

Madrid, 28 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.amador@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

## Preocupa el alza del petróleo

Los disturbios en Oriente Medio y el Norte de África (MENA por sus siglas en inglés) se están extendiendo a otros países de la región que tienen cuotas importantes de producción de recursos energéticos. Como resultado, el precio del barril de Brent ha subido 10 \$ en una semana, lo que ha causado preocupación por las presiones inflacionistas y las expectativas de crecimiento.

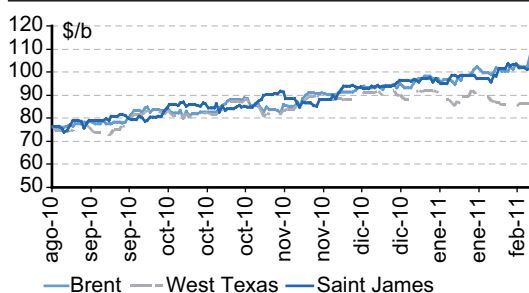
### Es probable que el tono ortodoxo se endurezca

No esperamos que se produzca ningún cambio en las políticas monetarias del BoE ni del BCE, pero es probable que ambos intensifiquen sus tonos ortodoxos. La fortaleza de los últimos datos económicos (p.e. los datos económicos preliminares de febrero en la zona euro), junto con los nuevos indicios de presiones sobre los precios a corto plazo sería la justificación. De acuerdo con esto, las últimas actas del BoE parecían indicar que los miembros del comité estaban ahora más preocupados por la inflación (un nuevo miembro se ha unido al grupo de los votantes a favor de un movimiento alcista de los tipos), mientras que los miembros del consejo del BCE han endurecido recientemente su retórica ortodoxa (destacaron los comentarios de Mersch, que sugieren que podrían modificar el balance de riesgos al alza). No obstante, creemos que aún no se dan las condiciones necesarias para provocar un cambio en la postura flexible actual y puede que prefieran posponer el primer movimiento tanto como sea posible. Por consiguiente, la valoración del riesgo para la estabilidad de los precios a medio plazo se mantendrá sin cambios, es decir, no darán ninguna señal de que piensan subir los tipos a corto plazo. A parte de eso, el BCE decidirá esperar para reanudar las "fases de salida" de las medidas no convencionales: se anunciará una ampliación de la cobertura total de las operaciones de refinanciación a 3 meses.

**La próxima semana también** habrá importantes acontecimientos económicos. En EE.UU., tendremos una idea de la actividad en febrero con los importantes informes del ISM y del empleo. En la zona euro, obtendremos los datos preliminares de IPC de febrero. Es probable que haya más ruido en el mercado acerca de los problemas de gobernanza en Europa antes de la reunión del Consejo de la UE prevista para el 11 de marzo. Los mercados estarán muy atentos a las intervenciones de Merkel y Schaeuble.

Gráfico 1

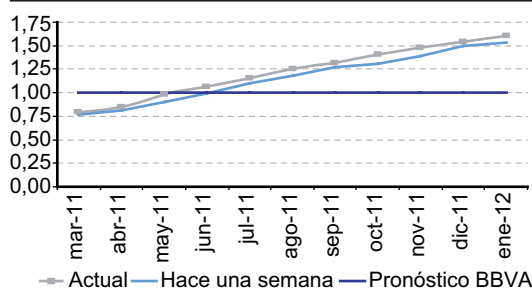
### Tensión en los precios del crudo



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2

### Zona euro: tipos del BCE implícitos en fut.



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



## Destacados

### Los disturbios en los países MENA

Harán que las primas de riesgo se mantengan elevadas.

### El crecimiento de América Latina converge hacia el potencial

Los bancos centrales utilizarán los tipos de interés y las medidas macroprudenciales para mantener la inflación dentro de sus objetivos a medio plazo.

### La inflación aumenta en toda Asia

Los precios de los alimentos son el motor principal, pero las presiones de demanda echan leña al fuego.

