

Madrid, 24 de enero 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

US
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
+1 713 881 0604

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

Fuerte crecimiento en Emergentes

El fuerte crecimiento interno de los mercados emergentes (ME) y el aumento de los precios de las materias primas elevan las previsiones de inflación, lo que prepara el terreno para el proceso de normalización de los tipos de interés. En algunos países este proceso ya ha comenzado: China, Hong Kong, Corea, Singapur y Brasil. En nuestra opinión, la política monetaria en los países asiáticos y latinoamericanos se centrará principalmente en controlar la inflación, y es probable que se implementen otras políticas para evitar la apreciación del tipo de cambio.

En China, los últimos indicadores económicos apuntan a un fuerte crecimiento (PIB 2010 +10,3%), con solidez en el consumo e inversión. Las presiones inflacionistas subyacentes permanecen altas (los componentes no alimentarios y los precios inmobiliarios mostraron nuevos aumentos).

Los mercados dan un respiro a la deuda soberana

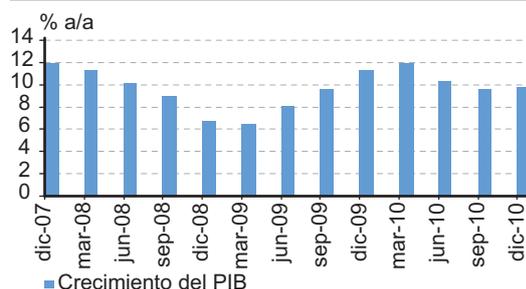
Todo indica que tendremos que esperar hasta marzo para conseguir un paquete completo de medidas que pongan fin a los problemas de financiación y solvencia de los países europeos más endeudados. El riesgo soberano podría estabilizarse hasta marzo si los países periféricos continúan con sus esperadas reformas. En este sentido, está previsto que el Consejo de ministros de España apruebe la reforma de las pensiones el próximo viernes. Asimismo, el gobierno español está tomando nuevas medidas en el proceso de reestructuración bancaria. Por otro lado, hay otros factores que podrían introducir ciertas perturbaciones en los mercados, como las elecciones irlandesas en marzo o el reciente debate con respecto a la posible reestructuración de la deuda griega.

Esta semana estaremos atentos a...

La reunión del FOMC, donde la estrategia de comunicación se centrará en el reequilibrio del riesgo de deflación, pero no podrá decir lo mismo respecto al riesgo en crecimiento. El foco principal sigue estando en la recuperación económica. Por consiguiente, no esperamos cambios ni en la postura de política monetaria ni en el QE2. En la zona euro esperamos la primera emisión de bonos del EFSF, que será un buen indicio de cómo perciben los mercados el riesgo soberano de la zona euro.

Gráfico 1

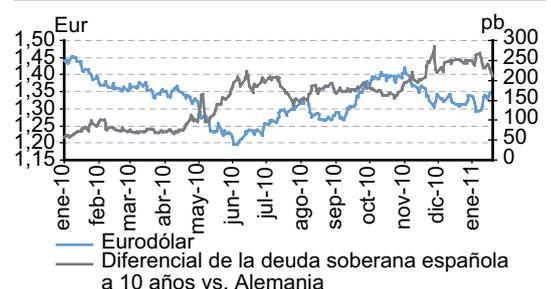
El crecimiento del PIB del cuarto trimestre de China sorprende al alza...



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2

Eurodólar frente al diferencial de la deuda soberana española



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



Destacados

Perspectivas de inflación

No vemos problemas serios de inflación en los países desarrollados debido al estancamiento de la demanda interna. Pero los países emergentes se encuentran en el extremo opuesto.

Dilema de política monetaria en los mercados emergentes

En caso de que las presiones inflacionistas sean más fuertes, podríamos esperar que los bancos centrales ajusten la política de forma más agresiva, permitiendo cierta apreciación de las monedas.

Análisis de Mercados **Mercados**

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

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

Commodities
Pedro Moreno
pedro.m_alonso@grupobbva.com
+34 91 537 88 89

La escalada de precios de las materias primas no refleja del todo los mercados físicos...

