

Madrid, 7 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 78 25

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com

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

El impulso económico mejora

EE.UU., la demanda interna parece estar tomando impulso, ya que tanto los datos de servicios como los de gasto personal mostraron un crecimiento sólido, la semana pasada. Pero las cifras de empleo siguen siendo débiles, lo que sugiere que la tendencia positiva de la demanda interna aún no se ha consolidado. En la zona euro, en cambio, no hay indicios claros de mejora en el consumo, aparte de en Alemania donde los aumentos del empleo y del índice de servicios permiten ser más optimistas. Las ventas minoristas de la zona euro volvieron a caer en diciembre. El lado positivo de la debilidad del consumo es que debe evitar una extensión significativa de los precios de las materias primas a los precios finales. Pero la estimación preliminar IPC general de la zona euro se aceleró en enero hasta el 2,4%. Por su parte, los datos de Asia mostraron que la inflación sigue repuntado en diversos países como Indonesia, Tailandia y Corea del Sur.

Respecto al riesgo geopolítico, hasta ahora, los disturbios en Egipto no está afectando significativamente a la prima de riesgo global. La mayoría del impacto lo sufren las materias primas (véase sección de destacados).

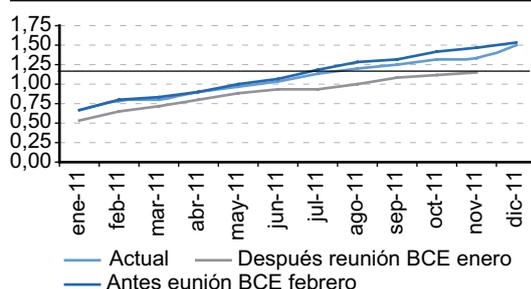
La reunión del Consejo de la UE ha terminado con un vago comunicado, mientras que las propuestas detalladas sobre el EFSF y el SDM no se lograrán (tal como se esperaba) hasta finales de marzo. Asimismo, se ha introducido un nuevo elemento en el debate: "competitividad" que podría generar algún ruido en los mercados. Alemania y Francia proponen una reunión a principios de marzo.

Los bancos centrales tratan de calmar los mercados de deuda

El BCE fue cauto y no quiso mostrarse más preocupado por la inflación. Parece improbable que se produzca un movimiento alcista de los tipos en el BCE durante este año. Bernanke ve necesario un período sostenido de creación de empleo para considerar que la recuperación económica está consolidada, defendió el plan de compras de activos de la Fed y mantuvo un tono moderado sobre las expectativas de inflación. También advirtió sobre el alto endeudamiento. En los ME se intensifican los esfuerzos por frenar las expectativas de inflación. Indonesia subió su tipo de interés principal en 25 pb, mientras que el Banco de Perú incrementó los requisitos mínimos de reservas y el Banco de Colombia adoptó un tono más ortodoxo.

Gráfico 1

Tipos oficiales implícitos en fut. EONIA



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2

EE.UU.: Var. empleo no agrícola (miles)



Fuente: Bloomberg

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



Destacados

Nuevo crecimiento de la actividad manufacturera

Apoiado en gran medida en la demanda externa... por lo que todavía no presiona a los precios finales.

Egipto: un recordatorio del riesgo soberano de los ME

Egipto volverá a introducir el riesgo político/institucional en las decisiones de los inversores.

Eventos que pueden afectar a la prima de riesgo

Los diferenciales de la periferia europea han puesto en precio un escenario positivo de acuerdo europeo.

Análisis de Mercados Mercados

*Equity y Crédito Global
Crédito Europa*
Agustín Martín
agustin.martin@grupobbva.com
+34 91 537 80 84

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

*Renta Fija Global
Commodities*
Pedro Moreno
pedro.m_alonso@grupobbva.com
+34 91 537 88 89

Esperamos cierta consolidación en las bolsas

Las bolsas han puesto a prueba resistencias significativas desde el punto de vista del análisis técnico (1.215 para el S&P-500: 3,050 para el EuroStoxx-50: y 11.200 para el Ibex-35) gracias a: i) los avances en los mecanismos de rescate europeos y en la resolución de los problemas del sistema financiero español (relajación del crédito muy positiva para bancos), ii) la fortaleza de las materias primas (positivo para materiales y energía) y iii) los buenos resultados 4T10 publicados hasta ahora (positivo para la tecnología y el consumo). Sin embargo de momento no han conseguido romperlas. Creemos que la subida ha sido demasiado rápida lo que unido a los riesgos geopolíticos y al tensionamiento de las tasas de inflación podría frenar a corto la tendencia reciente. Por todo ello apostamos, a corto plazo, por una fase de consolidación en la que los sectores que han liderado las subidas (tecnología, bancos, materiales, energía...) debieran ceder posiciones en términos relativos. A medio plazo seguimos apostando por la continuación del rebote de las bolsas.