**Análisis de Mercados** **Mercados**

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

*FX Global*  
*Chief Strategist*  
**Dustin T. Reid**  
Dustin.Reid@bbvany.com  
+1 212 7281707

*Commodities*  
**Pedro Moreno**  
pedro.m\_alonso@grupobbva.com  
+34 91 537 88 89

**El impacto libio sobre la oferta es manejable**

Hay dos hechos importantes que hacen que el mercado del petróleo sea más sensible a las protestas de Libia que a las de Egipto. En primer lugar, Libia produce 1,8 mb/d mientras que Egipto es simplemente una arteria para el suministro de petróleo; en este último caso, sólo es cuestión de un coste extra para utilizar rutas alternativas. Y en segundo lugar, en Libia parece menos probable una resolución pacífica. Sin embargo, la capacidad sobrante de la OPEP y los inventarios de la OCDE podrían cubrir la interrupción del suministro libio. Según los datos de enero del Departamento de energía de EE.UU., las existencias de la OCDE se estiman en 2.719 millones de barriles. Los niveles más bajos de los últimos 5 años se sitúan en torno a los 2.500 millones de barriles, de forma que si el suministro libio se cortara por completo (1,8 mb/d), los inventarios no caerían a los niveles más bajos hasta después de 94 días, un tiempo suficiente para poner en marcha la capacidad ociosa de producción de la OPEP de más de 4,5 mb/d. La ubicación de esta capacidad está principalmente en Arabia Saudí, que representa un total de 3,7 mb/d, con un periodo de inicialización de menos de 30 días. En comparación con otras interrupciones históricas del petróleo, la reacción de los mercados al fenómeno de Libia parece demasiado agresivo. Así, los precios del petróleo podrían estar teniendo en cuenta una propagación del conflicto a otros países que sí representan una parte importante de la oferta global.

**Divisas: Patrones clásicos de aversión al riesgo... o algo parecido**

La tensión en el mundo árabe, particularmente en Libia, ha dado a los mercados un motivo para tomar un respiro justo ahora que había visos de crecimiento global después de la crisis crediticia de 2008-2009. Hemos observado un movimiento clásico de retirada hacia posiciones de menor riesgo, en las que el franco suizo y el yen están saliendo mejor librados que el dólar. No confundir estos movimientos con la búsqueda de activos refugio vista en 2008-2009, cuando el mercado compró dólares a pesar de la opinión de que gran parte de la crisis se debía a problemas originados en Estados Unidos. La actual crisis ha ocasionado una caída en el tipo de cambio efectivo del dólar de alrededor de 0.75% desde que los conflictos en Libia empeoraron durante el fin de semana de febrero 18-19, -0.83% desde finales de enero y alrededor de -2.4% desde principios de año a la fecha.

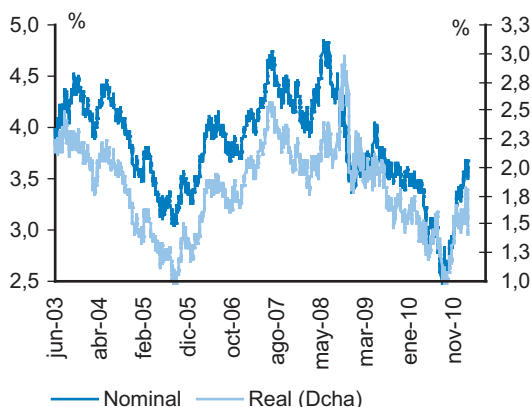
**Tipos de interés: descorrelación entre tramos, ¿Sostenible?**

