

Madrid, 14 de febrero 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 77 18

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

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com

Esfuerzos contra la inflación en los ME

Los datos de precios continúan alertando de las presiones inflacionistas en los mercados emergentes (ME). En Brasil, el IPC subió al 6%. Además, Banxico anunció que la inflación se mantendrá entre el 3 y el 4% en los dos próximos años, pero apuntó a algunos riesgos alcistas para sus previsiones. En este contexto, los bancos centrales de los ME intensifican sus esfuerzos por frenar la inflación. Así los de China, Indonesia y Perú aumentaron sus tipos de interés en 25 pb. El hecho de que la subida de tipos en China se produjera antes de conocerse los indicadores de precios y de actividad de enero, nos sugiere que se trata de una acción preventiva para reducir el recalentamiento. Asimismo, los recortes del gasto en Brasil son bien recibidos porque complementan los esfuerzos de la política monetaria anticíclica y reducen las expectativas de que se produzcan subidas mayores a las previstas en los tipos de interés. Todo esto confirma nuestro escenario central de un "aterrijaje suave" en los ME y de una recuperación moderada en los mercados desarrollados (MD) gracias a la demanda externa.

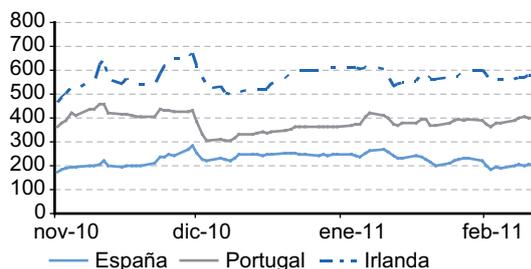
Intervenciones verbales en los MD

Los responsables de la Fed mantienen un tono flexible en sus intervenciones, especialmente cuando los tipos de interés a largo plazo se aproximaban a niveles peligrosos. Bernanke insistió en que la inflación está bajo control y en que es necesario abordar el problema del déficit a largo plazo. Por otro lado, el BCE no ha endurecido el tono ortodoxo. Una vez más, han aparecido tensiones financieras en los países periféricos europeos aunque, hasta ahora, no han afectado a España. La incertidumbre acerca de cómo se enfrentará el nuevo gobierno irlandés al rescate de los bancos ha sido el motor principal. La situación demuestra que se necesitan urgentemente medidas para estabilizar el euro y solucionar los problemas de solvencia de la zona. Esperamos que el tema de la competitividad que se abordará en la próxima reunión del Consejo de la UE del 11 de marzo no empañe el fortalecimiento del EFSF que se espera que se apruebe el 25 de marzo.

Esta semana será muy intensa en el ámbito macroeconómico. En EE.UU., las ventas minoristas y el IPC de enero, podrían sugerir una mejora de la demanda interna sin aumento de las presiones inflacionistas. En la zona euro, el PIB del 4T podría confirmar la recuperación del crecimiento impulsado por la demanda externa. En ME, la atención se centrará en la inflación, el crecimiento del crédito y los datos de actividad de China, cuyas cifras podrían dar algunas pistas acerca de la eficacia del ajuste para poner freno al recalentamiento.

Gráfico 1

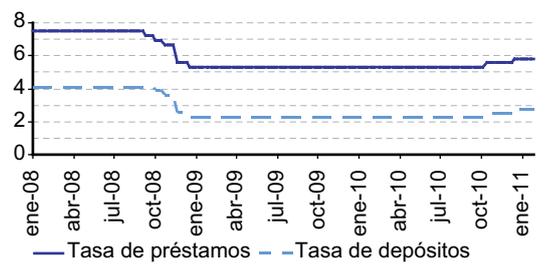
Diferencial frente al bono alemán 10 años



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Tipos de interés de China



Fuente: BBVA Research

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



Destacados

El impacto de los precios del petróleo en la inflación de la zona euro
El barril de Brent a 100 \$ podría elevar la inflación anual en 0,3 pp aproximadamente en 2011, hasta el 2,2%.

