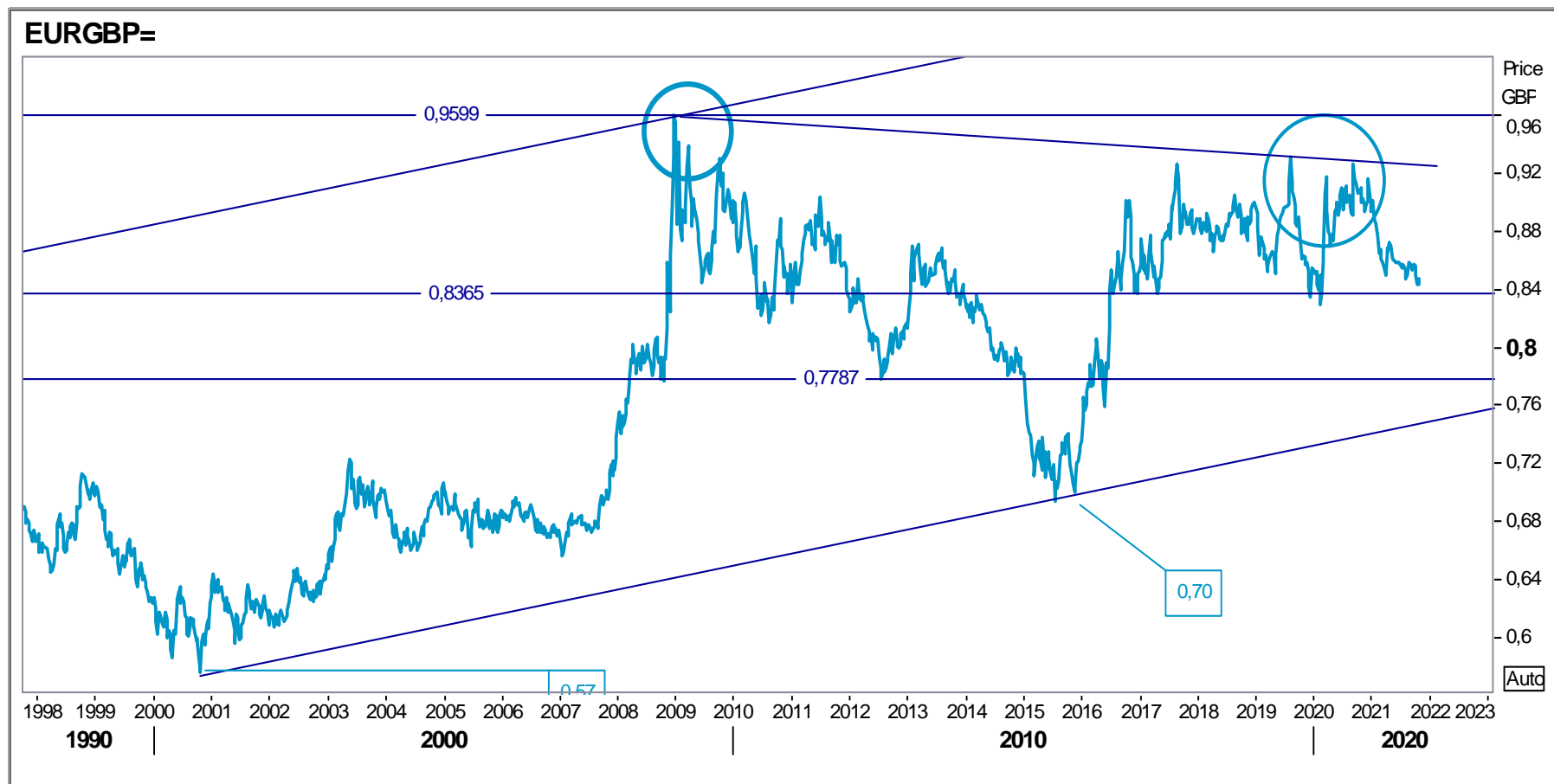
El riesgo político (Brexit) ha venido para quedarse



Fuente: Bloomberg y BS Análisis

# Análisis técnico euro/libra

Consolida por debajo de máximos de 2020/2021 dentro de un rango lateral amplio. Fuerte soporte c. 0,83



Fuente: Reuters y BS Análisis

# China, el yuan refleja que ha sido el gran ganador de la crisis Covid-19

Consenso dic'21/22: 6,48/6,40

*Tras la apreciación del yuan en 2020 (mejor comportamiento relativo de la economía china durante la pandemia y salida de Trump), se estabiliza en torno a 6,45 ante el mantenimiento de las tensiones entre China y EE.UU. y la ofensiva regulatoria contra diversos sectores en China.*

## Depreciador del remimbi

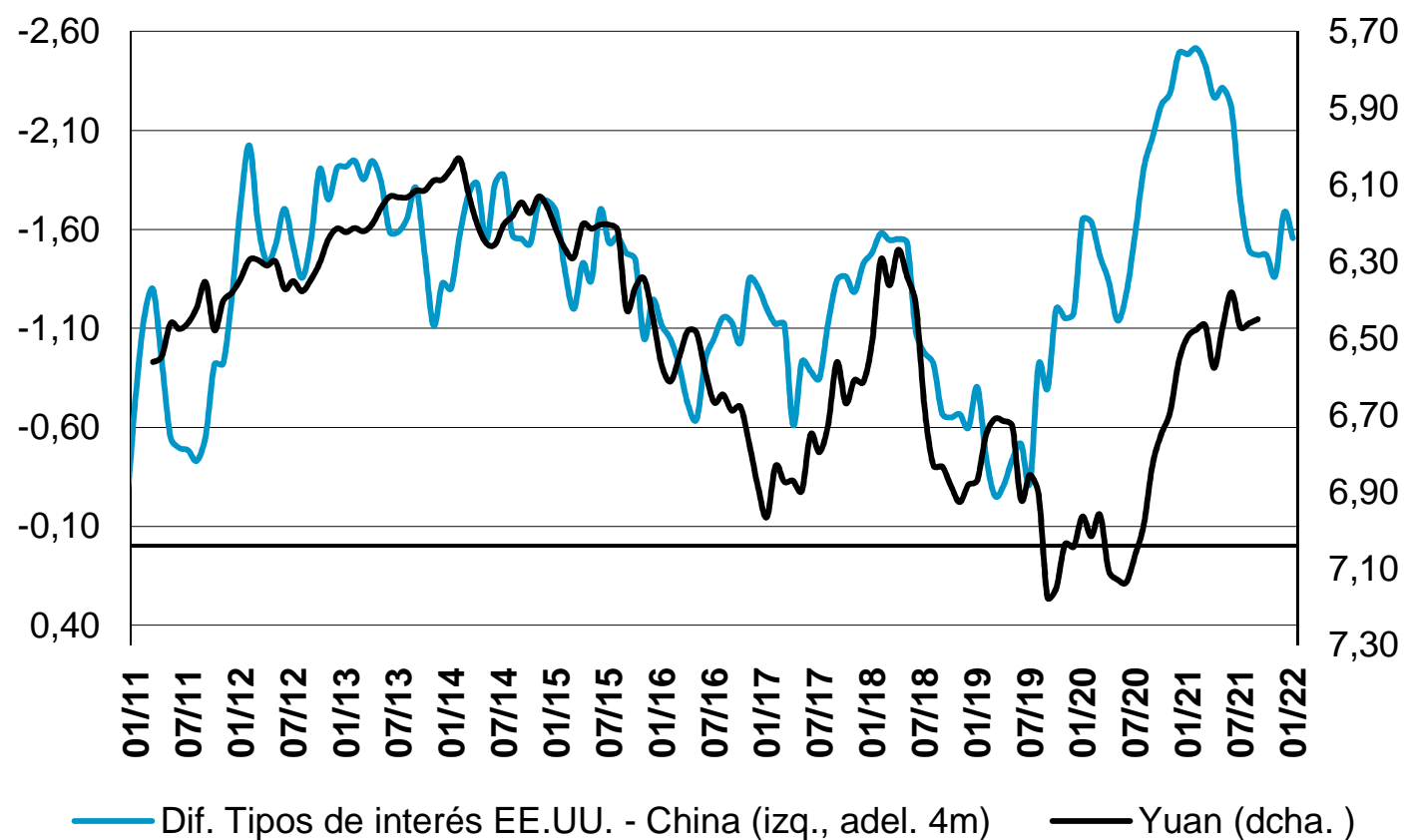
- (CP) Dejamos atrás el reflation trade.
- (CP) Subida de la TIR en EE.UU. ante las expectativas de mayor inflación y tapering.
- (CP) El banco central chino (PBoC) retoma las inyecciones de liquidez para contrarrestar cualquier ralentización (ofensiva regulatoria, crisis inmobiliaria...).
- (MP) Esfuerzos de EE.UU. + Europa por limitar la influencia internacional de China.

## Apreciador del remimbi

- (MP) Política monetaria hasta ahora menos expansiva y un *shadow banking* más restrictivo.
- (LP) TCER acorde con fundamentales (superávit comercial/cc -1% PIB).
- Interés del Gobierno en la estabilidad cambiaria y convertir el yuan en moneda de reserva (control de capitales y reservas >3 billones dólares).