La prima geopolítica impulsa más a los commodities

El conflicto que vive Egipto está poniendo una prima sobre las commodities ante el riesgo de que se vea afectado el transporte a través del Canal de Suez, lo que encarecería el transporte en caso de tener que completar la ruta rodeando África. De momento no se ha producido ninguna interrupción de suministro. En el caso del petróleo la capacidad que se podría ver afectada sería en torno a los 4 millones de barriles por día, debido a que también hay un oleoducto en paralelo a esta vía de transporte.

Algunos eventos naturales como las tormentas que están azotando a Australia, o la sequía que vive el norte de China están condicionando la oferta. El noreste australiano está siendo afectado por un huracán que dificultarán aun más las tareas de recuperación de producción tras las inundaciones previas. En este caso la principal materia prima afectada sería el carbón, seguida del cobre y aluminio. Los tres meses de sequía que llevan sufriendo 12 provincias del norte de China, afectarían al 20% de la producción de trigo de invierno.

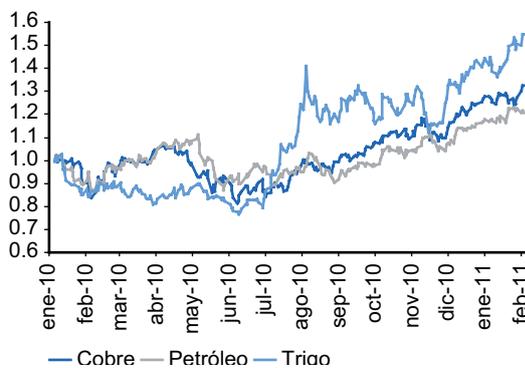
Ante estas circunstancias no podemos descartar repuntes en el corto plazo aunque nuestra visión de medio largo plazo es que a medida que estos problemas se vayan resolviendo (más los conflictos geopolíticos que los meteorológicos) veamos algunas correcciones.

Prosigue el rally en los índices de crédito

El "rally" sigue siendo la tónica dominante en los índices de crédito, con estrechamientos generalizados en corporates y financieros catalizado por la mejoría en la percepción del "riesgo periférico" por parte de los inversores. El buen comportamiento en el mercado secundario de las últimas emisiones de corporates ibéricos, con estrechamientos generalizados de más de 30bp respecto a sus niveles de misión y el acceso a plazos de vencimiento más largos por parte de las entidades financieras domésticas, como hemos visto en la reciente emisión de 5Y de cédulas de BBVA, con una creciente participación de inversores extranjeros (90%) nos hace mantener un Outlook positivo en la evolución de los índices de crédito si la situación en el mercado de deuda soberana se sigue estabilizando.

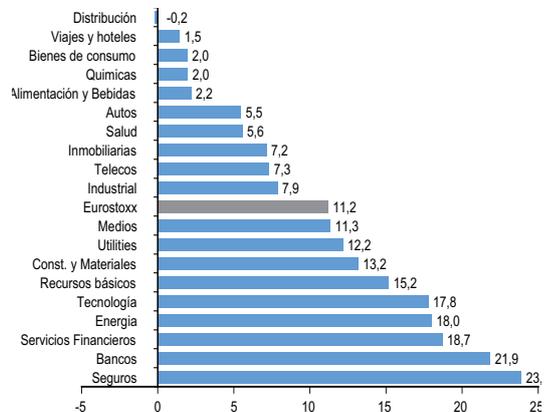
- Home →
- Destacados →
- Calendario →
- Datos Mercado →

Gráfico 3
Comportamiento Commodities desde 2010*



*Enero 2010 = 1
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4
Comportamiento sectorial reciente del EuroStoxx



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Análisis Económico

Destacados

Escenarios Financieros

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

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

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com
+34 91 537 8432

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

Análisis Transversal de Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com
+34 91 537 83 51