Atención al alto déficit de EE.UU.
La persistencia de un déficit elevado podría repercutir en la rentabilidad a largo plazo.

La consolidación fiscal española está en marcha
Se han establecido mecanismos de control para garantizar la vía de la consolidación

Análisis de Mercados **Mercados**

Macro Europe Strategy
Estratega Jefe
Nicolás Trillo
nicolas.trillo@grupobbva.com
+34 91 537 84 95

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 y Crédito Global
Financiero
David Golin
david.golin@grupobbva.com
+34 91 537 87 46

Divisas: Toma de posiciones, factor clave para el horizonte de corto plazo

Ahora que muchas de las noticias positivas recientes de los periféricos europeos ya se han descontado, en el mercado de cambios hay escasez de dólares. Los datos más recientes de la CFTC apuntan a que algunos fondos y asesores en operaciones con commodities están bastante escasos de USD en lo general frente a divisas más líquidas, esto es si se toma como referencia los niveles históricos (véase diagrama). Típicamente, cuando las posiciones del mercado se vuelven tan sesgadas hacia corto USD, es posible que ocurra lo siguiente. En primer lugar, se vuelve improbable que las otras divisas importantes (EUR, GBP, MXN, etc.) se aprecien sustancialmente en el corto plazo debido a que se tiene la impresión de que el mercado ya alcanzó niveles extremos. En segundo lugar, si otras monedas distintas del USD se aprecian, el avance suele ser lento y zigzagueante. Por último, el riesgo de una apreciación del USD en el corto plazo se ha incrementado ante la posibilidad de que, si se cobraran, la gran cantidad de posiciones cortas USD causaría un efecto “en cascada” sobre las demás posiciones pendientes y, a la larga, en los precios. Cobrar esas posiciones cortas en USD en un mercado como el ya descrito probablemente requeriría de un empujón macroeconómico que disminuyera sustancialmente el apetito por el riesgo en todas las clases de activos globales, lo cual desencadenaría una huida hacia activos y monedas refugio y causaría la oferta de USD. Dado que el precio del petróleo parece estable ahora que en Egipto las aguas han vuelto a su cauce, y en vista de que nuestro equipo macroeconómico prevé que las vicisitudes de los países periféricos de la UE se resolverán favorablemente, pensamos que los mercados cambiarios tenderán a una mayor consolidación en las próximas semanas dado el posicionamiento actual. Si súbitamente hubiera un deterioro marcado del entorno macroeconómico global, es probable que la apreciación del USD se exacerbara.

Tasas de interés: aunque el dinamismo de la materias primas no ha remitido, la reacción de los breakeven ha sido mucho más moderada últimamente

Los breakeven en las curvas americanas como del euro han recogido el reciente contexto de creciente atención a los riesgos de inflación derivados principalmente de la apreciación de las materias primas. Dicho efecto se ha notado especialmente durante el mes de diciembre de 2010 y la primera parte de enero 2011 con repuntes en torno a 50 p.b. en el 5A americano (hasta 240 p.b.) y en torno a 50 p.b. en el europeo hasta los 200 p.b. (en este caso medido a través del breakeven de inflación francesa). Desde entonces, incluso aunque el dinamismo de la materias primas no ha remitido, la reacción de los breakeven ha sido mucho más moderada (incluso con cierta corrección a la baja). Este perfil puede estar reflejando una cierta capacidad del mercado de ir matizando el impacto final que pueda tener las materias primas sobre los índices de precios a largo plazo. Por otro lado, este menor dinamismo puede responder a su vez a que los breakeven ya se sitúan muy cerca de la parte superior del rango en el que se han movido desde 2008. Rupturas más agresivas de estas referencias deberán formar parte de un contexto mucho más acuciante en cuanto al riesgo de inflación en la OCDE, algo que en plena fase de recuperación cíclica no completada aún nos parece algo remoto.

