

Madrid, 21 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

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

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

Políticas monetarias laxas en todo 2011

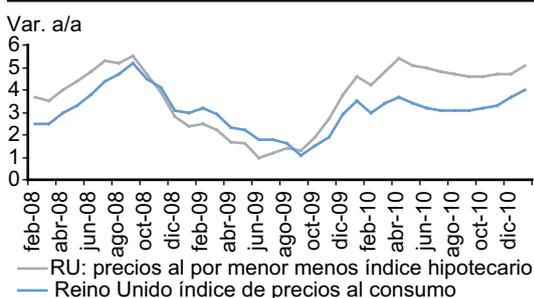
Los últimos datos de inflación confirman las presiones inflacionistas a corto plazo también en países desarrollados. El IPC del Reino Unido se situó en el 4% a/a en enero y el de Estados Unidos registró una fuerte subida en enero (0,5% mensual). No obstante, lo que les importa a los bancos centrales es la perspectiva a medio plazo, y en este punto no hay indicios de deterioro. Dicho de otro modo, mientras las expectativas de inflación sigan bien ancladas, los bancos centrales de los mercados desarrollados pueden mantener sus políticas monetarias flexibles durante un periodo más prolongado, ya que los efectos secundarios sobre la inflación no son muy importantes. En general, los participantes del mercado siguen adelantando las expectativas de aumentos de los tipos en los mercados desarrollados (MD). La probabilidad implícita de que la Fed efectúe el primer movimiento de los tipos en diciembre de 2011 es ahora superior al 80%, mientras que se anticipan dos movimientos alcistas de los tipos de 25 pb para el BCE al cierre del año. En nuestra opinión, parece que es demasiado temprano.

Sorpresas positivas en el crecimiento de los periféricos

El crecimiento del PIB del 4T fue mejor de lo esperado en España y Portugal. Las cifras del PIB reflejaron el impacto negativo de la consolidación fiscal, pero esto se compensó con mayor crecimiento del previsto de demanda externa y un mejor comportamiento de la demanda privada. La recompra de la deuda de Portugal terminó con una oferta baja, lo que indica que a los inversores no les preocupan los vencimientos a corto plazo. Pero a pesar de estas noticias positivas, el riesgo soberano no ha retrocedido. No esperamos ninguna mejora en el riesgo soberano antes de que concluyan las reuniones del Consejo de la UE que se celebrarán el 11 y el 25 de marzo. Además, la posición de Alemania con respecto a la gobernanza podría volverse más dura una vez que Weber está fuera de la carrera hacia la presidencia del BCE. En cuanto a los países emergentes, los últimos indicadores incrementan la probabilidad del escenario de desaceleración suave. Esta semana, el mercado se centrará en la actividad económica de la zona euro, que podría seguir mostrando un fuerte impulso.

Gráfico 1

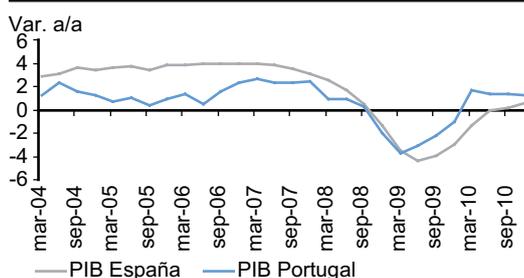
Tendencia de inflación en Reino Unido



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Crecimiento del PIB en la periferia de la UE



Fuente: BBVA Research

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



Destacados

Los aumentos del tipo de referencia pueden esperar hasta 2012

Prevedemos que el BCE hará el primer movimiento antes que la Fed.

Foco en la liquidez del BCE

La provisión de liquidez se mantiene en niveles elevados.

La inflación de China contribuyó a reducir la inquietud de los mercados

La inflación se situó por debajo de las previsiones, pero persiste la presión subyacente.