Nuevo crecimiento de la actividad manufacturera

En enero, los índices de gerentes de compras de manufacturas mostraron crecimientos sólidos en EE.UU y Europa., mientras que los factores estacionales podrían haber moderado la actividad en China. En Europa, es interesante destacar una reducción de la divergencia entre los países periféricos y los "core", que todavía no muestran otros indicadores ligados a la demanda interna. Así parece estos países se están beneficiando del crecimiento de las exportaciones. La mejora vista en los componentes de nuevos pedidos y empleo en EE.UU y la zona euro permiten ser optimistas en cuanto a mejoras adicionales de su actividad manufacturera. En China, los componentes de la demanda interna, como los pedidos de importación, continuaron mostrándose fuertes. Pero lo que introduce cierta preocupación es la tendencia alcista del componente de precios. En EE.UU., los precios pagados subieron hasta el valor más alto desde julio de 2008. En la zona euro, los precios de los insumos están impulsando ligeramente al alza los precios de los productos finales, pero la ampliación del diferencial entre estos precios, por el momento sugiere que las empresas no están trasladando todo el incremento de costes a los productos finales. En general, la actividad continúa creciendo en todas las áreas pero también que las presiones inflacionistas están aumentando.

Egipto: un recordatorio del riesgo soberano de los ME

El conflicto abierto en Egipto se ha convertido en un doloroso recordatorio de los riesgos políticos. ¿Tendrá consecuencias duraderas para otros mercados emergentes? En nuestra opinión, la respuesta es que sí, pero no serán muy importantes y no necesariamente serán malas. Tal como comentamos la semana pasada, los inversores exigirán una compensación demasiado baja por los riesgos institucionales (la sensibilidad de los CDS a factores institucionales se aproximaba a 0, según nuestro modelo). Aunque no abogaríamos por poner demasiado peso en los riesgos institucionales (especialmente en vista de las diferencias macroeconómicas entre los ME y los mercados desarrollados), creemos que este proceso ha ido demasiado lejos y es probable que Egipto vuelva a introducir el riesgo político/institucional en el enfoque de los inversores. Sin embargo, esto no significa necesariamente un gran aumento en las primas de riesgo. Ha habido grandes avances hacia la democratización en la mayoría de las economías emergentes. Además, si Egipto sirve de catalizador para hacer una mayor discriminación en los mercados, esto tendría una buena acogida. Los fundamentos de la mayor parte de los ME son por sí mismos lo suficientemente fuertes como para soportar un mayor escrutinio y el optimismo irracional sólo puede ser perjudicial a largo plazo.

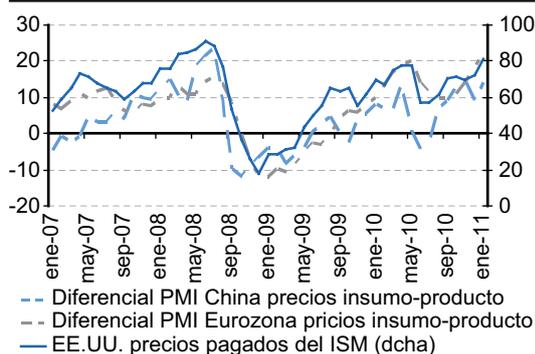
Eventos que pueden afectar a la prima de riesgo

La reciente reducción de la prima de riesgo soberano de Europa ha animado a empresas y gobiernos a financiarse en mercados mayoristas, lo que aumenta las presiones de oferta. Los mercados observarán con atención los siguientes eventos: el 24-25 de marzo se celebrará la reunión del Consejo de la UE y los mercados posiblemente esperan el anuncio de un paquete de medidas completo que termine con los problemas de solvencia y de financiación de los países europeos. El reto es enorme y cualquier decepción podría tener un fuerte impacto en los mercados. A finales de junio o principios de julio, las pruebas de estrés de los bancos europeos será un acontecimiento clave para el riesgo financiero, ya que se prevé que serán más duras que las que se publicaron en el verano de 2010. Además de estos dos eventos clave, los países periféricos podrían ser con el tiempo una fuente de volatilidad: las noticias sobre el actual proceso de consolidación fiscal en Portugal y España (a finales de febrero se publicarán las ejecuciones presupuestarias de las comunidades españolas). También en España, se sancionará el decreto ley sobre el sector financiero español, que ofrecerá detalles sobre los requisitos de capital bancario y el proceso de reestructuración. Además, habrá elecciones en Irlanda el 25 de febrero, y aunque el nuevo gobierno se atendrá a la ley presupuestaria recientemente aprobada, necesitamos conocer su postura sobre las recapitalizaciones internas de los bancos.