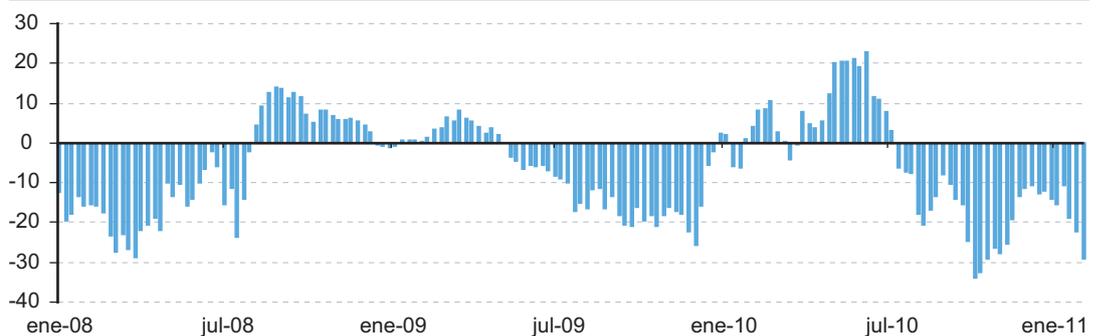
Credito: ampliacion de plazo financieros

La ampliación de los índices financieros refleja la renovada preocupación sobre el riesgo soberano de los países periféricos. El iTraxx SovX experimentó cierta corrección tras las noticias de que el Banco Central Europeo ha vuelto a comprar bonos soberanos periféricos por primera vez tras tres semanas para adquirir deuda soberana portuguesa, ante su preocupación de que Portugal siga los pasos de Grecia e Irlanda y solicite un rescate internacional; sin embargo, a lo largo de la semana amplió 5pb. El mercado primario continúa optimista con los corporates ibéricos, las nuevas emisiones de EDP y Telefónica han estrechado entre 30-40bps.

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

Gráfico 3

Posición neta CFTC en USD (miles de millones de USD)



Fuente: CFTC y BBVA Research

Análisis Económico

Destacados

Europa
Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 374 79 38

Escenarios Económicos
Jorge Rodríguez-Vález
jorge.rv@grupobbva.com
+34 91 5374890

España
Virginia Pou
virginia.pou@grupobbva.com
+34 91 5377723

El impacto de los precios del petróleo en la inflación de la zona euro

Hemos valorado los posibles riesgos a nuestras previsiones de inflación para la zona euro en caso de que el precio del petróleo se mantenga en 100 \$ en vez de volver a 88 \$ a finales de 2011 (como en nuestro escenario central). El efecto directo sobre la inflación a través del componente energético del IPCA sería de aproximadamente 0,2 pp y duraría relativamente poco. En cambio, el impacto de los efectos indirectos (debido al encarecimiento de los materiales de producción) y de los efectos secundarios (debido a unos salarios más elevados) es más persistente a causa de la mayor lentitud de su mecanismo de transmisión. Para valorar estos efectos, hemos simulado el impacto de un aumento del precio del petróleo de aproximadamente un 15% sobre la inflación subyacente y los resultados han sido un pequeño efecto de sólo 0,1 pp en el primer año, que persiste en el segundo año y supone un lastre posteriormente. En última instancia, un barril de Brent a 100 \$ podría elevar la inflación anual en 0,3 pp aproximadamente en 2011, hasta el 2,2%. No creemos que el BCE llegue a preocuparse tanto por un efecto tan temporal como para subir los tipos de interés. Otra cosa es que el BCE mantenga un tono ortodoxo con respecto a los precios de las materias primas, precisamente porque quiere evitar las expectativas de que aumenten los precios. Sin embargo, si el precio del petróleo subiera hasta unos 130 \$, como sucedió a mediados de 2008, el efecto sobre la inflación media de 2011 sería más significativo, 0,6 pp aproximadamente.