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

Equity y Crédito Global
Estratega
Javier Requena
javier.requena@grupobbva.com
+34 91 537 83 99

Financiero
Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

Los tipos largos plazos pierden fuele alcista

Durante las últimas jornadas se ha observado un cierto movimiento de moderación e incluso corrección bajista de los tipos de interés en las curvas OCDE, especialmente marcado en los tramos largos: mientras que el 10A Swap euro ha corregido cerca de 13 p.b. desde los máximos del 9 de febrero, el 10A Swap dólar lo ha hecho en torno a 15 p.b.. Resulta llamativo que este perfil se haya dado en una fase en la que los indicadores cíclicos no han resultado especialmente decepcionantes y sobre todo los indicadores de precios han seguido recogiendo el efecto materias primas (repuntes en el IPC americano en torno al 0.4%). Esta menor reacción alcista de los tramos largos viene a confirmar que de alguna manera, el mercado puede haber hecho prácticamente todo el ajuste a un escenario de algo más de riesgo de precios a medio plazo, pero que este riesgo no resulta por ahora acuciante. De hecho, los propios breakeven de inflación en la curva americana han corregido cerca de 15 p.b. en los

últimos días reflejando una cierta reticencia del mercado a seguir presionando al alza el componente de "inflación esperada". Esta perspectiva refuerza nuestra visión de un contexto de curvas consolidando los niveles alcanzados tras el ajuste de finales de 2010 y principios de 2011 pero sin suficiente fuele para prolongar agresivamente el mismo.

Los flujos mandan y señalan la dirección de las bolsas

Desde finales de noviembre hasta ahora el EuroStoxx-50 acumula una subida cercana al 15% favorecido por la relajación del riesgo soberano europeo –que se ha traducido en elevados flujos de inversión hacia la bolsa española- y la consolidación de la mejora de las expectativas de crecimiento para la eurozona. Habida cuenta de que las expectativas de beneficios apenas han variado en ese período y que la rentabilidad de los bonos a 10 años se ha tensado 50pb, el resultado es que se ha producido una fuerte reducción de la prima de riesgo aparente bursátil. El problema es que la Prima de Riesgo es la más volátil de las variables que conforman el valor de un activo y por eso debemos ser cautos sobre su sostenibilidad. Y eso está bien y se traduce, por ejemplo, en que el sector bancario ha liderado claramente el movimiento alcista (lo que da consistencia y sostenibilidad al movimiento alcista), favoreciendo además una significativa reducción de la volatilidad implícita medida a través del V2X.

La ventana de oportunidad sigue abierta para las emisiones primarias

Los covered bonds siguen siendo el principal protagonista, habiéndose emitidos EUR20bn en lo que va de mes, siendo los emisores franceses, alemanes, italianos y españoles los más activos. También FADE, el Fondo de Titulización del Déficit Tarifario Español, emitió 2bn de deuda a 4 años a ms+234, yendo a parar a manos de inversores españoles el 53% de la emisión, en lo que es su segunda emisión en 2011. En líneas generales, todas las emisiones están siendo sobresuscritas en varias veces, en un contexto de elevada liquidez en el que no vemos a corto plazo elementos de riesgo suficientes para cerrar la ventana actual en mercado primario.

Gráfico 3

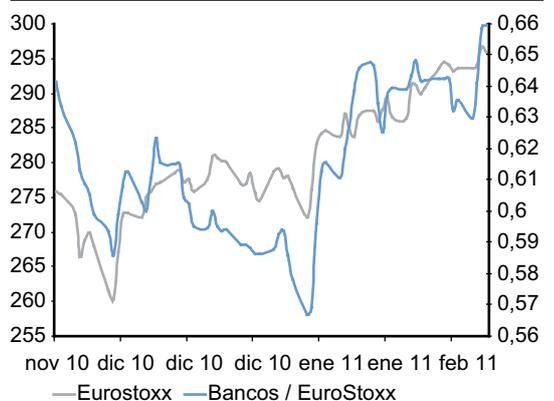
Tipos 10A Govt en EE.UU: Tipos reales vs componente de expectativa de inflación



