

Madrid, 11 de marzo 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

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

## Resurgen las dudas en los periféricos

Los diferenciales de deuda entre los países del centro y la periferia europea se han vuelto a ampliar, debido las dudas de que se alcance un acuerdo para atajar los problemas de deuda de los países europeos en la cumbre del 11 de marzo (que se está celebrando al tiempo que cerramos esta nota). Por ello, será crucial llegar a un consenso en la cumbre europea del 24-25 de marzo. Al incremento de las tensiones financieras también ha contribuido el temor de que se relajen los supuestos de las nuevas pruebas de solvencia europeas (que se publicarán el 18 de marzo). En todo caso, en términos relativos, España continúa sin ser castigada, aunque Moody's rebajó la calificación de la deuda soberana española en un nivel y mantuvo la perspectivas negativas. Pero, las rentabilidades de los bonos portugueses a 5 y a 10 años están en niveles similares a los de Irlanda y Grecia cuando fueron rescatados. En este contexto, el gobierno portugués ha anunciado nuevas medidas de consolidación fiscal (un 0,8% del PIB) para garantizar el déficit de este año (4,6%). La UE apoya este plan, pero persisten las dudas sobre su capacidad para contrarrestar las presiones de los mercados.

### El riesgo geopolítico continúa alto, pero la recuperación sigue

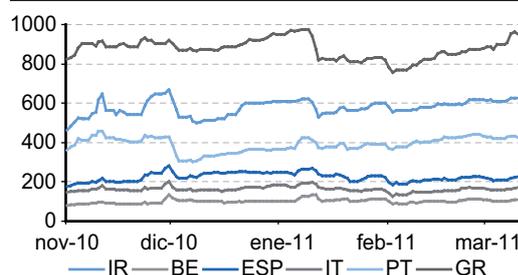
Los disturbios de Libia pueden prolongarse durante varios meses y sigue el riesgo de que extiendan a otros países de la región MENA. En el mercado del petróleo se ha anunciado un incremento de 700.000 b/d en Arabia Saudí, además de un incremento total de 300.000 en Kuwait, EAU y Nigeria (este último parece más dudoso). Se prevé que en los próximos meses el precio del barril de Brent se mantendrá entre 110 y 120 \$/b.

El momento económico sigue mejorando en Europa, pero los datos reales de Enero de los países periféricos han sido menos positivos de lo que apuntaban los índices de confianza. En EE.UU., los datos indican fortaleza de la demanda interna. Por otro lado, la actividad económica en emergentes sigue sorprendiendo al alza, en tanto que los bancos centrales suben los tipos para combatir la inflación (Perú, Corea, Tailandia y Vietnam subieron sus tipos de referencia en 25 pb).

**Esta semana.** La reunión del FOMC de la Reserva Federal de EE.UU. centrará la mayor parte de la atención, junto con los informes del IPC y la producción industrial de febrero. En la zona euro, la atención se concentrará en la reunión del ECOFIN celebrada el lunes y el martes y en el IPC de febrero. China publicará las cifras de la IED así como los datos de los nuevos préstamos en yuanes y la masa monetaria.

Gráfico 1

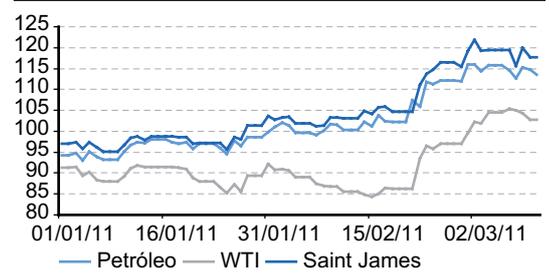
### Diferenciales de deuda: bono a 10 años (pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 2

### Precios del crudo (spot)



Fuente: Bloomberg

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



## Destacados

### Una perspectiva más equilibrada antes de la reunión del FOMC...

...aunque no esperamos grandes cambios en la declaración.

### Los datos de febrero de China sorprenden al alza

Preveamos que habrá otros dos movimientos alcistas de los tipos, el primero de los cuales se producirá posiblemente en las próximas semanas.

### Transferencias de renta entre regiones por el aumento del crudo

La región MENA, América Latina y Rusia son los más favorecidos.