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

Gráfico 5

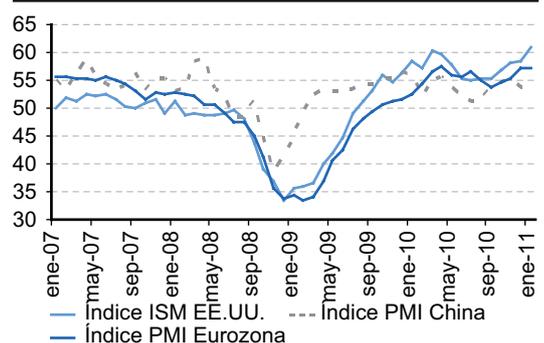
Precios manufacturas



Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 6

Actividad manufacturera



Fuente: Datastream y BBVA Research

Análisis Económico

Calendario: indicadores

Europa

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

EE.UU.

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

Asia

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

Alemania: producción industrial (diciembre, 8 de febrero)

Previsión: 0,5% m/m **Consenso:** 0,2% m/m **Anterior:** -0,7% m/m

Comentario: esperamos que la producción industrial habrá seguido aumentando en diciembre apoyada en unos sólidos pedidos de exportación. La producción industrial podría haber crecido en torno al 2,5% t/t en el 4T en conjunto, lo que indicaría que la desaceleración observada en el 3T tenía carácter temporal. En general, el sector industrial habría registrado un crecimiento de un 10% en 2010, recuperándose así de la pronunciada caída que se originó durante la crisis. Pero vemos una moderación en el ritmo de recuperación industrial en 2011. **Repercusión en los mercados:** creemos que una sorpresa muy positiva incrementa las expectativas de una recuperación más sólida en 2011.

Alemania: balanza comercial (desestacionalizada) (diciembre, 9 de febrero)

Previsión: 12.300 millones euros **Consenso:** 12.000 millones euros **Anterior:** 11.800 millones euros

Comentario: se prevé que la balanza comercial se habrá ampliado ligeramente en diciembre, por aumento de las exportaciones y moderación importaciones. En general, seguimos creyendo que las exportaciones netas serán el motor clave de la recuperación alemana, aunque su contribución al crecimiento podría ser un poco menor en el 4T. **Repercusión en los mercados:** unas cifras muy negativas suscitarían dudas acerca de la sostenibilidad de una recuperación fuerte en las exportaciones y, por consiguiente, acerca de su obstaculización de la demanda privada.

EE.UU.: crédito al consumo (diciembre, 7 febrero)

Previsión: 2.300 millones de \$ **Consenso:** 2.000 millones de \$ **Anterior:** 1.300 millones de \$

Comentario: es previsible que los créditos al consumo hayan aumentado en diciembre. Sin embargo, el porcentaje total interanual de créditos pendientes (1,8%) seguirá descendiendo como consecuencia de la actual contracción de los créditos al consumo renovables. Estos créditos están un 18% por debajo de su nivel de agosto de 2008, y todo apunta a que se mantendrán deprimidos a corto plazo. Creemos que en diciembre de 2010 los créditos al consumo se habrán incrementado en 2.300 millones de dólares, hasta un total de 2.405.300 millones. **Repercusión en los mercados:** una mejora significativa de los mercados de crédito sería un buen indicio de recuperación económica.

EE.UU.: balanza comercial (diciembre, 11 de febrero)

Previsión: 39.000 millones de \$ **Consenso:** 40.500 millones de \$ **Anterior:** 38.300 millones de \$

Comentario: creemos que el déficit comercial se habrá incrementado ligeramente tras reducirse durante tres meses consecutivos. Aunque se espera que las exportaciones habrán seguido aumentando debido a la sólida demanda internacional, el aumento del precio del petróleo y el avance del consumo privado durante el 4T10 habrán impulsado las importaciones, contrarrestando parte del avance de las exportaciones. El presidente Obama estableció el objetivo de duplicar las exportaciones de EE.UU. en un plazo de 5 años, creando nuevos incentivos para los exportadores y firmando nuevos acuerdos comerciales con países como China y Corea del Sur. Por consiguiente, esperamos que la balanza comercial se reduzca en 2011. **Repercusión en los mercados:** una contracción significativa de la balanza comercial implicaría una mayor contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB real del 4T10, noticia que sería muy bien recibida por los mercados bursátiles.