En el final de 2010 e inicio de 2011 ha habido algunos problemas en la oferta de energía y de alimentos. Las inundaciones de Australia habrían afectado a la mitad de la producción de carbón por lo que en el corto plazo, productos sustitutivos como fueloil o gasoil podrían estar más solicitados. A esto se le ha unido un problema en el oleoducto entre Alaska y Estados Unidos (600,000 b/d) y un incendio en una planta en Alberta de unos 110,000 b/d, tensionando el suministro de corto plazo. En alimentos, los posibles problemas de la oferta en Argentina a raíz del fenómeno de La Niña han impulsado al maíz a su mayor precio desde Junio del 2008, superando los 6,5 dólares. Sin que la situación mundial sea tan acuciante las expectativas sobre los inventarios de EEUU se encuentran en los menores niveles de los últimos 15 años,

En general, no pensamos que haya problemas de oferta en ninguno de los subyacentes, aunque sí una sensación en el mercado de una escasez de largo plazo. De todos modos tenemos que ser conscientes que el alza de precios actual estimula a las empresas a invertir en nueva capacidad y esto debería acabar suponiendo nueva oferta. En el caso de los metales podemos ver como los altos precios de este año han hecho que crezca la inversión notablemente, aunque es cierto que estos procesos de inversión tardan algunos años en dar sus frutos.

En nuestra opinión, la dinámica actual de escalada de precios no refleja del todo los mercados físicos. En la medida que veamos una relajación de la inversión podríamos ver alguna corrección de magnitud limitada. El petróleo presenta unos mejores fundamentales con un progresivo tensionamiento para el medio-largo plazo, mientras que en los metales zinc y níquel tendrían los balances más amplios para el próximo año. En el caso de las materias primas agrícolas creemos que lo peor habría pasado ya, aunque la volatilidad en el maíz seguirá procediendo de las revisiones de producción de Argentina. Así, en ausencia de nuevas sorpresas negativas de la oferta deberíamos ver una moderación del precio. Por último, la presión en precio del resto de granos puede seguir presionando al alza al trigo, aunque la situación de inventarios es mucho más desahogada que en el caso del maíz. Con una oferta estabilizada deberíamos ver un movimiento a la baja del precio del trigo. En resumen, el petróleo cuenta con mejores soportes que los metales y las materias primas agrícolas en el medio plazo, aunque también esperamos que modere su precio en los próximos meses.

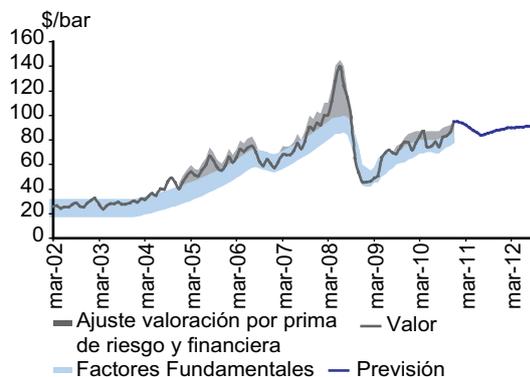
... pero se trasladan a las curvas de tipos

El catalizador esta semana ha sido la inflación en R. Unido, cuyo repunte hasta el 3,7% ha reactivado la sensibilidad del mercado a este respecto hasta referencias no vistas desde el pasado mayo (véase los breakeven de inflación de Francia). Al considerar transitorio la presión de las expectativas de precios, reforzamos nuestra idea de tipos ya en zona de máximos, lo cual es compatible con que los breakeven encuentren más difícil repuntar más allá de las referencias recientemente alcanzadas.

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

Gráfico 3

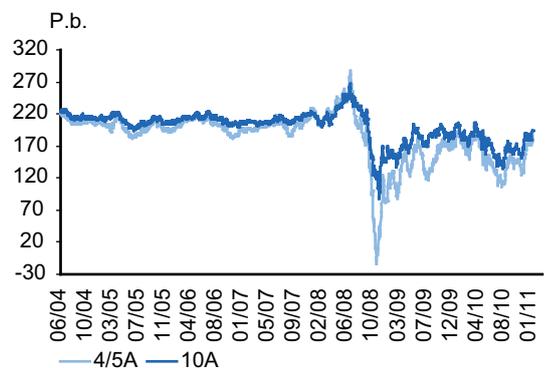
Precio petróleo (Brent)



