

Madrid, 7 de marzo de 2011

Análisis Económico

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
+34 91 374 44 32

María Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@grupobbva.com
+34 91 537 66 83

Javier Amador
javier.amadord@grupobbva.com
+52 56 21 7718

Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com
+34 91 537 7825

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com

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

US
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
+1 713 881 0663

Sólidos datos económicos, pero ...

Los datos de actividad siguen mostrando una perspectiva más optimista a comienzos del año de lo que se había anticipado anteriormente, tanto en EE.UU. como en la zona euro. Los datos de empleo muestran una mejora en EE.UU. En Europa, las ventas minoristas de enero muestran que el consumo de las familias se fortaleció en enero. Además, en EE.UU. y Europa los índices de actividad manufacturera y de servicios sugieren que el impulso económico ha experimentado un repunte en el 1T. No obstante, la recogida de datos de las encuestas se realizaron en la primera quincena de febrero y, por consiguiente, no tienen en cuenta el aumento actual de los precios del petróleo. En Asia, el PMI de China dejó constancia de que las medidas de ajuste están surtiendo efecto de cara a lograr un aterrizaje suave, y la inflación se ha moderado un poco, aunque persisten todavía las presiones.

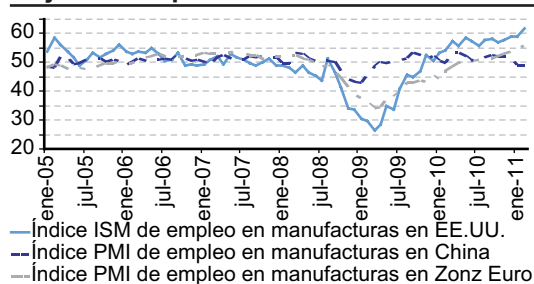
... las condiciones serán menos propicias, en particular en Europa

Sin embargo, es posible que el fuerte repunte de los datos ya haya quedado atrás, y que los riesgos alcistas para las perspectivas económicas se hayan reducido debido a la gran incertidumbre provocada por los riesgos geopolíticos. Pero el BCE parece estar preparado para subir los tipos de forma preventiva, mientras que la Fed no ha mostrado ninguna inquietud acerca del impacto de los precios más elevados de la energía sobre la inflación subyacente y no ha dado indicios de nuevos cambios en la formulación de su política monetaria. En nuestra opinión, no hay constancia de que los precios del petróleo estén repercutiendo en la inflación subyacente. En este escenario, de cara al futuro, la política económica ofrecerá menos apoyo en la zona euro, por la combinación de la consolidación fiscal, el aumento de los precios del petróleo, una política monetaria menos favorable y un euro fuerte. Además, el cambio de lenguaje del BCE ha hecho subir la rentabilidad de los bonos europeos a 2 y a 10 años, lo que no facilita los problemas de solvencia de la periferia, especialmente cuando hay cierta inquietud acerca del acuerdo para reforzar los mecanismos del EFSF (ver Destacados).

Esta semana: la reunión de la UE sobre competitividad, prevista para el 11 de marzo, estará en el punto de mira. En EE.UU., la atención se centrará en la confianza de los consumidores y en las ventas minoristas. En Asia se esperan los datos de China relativos a la inflación, el comercio, la IED y los créditos.

Gráfico 1

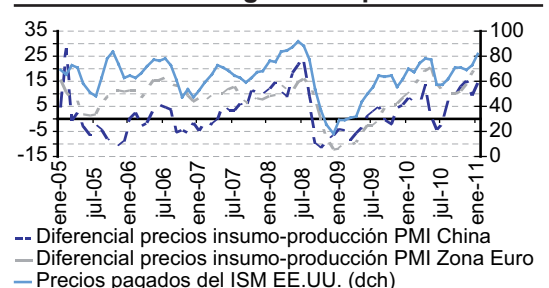
Mejora el empleo en manufacturas



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Presión en los márgenes empresariales



Fuente: BBVA Research

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



Destacados

Cumbre especial del Consejo de la UE sobre competitividad

Sólo esperamos un acuerdo poco preciso.