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4

Eurostoxx vs. Bancos



Fuente: Bloomberg

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

Análisis Económico

Destacados

Escenarios Financieros

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

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

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3218

Los aumentos del tipo de referencia pueden esperar hasta 2012

Adelantamos el primer movimiento tanto de la Fed (a junio de 2012) como del BCE (a abril de 2012). Nuestras previsiones actuales son que el BCE hará el primer movimiento hacia un ajuste gradual antes que la Fed, ya que poco a poco trata de centrarse completamente en su mandato de inflación. En ambos casos, hay dos razones que destacan entre otras: 1) la brecha de producción podría ser más moderada y cerrarse más rápidamente. En EE.UU. la brecha de producción se está reduciendo con mayor rapidez y ahora esperamos una recuperación más rápida. En Europa, las perspectivas económicas son un poco mejores, la utilización de la capacidad se aproxima a su promedio a largo plazo y muestra indicios de mejora, y el BCE cree que la brecha es limitada; y 2) los riesgos (por ejemplo la probabilidad de un escenario de “riesgo de cola”) han disminuido considerablemente. En EE.UU., las presiones deflacionistas han retrocedido notablemente, mientras que los riesgos soberanos de la periferia europea se están reduciendo y parece que hay más probabilidades de llegar a una resolución favorable. Nuestras “funciones de reacción” estimadas indican que tanto la Fed como el BCE podrían considerar realizar un aumento en sus tipos de referencia relativamente pronto (en el 1T12 y posiblemente antes en el caso del BCE), pero creemos que hay varias razones por las que no subirán los tipos tan temprano y mantendrán sus respectivas posturas flexibles en política monetaria durante más tiempo. La Fed seguirá incómoda con la alta tasa de desempleo, que cree que se debe principalmente a factores cíclicos y, por consiguiente, que la política monetaria todavía puede jugar un papel importante para reducirla. Por otro lado, es posible que el BCE prefiera esperar más por las siguientes razones: 1) aunque han disminuido las probabilidades de los “riesgos de cola”, todavía hay muchos problemas sin resolver en la periferia y cualquier acción a corto plazo podría ser potencialmente desestabilizadora, 2) las expectativas de inflación siguen ancladas y los salarios moderados, 3) la M3 y el crédito continúan sin cambios y 4) es posible que no deseen aumentar los tipos mucho antes que la Fed.

Foco en la liquidez del BCE

Los últimos datos publicados sobre los préstamos del BCE, relativos a enero, muestran que se ha producido un descenso en algunos sistemas financieros, incluido el de España, que ha experimentado una mejora considerable. Más concretamente, los préstamos tomados del BCE por los bancos españoles se redujeron a 35.000 millones de euros en enero, un descenso del 20%, hasta llegar al nivel más bajo desde octubre de 2008. Esta caída se debe a varios factores: 1) moderación de las tensiones financieras, lo que se ha reflejado en una reapertura parcial del mercado primario, 2) mejora en el funcionamiento de los mercados de repos a través de las cámaras de compensación y 3) mejora en el interbancario, aunque algunas de estas opciones de financiación todavía no son accesibles para las entidades financieras españolas más pequeñas y más vulnerables. Sin embargo, la provisión de liquidez del BCE se mantiene en conjunto en niveles elevados y sigue concentrándose en los bancos más vulnerables. En concreto, los sistemas bancarios de Grecia, Portugal e Irlanda representan cerca del 9% del total del sistema bancario de la zona euro (en cuanto a activos) pero suponen alrededor del 50% del préstamo del BCE. En este contexto, el BCE está preocupado por el apoyo a las instituciones débiles y por el retraso de la reestructuración, ya que “esta dependencia debería eliminarse progresivamente”. Al mismo tiempo, se reconoce que no se trata de un problema aislado y también que “una retirada brusca de las medidas de liquidez podría provocar que las instituciones financieras hicieran ajustes excesivos o demasiado rápidos”. En la reunión del BCE que se celebrará en marzo es probable que se anuncie una ampliación de la cobertura total, pero siempre debe tenerse en cuenta que en sus últimas reuniones el BCE ha hecho hincapié en el “principio de separación” entre la política monetaria y las medidas no convencionales.

La inflación de China contribuyó a reducir la inquietud de los mercados

Varios indicadores publicados la semana pasada en China contribuyeron a reducir las preocupaciones de los mercados por un aterrizaje brusco. En concreto, la inflación de los precios al consumo (IPC) se situó en el 4,9% a/a, en línea con nuestras expectativas, pero muy por debajo del consenso de los mercados (BBVA: 4,9% a/a; consenso: 5,4% a/a). Aunque las presiones de fondo continúan, los precios de los alimentos y los costes de la vivienda aumentaron en enero un 10,3% a/a y un 6,7% a/a respectivamente, mientras que los precios mayoristas subieron un 6,6% a/a. Otra buena noticia fue la moderación de crecimiento de los préstamos nuevos en enero, un 25% por debajo del nivel registrado en el mismo periodo del año pasado. Este resultado, unido a un valor moderado en el crecimiento de la M2, sugiere que las medidas de ajuste adoptadas por las autoridades podrían estar resultando hasta ahora más eficaces de lo que esperaban los mercados. No obstante, todavía será necesario hacer nuevos esfuerzos para evitar el recalentamiento, ya que los resultados de la inflación y del crecimiento de la M2 siguen muy por encima de los niveles que resultan cómodos para las autoridades. Por otra parte, los precios inmobiliarios han seguido subiendo en enero al 6,4% a/a. Por consiguiente, no anticipamos cambios en la campaña de ajustes monetarios de las autoridades y mantenemos nuestras previsiones de que se producirán otros dos movimientos alcistas de los tipos de 25 pb en el 2T/3T, además de una nueva subida de al menos 50 pb en el coeficiente de reservas obligatorias (CRO), además de la subida del CRO que se ha anunciado hoy.