# El PBoC el primero en retirar estímulos

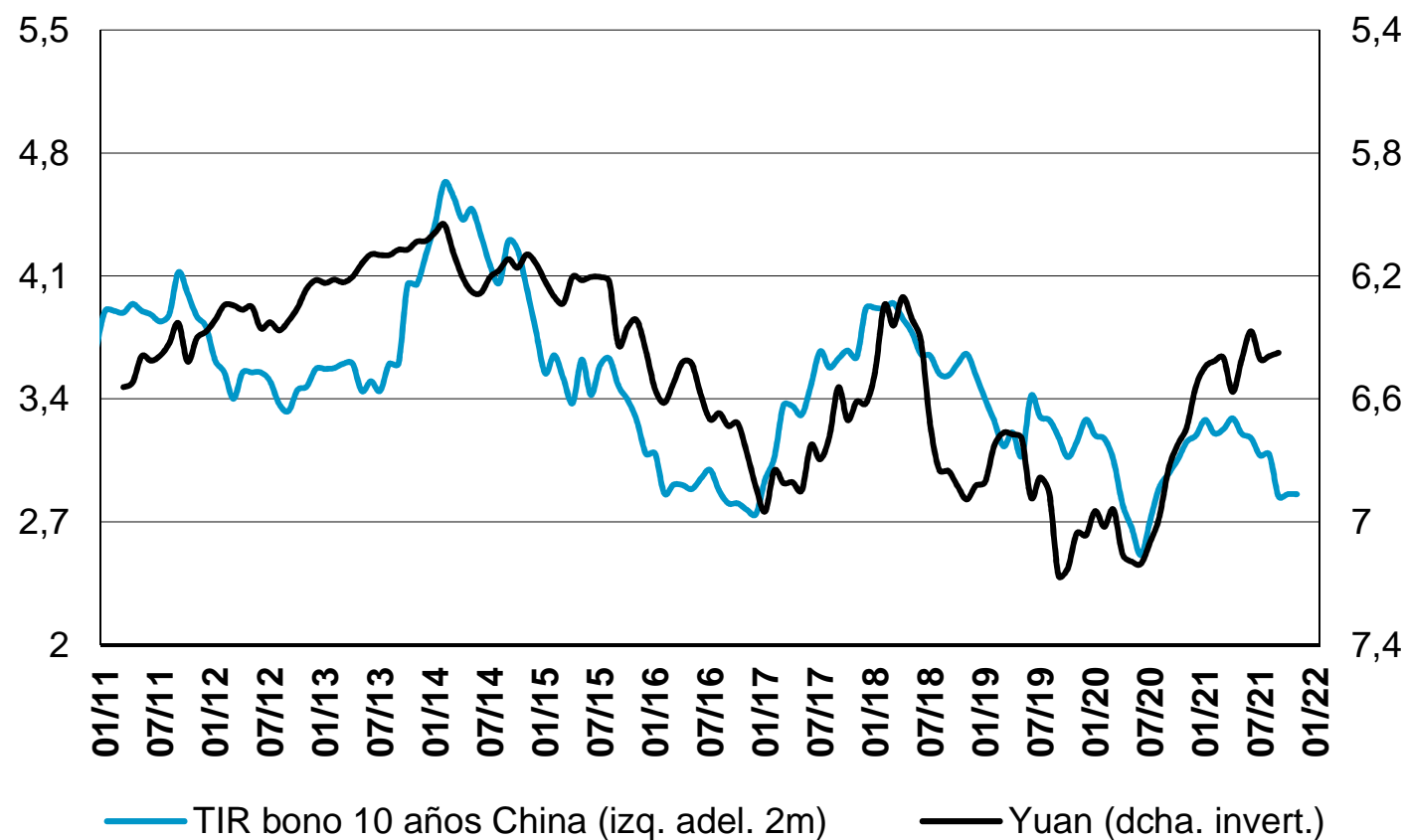
Con el *tapering* de la Fed vuelve a estrecharse el diferencial de tipos restando presión apreciativa al yuan



Fuente: Bloomberg y BS Análisis

# El yuan estaría descontando una política monetaria aun más restrictiva del PBoC

...que podría relajarse en función del crecimiento (Evergrande...)

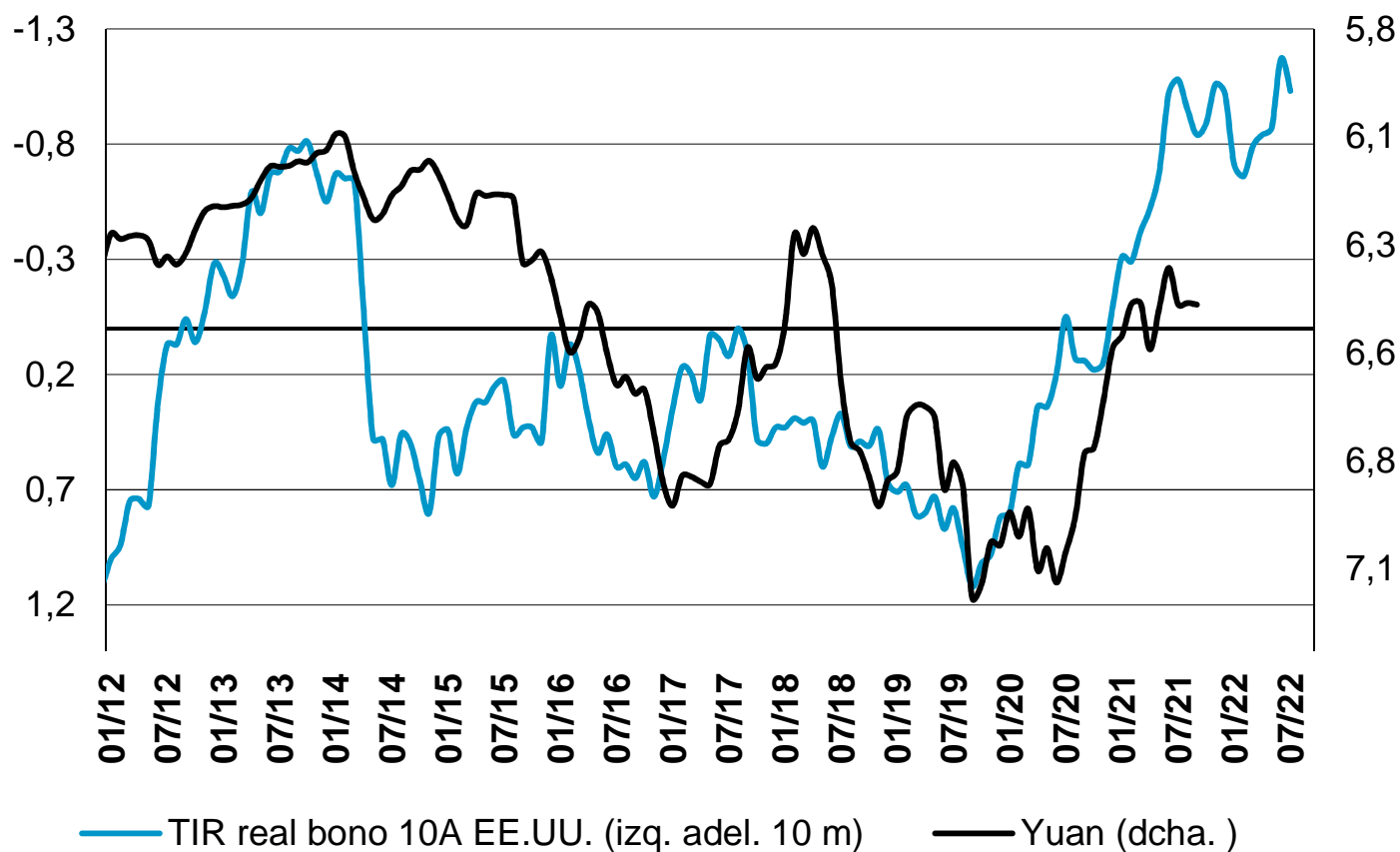


Fuente: Bloomberg y BS Análisis



# Por otra parte, la subida de la TIR real en EE.UU. podría demorarse

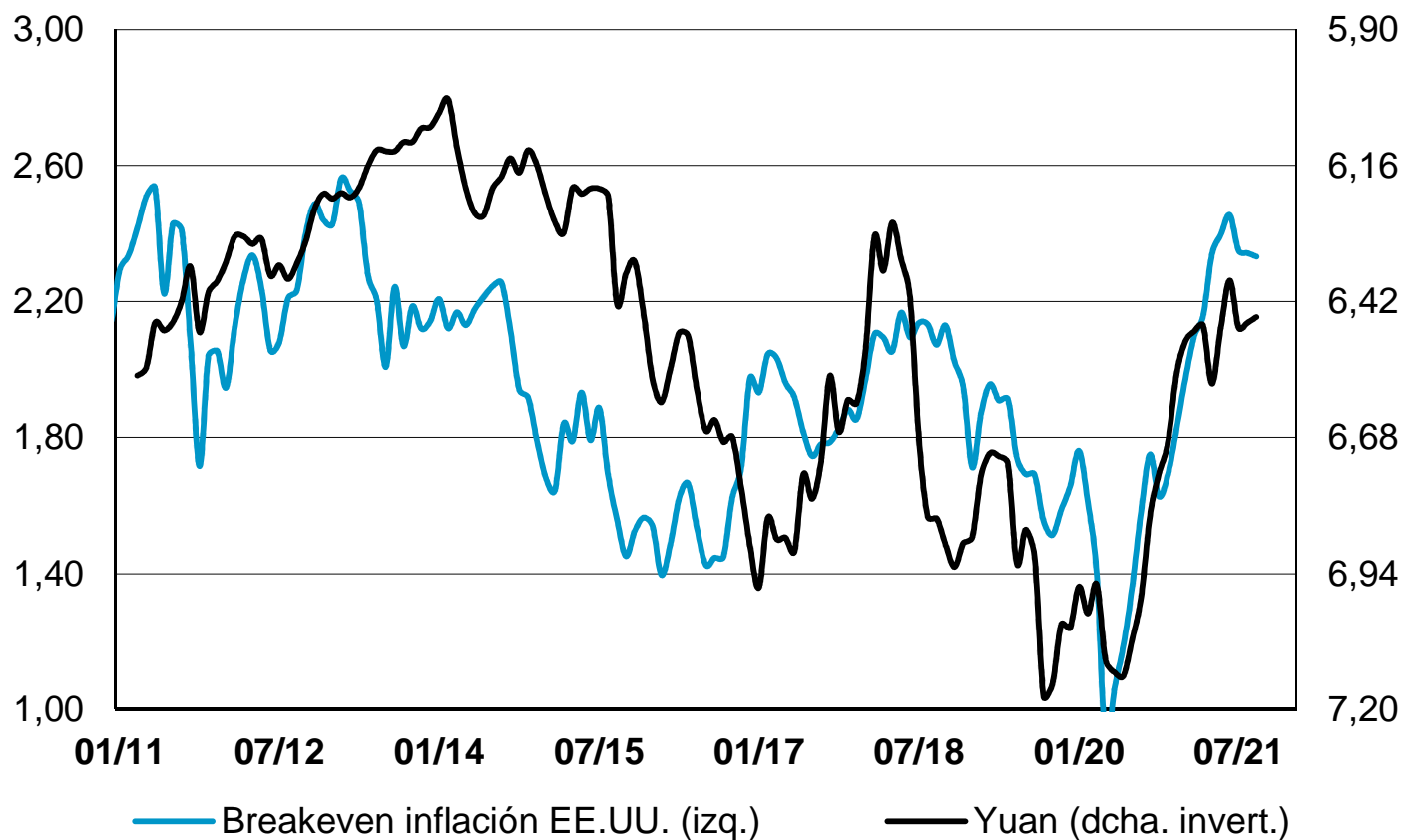
...restando razones para una depreciación del yuan