Análisis de Mercados **Mercados**

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

*FX Global*  
*Estratega Jefe*  
**Dustin T. Reid**  
Dustin.Reid@bbvany.com  
+1 212 7281707

*Equity Global y Crédito*  
*Util/ Telcos/ Energía*  
**Agustín Martín**  
agustin.martin@grupobbva.com  
+34 91 537 80 84

**Rangos limitados por arriba en los tipos Euro y EE.UU. por el efecto refugio**

El contexto general sigue favoreciendo una dinámica de tipos encontrando fuertes limitaciones al alza. En el caso de los tramos cortos de la curva euro, vemos confirmación de niveles después del ajuste al alza ya realizado la semana pasada a raíz de la “sorpresa” del BCE. En todo caso, no parecen encontrar mayores excusas para seguir repuntando (los comentarios aún “hawkish” de algunos miembros del BCE no parecen tener mayor efecto). Esta limitación alcista (en torno a la zona de 2.30% en el 2A Swap) a su vez puede responder a un cierto efecto contagio dado el perfil claramente más limitado al alza que siguen mostrando los largos plazos. Estos siguen condicionados principalmente por: i) los riesgos geopolíticos y la consecuente prima sistémica todavía presente en el mercado y 2) las rebajas de rating de algunos países periféricos (Grecia y España) no hacen sino ahondar en el efecto refugio sobre los tipos Govt core lo cual se traslada incluso a los tipos Swap. Con todo, la referencia en torno a 3.55% sigue resultando especialmente firme para el 10A Swap (3.35% para el 10A gvot alemán).

En Estados Unidos este contexto favorable para los bonos se ve también en los tramos cortos, ya que en este caso no existe un efecto B. Central alcista que lo compense: el dinamismo en la demanda de las subastas de esta semana (3A y 10A) es un reflejo de esto.

**Una pausa en el debilitamiento del USD**

La pausa en el ritmo de depreciación reciente del USD no es una sorpresa y, en términos fundamentales y de flujos, el descenso de los precios del petróleo y un mercado que sigue siendo corto en USD en general han apuntalado al USD en el interin. La subida del precio del petróleo se interrumpió la semana pasada y los precios del Brent, situados en torno a 114 USD/barril, prácticamente no registraron variaciones netas. Dado que la tendencia reciente se ha caracterizado por un fortalecimiento del USD y un debilitamiento del USD, la pausa en la revalorización del petróleo ha tenido un efecto positivo sobre el USD. En términos de flujos, el Informe CFTC de Compromiso de los Operadores publicado el 4 de marzo de 2011 con datos hasta el 1 de marzo de 2011 inclusive indicó una posición corta neta en USD de naturaleza no comercial en niveles sin precedentes frente a las principales divisas. Los determinantes clave de la evolución de los mercados de divisas siguen siendo la situación en MENA/ los precios del petróleo, la resolución de la crisis de deuda en la periferia de la zona euro, el posicionamiento extremo del mercado de USD y las subidas adicionales de tasas que descuenta actualmente el mercado en Europa.

**El newsflow sobre los países periféricos sigue condicionando los mercados de crédito**

La semana ha venido marcada por la rebaja de rating del Reino de España a Aa2 outlook negativo por parte de Moody's y la publicación de los resultados de necesidades de capitalización del sistema financiero español publicados por el Banco de España.

En lo que respecta a la decisión de Moody's, que se alinea con la calificación que S&P otorga al reino de España, la bajada de un notch era una decisión esperada, sin embargo el outlook negativo nos ha en parte sorprendido, dado que la agencia justifica su decisión en unas necesidades de capitalización claramente superiores a las estimadas tanto por el Banco de España como por nuestro equipo de análisis financiero.

De hecho, la publicación por parte del Banco de España de los datos finales de core capital de las entidades financieras domésticas y las necesidades de capitalización asociadas al cumplimiento de los niveles fijados en el RD2/2011 ha deparado pocas sorpresas, mostrando escasas diferencias en el primero de los casos respecto a los datos publicados por bancos y cajas en FY10. Las necesidades de capitalización anunciadas por un volumen de EUR15.5bn siguen siendo perfectamente manejables para una economía del tamaño de la española.

---

[Home](#)



---

[Destacados](#)



---

[Calendario](#)



---

[Datos Mercado](#)


Análisis Económico

Destacados

EE.UU.