Home



Mercados



Calendario



Datos Mercado



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

Ignacio San Martín

ignacio.sanmartin@bbvacompass.com
+1 713 881 0620

Asia

Serena Wang
serena.wang@bbva.com.hk
+852 2582 3194

Calendario: indicadores

Zona euro. Indicador de confianza económica (febrero, 24 de febrero)

Previsión: 106,7	Consenso: 106,8	Anterior: 106,5
-------------------------	------------------------	------------------------

Comentario: sse prevé que la confianza económica de la zona euro se mantendrá en general estable en febrero, y que sólo aumentará marginalmente tras la mejora de la confianza de los consumidores. La confianza de la industria podría mejorar más con el apoyo de la sólida demanda mundial, aunque se verá contrarrestada por el ligero descenso que se prevé en la confianza del sector servicios. En general, estas cifras sugieren que el crecimiento económico podría haber tomado impulso a comienzos de este año. **Repercusión en los mercados:** una caída más pronunciada de los datos de confianza podría afectar negativamente a los mercados después de un PIB por debajo de lo previsto en el 4T.

Zona euro: M3 (enero, 25 de febrero)

Previsión: 2,0% a/a	Consenso: 1,9% a/a	Anterior: 1,7% a/a
----------------------------	---------------------------	---------------------------

Comentario: se prevé que los datos sobre el crédito de la zona euro correspondientes a enero reflejarán de forma más obvia la debilidad de las masas crediticias, sin signos de una recuperación clara. En concreto, se espera que la M3 haya aumentado ligeramente con respecto al mes anterior, lo que dará como resultado una tasa interanual más elevada, un 2% aproximadamente. Se prevé que los préstamos a las familias habrán seguido creciendo a ritmos similares al último año (aproximadamente un 0,3% m/m), mientras que podrían haber seguido cayendo los préstamos a las empresas no financieras. **Repercusión en los mercados:** unos resultados mejores de lo previsto serían bien recibidos como señal de que el crédito por fin se está recuperando, pero también podrían interpretarse como un indicio de que el BCE efectuará subidas más tempranas.

EE.UU.: índice Case-Shiller 20-City (diciembre, 24 de febrero)

Previsión: -1,78% a/a	Consenso: -2,3% a/a	Anterior: -1,59% a/a
------------------------------	----------------------------	-----------------------------

Comentario: es posible que los precios de la vivienda hayan descendido ligeramente en diciembre, manteniéndose por debajo de los del año pasado, lo que indica una variación a/a del -1,8%. Debido al fortalecimiento de la demanda de vivienda y a la reducción de los inventarios, los precios seguirán consolidándose en los próximos meses. El crecimiento positivo del empleo, el aumento de la renta familiar y los bajos tipos hipotecarios seguirán estimulando la demanda. No obstante, persiste la debilidad y hay cierto grado de incertidumbre en el mercado de la vivienda, pues el elevado número actual de ejecuciones hipotecarias y el acceso restringido al crédito limitarán la apreciación de los bienes raíces en 2011. **Repercusión en los mercados:** el aumento de los precios de la vivienda implicaría unos mercados residenciales más fuertes de lo previsto y un mayor optimismo en los mercados financieros.

EE.UU.: ventas de vivienda de segunda mano (enero, 23 de febrero)

Previsión: 5,35 M	Consenso: 5,20 M	Anterior: 5,28 M
--------------------------	-------------------------	-------------------------

Comentario: se prevé que las ventas de vivienda usada habrán aumentado en enero, tal como indica el aumento del 2% en las ventas de viviendas pendientes. Las condiciones del mercado siguen favoreciendo a los compradores, ya que los precios de la vivienda y los tipos hipotecarios son bajos y los niveles de accesibilidad son altos. Si analizamos los datos históricos, el coeficiente entre existencias y ventas de vivienda usada (el número de meses necesarios para vender una vivienda) se ha reducido en los últimos meses de 10,5 a 8,1 meses. Las condiciones del mercado siguen favoreciendo a los compradores, ya que los precios de la vivienda y los tipos hipotecarios son bajos y los niveles de accesibilidad son altos. Estas condiciones contribuirán a apoyar el avance de las ventas de vivienda. **Repercusión en los mercados:** las ventas de vivienda usada han aumentado en los dos últimos meses y si las ventas de enero resultan según lo previsto, sorprenderían positivamente a los mercados.