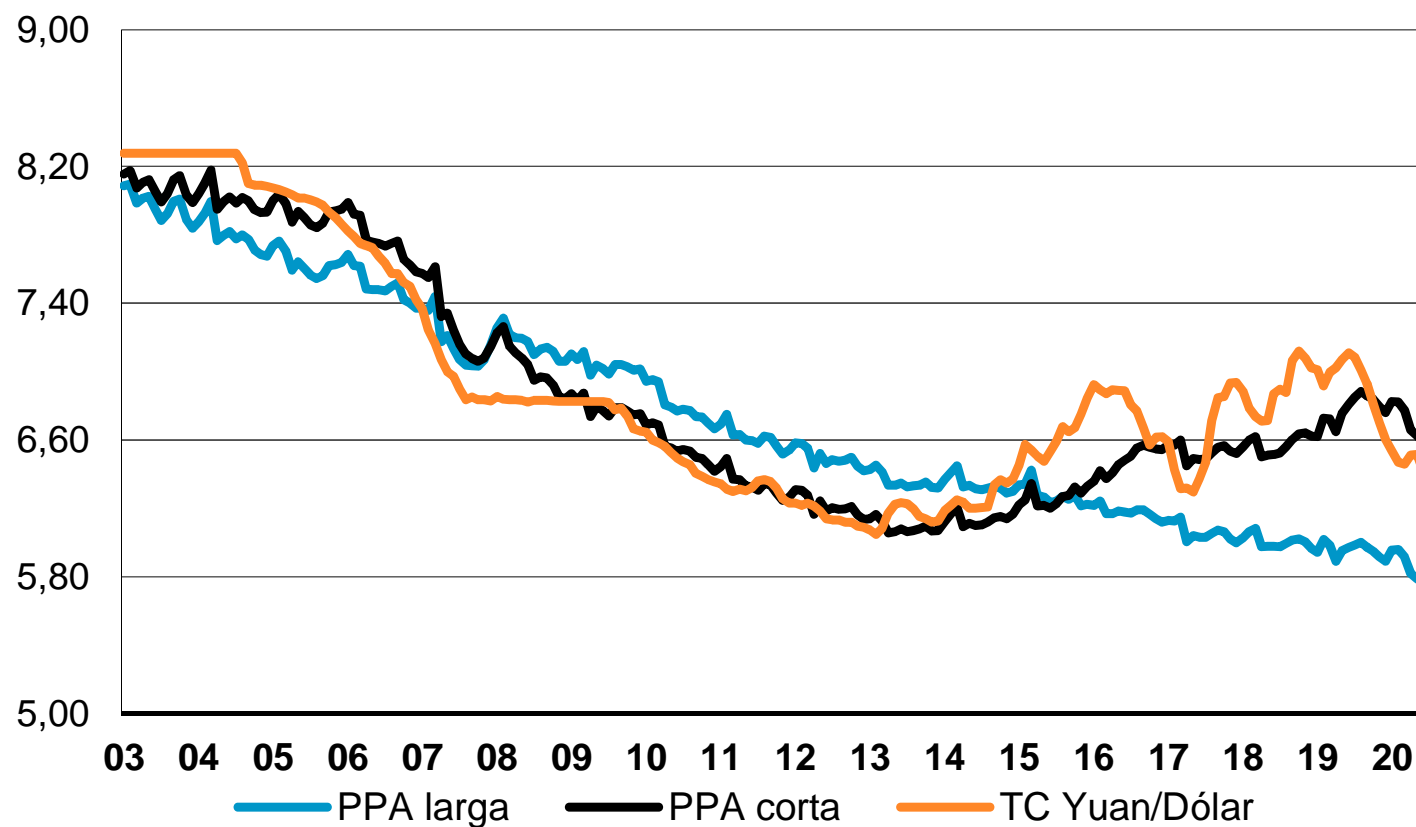
Fuente: Bloomberg y BS Análisis

# Lo mismo con la caída en las expectativas de inflación en EE.UU.

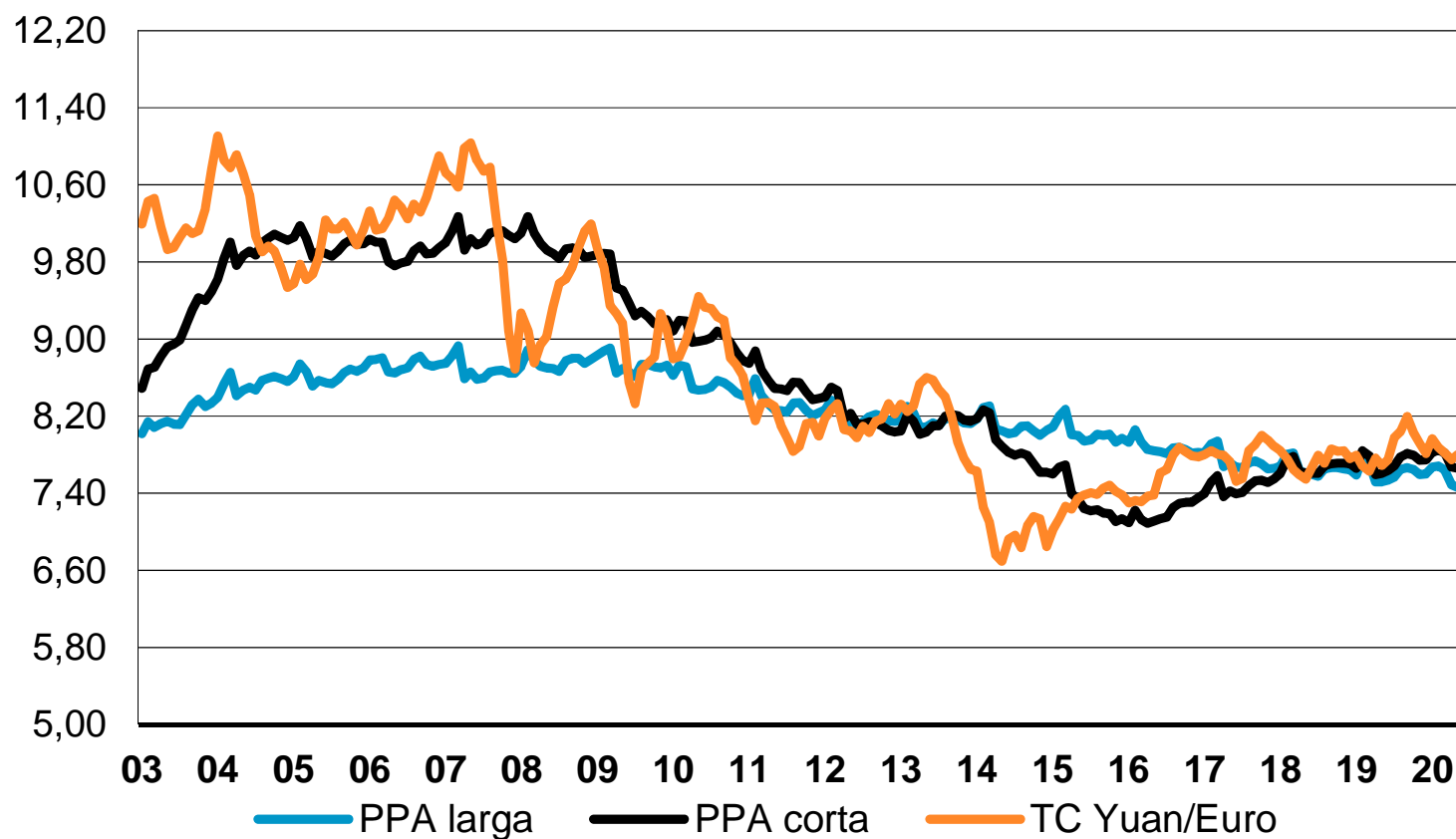
...que podría tardar más en llegar



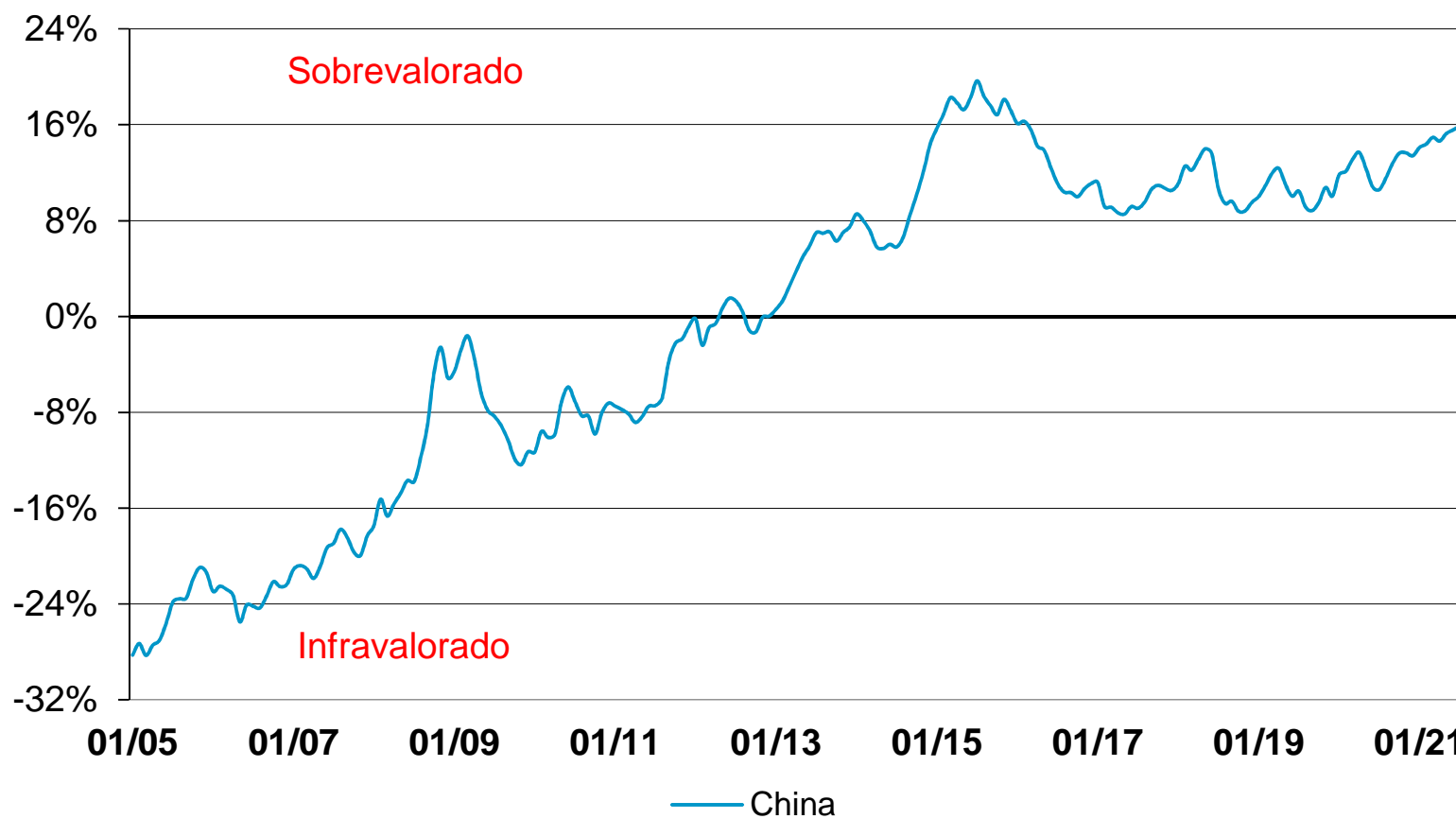
# PPA Yuan/dólar: ligera infravaloración de largo plazo