La curva alemana ha tenido un comportamiento diferenciado por tramos en los últimos días. Por un lado el factor clave del corto plazo ha sido el mantenimiento del tono "hawkish" por parte de miembros del BCE. Esto ha generado que tanto la curva monetaria como los tramos del 2A se vean presionados al alza. Aunque estos niveles alcanzados no suponen por ahora ni siquiera la ruptura de los máximos vistos en enero, lo cual refleja una preocupación sostenida pero no acelerada del mercado respecto a actuaciones agresivas del BCE. Por otro lado los tipos en los tramos largos han sufrido una clara presión bajista como consecuencia del repunte de la prima de riesgo geopolítica en Oriente Medio. Aunque, este movimiento bajista de los tipos se ha dado tanto en las curvas nominales como en los reales si bien más en éstas últimas. Como consecuencia, los breakeven de inflación se han ampliado (sobre todo en los tramos del 5A). Esta situación pone de manifiesto dos lecturas: i) el mercado reacciona frente a un riesgo sistémico y cíclico, ii) esto es compatible con mayor propensión del mismo a llevar a cabo estrategias de cobertura de inflación futura. En caso de prolongarse la situación de riesgo serán los largos plazos los que acaben contagiando a los cortos. Bajo este punto de vista, el reciente flattening en la pendiente 2/10A (20p.b desde principios de semana) puede ir remitiendo e incluso mostrando síntomas de corrección.

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

Gráfico 3

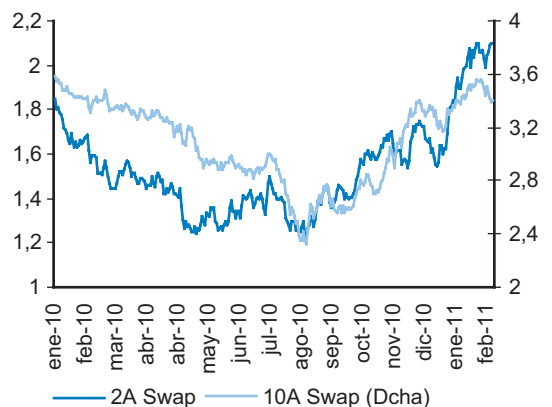
**Francia: Tipos reales y nominales 9/10 A**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4

**Euro: Tipos 2A y 10A Swap**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Análisis Económico

Destacados

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

Análisis Transversal de Economías Emergentes  
**Jose Ramón Perea**  
jramon.perea@grupobbva.com  
+34 91 374 72 56

Suramérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl  
+ 56 2351 1200

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

Los disturbios en los países MENA

Los disturbios en Oriente Medio se han extendido a otros países de la región MENA que tienen recursos energéticos o donde una resolución pacífica es menos probable (Libia). Este ha provocado un incremento del riesgo geopolítico. Además, ha aumentado la probabilidad de que este conflicto se propague a Arabia Saudí, lo que a su vez desestabilizaría toda la región. Hasta ahora, los países afectados por el conflicto representan el 10% de la producción mundial de petróleo. Por tanto, las tensiones financieras se han reflejado principalmente en los precios del petróleo, aunque Arabia Saudí y la OPEP han anunciado que aumentará su producción para suplir el déficit de producción de Libia. El precio del petróleo Brent se ha incrementado un 27% desde que comenzaron los disturbios en Oriente Medio. Otros indicadores de riesgo, como la volatilidad de la renta variable o los precios de los activos con riesgo, no han sufrido un impacto significativo. Aparte de esto, no ha habido compras de dólares estadounidenses como activo refugio, aunque sí ha habido un cambio hacia valores de calidad como los francos suizos y los valores del Tesoro de EE.UU. Hasta ahora la crisis de Oriente Medio no ha tenido un impacto significativo en la prima de riesgo sistémico, pero el incremento de los precios del petróleo ha aumentado las expectativas de inflación y podría dificultar el crecimiento económico. Por consiguiente, la prima de riesgo seguirá siendo elevada.