El enfoque preventivo del BCE frente a la postura de espera de la Fed

A pesar del enfoque diferente, el BCE no subirá los tipos muy rápido mientras la Fed se mantenga a la espera.

¿Cuál es el efecto de los precios del petróleo sobre el crecimiento?

Un aumento temporal sería fácilmente asumible tanto en EE.UU. y la UEM.

Análisis de Mercados **Mercados**

*Tipos de Interés Global
Estratega Jefe*
Pablo Zaragoza
pzaragoza@grupobbva.com
+34 91 374 38 64

*FX Global
Estratega Jefe*
Dustin T. Reid
Dustin.Reid@bbvany.com
+1 212 7281707

*Equity Global y Crédito
Financiero*
Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

Estrategia
Javier Requena
javier.requena@grupobbva.com
+34 91 537 83 99

Bolsa: el cambio de escenario de tipos BCE añade presión sobre la bolsa europea

Decíamos que el factor crítico a corto plazo para las bolsas globales era el riesgo geopolítico derivado de la situación en el Magreb y Oriente Medio; de hecho, había una clara correlación positiva entre el S&P-500 y la TIR del Bono a 10 años estadounidense que reflejaba a las claras esa dependencia. Además, decíamos que para Europa había un segundo factor crítico; el aumento de las presiones inflacionistas que se estaban traduciendo en un empeoramiento de las expectativas sobre los tipos de interés. Y que ello favorecía a corto plazo un mejor comportamiento relativo de la bolsa estadounidense frente a la europea, y de las bolsas “centrales” europeas frente a las periféricas.

La reacción de la renta variable europea tras las declaraciones de Trichet (intradía EuroStoxx-50 -1%, Ibex-35 -2% y el Sector Bancario Europeo -3%) corrobora esa idea.

Así que si a lo largo de las últimas semanas estábamos asistiendo a un cierto estancamiento de las expectativas de beneficios para 2011-2012 del S&P-500 y del EuroStoxx por parte del consenso del mercado (no así para el Ibex-35, que sigue revisándose a la baja), no hay que descartar que éste escenario pueda mantenerse o incluso empeorar algo a corto plazo en el caso europeo.

La clave para las bolsas sigue siendo la fortaleza de Wall St: en tanto en cuanto el S&P-500 siga por encima del soporte de 1.290-1.300, corrigiendo lateralmente (en tiempo, no en precio), el riesgo de caídas en Europa (España incluida) creemos que es limitado.

Crédito: sin efecto negativo de los tipos en los mercados de crédito

Estrechamiento generalizado de los índices sintéticos en lo que va de semana, el iTraxx Main estrechó 4bps hasta los 99bps mientras que el iTraxx SovX WE estrechó 11 bps hasta los 175bps. Por el lado de los índices financieros, el iTraxx Senior estrechó 18bps hasta los 149bps mientras que el iTraxx Sub Fin estrechó 29bps hasta los 257bps.