Fuente: Datastream y estimaciones de BBVA Research

Gráfico 4

Francia: Inflación



Fuente: Datastream y estimaciones de BBVA Research

Análisis Económico

Destacados

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

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com
+34 91 5373776

EE.UU.
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
+1 713 881 0604

México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com
(+52) 5556214143

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

Latam
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl
+ 56 2351 1200

Perspectivas de inflación

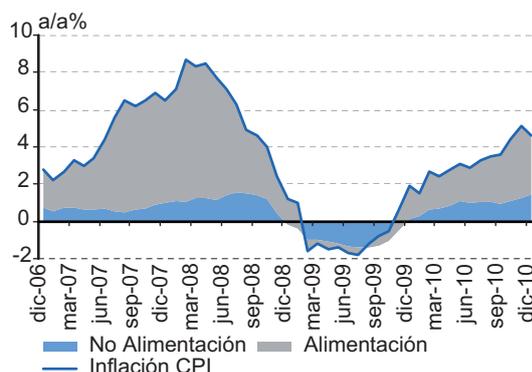
Recientemente existe cierta incertidumbre sobre las expectativas de inflación. En cuanto a las tendencias de inflación, podemos distinguir tres grupos de países. El primero incluye los países que no tienen presiones inflacionistas significativas. Este es el caso de EE.UU., donde los precios seguirán incrementándose, pero a un ritmo moderado. La capacidad ociosa sigue siendo elevada en EE.UU. lo que reduce el riesgo de que los shocks de oferta se traduzcan en inflación. El segundo grupo lo componen la Eurozona y México. En ambos, las tasas de inflación se encuentran por encima de los objetivos de los bancos centrales, pero las presiones de demanda son bajas lo que nos hace estimar que la inflación revierta en cuanto se moderen los precios de las materias primas. Además en 2011 se pone fin a los efectos base por subidas de impuestos. Así, la inflación en México habría tocado ya techo (4.4% dic'10) y la Eurozona lo haría a partir del 2T'11. El tercer grupo incluye a los países donde la inflación se está convirtiendo en un problema debido a la combinación del aumento de los precios de las materias primas y a las crecientes presiones de demanda internas. Ese es el caso de Latam y Asia. En Asia nuestro último escenario central incorpora el aumento de la inflación en 2011; pero se prevé que los niveles globales se mantendrán moderados: en primer lugar, porque creemos que los factores de oferta serán temporales, y en segundo lugar porque estimamos una moderación de las tasas de crecimiento hacia su potencial, lo que debería reducir las presiones de la demanda. A la contención de la inflación no solo contribuirá la política monetaria sino también las medidas gubernamentales para mejorar la oferta y garantizar la distribución de los artículos de primera necesidad y la apreciación de las monedas. Basándonos en lo anterior, esperamos que la inflación llegué a su nivel máximo a mediados de 2011 en la mayoría de los países asiáticos, para moderarse gradualmente a partir de entonces.

Dilema de política monetaria en los mercados emergentes

Desde la segunda mitad del año pasado, los países emergentes han enfriado la apreciación de sus monedas al imponer controles de capitales y retrasar los movimientos alcistas de los tipos. Pero este patrón está cambiando. Ante las crecientes presiones inflacionistas y el cierre de las brechas de producción, en Asia el foco de la política monetaria ha pasado a ser la inflación. Algunos gobiernos han recurrido a establecer diversos controles sobre los precios (hasta ahora han sido bastante limitados). Pero lo más importante es que ya se ha puesto en marcha la normalización de los tipos de interés, con subidas de los tipos en Corea (enero de 2011), Tailandia (enero de 2011), China (diciembre de 2010) y Taiwán (diciembre de 2010). Esperamos que los bancos centrales mantengan la tendencia al ajuste en 2011, con cuatro nuevas subidas de 12,5 pb en Taiwán y tres nuevas subidas de 25 pb en China, la India, Indonesia y Corea. Es probable que estas subidas se complementen con medidas cuantitativas adicionales para absorber la liquidez a través de aumentos en los requisitos de reservas y operaciones de mercado abierto. En caso de que las presiones inflacionistas sean más fuertes, podríamos esperar que los bancos centrales ajustaran la política de forma más agresiva. En tal caso, las entradas de capital se absorberían combinando diversas medidas, como el permitir la apreciación de la moneda, junto con una intervención esterilizada para desacelerar el ritmo. También cabría la posibilidad de que se adoptaran nuevas medidas macroprudenciales para limitar los flujos de entrada, pero no prevemos que se produzcan estrictos controles sobre los capitales. En el caso de los países LATAM, nuestra visión es que los bancos centrales aumentarían el sesgo restrictivo si los choques de oferta se traducen en efectos secundarios. Brasil ya aumentó sus tipos en 50 pb esta semana. También reforzarían los controles de capitales y la política macroprudencial para evitar que sigan apreciándose las tasas de cambio. En general, los riesgos se concretan en un aumento de la tendencia al ajuste con cierta apreciación monetaria.