# PPA Yuan/euro: ligera infravaloración



# TCER (vs resto divisas) bastante sobrevalorado



# Análisis técnico dólar/yuan

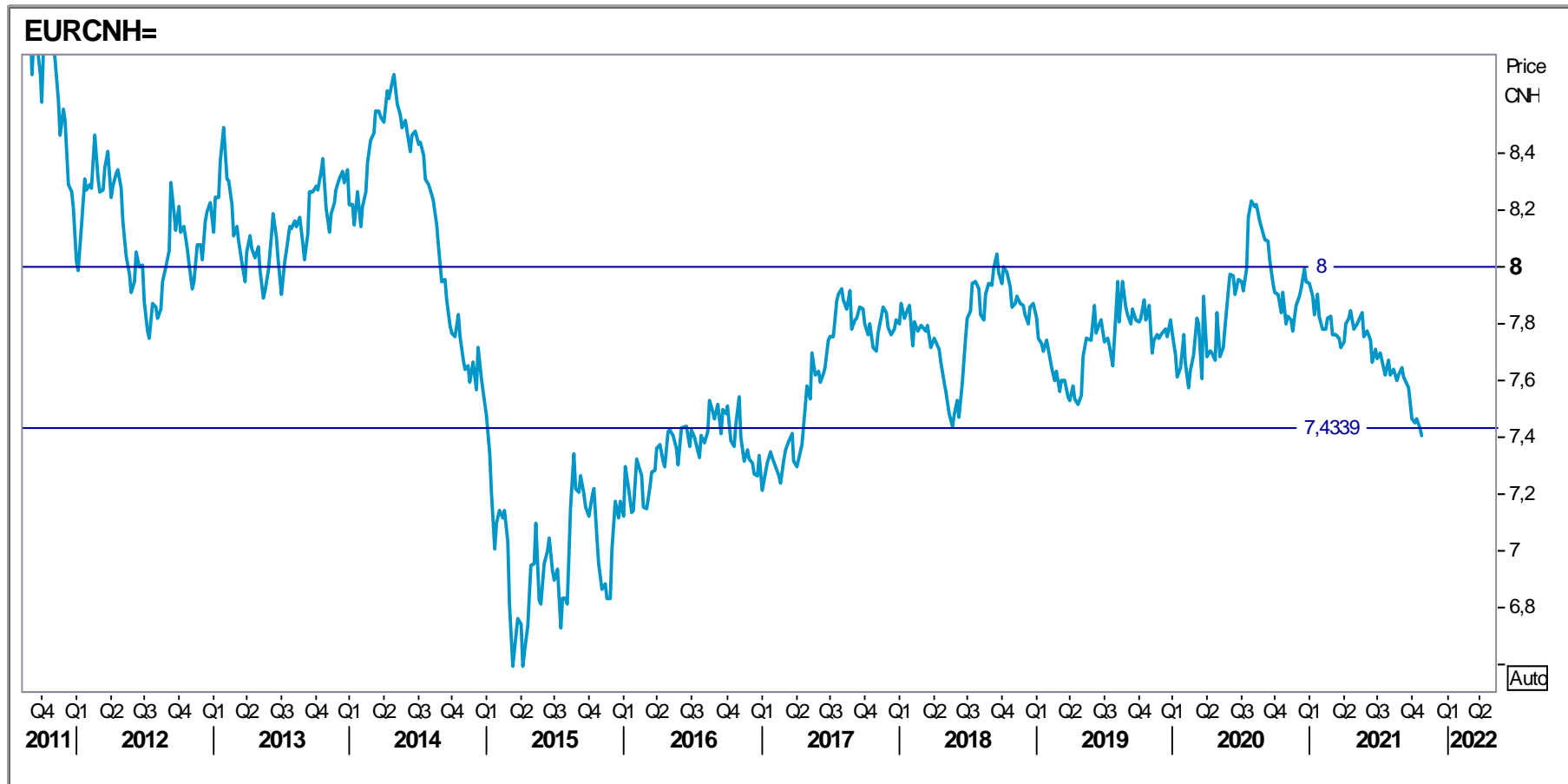
Se apoya en la base de su canal alcista de largo plazo desde donde podría retomar las subidas (depreciación del yuan)



Fuente: Reuters y BS Análisis

# Análisis técnico euro/yuan

Testea la zona de mínimos 2018 desde donde podría rebotar



Fuente: Reuters y BS Análisis

# Yen: menor aversión a riesgo y ampliación del diferencial de tipos con EE.UU.

Consenso dic'21/22: 111/112

*La subida de TIR en EE.UU. alivia algo la presión apreciadora a la que venía estando sometido el Yen (vs escaso margen de maniobra que le quedaba al BoJ para contrarrestarlo). La menor aversión al riesgo (entorno de mayor crecimiento, con fuerte expansión fiscal) también avala una mayor debilidad del yen*

## Depreciador del yen

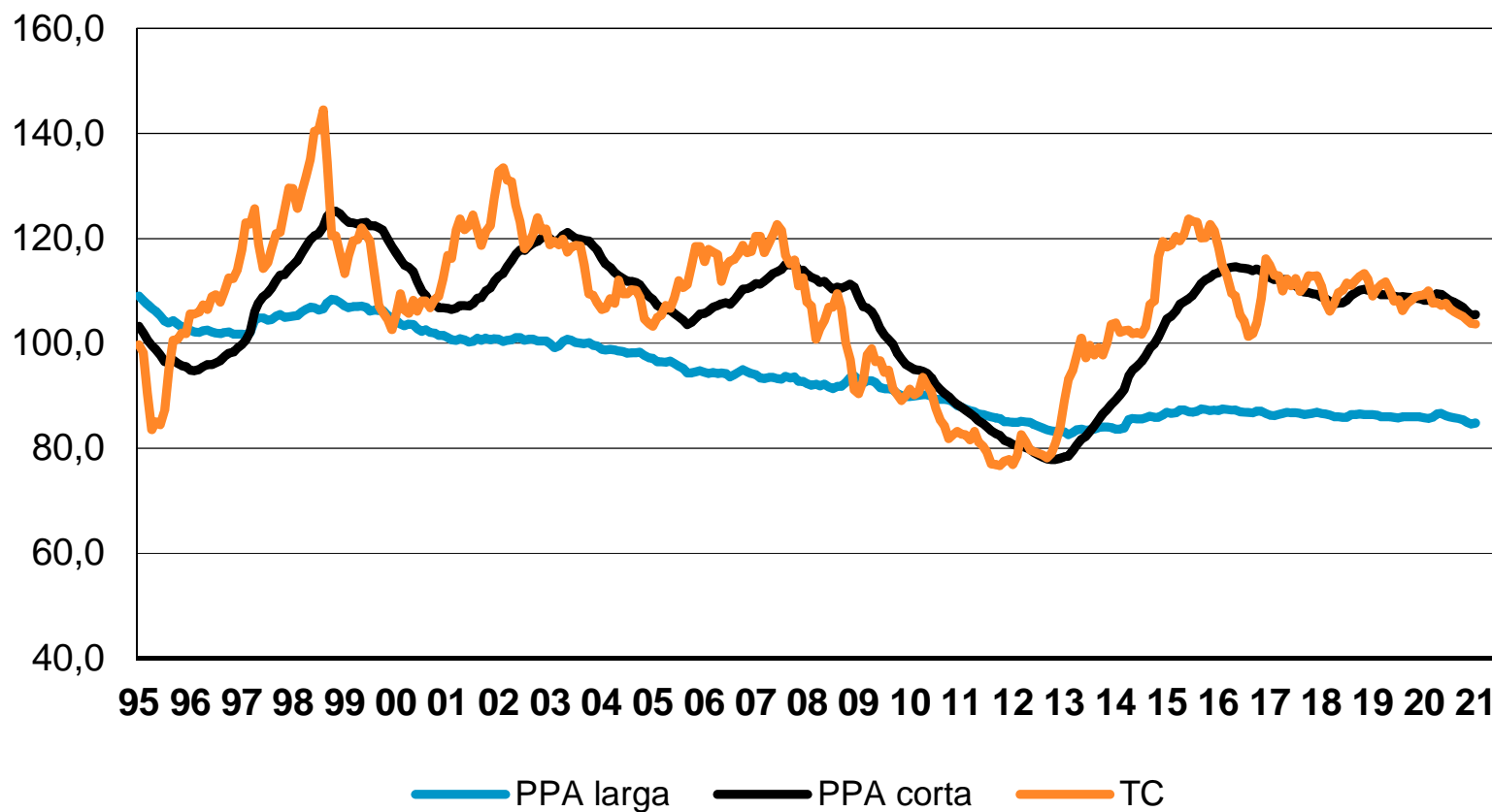
- (CP) Ralentización de China (ofensiva regulatoria, crisis inmobiliaria...).
- (CP) Mantenimiento de medidas de prevención del Covid-19 económicamente restrictivas en Asia.
- (CP) Menor aversión al riesgo geopolítico.
- (CP) Ampliación del diferencial de tipos con EE.UU. (menor presión apreciadora).
- (MP) Perspectiva de incremento del déficit fiscal en Japón

## Apreciador del yen

- (LP) El BoJ ha llevado a cabo una expansión de balance a la par de la Fed que a un momento dado tendrá que revertir (balance BoJ >130% PIB vs <40% Fed).



# PPA dólar/yen, infravaloración a largo plazo del Yen (acorde con el ciclo monetario)



# Análisis técnico dólar/yen

Soportado en 104 dentro de una tendencia bajista a LP



Fuente: Reuters y BS Análisis

# Emergentes LatAm: populismo y menor apoyo de China

*La decepción con la gestión económica seguirán lastrando a las divisas latinoamericanas. El crecimiento en EE.UU. (y su arrastre en LatAm), la recuperación de las mm.pp, la menor tensión comercial tras la victoria de J. Biden y una situación epidemiológica menos caótica de lo que se temía, compensan*

## **Peso Mex.**

(dic'2021/22: BSe 20/20; cons. 20,23/20,42)