China: balanza comercial (enero, 10 de febrero)

Previsión: 12.900 millones de \$ **Consenso:** 10.200 millones de \$ **Anterior:** 13.100 millones de \$

Comentario: los últimos indicadores globales indican que las perspectivas de los principales destinos de exportación de China están mejorando. Esperamos, por tanto, que las exportaciones chinas crezcan a un ritmo más rápido en enero (BBVA: 24,5% a/a, en comparación con el 17,7% de diciembre), aunque hay que reconocer que el componente de los pedidos de exportación del índice de gerentes de compras de enero fue más débil de lo previsto. Por otra parte, dado que la demanda interna sigue siendo fuerte, se prevé que las importaciones permanecerán en niveles elevados (BBVA: 29,50% a/a, en comparación con el 25,6% a/a de diciembre). En consecuencia, se prevé que el superávit comercial se situará en torno a los 12.900 millones de dólares estadounidenses (casi igual que en diciembre, cuando se registraron 13.100 millones de dólares). En comparación, el superávit comercial del año pasado ascendió a 183.100 millones de dólares estadounidenses, una media de 15,2 dólares por mes. **Repercusión en los mercados:** un fuerte crecimiento de las exportaciones o un superávit comercial por encima de lo previsto aumentaría la presión internacional sobre las autoridades para que permitan una apreciación más rápida del RMB.

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	1	1	6
		Tipo 2 años	0,74	20	3	-3
		Tipo 10 años	3,63	30	16	6
	EMU	3-meses Euribor	1,09	3	9	43
		Tipo 2 años	1,43	7	53	44
		Tipo 10 años	3,26	11	32	14
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,356	-0,4	2,8	-0,6
		Libra-Euro	0,84	-1,7	-0,7	-3,2
		Franco Suizo-Euro	1,30	1,4	2,3	-11,4
	América	Argentina (peso-dólar)	4,02	0,4	1,2	4,6
		Brasil (real-dólar)	1,67	-0,6	0,0	-11,0
		Colombia (peso-dólar)	1873	0,2	-0,4	-5,9
		Chile (peso-dólar)	478	-1,4	-3,5	-11,8
		México (peso-dólar)	11,98	-1,5	-1,9	-9,1
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,77	-0,3	-1,3	-3,5
	Asia	Japón (Yen-dólar)	81,93	-0,3	-1,5	-8,3
		Corea (KRW-dólar)	1101,82	-1,8	-2,0	-6,7
		Australia (AUD-dólar)	1,016	2,2	1,5	17,8
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)		101,9	2,5	6,7	46,5
	Oro (\$/onza)		1353,7	1,3	-1,8	27,0
	Metales		612,7	1,1	5,1	31,5
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10845	0,9	10,7	7,3
		EuroStoxx 50	3006	1,7	6,1	14,2
	América	EE.UU. (S&P 500)	1306	2,3	2,3	22,5
		Argentina (Merval)	3638	1,5	0,9	68,0
		Brasil (Bovespa)	65608	-1,6	-7,7	4,5
		Colombia (IGBC)	14791	-1,8	-3,0	31,8
		Chile (IGPA)	21824	-1,9	-7,0	26,9
		México (CPI)	37656	2,2	-2,7	22,9
		Perú (General Lima)	23704	5,2	0,9	70,9
	Asia	Venezuela (IBC)	66677	0,9	1,3	15,5
		Nikkei225	10544	1,8	1,6	4,8
		HSI	23909	1,2	0,6	21,6
Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	97	-3	-5	6
		Itraxx Xover	408	-11	-9	-88
	Riesgo Soberano	CDS Alemania	56	-5	-1	12
		CDS Portugal	398	-57	-100	174
		CDS España	227	-39	-116	67
		CDS EE.UU.	47	-3	8	---
		CDS Emergentes	211	-14	15	-77
		CDS Argentina	586	-26	29	-489
		CDS Brasil	114	-8	10	-35
		CDS Colombia	115	-8	9	-61
		CDS Chile	77	-9	-5	-3
		CDS México	117	-7	10	-35
		CDS Perú	108	-8	1	-43

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",