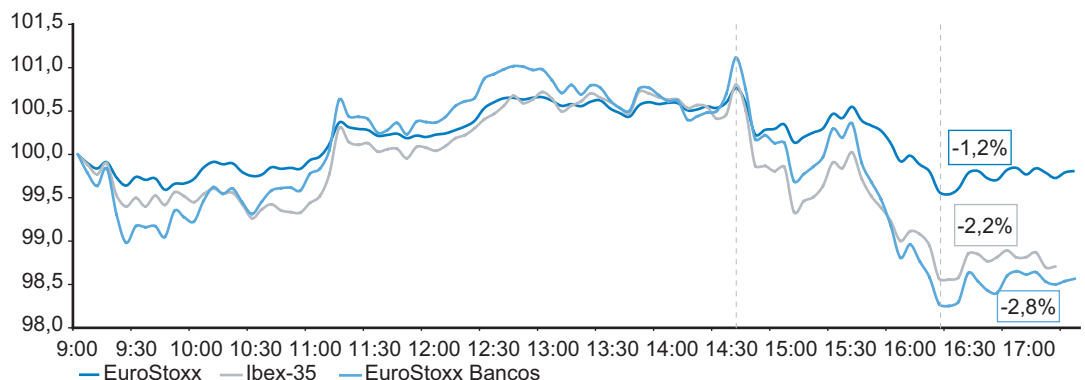
El menor efecto del alza del crudo sobre los financieros ha posibilitado su mejor comportamiento. Esperamos que continúe la fortaleza de los mercados de crédito, con los financieros comportándose mejor que los corporates, en los cuales creemos que el mercado ya ha puesto en precio la recuperación cíclica de los dos últimos años que ahora se puede ver amenazada por el alza en los tipos de interés, aunque no prevemos un reapalancamiento significativo en el sector industrial pese a la elevada posición de liquidez actual, con Capex todavía contenido, sin una amenaza clara de M&A transformacional y sólo con un incremento en los dividend payout como amenaza más tangible en el corto plazo, pero sin hacer peligrar las actuales métricas crediticias.

Divisas: los comentarios de Trichet disparan el EUR

No obstante, seguimos pensando que el cruce EURUSD seguirá cotizando sin demasiada presión alcista, lo que nos lleva a mantener nuestra previsión de marzo de 1.3650. El principal elemento de riesgo para nuestro escenario son subidas de tipos más tempranas, algo que en parte esta ya descontado en los cruces. En este sentido, el mercado descuenta ya con una probabilidad del 60% una subida de 25pb durante la reunión del 7 de abril, elevándose esta hasta el 100% para la reunión del 5 de mayo. Dicho esto, el elevado número de posiciones cortas en dólares, junto con un mercado aun largo en EURUSD sugiere movimientos laterales en los cruces hacia delante.

Chart 3
Reacción tras el discurso del BCE

- Home →
- Destacados →
- Calendario →
- Datos Mercado →



Fuente: Bloomberg

Análisis Económico

Destacados

Europe

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

Escenarios Financieros

Javier Amador
javier.amador@grupobbva.com
+34 91 537 3161

Cumbre especial del Consejo de la UE sobre competitividad

El próximo viernes 11 de marzo tendrá lugar una cumbre especial del Consejo de la UE para llegar a un acuerdo acerca del pacto de competitividad que pide Alemania. La idea es implementar reformas en los distintos países que ayuden a mejorar la competitividad de los países miembros y logren la convergencia. Las últimas filtraciones de información parecen indicar que después de la mala acogida de la propuesta original presentada por Francia y Alemania, que los países pequeños ven como una imposición, los acuerdos serán más débiles. Alemania quería que los países implementaran una norma fiscal en sus constituciones nacionales, y que eliminaran las cláusulas que vinculan la actualización de los salarios a la inflación, armonizaran las bases impositivas y fijaran la edad de jubilación en los sistemas de pensiones. Es probable que el acuerdo final incluya todos estos elementos, pero se tratará más bien de recomendaciones o de requisitos formulados con vaguedad, y no de normas estrictas. En principio, esto no debería suponer un problema, ya que, en nuestra opinión, estas reformas no son muy acertadas, pues la clave para resolver las actuales tensiones de los mercados de la periferia de la UE no se encuentra ahí, sino más bien en la solvencia y en los problemas de liquidez actuales de los bonos soberanos a través de los fondos de rescate europeos (el EFSF y, a partir de 2013, el ESM), y en los mecanismos para afrontar la resolución de la crisis, incluidas las posibles recapitalizaciones internas del sector privado. En este sentido, la cumbre del 24-25 de marzo será fundamental, pero las perspectivas parecen ahora menos prometedoras que hace un mes: tras las tranquilizadoras declaraciones de los líderes alemanes en enero, varios factores apuntan a una postura más inflexible de Alemania, incluyendo los malos resultados de la coalición del gobierno alemán en Hamburgo y en las encuestas para las elecciones de finales de marzo, la dimisión esta semana de un miembro muy popular del gobierno, la pérdida de Axel Weber como candidato para sustituir a Trichet en el BCE y la probabilidad de un acuerdo blando en la cumbre del 11 de marzo. Alemania y los países más pequeños del norte cada vez parecen menos dispuestos a hacer el EFSF más flexible (permitiendo la compra de bonos en mercados secundarios) o incluso a aumentar su techo actual al menos hasta su valor nominal. Aunque los mercados han estado relativamente en calma tras la mejora de enero, las tensiones podrían reavivarse de nuevo después de marzo si el Consejo de la UE no ofrece resultados. Esto podría afectar en especial a Portugal, pues a pesar de que en líneas generales su consolidación fiscal va bien encaminada, ha estado a punto de solicitar fondos a el EFSF debido a que las dudas sobre su potencial de crecimiento y el saldo externo han influido negativamente en los mercados. Pero el asunto va mucho más allá de Portugal, ya que de una vez por todas se necesita una solución para gestionar la crisis en el conjunto de Europa.