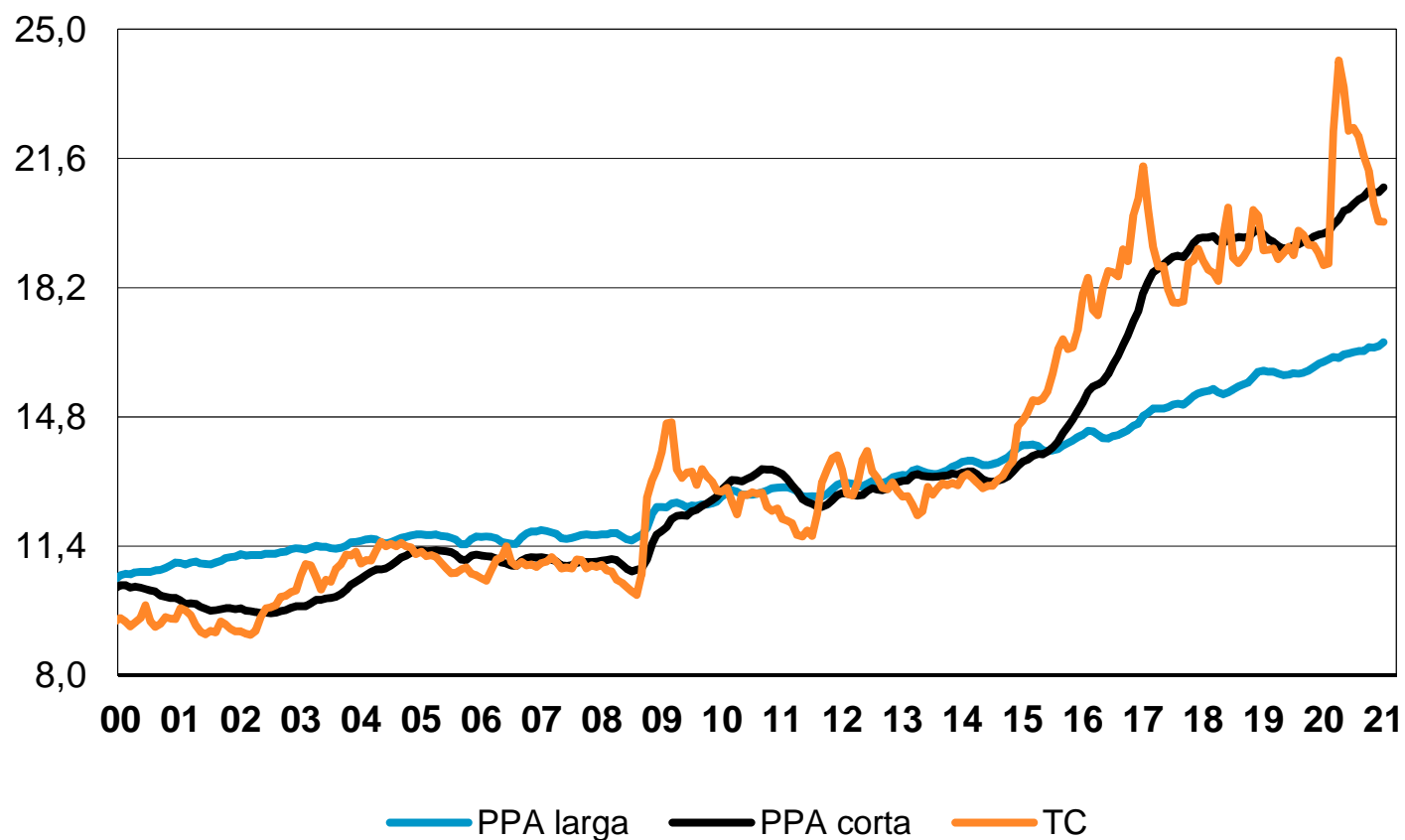
- (+) Mejora de la inversión: aprobación del nuevo NAFTA/estímulos fiscales en EE.UU.
- (+) Inicio de las subidas de tipos (a 4,75% desde 4,25% a principio de año), pero por repunte de inflación (de 3,5% a 6%).
- (+) Mejora de la situación epidemiológica.
- (-) Mala gestión económica. Elevado endeudamiento (Pemex). Políticas fiscales relativamente austeras.
- (-) Escepticismo de las agencias de rating.

## **Real Br.**

(dic'2021/22 cons. 5,32/5,38)

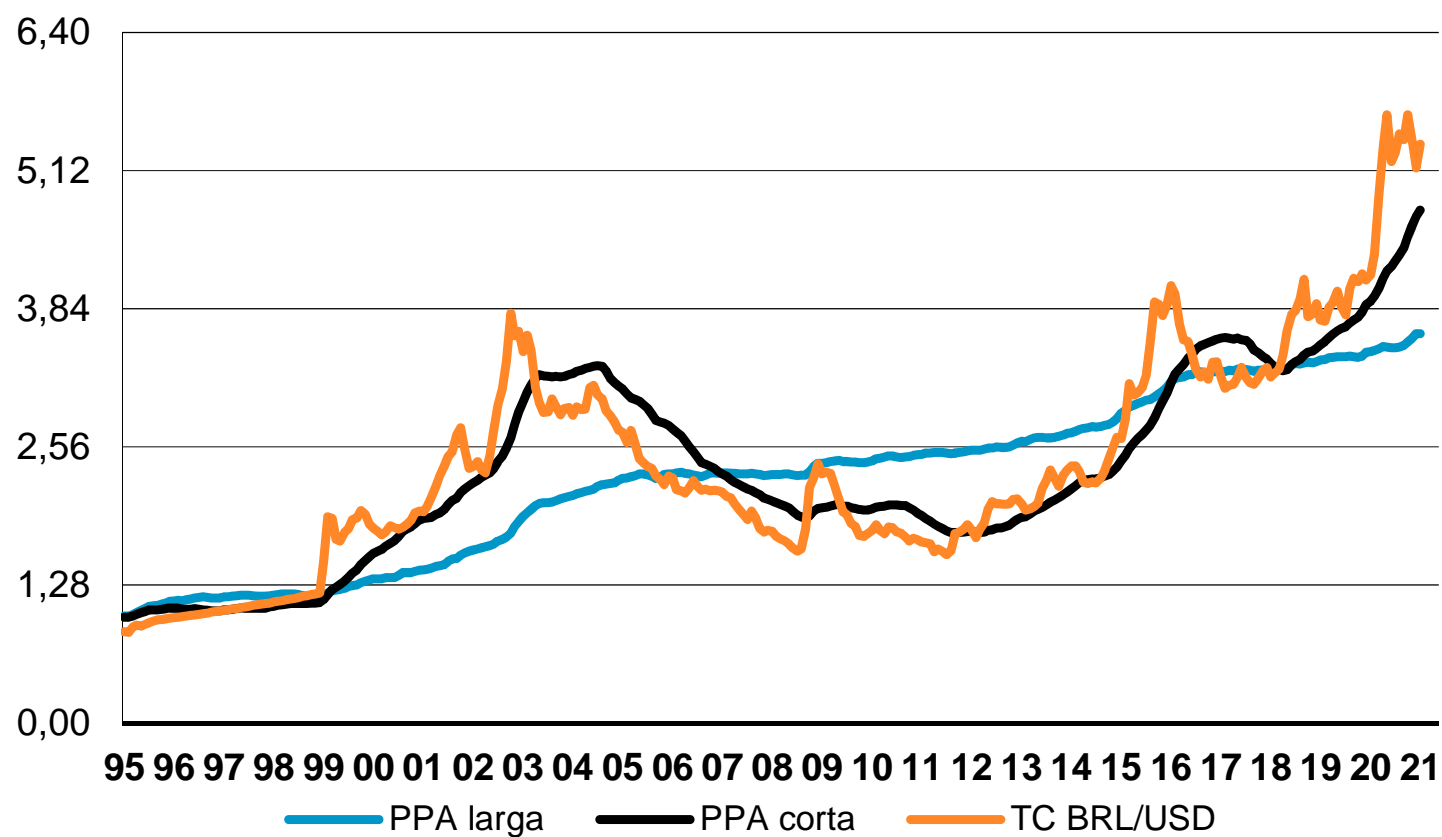
- (-) Ralentización del crecimiento en China con mayor peso del consumo y menor demanda de mm.pp.
- (-) Fuerte aumento del déficit (estímulo fiscal c.8% PIB). Deuda/PIB >100% en 2021.
- (-) Parálisis reformista/incertidumbre política
- (+) Fuerte subida de tipos (de 2% a principio de año hasta 7,75%), pero motivada por el repunte de inflación (de 4,5% a 8,4%)
- (+) Mejora de la situación epidemiológica.

# PPA dólar/peso



Fuente: Bloomberg y BS Análisis

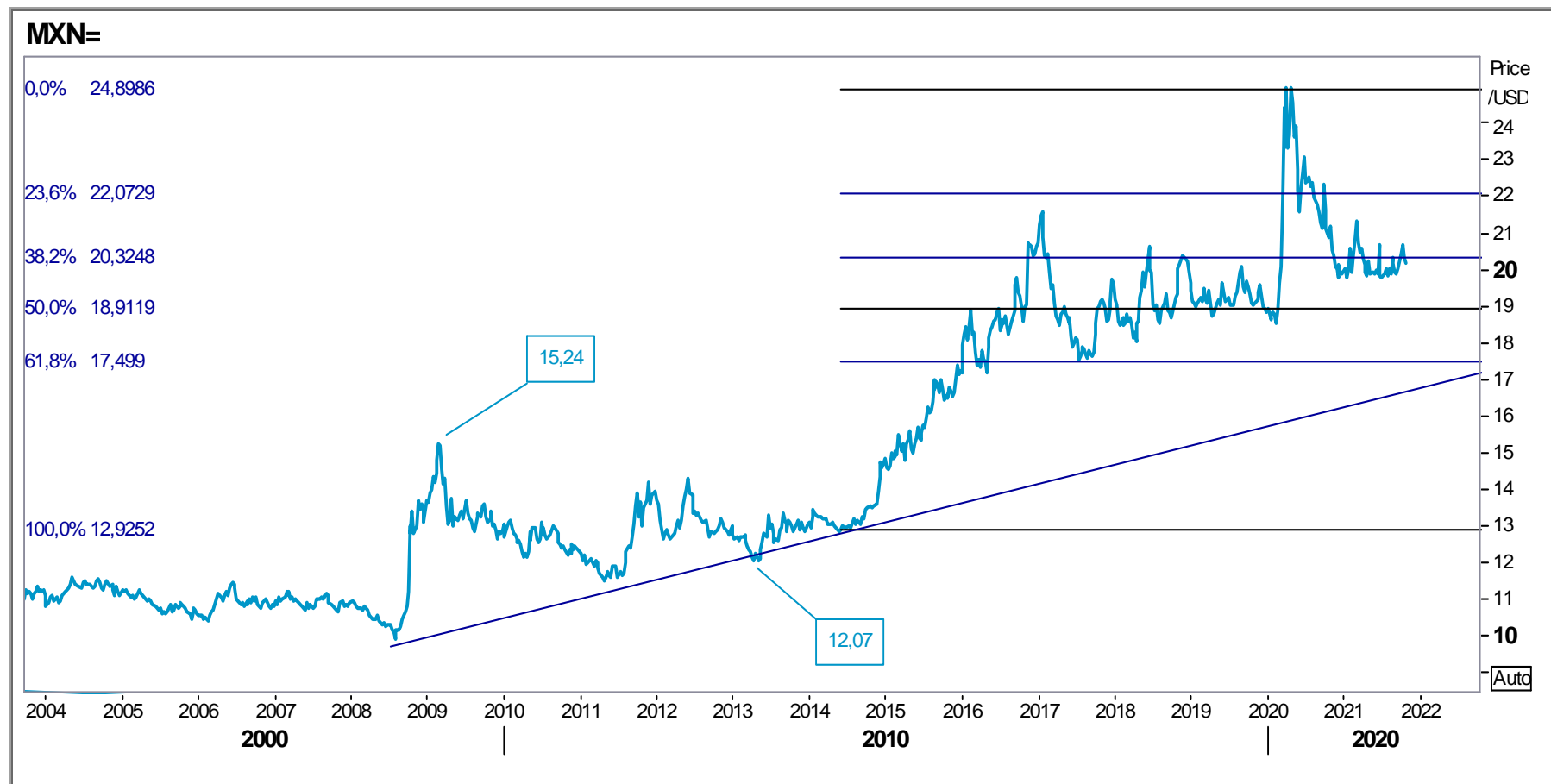
# PPA dólar/real



Fuente: Bloomberg y BS Análisis

# Análisis técnico dólar/peso mexicano

En fase de consolidación tras los máximos marcados c. 24,90 (38% de retroceso), pero todavía tiene margen de caída (apreciación)