El crecimiento de América Latina converge hacia el potencial

Nuestras últimas previsiones para América Latina muestran que la región converge hacia su crecimiento potencial promedio (4,4% en 2011 y 4,0% en 2012). Sin embargo, emergen diferencias considerables: mientras que Venezuela y Argentina han crecido por encima de su potencial durante varios años, avivando así las presiones inflacionistas, México y Colombia todavía tienen algún margen para el crecimiento, ya que su PIB real todavía no ha llegado a la capacidad de producción. Brasil, Chile y Perú están en el medio, con brechas de producción que se están tornando positivas. Aunque la inflación sigue bajo control en la mayoría de los países (Brasil es la fuente de preocupación principal), y esperamos que se mantenga próxima a los objetivos a lo largo del año, los responsables de la política monetaria han reaccionado ante el recalentamiento, reanudando el ritmo de ajuste monetario tras algunas pausas provocadas por los temores de apreciación. Prevemos que los bancos centrales de los países con objetivos de inflación explícitos y utilizarán los tipos de interés, los depósitos de reservas y otros instrumentos para frenar la liquidez y mantener la inflación dentro de sus objetivos a medio plazo. Hacia finales del año, los tipos oficiales deberían llegar a niveles neutros en todos estos países, como se muestra en el gráfico a continuación. Las presiones de apreciación de las monedas serían menores si la política fiscal contribuyera a moderar el aumento de la demanda interna, como se está haciendo en Brasil.

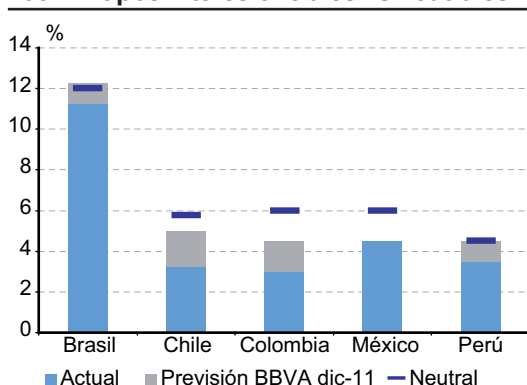
La inflación aumenta en toda Asia

Los riesgos inflacionistas aumentan en Asia. Los precios de los alimentos siguen siendo el motor principal. Éste fue provocado por choques de demanda temporales. Sin embargo, la fortaleza de la demanda interna, la abundancia de liquidez y el aumento de los precios de las materias primas han generado presiones subyacentes adicionales y la inflación subyacente también está aumentando. Para frenar estas presiones, los responsables han ajustado la política monetaria además de tomar una serie de medidas administrativas. Las subvenciones podrían aumentar las cargas fiscales, especialmente en los países con déficits elevados, como la India y Malasia. Sin embargo, la inflación alimentaria no se ha producido en toda la región. Por ejemplo, las condiciones climáticas favorables en Taiwán y Filipinas, y la presencia de subvenciones sobre los principales productos básicos en Malasia, han contribuido a mantener los precios de los alimentos bajo control en estas economías. Aunque persisten los riesgos alcistas, los niveles totales de inflación se mantendrán moderados dada la sensibilización de los responsables de la política y las acciones que se han emprendido.

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

Gráfico 5

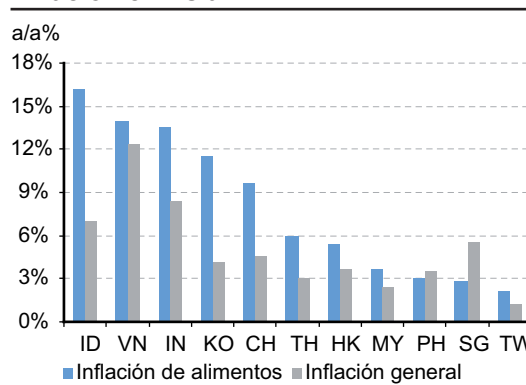
LatAm: tipos interés oficiales vs neutrales



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6

Inflación en Asia



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

**Xia Le**  
xia.le@bbva.com.hk

## Calendario: indicadores

## Zona euro: PIB (4T 2010, 3 de marzo)

<b>Previsión:</b> 0,3% t/t	<b>Consenso:</b> 0,3% t/t	<b>Anterior:</b> 0,3% t/t
----------------------------	---------------------------	---------------------------