El enfoque preventivo del BCE con respecto a los riesgos secundarios frente la postura de espera de la Fed

Expresándose en un tono ortodoxo con un grado de dureza imprevisto, el BCE llegó a afirmar que se garantiza una "estricta vigilancia" para evitar los efectos secundarios. El cambio de lenguaje deja claro que el BCE está ya preparado para efectuar subidas preventivas de los tipos a partir de abril, es decir, que el enfoque ortodoxo del BCE será preventivo, en vez de reaccionar cuando se presenten efectos secundarios. Y ésta es la diferencia fundamental con respecto al enfoque adoptado por la Fed, que prefiere obviamente esperar y actuar sólo en caso de que se materialicen los riesgos. En su Informe semestral sobre política monetaria ante el Congreso, Bernanke no cambió el lenguaje con respecto al futuro de los tipos de interés: "excepcionalmente bajos... durante un periodo de tiempo prolongado", y destacó que el impacto del aumento de los precios de las materias primas sobre la inflación será "como mucho, temporal y relativamente modesto". A pesar de este enfoque diferente ante los riesgos secundarios, el BCE no subirá los tipos demasiado rápido mientras la Fed se mantenga a la espera. Ahora creemos que el BCE efectuará aumentos acumulados preventivos de 50 pb en los próximos meses (lo más probable será un aumento de 25 pb en abril y otro de otros 25 pb en junio o julio) antes de que resurja un nuevo periodo de espera (pausa que durará como mínimo el resto de 2011). Para que se produjeran otros aumentos sería necesario que las expectativas de inflación se desanclaran o que se produjeran unos efectos secundarios que no esperamos. Es decir, que el BCE no se embarcará en una serie de incrementos de los tipos tendente a la normalización de la política (en otras palabras, neutralidad).

[Home](#)


[Mercados](#)


[Calendario](#)


[Datos Mercado](#)


Análisis Económico

Destacados

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com
+34 91 374 58 87

¿Cuál es el efecto de los precios del petróleo sobre el crecimiento?