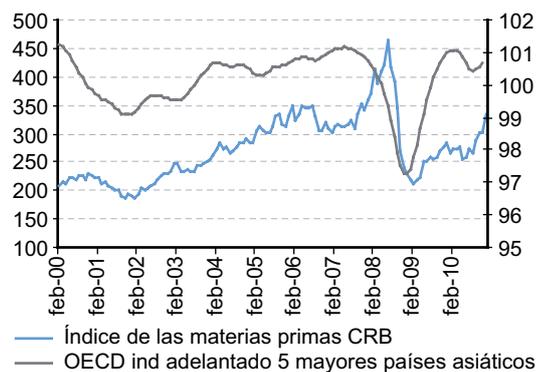
- Home →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos Mercado →

Gráfico 5
China: la inflación del IPC se modera, pero persisten las presiones subyacentes



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 6
Precios de las materias primas frente a la actividad asiática



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Análisis Económico

Europa

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

Elvira Prades

elvira.prades@grupobbva.com
+34 91 537 79 36

EE.UU.

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

Asia

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

Calendario: Indicadores

Zona euro: M3 (diciembre, 28 de enero)

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

Comentario: se prevé que los datos de los créditos de la zona euro correspondientes a diciembre reflejarán el sentimiento positivo observado en los últimos meses, aunque se trata todavía de un tono muy cauto, más que de una recuperación clara. En concreto, se espera que la M3 haya seguido aumentando con respecto al mes anterior, lo que dará como resultado una tasa interanual más elevada de un 2,0% aproximadamente. En todas sus contrapartes se prevé que los préstamos a las familias habrán seguido creciendo a ritmos similares a los registrados el año pasado (en torno al 0,2% m/m), mientras que es probable que los préstamos a las empresas no financieras hayan aumentado ligeramente (también en torno al 0,2% m/m), tras oscilar en torno al 0% m/m desde el comienzo del año, y por tanto, que hayan vuelto a tasas anuales positivas por primera vez desde agosto de 2009. **Repercusión en los mercados:** una caída pronunciada de los préstamos al sector privado podría interpretarse por parte de los mercados como un indicio de que los bancos europeos tienen dificultades en dar créditos para sostener la recuperación.

EE.UU.: decisión sobre los tipos del FOMC (enero, 26 de enero)

| | | |
|------------------|-----------------|-----------------|
| Previsión: 0,25% | Consenso: 0,25% | Anterior: 0,25% |
|------------------|-----------------|-----------------|

Comentario: las actas de la última reunión del FOMC celebrada el 14 de diciembre de 2010 y los discursos recientes de sus miembros indican que la mayoría de los miembros votantes del FOMC creen que la economía de EE.UU. crece a un ritmo moderado, pero la tasa de desempleo se mantendrá elevada en los próximos trimestres. Los integrantes del FOMC prevén que la tasa de inflación seguirá estando por debajo de un nivel coherente con la estabilidad de los precios y el máximo empleo, aunque el riesgo de deflación ha retrocedido en cierta medida. Nuestras expectativas son que la Fed dejará el tipo objetivo de los fondos federales sin cambios y continuará con su actual programa de compra de activos a gran escala (CAGE) hasta su fecha de terminación, programada a finales del 2T11. Sin embargo, la Fed continuará supervisando la situación económica y en el curso de las próximas reuniones comenzará a delinear una estrategia de comunicación para finalizar o continuar el programa CAGE. **Repercusión en los mercados:** si la Fed sugiere o anuncia un cambio en su actual política monetaria, los tipos de interés reaccionarán rápidamente ante ello.

EE.UU.: producto interior bruto, adelantado (4T10, 28 de enero)

| | | |
|----------------------|---------------------|---------------------|
| Previsión: 3,3% t/ta | Consenso: 3,5% t/ta | Anterior: 2,6% t/ta |
|----------------------|---------------------|---------------------|

Comentario: se prevé que el crecimiento del PIB del 4T10 será superior al anticipado anteriormente, sobre todo gracias al gasto de los consumidores y a las exportaciones, que repuntan a mayor velocidad de lo que se esperaba. En los últimos tres meses, algunos indicadores macroeconómicos, como las ventas minoristas y las exportaciones, apuntan a un incremento de la actividad económica. Nuestros modelos a corto plazo indican una tasa de crecimiento trimestral anualizado del 3,3% en el 4T10. Si este es el caso, significaría que la economía de EE.UU. creció un 2,9% en 2010, ligeramente por encima de nuestro escenario central del 2,8%. **Repercusión en los mercados:** algunos economistas prevén un crecimiento del PIB superior al 5% en el 4T10. Si la economía de EE.UU. creciera cerca del 5%, los economistas tendrían que revisar al alza sus previsiones de crecimiento para 2011.