**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com  
(+1) 713 881 0663

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

Asia  
**Xia Le**  
Xia.Le@bbva.com.hk

**Tatiana Alonso**  
tatiana.alonso@grupobbva.com  
+34 91 374 61 67

**Una perspectiva más equilibrada antes de la reunión del FOMC**

El 15 de marzo se reunirá el FOMC por segunda vez en 2011. Los miembros revisarán la evolución reciente, que refleja en su mayoría tendencias positivas en los mercados de trabajo. En febrero, el total del empleo privado no agrícola se incrementó en 222.000 puestos, lo que supone la segunda mayor subida desde marzo de 2006. Además, la tasa de desempleo siguió cayendo hasta situarse en el 8,9%, 0,8 pp por debajo de la registrada hace 12 meses. Estas tendencias parecen indicar que la recuperación está tomando impulso. Sin embargo, los gobiernos estatales y locales siguen implementando recortes del gasto que podrían provocar despidos en el sector público. Además, el reciente aumento de los precios del petróleo también ejerce presiones a la baja sobre el crecimiento del PIB. Por consiguiente, en comparación con la reunión de enero, es probable que los responsables de la Fed perciban una perspectiva más equilibrada. Por otro lado, aunque la repercusión de los precios de las materias primas en la inflación subyacente ha sido baja, algunos responsables de la política monetaria están más preocupados por las posibles presiones inflacionistas a medio plazo. En general, no esperamos grandes cambios en la declaración.

**Los datos de febrero de China sorprenden al alza**

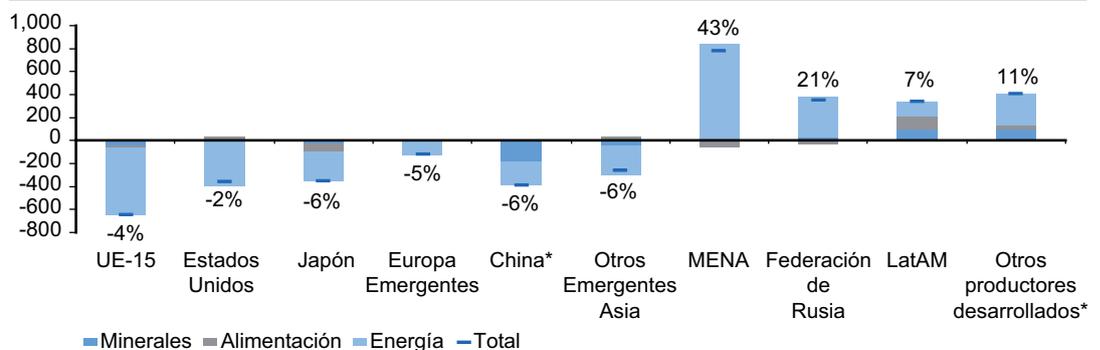
Esta semana se publicó la batería mensual de indicadores de actividad económica de China correspondientes a febrero. El índice general de precios se situó en el 4,9% a/a, ligeramente por encima de lo previsto (BBVA: 4,6% a/a; consenso: 4,8% a/a). Otros indicadores de actividad, incluidas la producción industrial y la inversión en activos fijos también fueron más fuertes de lo previsto. Sorprendentemente, la balanza comercial se inclinó al déficit como consecuencia de unas exportaciones más débiles de lo esperado. Hay que destacar que los datos de febrero son difíciles de interpretar debido a los fuertes efectos de estacionalidad por el Año Nuevo chino. La combinación de los datos de enero y febrero ofrece un panorama más claro y muestra un robusto impulso de crecimiento. Mantenemos nuestra previsión de otros dos movimientos alcistas de los tipos, el primero de los cuales se producirá posiblemente en las próximas semanas.