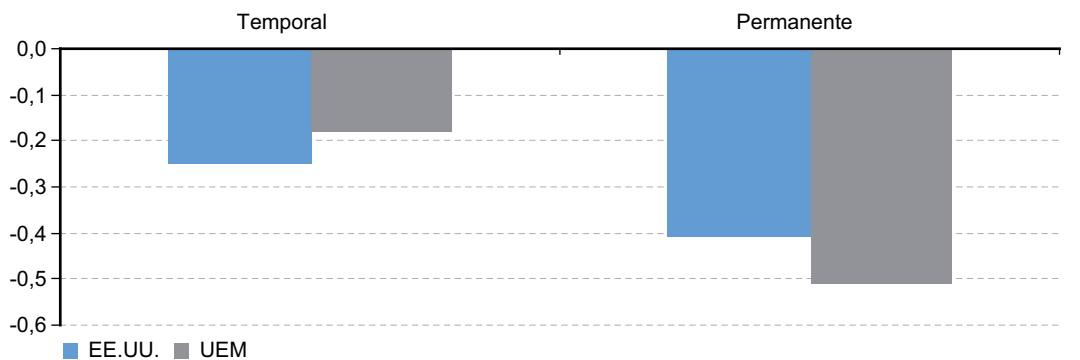
Otra semana de disturbios en la región MENA, que sigue reflejándose en el mantenimiento de precios del petróleo elevados. En nuestra opinión, y en la de la mayoría de los participantes, en este momento el choque actual de los precios del petróleo tiene una gran probabilidad de ser transitorio, ya que los inventarios de los importadores y la capacidad sobrante de Arabia Saudí pueden suplir la interrupción del suministro en Libia. No obstante, cabe la posibilidad, no despreciable, de que los disturbios se extiendan a otras regiones productoras de petróleo, algunas de las cuales serían imposibles de cubrir con la capacidad sobrante existente, lo que haría que el aumento de los precios del petróleo fuera mayor y tuviera un carácter más permanente.

¿Cuál sería el impacto de tales escenarios sobre el crecimiento de EE.UU. y la UEM? A modo de ilustración, presentaremos dos escenarios posibles. Nuestras simulaciones sugieren que un incremento temporal del 30% en los precios del petróleo Brent durante el 1T2011 (hasta 125 dólares, para volver a 95 en el trimestre siguiente) podría acomodarse fácilmente en EE.UU. y la UEM, con un recorte de sólo 0,2 pp en el crecimiento del PIB de 2011. Sin embargo, provocaría una respuesta preventiva por parte del BCE (pero no de la Fed) de aproximadamente 50 pb, en línea con la valoración que hemos hecho anteriormente. Pero en caso de que la crisis petrolera con un aumento del 30% en los precios del petróleo se hiciera permanente (si se mantuvieran los precios en torno a 120-125 dólares) las repercusiones para el crecimiento serían aproximadamente un recorte de medio punto porcentual en 2011 para ambas regiones, a través de diferentes canales y con diferentes pesos en cada una de ellas: (i) un impacto directo en los costes unitarios y en el producto potencial y (ii) la respuesta de la política monetaria ante los posibles efectos secundarios. El efecto directo de los precios del petróleo sobre la actividad económica sería mayor en EE.UU. a causa de su mayor gasto energético y de sus menores cuñas fiscales sobre los hidrocarburos (con menos margen para amortiguar la transferencia de los precios del petróleo a los productos refinados). Por otro lado, dado su enfoque más ortodoxo con respecto a los riesgos de los efectos secundarios para la inflación, incluimos en esta simulación una respuesta (tradicionalmente) más agresiva por parte del BCE que de la Fed ante dicho choque, lo que explica en su mayor parte el impacto de los precios del petróleo sobre el crecimiento en la UEM.

Conclusión: en nuestra anterior previsión de crecimiento para EE.UU. y la UEM habíamos incorporado riesgos inclinados al alza. En caso de un choque temporal de los precios del petróleo como el descrito más arriba, estos riesgos estarían ahora básicamente equilibrados. Sin embargo, una crisis petrolera de mayor envergadura y de carácter más permanente acompañada de una respuesta en la política monetaria pondría en grave riesgo la recuperación actual de EE.UU. y de Europa.

Gráfico 4

Efecto sobre el crecimiento del PIB de 2011 de un aumento del 30% en los precios del petróleo



Fuente: BBVA Research

Análisis Económico

Europa

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 3747938

EE.UU.