Atención al déficit elevado

El nivel que se prevé que alcanzará la deuda de EE.UU. en los próximos cinco años no es muy diferente del de la zona euro. El déficit será aún mayor hasta al menos 2015. Pero, los mercados financieros no están castigando a EE.UU. como lo han hecho con Europa. Sin embargo, como se puede ver en nuestro [Global Economic Outlook](#), algunos estudios con respecto a EE.UU. muestran que un aumento de la deuda pública de un 1% del PIB se asocia con un incremento de los tipos a largo plazo de entre 3 y 5 pb, mientras que un aumento permanente del déficit de un 1% del PIB tiende a incrementar los tipos entre 18 y 67 pb. Dado que se prevé que la deuda pública y el déficit de EE.UU. habrán aumentado respectivamente un 42% del PIB y un 3,8% desde 2007 hasta 2015, y teniendo en cuenta que los tipos han caído en realidad 180 pb desde 2007, a la larga, el aumento potencial de los tipos a largo plazo podría situarse en un rango entre 250 y 400 pb con respecto a los niveles actuales. Aunque hay varias razones que justifican la menor presión de los mercados sobre EE.UU. en comparación con Europa, no deberíamos olvidar las lecciones del pasado. Los responsables de EE.UU. ya han lanzado advertencias acerca del alto endeudamiento. El próximo paso será el anuncio del presidente de los presupuestos de 2012, que se hará a mitad de febrero.

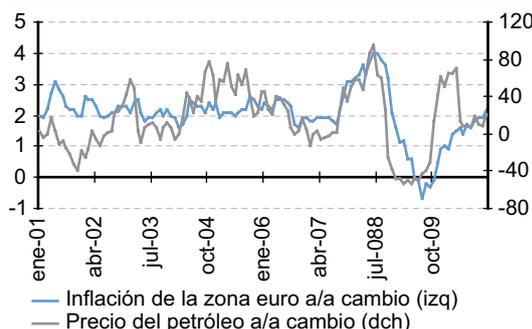
La consolidación fiscal española está en marcha

La consolidación de las finanzas públicas sigue siendo uno de los factores más importantes para garantizar la confianza de los inversores. En línea con lo que ya indicamos en la publicación [Situación España](#), las finanzas públicas españolas no sólo cumplen los objetivos presupuestarios, sino que también se han establecido mecanismos de control para garantizar la trayectoria futura. Las cifras finales de déficit del estado 2010 dan holgura suficiente para que España cumpla su objetivo de déficit total 2010 (-9.3%), incluso suponiendo un riesgo al alza en el déficit de las CC.AA. También se prevé que el déficit descenderá al 3% del PIB en 2013. Las CC.AA. administran el 40% del gasto público español y por primera vez este año su financiación se centra en los ingresos tributarios. Por consiguiente, para cumplir con el objetivo de déficit, es necesario que todas las CC.AA. cumplan estrictamente el objetivo del 1,3% del PIB en 2011, tarea que no es fácil dada la heterogeneidad existente entre ellas. Por ello, la implementación de mecanismos de control es muy positiva, e incluye, además de las autorizaciones para emitir nueva deuda, el requisito de que se formule un plan de ajuste para volver a la senda de la estabilidad fiscal.

- Home →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos Mercado →

Gráfico 4

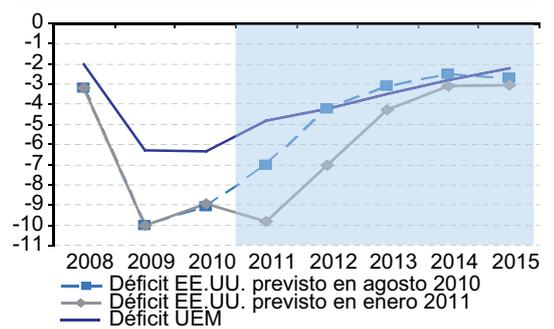
Precios del petróleo e IPC en la zona euro