[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 | 0,30 | 0 | 0 | 5 | |
| | | Tipo 2 años | 0,63 | 6 | -1 | -16 | |
| | | Tipo 10 años | 3,46 | 13 | 11 | -15 | |
| | EMU | 3-meses Euribor | 1,03 | 2 | 0 | 36 | |
| | | Tipo 2 años | 1,29 | 14 | 34 | 18 | |
| | | Tipo 10 años | 3,19 | 16 | 23 | -3 | |
| Divisas (cambios en %) | Europa | Dólar-Euro | 1,356 | 1,6 | 3,6 | -4,2 | |
| | | Libra-Euro | 0,85 | 0,9 | -0,4 | -3,4 | |
| | | Franco Suizo-Euro | 1,30 | 1,1 | 4,4 | -11,6 | |
| | América | Argentina (peso-dólar) | 3,98 | 0,2 | 0,2 | 4,6 | |
| | | Brasil (real-dólar) | 1,67 | -0,8 | -1,5 | -7,9 | |
| | | Colombia (peso-dólar) | 1838 | -1,7 | -4,4 | -6,6 | |
| | | Chile (peso-dólar) | 492 | 0,6 | 4,9 | -3,2 | |
| | | México (peso-dólar) | 12,02 | -0,4 | -2,4 | -7,1 | |
| | | Perú (Nuevo sol-dólar) | 2,77 | -0,5 | -1,0 | -2,8 | |
| | | Japón (Yen-dólar) | 82,77 | -0,2 | -1,0 | -8,0 | |
| | Asia | Corea (KRW-dólar) | 1120,00 | 0,4 | -2,8 | -2,7 | |
| | | Australia (AUD-dólar) | 0,990 | 0,0 | -1,0 | 9,5 | |
| | | Brent de petróleo (\$/b) | 97,2 | -1,5 | 3,8 | 33,5 | |
| | MMPP (Var %) | Oro (\$/onza) | 1341,5 | -1,5 | -3,2 | 22,7 | |
| Metales | | 595,3 | 0,8 | 2,6 | 21,0 | | |
| Renta Variable (cambios en %) | | Euro | Ibex 35 | 10909 | 5,0 | 7,1 | -4,1 |
| | EuroStoxx 50 | | 2998 | 2,7 | 4,5 | 5,7 | |
| | América | EE.UU. (S&P 500) | 1290 | -0,3 | 2,5 | 18,1 | |
| | | Argentina (Merval) | 3691 | 4,3 | 6,2 | 58,3 | |
| | | Brasil (Bovespa) | 69881 | -1,5 | 2,1 | 5,5 | |
| | | Colombia (IGBC) | 14974 | -1,3 | -3,5 | 29,8 | |
| | | Chile (IGPA) | 23062 | -0,5 | 1,0 | 32,2 | |
| | | México (CPI) | 37688 | -0,8 | -1,3 | 22,2 | |
| | | Perú (General Lima) | 21694 | -0,5 | -4,5 | 45,9 | |
| | Asia | Venezuela (IBC) | 65851 | -0,1 | 1,0 | 11,1 | |
| | | Nikkei225 | 10275 | -2,1 | -0,7 | -3,0 | |
| | | HSI | 23877 | -1,7 | 3,6 | 15,2 | |
| | Crédito (cambios en bps) | Ind. | Itraxx Main | 103 | -2 | -2 | 21 |
| | | | Itraxx Xover | 419 | 5 | -18 | -31 |
| Riesgo Soberano | | CDS Alemania | 58 | -1 | 1 | 23 | |
| | | CDS Portugal | 458 | -23 | -31 | 309 | |
| | | CDS España | 278 | -23 | -70 | 148 | |
| | | CDS EE.UU | 43 | 0 | 0 | --- | |
| | | CDS Emergentes | 203 | 3 | -4 | -63 | |
| | | CDS Argentina | 549 | 17 | -61 | -483 | |
| | | CDS Brasil | 111 | 4 | -3 | -28 | |
| | | CDS Colombia | 112 | 4 | -4 | -47 | |
| | | CDS Chile | 79 | 0 | -7 | 4 | |
| | | CDS México | 113 | 4 | -3 | -32 | |
| | | CDS Perú | 110 | 5 | -8 | -27 | |

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",