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 538

Asia

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

Xia Le

xia.le@bbva.com.hk

Calendario: indicadores

Zona euro: Alemania, producción industrial (enero, 9 de marzo)

Previsión: 1,7% m/m	Consenso: 1,8% m/m	Anterior: -1,5% m/m
----------------------------	---------------------------	----------------------------

Comentario: se prevé un repunte de la producción industrial alemana en enero, tras la significativa caída observada a finales de 2010 debido a la construcción, que se vio especialmente afectada por un invierno muy riguroso. Los datos preliminares de la producción manufacturera y la construcción de principios de año también parecen indicar que la caída en la actividad industrial habría sido de corta duración, ya que la confianza en la construcción volvió a mejorar en enero, mientras que la confianza en la producción manufacturera se mantuvo relativamente estable. Pero a pesar del repunte de enero, se prevé que la recuperación industrial será lenta en los próximos meses, después de las fuertes tasas de crecimiento observadas a lo largo del año pasado. **Repercusión en los mercados:** a pesar de la volatilidad de esta serie y de sus frecuentes revisiones, una sorpresa muy negativa en unos datos reales todavía muy limitados para el trimestre actual podría aumentar la inquietud acerca del impulso recuperado al inicio del año.

Zona euro: Alemania, balanza comercial (enero, 10 de marzo)

Previsión: 12.8 millones de €	Consenso: 13 millones de €	Anterior: 14.2 millones de €
--------------------------------------	-----------------------------------	-------------------------------------

Comentario: prevemos que la balanza comercial alemana (desestacionalizada) habrá vuelto a reducirse en enero, debido principalmente a un repunte de las importaciones, que después de caer considerablemente en diciembre habrían sido impulsadas por la demanda interna. En cambio, se prevé un crecimiento moderado de las exportaciones, como a finales de 2010, después de haber alcanzado niveles anteriores a la crisis. Pero las carteras de pedidos externos se han mantenido sólidas al comienzo del año, lo que constituye otra prueba más de que las exportaciones netas generales seguirán siendo el motor de crecimiento clave en los próximos meses. **Repercusión en los mercados:** debido a su volatilidad, los datos de comercio tienen normalmente un impacto limitado en los mercados.

EE.UU.: crédito al consumo (enero, 7 de marzo)

Previsión: 4.95 millones de \$	Consenso: 3.30 millones de \$	Anterior: 6.10 millones de \$
---------------------------------------	--------------------------------------	--------------------------------------

Comentario: creemos que en enero el total de créditos al consumo pendientes se habrá incrementado en 4.950 millones de dólares m/m, alcanzando los 2.415 millones (desestacionalizados), lo cual representa una caída a/a del -1,31%. Un elemento a destacar en los datos de este mes es la desinversión (realizada en diciembre) 25.000 millones de dólares en créditos al consumo desde bancos a instituciones no bancarias. Creemos que esta variación del total pendiente podría afectar a los ajustes de estacionalidad realizados en las categorías individuales, por lo que es alto el riesgo de revisiones sustanciales de datos. A pesar de estas revisiones, en los últimos meses el crédito al consumo ha ido creciendo poco a poco en términos intermensuales, aunque no prevemos que alcance cifras de crecimiento interanual hasta mediados de este año. **Repercusión en los mercados:** un sólido crecimiento del crédito al consumo sería un indicio de mejora de las condiciones financieras y apoyaría el gasto de los consumidores en 2011. Por consiguiente, los mercados reaccionarían positivamente a unas cifras de crédito mejores que las previstas.

EE.UU.: ventas minoristas (febrero, 1 de marzo)

Previsión: 0,6% m/m	Consenso: 0,8% m/m	Anterior: 0,3% m/m
----------------------------	---------------------------	---------------------------

Comentario: en enero, las ventas minoristas aumentaron un 0,3% m/m, alcanzando una media del 0,8% m/m en los últimos siete meses. Los incrementos de los precios al consumo y el moderado avance de las ventas de vehículos sostendrán esta tendencia alcista de las ventas minoristas. Considerando las mejores perspectivas económicas y el aumento de la confianza de los consumidores, creemos que las ventas minoristas habrán seguido aumentando en febrero. Además, las posibles mejoras de las condiciones del mercado de trabajo también apoyarían las ventas minoristas en 2011. **Repercusión en los mercados:** unas ventas minoristas reales sólidas serían indicio de un alto consumo privado y apoyarían una fuerte recuperación económica en el 1T11, y en consecuencia, podrían dar lugar a una tendencia alcista en los mercados bursátiles.