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5

Déficits públicos de EE.UU. y la UEM



Fuente: CBO y 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: producción industrial (diciembre, 14 de febrero)

Previsión: 0,1% m/m	Consenso: 0,2% m/m	Anterior: 1,2% m/m
----------------------------	---------------------------	---------------------------

Comentario: las cifras nacionales publicadas sugieren que la producción industrial de la zona euro se mantuvo prácticamente plana en diciembre, después de haber aumentado un 1,2% m/m en noviembre. En general, los datos promedio para el 4T parecen indicar que la recuperación industrial tomó impulso a finales del año pasado, gracias al apoyo de una sólida demanda interna. Otros datos preliminares pintan también unas perspectivas semejantes tras la actual mejora de la confianza de las empresas impulsada por la fortaleza de los pedidos de exportación. **Repercusión en los mercados:** en vista de los indicadores nacionales publicados, no se prevén grandes sorpresas.

Zona euro: estimación preliminar del PIB (4T, 15 de febrero)

Previsión: 0,5% t/t	Consenso: 0,4% t/t	Anterior: 0,3% t/t
----------------------------	---------------------------	---------------------------

Comentario: los datos disponibles a corto plazo correspondientes al 4T sugieren que la actividad económica tomó impulso a finales de 2010. Una vez más, la recuperación estaría liderada por Alemania (0,7%) y Francia (0,5%), mientras que Italia (0,2%) podría haber experimentado una cierta desaceleración. En cambio, los resultados de Portugal y Grecia podrían haberse contraído considerablemente. Creemos que los riesgos de esta previsión se inclinan ligeramente a la baja, ya que el crecimiento económico de Alemania podría ser ligeramente inferior como consecuencia de un invierno muy crudo. **Repercusión en los mercados:** los mercados podrían reaccionar de forma negativa ante un crecimiento económico más lento de lo esperado en un contexto en el que los países periféricos siguen inmersos en una gran incertidumbre.

EE.UU.: producción industrial (enero, 16 de febrero)

Previsión: 0,5% m/m	Consenso: 0,6% m/m	Anterior: 0,8% m/m
----------------------------	---------------------------	---------------------------

Comentario: Las últimas encuestas regionales de la Fed indican que la actividad manufacturera sigue siendo robusta y, por consiguiente, esperamos que la PI haya seguido aumentando en enero. No obstante, se prevé que las presiones inflacionistas seguirán contenidas debido a la baja tasa de utilización de la capacidad. **Repercusión en los mercados:** si la actividad de la producción industrial fuera más fuerte de lo previsto, indicaría un sólido crecimiento económico en el 1T11 y se aumentarían aún más las cotizaciones bursátiles.

EE.UU.: índice de precios al consumo (enero, 17 de febrero)

Previsión: 0,3%, 0,1% m/m	Consenso: 0,4%, 0,1% m/m	Anterior: 0,5%, 0,1% m/m
----------------------------------	---------------------------------	---------------------------------

Comentario: en diciembre, los índices de precios al consumo general y subyacente se incrementaron en un 0,5% y un 0,1% m/m respectivamente, en términos desestacionalizados. Los precios de la energía fueron el principal motor del aumento de los precios generales. El índice energético subió un 4,6%, dentro del cual, el índice de la gasolina subió un 8,5%, lo que representa el 80% de todos los artículos que subieron en diciembre. Aunque las presiones deflacionistas siguen elevadas en los precios al consumo subyacentes, los precios del alojamiento reducen algunas de estas presiones. Según las últimas cifras, los precios al consumo generales y subyacentes subieron un 1,6% y un 1,0% respectivamente en 2010. Prevemos que la inflación subyacente se mantendrá baja, aunque positiva, en 2011. Además, esperamos una desaceleración del índice general de precios en enero dada la desaceleración del aumento de los precios de la energía. **Repercusión en los mercados:** una sorpresa al alza en los precios subyacentes sería bien recibida por la Fed y los mercados y reduciría considerablemente los temores acerca de la deflación.