Fuente: Reuters y BS Análisis

# Análisis técnico dólar/real brasileño

Consolida en un rango lateral ancho por debajo de su máximos históricos (c.6)



Fuente: Reuters y BS Análisis

# Turquía/Argentina todavía queda dolor

## Lira turca

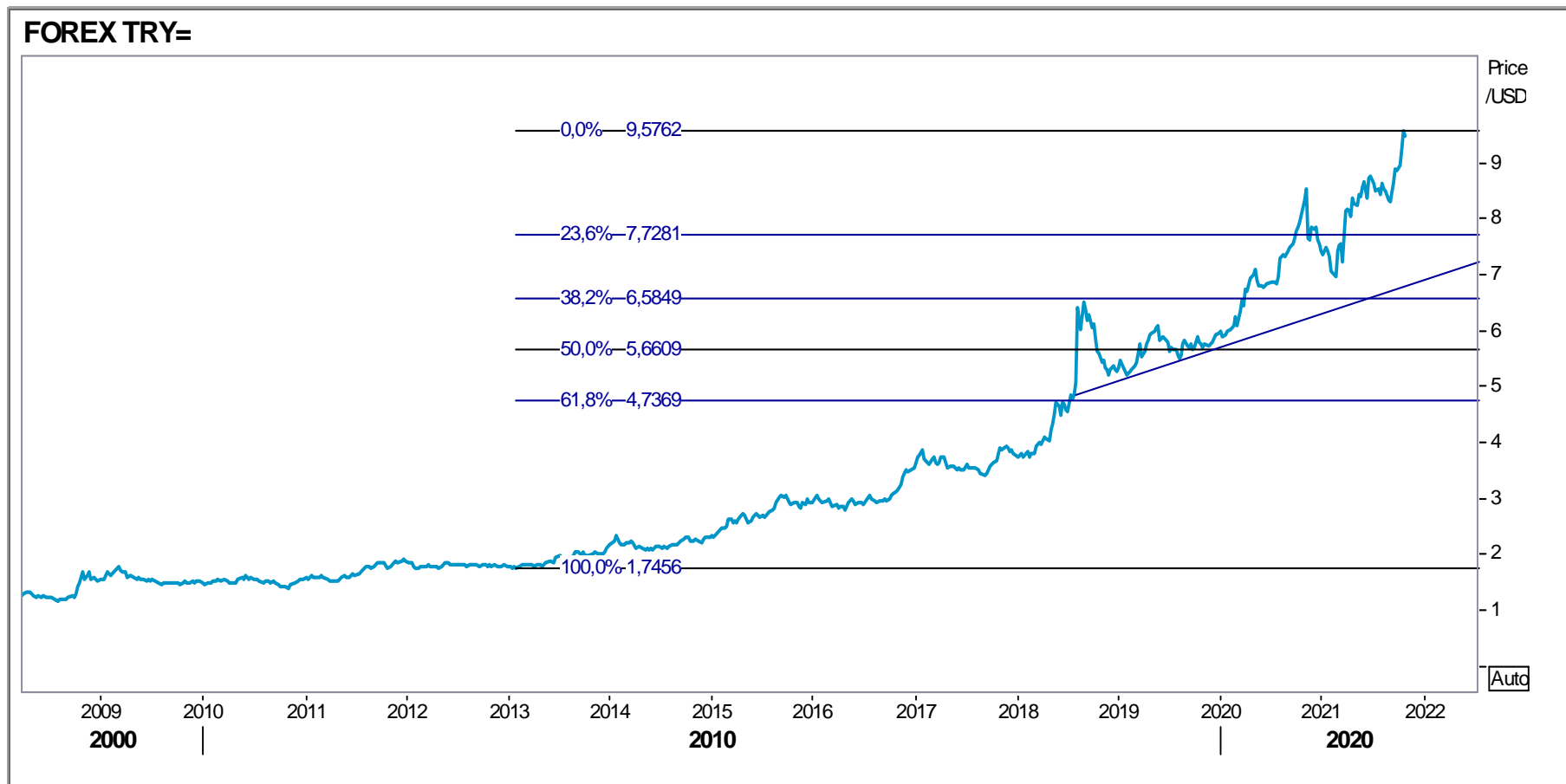
- (-) Intervencionismo del Gobierno en política monetaria. Tipos demasiado bajos para seguir impulsando el crecimiento con crédito. Pérdida de reservas y subterfugios financieros para defender la moneda.
- (+) Tipos reales positivos por encima de resto de emergentes.
- (-) Incremento de la tensión geopolítica por la deriva autárquica de Erdogan.
- (-) Elevada vulnerabilidad exterior. Elevadas necesidades de re-financiación a medio plazo (impacto por intervención forex)
- (-) Ayuda externa limitada

## Peso argentino

- (-) Deuda pública > 100% PIB en dólares y aumentando a medida que se deprecia el peso (que sigue sin estar infravalorado o resultar competitivo para las exportaciones) y un déficit público descontrolado por la pandemia
- (-) Vuelta de los peronistas al poder
- (-) Elevada vulnerabilidad exterior.