China: IPC (febrero, 15 de marzo)

Previsión: 4,8% a/a	Consenso: 4,8% a/a	Anterior: 4,9% a/a
----------------------------	---------------------------	---------------------------

Comentario: la inflación de febrero se dará a conocer la próxima semana junto con otros indicadores importantes que incluyen el índice de precios mayoristas (IPM), los créditos nuevos, el crecimiento de la M2, el comercio, la producción industrial, las ventas minoristas y la inversión. Se prevé una ligera moderación en el índice general de precios al hacerse efectivas las medidas de ajuste monetario. Sin embargo, el reciente aumento de los precios del petróleo y las ajustadas condiciones del mercado de trabajo mantendrán elevadas las presiones inflacionistas. **Repercusión en los mercados:** un valor por encima de lo previsto podría inquietar a los mercados por las expectativas de nuevos ajustes y los riesgos de un aterrizaje brusco.

Home



Mercados



Destacados



Datos Mercado



Datos de los Mercados

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual	
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,31	0	0	6	
		Tipo 2 años	0,78	6	12	-11	
		Tipo 10 años	3,54	13	7	-14	
	EMU	3-meses Euribor	1,16	7	8	51	
		Tipo 2 años	1,76	22	27	76	
		Tipo 10 años	3,32	16	6	16	
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,397	1,5	1,3	2,7	
		Libra-Euro	0,86	0,5	0,8	-4,6	
		Franco Suizo-Euro	1,30	1,7	0,0	-11,2	
	América	Argentina (peso-dólar)	4,03	0,0	0,4	4,3	
		Brasil (real-dólar)	1,65	-0,7	-1,1	-7,3	
		Colombia (peso-dólar)	1907	0,0	2,6	-1,0	
		Chile (peso-dólar)	473	-0,3	-1,6	-7,0	
		México (peso-dólar)	11,99	-1,0	-0,3	-5,3	
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,77	-0,2	0,2	-2,4	
		Asia	Japón (Yen-dólar)	82,57	1,0	1,1	-8,7
	Corea (KRW-dólar)	1114,95	-0,8	1,0	-1,7		
	Australia (AUD-dólar)	1,013	-0,2	0,5	11,6		
	MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)		115,6	3,0	12,9	44,6
		Oro (\$/onza)		1419,0	0,6	6,3	25,1
Metales		622,2	0,9	1,5	25,1		
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10614	-1,9	-3,6	-3,7	
		EuroStoxx 50	2997	0,4	-0,5	4,1	
	América	EE.UU. (S&P 500)	1331	0,8	2,1	16,9	
		Argentina (Merval)	3475	1,2	-4,6	51,2	
		Brasil (Bovespa)	68146	1,9	2,2	-1,0	
		Colombia (IGBC)	15335	4,0	2,6	29,8	
		Chile (IGPA)	21492	2,5	-2,7	21,9	
		México (CPI)	37133	0,7	-2,1	14,5	
		Perú (General Lima)	22623	-0,6	-3,4	56,8	
	Asia	Venezuela (IBC)	67692	0,1	1,5	18,9	
		Nikkei225	10694	1,6	2,3	3,1	
		HSI	23409	1,7	-2,1	12,6	
	Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	99	0	3	21
Itraxx Xover			384	-12	-19	-42	
Riesgo Soberano		CDS Alemania	47	-7	-6	14	
		CDS Portugal	469	1	80	352	
		CDS España	239	-26	17	137	
		CDS EE.UU	44	-2	-3	---	
		CDS Emergentes	215	-11	3	-28	
		CDS Argentina	614	-35	19	-420	
		CDS Brasil	114	-4	-1	-8	
		CDS Colombia	117	-3	0	-30	
		CDS Chile	74	-5	-3	-3	
		CDS México	111	-6	-6	-5	
		CDS Perú	109	-5	0	-15	

Fuente: Bloomberg y Datastream

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.