Home



Mercados



Destacados



Datos Mercado



China: IPC (enero, 15 de febrero)

Previsión: 4,9% a/a	Consenso: 5,4% a/a	Anterior: 4,6% a/a
----------------------------	---------------------------	---------------------------

Comentario: se prevé que el índice general de precios volverá a repuntar tras haber experimentado una desaceleración temporal en diciembre. Se cree que los factores climáticos adversos (incluidos el frío y la sequía del norte de China) habrán provocado nuevas subidas de los precios de los alimentos, aunque los últimos indicadores semanales muestran que en general los incrementos serán relativamente moderados. Dicho esto, la presión de los componentes no alimentarios también va en aumento. **Repercusión en los mercados:** un resultado por encima del consenso del mercado (ya alto, en el 5,4%) podría minar la confianza al generar expectativas de un ajuste monetario todavía más agresivo, y suscitara dudas acerca de la capacidad de las autoridades para conseguir un aterrizaje económico suave.

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	1	6	
		Tipo 2 años	0,79	5	19	-3	
		Tipo 10 años	3,61	-2	25	-8	
	EMU	3-meses Euribor	1,09	0	10	43	
		Tipo 2 años	1,39	-5	41	41	
		Tipo 10 años	3,27	0	21	7	
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,356	-0,2	3,6	-0,5	
		Libra-Euro	0,85	0,4	2,0	-2,6	
		Franco Suizo-Euro	1,32	1,3	3,7	-10,2	
	América	Argentina (peso-dólar)	4,02	0,1	1,2	4,3	
		Brasil (real-dólar)	1,67	-0,6	-0,6	-10,5	
		Colombia (peso-dólar)	1879	0,4	0,6	-2,9	
		Chile (peso-dólar)	473	-1,2	-3,5	-10,4	
		México (peso-dólar)	12,06	0,6	-0,1	-7,0	
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,76	-0,1	-0,9	-3,1	
		Japón (Yen-dólar)	83,34	1,1	0,2	-7,3	
	Asia	Corea (KRW-dólar)	1122,50	1,9	1,1	-3,2	
		Australia (AUD-dólar)	1,001	-1,0	0,7	13,0	
	MMPP (Var %)		Brent de petróleo (\$/b)	101,5	1,7	3,4	39,2
		Oro (\$/onza)	1367,2	1,4	-1,5	25,0	
		Metales	616,6	0,7	4,0	29,9	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10756	-0,9	6,5	5,2	
		EuroStoxx 50	3015	0,4	4,7	12,7	
	América	EE.UU. (S&P 500)	1321	0,8	2,7	22,8	
		Argentina (Merval)	3414	-6,0	-5,2	50,2	
		Brasil (Bovespa)	65299	0,0	-8,8	-0,8	
		Colombia (IGBC)	14463	-1,1	-4,7	26,1	
		Chile (IGPA)	21648	-1,5	-5,7	23,7	
		México (CPI)	36552	-2,4	-3,7	17,9	
		Perú (General Lima)	22867	-3,5	1,0	60,1	
		Venezuela (IBC)	66282	-0,6	0,7	16,5	
	Asia	Nikkei225	10606	0,6	0,9	5,1	
		HSI	22829	-4,5	-5,4	12,6	
	Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	97	2	-8	7
			Itraxx Xover	398	-4	-20	-97
Riesgo Soberano		CDS Alemania	53	0	-6	9	
		CDS Portugal	440	35	-73	247	
		CDS España	236	13	-96	104	
		CDS EE.UU	46	-1	5	---	
		CDS Emergentes	218	7	17	-65	
		CDS Argentina	614	31	61	-461	
		CDS Brasil	120	7	14	-19	
		CDS Colombia	122	8	16	-45	
		CDS Chile	83	8	2	7	
		CDS México	122	7	12	-19	
		CDS Perú	118	11	13	-24	

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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades, En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001,

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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",