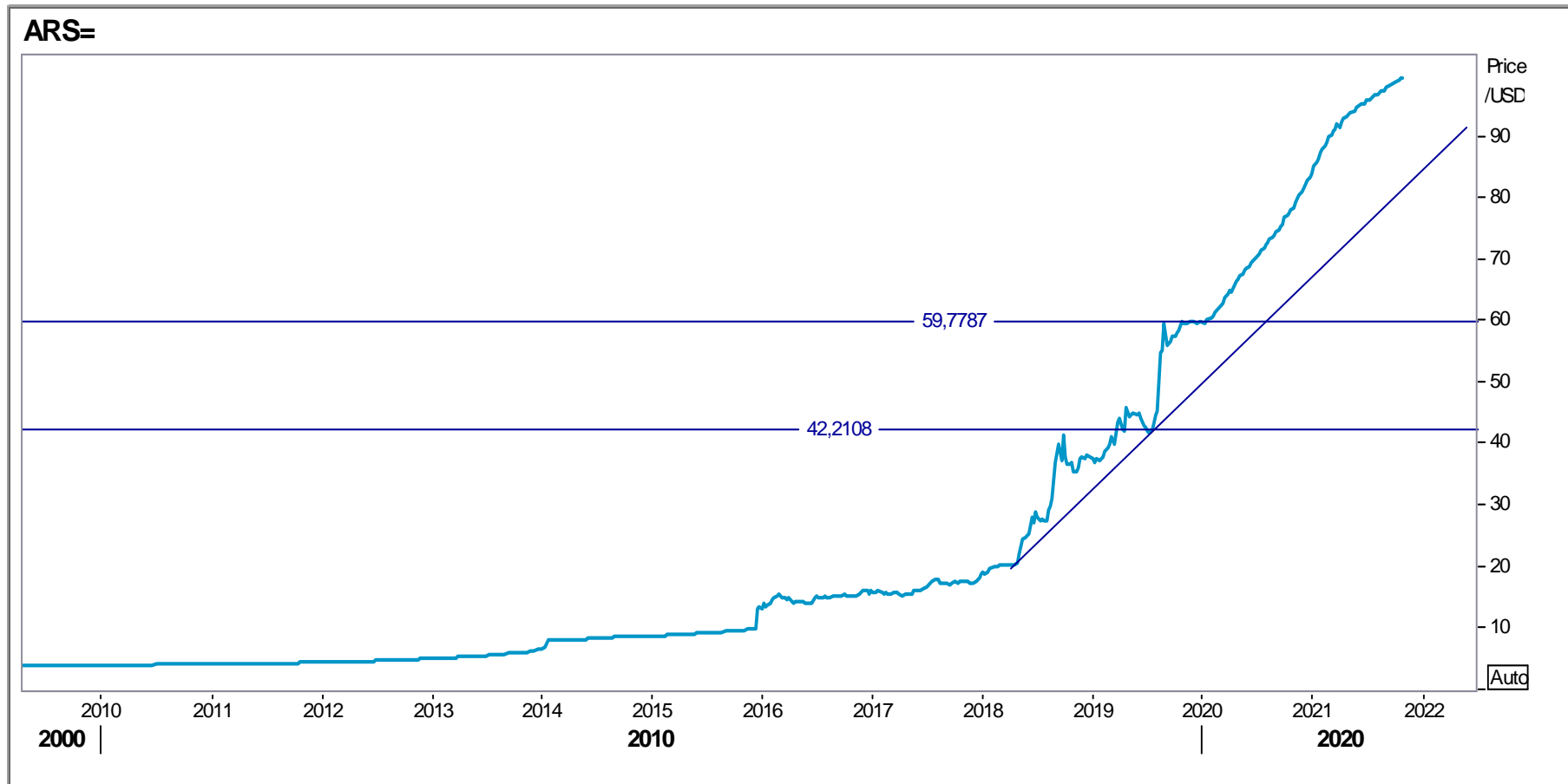


# Lira Turca



Fuente: Reuters y BS Análisis

# Peso Argentino (tipo oficial)

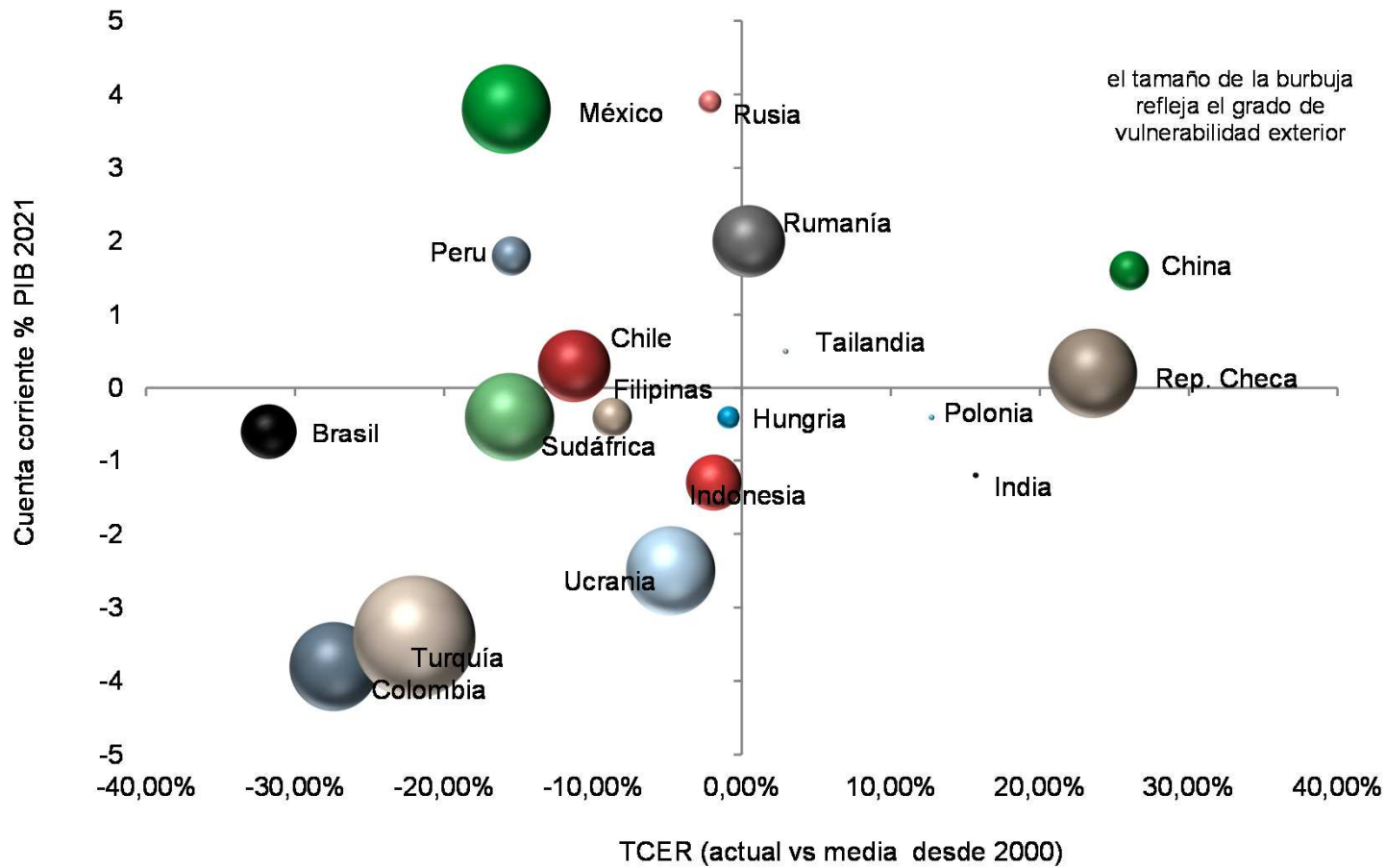


Fuente: Reuters y BS Análisis

# 3

## Vulnerabilidades y TCER

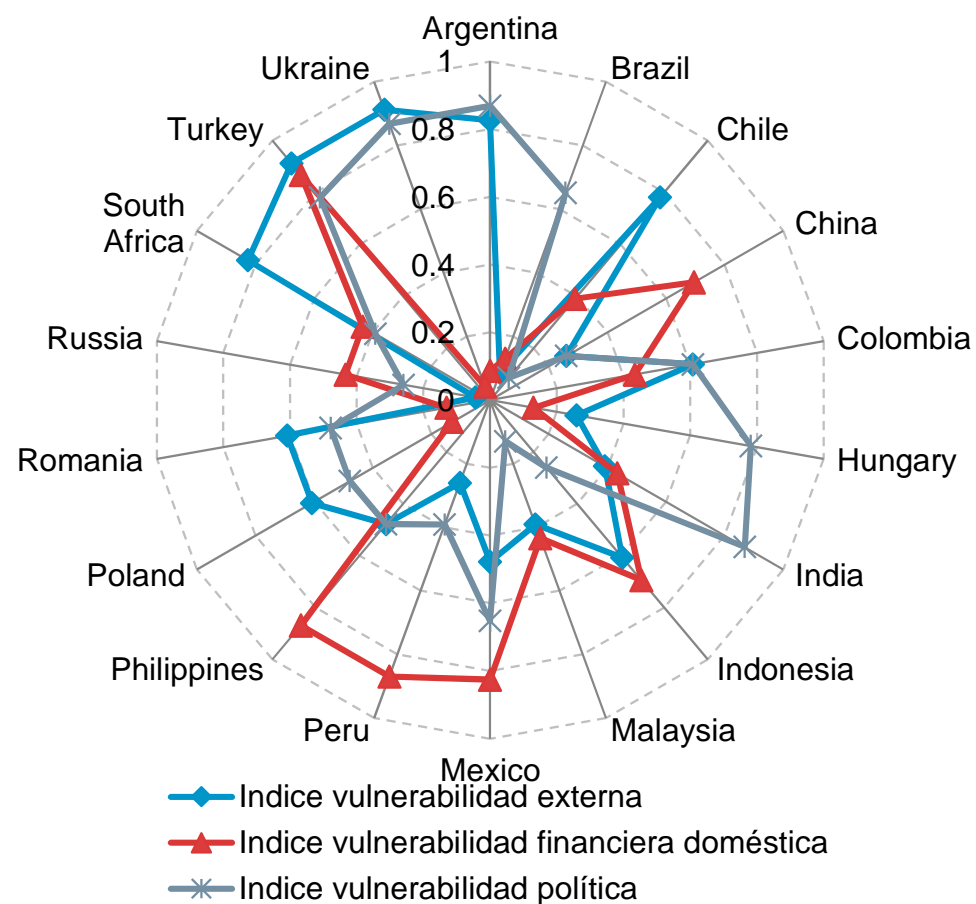
# Tipo de cambio efectivo real vs déficit c/c



Fuente: Bloomberg y BS Análisis

# Vulnerabilidades exterior por países

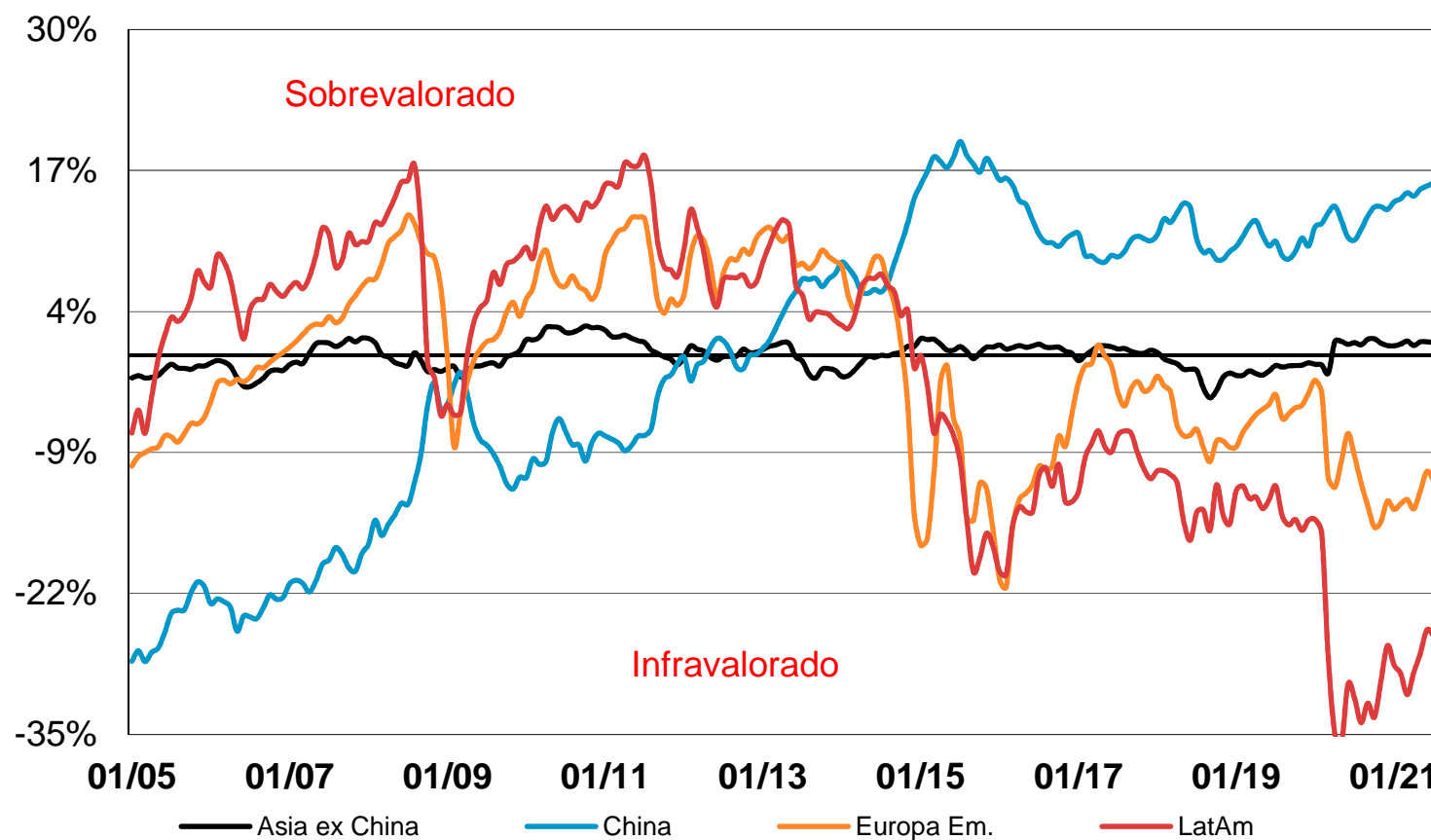
Turquía, Ucrania, Argentina, Sudáfrica y Chile las más vulnerables



Fuente: Bloomberg y BS Análisis

# TCER en emergentes

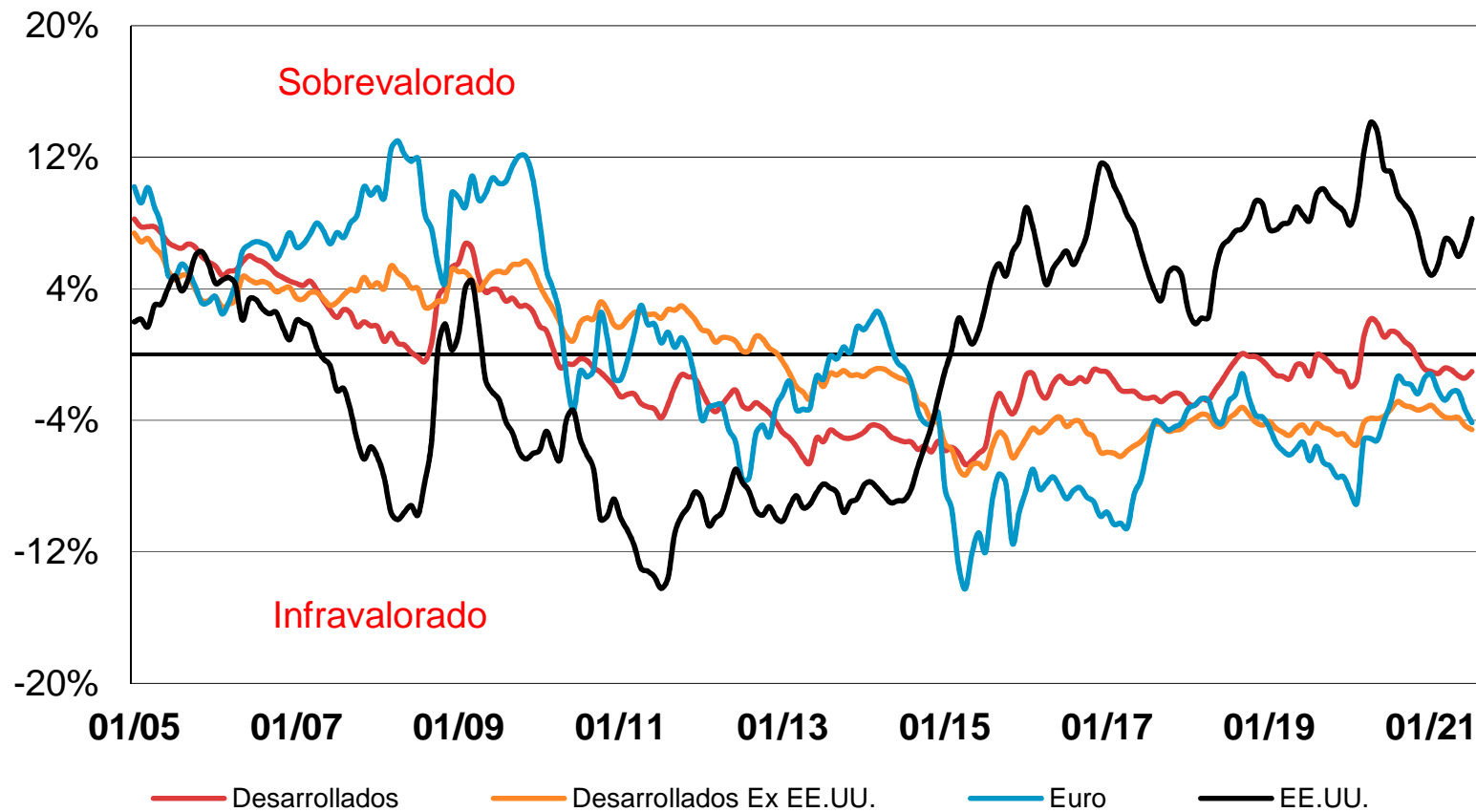
Las divisas de Latinoamérica las más infravaloradas vs medias históricas (¿justificado?)