**Comentario:** esperamos que la segunda estimación de las Cuentas Nacionales del 4T confirme un crecimiento trimestral del PIB del 0,3% t/t. En el desglose de los componentes de la demanda, vemos una contribución positiva de las exportaciones netas en el 4T, ya que la desaceleración de las importaciones habría sido más intensa, lo que daría como resultado una contribución de 0,1 puntos porcentuales aproximadamente. En lo que respecta a la demanda interna, nuestras previsiones apuntan a un nuevo incremento, tanto en el consumo privado como en el público, mientras que dentro de la inversión, el componente de la construcción podría haberse visto afectado negativamente por las condiciones climáticas. Ya hemos observado esto en los datos alemanes. **Repercusión en los mercados:** más allá de la construcción, un comportamiento negativo en la demanda interna podría aumentar la inquietud acerca de la autosostenibilidad de la recuperación.

## EE.UU.: renta personal y gastos de consumo (enero, 28 de febrero)

<b>Previsión:</b> 0,3%, 0,4% m/m	<b>Consenso:</b> 0,1%, 0,4% m/m	<b>Anterior:</b> 0,4%, 0,7% m/m
----------------------------------	---------------------------------	---------------------------------

**Comentario:** en 2010, la renta personal y el consumo privado fueron más fuertes de lo que se esperaba anteriormente, y los indicadores económicos parecen indicar que esta tendencia continuará en enero. En el mes anterior, la renta personal y el consumo privado subieron un 0,4% y un 0,7% respectivamente, aunque parte de este aumento se debía al incremento de los precios. Los estímulos fiscales adicionales y un entorno político menos incierto tras las elecciones impulsaron las expectativas de los consumidores. Por ejemplo, la confianza de los consumidores ha aumentado en los últimos meses y ha alcanzado 70,4 puntos, su nivel más alto desde febrero de 2008. A pesar de que el mercado de trabajo continúa siendo débil y aunque se ha reducido la riqueza de las familias y las estrictas condiciones crediticias van a seguir limitando el ritmo de crecimiento del consumo, esperamos que las recientes tendencias de crecimiento de la renta y el optimismo de los consumidores sigan impulsando el consumo privado en el 1T11. **Repercusión en los mercados:** una sorpresa negativa en los gastos de consumo personal indicaría una desaceleración del consumo privado y suscitaría dudas acerca de la sostenibilidad de la recuperación, en un momento en que los mercados ya están nerviosos por el incremento de los precios del petróleo.

## EE.UU.: empleo no agrícola (febrero, 4 de marzo)

<b>Previsión:</b> 185.000	<b>Consenso:</b> 172.000	<b>Anterior:</b> 36.000
---------------------------	--------------------------	-------------------------

**Comentario:** la tasa de desempleo siguió cayendo en enero del 9,4% al 9,0%, su nivel más bajo desde marzo de 2009. En cambio, el resultado de los empleos no agrícolas, tanto total como privado, subieron sólo en 36.000 y 50.000 puestos respectivamente. Sin embargo, la publicación de estos datos quedó empañada por una revisión significativa de las estimaciones anteriores debido al proceso anual de referenciación, la actualización de los factores de ajuste estacional y las nuevas estimaciones de población, así como a las inclemencias climáticas de EE.UU. La tasa de participación de la población activa siguió reduciéndose hasta llegar al 64,2%, el nivel más bajo desde marzo de 1984. Los últimos indicadores sugieren que el mercado de trabajo de EE.UU. ha ido mejorando a un ritmo lento y en febrero esperamos una creación de empleo más fuerte que en el mes anterior. **Repercusión en los mercados:** si el resultado del empleo no agrario de febrero se sitúa por debajo de lo previsto será un indicio de que continúa la debilidad de las condiciones del mercado de trabajo y reducirá la probabilidad de que se produzca un movimiento alcista de los tipos de los fondos federales.