Singapur: inflación de los precios al consumo (IPC) (enero, 23 de febrero)

Previsión: 3,9% a/a	Consenso: 4,4 % a/a	Anterior: 4,6% a/a
----------------------------	----------------------------	---------------------------

Comentario: la inflación sigue subiendo en Singapur, impulsada por el aumento de los costes del transporte y de los precios de la vivienda. Aunque las presiones subyacentes se mantienen fuertes, esperamos una caída en la inflación mensual tras el aumento excepcionalmente alto experimentado en diciembre. Nuestra previsión de inflación al cierre del año es un 3,6%, y el ministro de comercio de Singapur acaba de subir su previsión de inflación para 2011 al 3%-4% desde el 2%-3% anterior. Además, ha advertido que la inflación podría aumentar hasta el 5%-6% en los próximos meses y ha hecho hincapié en el reto de las autoridades para lograr su control. **Repercusión en los mercados:** un valor de la inflación más alto de lo previsto aumentaría las expectativas de un nuevo ajuste monetario a través de una apreciación monetaria más rápida. La próxima reunión de la autoridad monetaria será en abril.

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	1	6	
		Tipo 2 años	0,79	-5	22	-13	
		Tipo 10 años	3,60	-2	27	-17	
	EMU	3-meses Euribor	1,08	-1	6	42	
		Tipo 2 años	1,38	-3	22	30	
		Tipo 10 años	3,23	-7	12	-6	
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,361	0,7	1,0	0,3	
		Libra-Euro	0,84	-0,7	-0,5	-4,4	
		Franco Suizo-Euro	1,29	-1,9	0,4	-11,7	
	América	Argentina (peso-dólar)	4,02	0,0	0,9	4,2	
		Brasil (real-dólar)	1,67	0,1	-0,3	-7,4	
		Colombia (peso-dólar)	1879	-0,3	2,1	-2,9	
		Chile (peso-dólar)	470	-0,6	-4,6	-11,7	
		México (peso-dólar)	12,03	-0,3	-0,5	-6,1	
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,77	0,1	-0,3	-3,0	
		Japón (Yen-dólar)	83,27	-0,3	1,6	-9,4	
	Asia	Corea (KRW-dólar)	1111,33	-1,1	-0,3	-3,7	
		Australia (AUD-dólar)	1,012	1,2	1,0	12,8	
	MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)		100,9	-0,6	2,8	29,0
		Oro (\$/onza)		1386,1	2,1	1,2	23,9
Metales		621,4	0,8	4,5	28,4		
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	11002	1,8	4,2	3,0	
		EuroStoxx 50	3061	1,2	4,7	9,6	
		EE.UU. (S&P 500)	1340	0,8	4,5	20,8	
	América	Argentina (Merval)	3539	2,3	-2,7	51,5	
		Brasil (Bovespa)	67854	3,2	-3,1	0,4	
		Colombia (IGBC)	14311	-0,9	-4,3	23,5	
		Chile (IGPA)	21399	-1,8	-7,5	20,1	
		México (CPI)	37226	0,6	-1,5	15,7	
		Perú (General Lima)	22789	0,1	3,0	57,7	
		Venezuela (IBC)	66551	0,4	1,2	17,2	
	Asia	Nikkei225	10843	2,2	2,7	7,1	
		HSI	23595	3,4	-3,4	18,6	
	Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	96	-1	-7	9
Itraxx Xover			384	-16	-27	-83	
Riesgo Soberano		CDS Alemania	53	-1	-5	10	
		CDS Portugal	453	11	-14	291	
		CDS España	250	8	-33	133	
		CDS EE.UU.	47	0	-3	---	
		CDS Emergentes	218	-3	16	-56	
		CDS Argentina	627	3	92	-483	
		CDS Brasil	115	-7	6	-16	
		CDS Colombia	117	-7	7	-42	
		CDS Chile	78	-6	-3	1	
		CDS México	114	-8	1	-17	
		CDS Perú	112	-8	3	-22	

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",