Fuente: Bloomberg y BS Análisis

# TCER en desarrollados

Ligera infravaloración del euro frente al dólar



Fuente: Bloomberg y BS Análisis

# 4

## Anexo: Análisis Técnico



# Rupia india



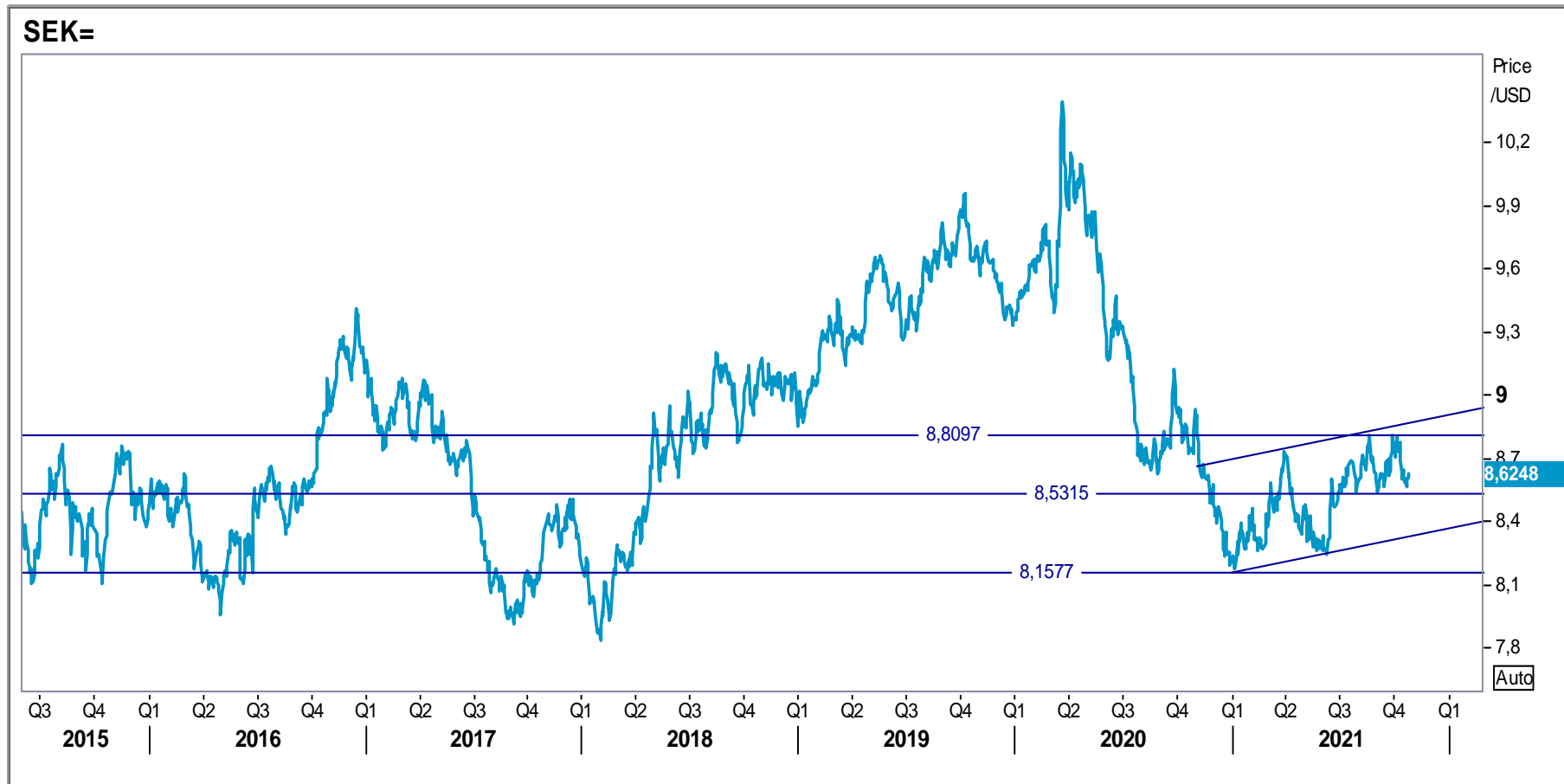
Fuente: Reuters y BS Análisis

# Rand sudafricano



Fuente: Reuters y BS Análisis

# Corona sueca



Fuente: Reuters y BS Análisis

# Corona noruega



Fuente: Reuters y BS Análisis

## **Disclaimersin asesoramiento de inversión**

### **Sistema de recomendaciones:**

El periodo al que se refiere la recomendación y la valoración presentada en el informe tiene una validez de 12 meses. La valoración está basada en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de la Dirección de Análisis y que pueden incluir desde el descuento de flujos de caja, a una suma de partes, comparación de ratios, descuento de dividendos y otros métodos comúnmente aceptados. La evolución posterior del precio de cotización de la compañía o de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio de recomendación y/o valoración que se reflejaría mediante un nuevo informe de análisis, para lo que no hay un calendario de revisiones específico previsto.

Las recomendaciones de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. (Banco Sabadell o la Entidad) son COMPRAR (SOBREPONDERAR en índices y sectores de renta variable y emisores de renta fija), VENDER (INFRAPONDERAR) y BAJO REVISIÓN. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución mejor a la del mercado (referencia Ibex35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para las compañías españolas cotizadas; referencia Eurostoxx50 para las compañías de la zona Euro; en índices y sectores de renta variable el benchmark es la cesta de índices y sectores en cobertura; en emisores de renta fija es el índice BERC IG €) mientras que las de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución peor a la del mercado de referencia. La recomendación de BAJO REVISIÓN se emite para aquellas compañías cotizadas en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. está analizando posibles cambios en las estimaciones o valoración tras algún hecho relevante que haga posible ese análisis detallado.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., de forma objetiva e independiente basado en información pública disponible, empleando información de fuentes consideradas fiables, pero Banco de Sabadell, S.A. no se hace cargo ni acepta responsabilidad ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

Banco de Sabadell, S.A. se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España.

Este informe, ha sido elaborado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. Banco de Sabadell, S.A. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. 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 a ningún contrato o compromiso.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. Banco de Sabadell, S.A. 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 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 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 de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.

### **Comunicación de intereses o conflictos de interés [Reglamento Delegado (UE) 2016/958]**

Durante los 12 meses precedentes a la elaboración del presente informe, Banco Sabadell ha participado en operaciones de colocación y aseguramiento de emisiones de renta variable o renta fija de las siguientes Compañías: Cellnex, Acciona, Telefónica, ACS, Euskaltel, CAF, CIE, FCC, Colonial, Ferrovial, Sacyr, Meliá, Fluidra, Insur, Aedas y Masmovil.

A fecha de este informe (i) Banco Sabadell no mantiene una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por ningún emisor, (ii) Banco Sabadell tiene concedida la exención para las actividades de creación de mercado prevista en el artículo 17 del Reglamento (UE) 236/2012 para los siguientes valores: Acerinox, ACS, Amadeus, Aena, BBVA, Bankia, Bankinter, CaixaBank, Cellnex, Colonial, Endesa, Enagas, Ferrovial, Grifols, Iberdrola, IAG, Indra, Inditex, Mapfre, Meliá, Merlin, Arcelor, Naturgy, Red Eléctrica, Repsol, Santander, Siemens Gamesa, Telefónica, Mediaset, Viscofan, Dia, Técnicas Reunidas, Applus Servicios, Antena 3TV, Gestamp, Euskaltel, Sacyr, Prosegur, Logista, Hispania y BME y (iii) Banco Sabadell actúa como proveedor de liquidez para los valores de renta variable emitidos por Iberpapel, Sacyr, Indra y Metrovacesa.

A fecha de este informe ninguna Compañía objeto de análisis por parte de la Dirección de Análisis posee más de un 5% del capital de Banco Sabadell.

De acuerdo con la información correspondiente al último Informe Anual de Gobierno Corporativo publicado por Banco Sabadell, los siguientes miembros del Consejo de Administración de la entidad son a su vez Consejeros independientes de las siguientes sociedades cotizadas analizadas por la Dirección de Análisis de Banco Sabadell: D. José Javier Echenique Landiribar de ACS, Ence y Telefónica. Doña María José Beato de Red Eléctrica. Don George Johnston de Acerinox y Merlin. Ningún Consejero del Banco tiene una relación comercial relevante con la(s) Compañía(s) objeto de análisis en este informe.

El Grupo Banco Sabadell tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Reglamento Interno de Conducta del Grupo Banco Sabadell en el ámbito del mercado de Valores (aprobado por el Consejo de Administración de Banco de Sabadell el 24 de mayo de 2018), aplicable a los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., para prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones. Dichas medidas incluyen la obligación de los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de Banco de Sabadell, S.A. de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de otros departamentos de Banco de Sabadell, S.A. u otra entidad del grupo Banco Sabadell pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Banco de Sabadell, S.A. o cualquier otra entidad del grupo Banco Sabadell puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Dicho Reglamento Interno de Conducta puede consultarse en la Web corporativa del Grupo Banco Sabadell ([www.bancosabadell.com](http://www.bancosabadell.com)).

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banco de Sabadell, S.A.

Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

La remuneración de los analistas que han elaborado estos informes no esta vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. Los factores de remuneración de los analistas pueden incluir los resultados de Banco de Sabadell, S.A., parte de los cuales puede ser generado por actividades de banca de inversión.