Home



Mercados



Destacados



Datos Mercado



## China: índice de gerentes de compras (febrero, 1 de marzo)

<b>Previsión:</b> 52,2	<b>Consenso:</b> 52,0	<b>Anterior:</b> 52,9
------------------------	-----------------------	-----------------------

**Comentario:** se prevé que índice de gerentes de compras (PMI) habrá seguido moderándose en febrero como consecuencia de las agresivas medidas de ajuste monetario que han tomado las autoridades. Desde comienzos de este año, el BPdC ha aumentado su tipo de interés de referencia en 25 bp y subió el coeficiente de reservas obligatorias (CRO) dos veces, en 50 pb cada vez, después de adoptar una serie de medidas similares en 2010. No obstante, el fuerte impulso de crecimiento mantendrá el resultado del índice de gerentes de compras en la zona de expansión (+50). Hay que tener cautela al interpretar los valores correspondientes a enero y febrero debido a que reflejan el impacto estacional del Año Nuevo chino. **Repercusión en los mercados:** un valor por encima de lo previsto podría crear expectativas de nuevos ajustes, con consecuencias adversas para los mercados, aunque ese valor podría haberse descontado debido a los efectos estacionales mencionados anteriormente.

## 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	0,74	-1	11	-8	
		Tipo 10 años	3,45	-13	3	-17	
	EMU	3-meses Euribor	1,09	1	4	44	
		Tipo 2 años	1,55	15	23	59	
		Tipo 10 años	3,16	-10	-3	6	
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,375	0,6	0,5	1,1	
		Libra-Euro	0,86	1,5	-0,8	-4,2	
		Franco Suizo-Euro	1,28	-1,1	-0,8	-12,5	
	América	Argentina (peso-dólar)	4,03	0,1	1,0	4,4	
		Brasil (real-dólar)	1,66	-0,1	-0,5	-7,9	
		Colombia (peso-dólar)	1893	0,9	1,6	-1,7	
		Chile (peso-dólar)	476	1,6	-2,6	-9,3	
		México (peso-dólar)	12,12	0,8	0,6	-5,1	
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,78	0,3	0,1	-2,6	
		Japón (Yen-dólar)	81,75	-1,7	-0,8	-8,0	
	Asia	Corea (KRW-dólar)	1126,38	1,4	0,9	-2,5	
		Australia (AUD-dólar)	1,014	0,0	2,0	13,5	
	MMPP (Var %)		Brent de petróleo (\$/b)	111,9	9,2	14,3	44,2
		Oro (\$/onza)	1405,6	1,2	4,4	25,8	
		Metales	612,2	-0,5	1,4	25,9	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10828	-2,2	1,5	4,8	
		EuroStoxx 50	2983	-2,8	0,5	9,3	
	América	EE.UU. (S&P 500)	1314	-2,1	1,4	19,0	
		Argentina (Merval)	3420	-3,3	-6,1	54,0	
		Brasil (Bovespa)	67391	-1,0	-1,9	1,3	
		Colombia (IGBC)	14576	3,2	-3,5	24,3	
		Chile (IGPA)	20963	-1,6	-8,5	17,8	
		México (CPI)	36447	-2,9	-3,0	15,2	
		Perú (General Lima)	22608	-1,9	2,7	61,5	
	Asia	Venezuela (IBC)	67722	1,8	2,5	20,6	
		Nikkei225	10527	-2,9	1,2	4,0	
		HSI	23012	-2,5	-3,5	11,7	
	Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	102	6	3	18
			Itraxx Xover	405	23	-1	-59
Riesgo Soberano		CDS Alemania	54	1	-5	12	
		CDS Portugal	477	22	27	312	
		CDS España	272	23	2	136	
		CDS EE.UU	47	0	-1	---	
		CDS Emergentes	233	15	31	-35	
		CDS Argentina	681	66	138	-469	
		CDS Brasil	121	6	11	-9	
		CDS Colombia	123	5	12	-34	
		CDS Chile	82	4	3	8	
		CDS México	118	3	5	-9	
		CDS Perú	117	6	10	-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, S.A. 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.**