**Transferencias de renta entre regiones por el aumento del crudo**

La creciente incertidumbre en torno a la profundidad que tendrán los actuales disturbios de la región MENA y a su duración (y sus repercusiones en términos de oferta del petróleo) sugiere que los precios de la energía, y en particular los del petróleo, podrían seguir experimentando una importante subida a corto plazo. Uno de los efectos directos de este nuevo escenario sería un aumento de las transferencias de renta de los países importadores (la mayoría de las economías desarrolladas y prácticamente todos los países emergentes de Europa y Asia) a los países exportadores (países de la región MENA, América Latina y Rusia, a los que se añaden unos cuantos países productores africanos y unos cuantos países productores desarrollados). En 2011, si consideramos un precio del petróleo de referencia de 113 \$/bbl (futuros a 12 meses para el petróleo Brent), estimamos que la transferencia total de las materias primas oscilaría en torno a 2,2 billones de USD<sup>1</sup> Como muestra el gráfico siguiente, los que más contribuirían serían los países del G-3, con una cuota de más del 60% del total de transferencias, seguidos por China (18%) y otros países de Asia Emergente (12%). En el otro extremo, los países de la región MENA recibirían la mayor parte del pastel, con una cuota del 38%, seguidos por Rusia (17%) y América Latina (16%).

Gráfico 3

**Transferencia de renta estimada de países importadores de mm.pp. a los productores**



\* Otros productores desarrollados incluyen Canadá, Australia, Noruega y Dinamarca. Europa Emergente incluida Turquía China incluido Hong Kong.

Supuesto un choque del precio del petróleo del 30% con respecto a un escenario central de 100 USD/bbl. Acumulado en 2011, miles de millones de USD y % sobre el PIB

Fuentes: Banco Mundial, FMI, Haver y BBVA Research

1: Las estimaciones se basan en los volúmenes de exportación e importación implícitos en los últimos datos de comercio del WDI del Banco Mundial (2009) correspondientes a los combustibles, los alimentos y los minerales. Los precios de referencia que se asumen para cada subgrupo de materias primas son: petróleo Brent (113 USD/bbl); soja CBOT (13 USD/ fanega) y cobre CBOT (8.495 USD/tonelada).

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

## Análisis Económico

## Calendario: indicadores

## Europa

**Agustín García Serrador**  
agustin.garcia@grupobbva.com  
+34 91 3747938

## EE.UU.

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

## Asia

**Fielding Chen**  
fielding.chen@bbva.com.hk  
+852 25823297

## Zona euro: inflación del IPCA (febrero, 16 de marzo)

<b>Previsión:</b> 2,4% a/a	<b>Consenso:</b> 2,4% a/a	<b>Anterior:</b> 2,3% a/a
----------------------------	---------------------------	---------------------------

**Comentario:** esperamos que el índice general de precios se confirme en el 2,4% a/a en febrero, tras el 2,3% a/a registrado el mes anterior. Nuestra previsión sugiere que, al igual que en los meses precedentes, la razón que subyace a este aumento de la inflación son los precios más elevados de la energía. Además, esperamos una ligera aceleración en la inflación subyacente debido a componentes como los servicios y los alimentos elaborados, pero que permanezca en niveles bajos (1,2% a/a). Los últimos precios del petróleo siguen siendo el principal riesgo alcista para el índice de precios al consumo, sin que se perciban aún signos de efectos secundarios. **Repercusión en los mercados:** una inflación subyacente por encima de lo previsto podría afectar negativamente a los mercados, dado que cualquier preocupación que surgiera acerca de los efectos secundarios se interpretaría como el detonante de una política monetaria más estricta por parte del BCE.

## EE.UU.: precios al consumo, subyacente (febrero, 17 de marzo)

<b>Previsión:</b> 0,4%, 0,1% m/m	<b>Consenso:</b> 0,4%, 0,1% m/m	<b>Anterior:</b> 0,4%, 0,2% m/m
----------------------------------	---------------------------------	---------------------------------

**Comentario:** en enero, los índices de precios al consumo general y subyacente se incrementaron en un 0,4% y un 0,2% respectivamente, en términos desestacionalizados. Al igual que en los meses anteriores, los impulsores principales del aumento del índice de precios al consumo fueron la energía, las materias primas y los precios de los alimentos, responsables de más de dos tercios del aumento total de los precios. Por su parte, los índices del alojamiento, alquiler y renta equivalente de los propietarios han seguido incrementándose. El índice del precio de la vivienda, que constituye más del 40% del IPC general, experimentó por primera vez una subida intermensual tras haber caído durante 18 meses consecutivos. En febrero, aunque se prevé que el traslado de los precios generales a los subyacentes sea limitado, los precios de las materias primas, la energía y los alimentos siguieron aumentando. Por consiguiente, esperamos que los precios al consumo también aumenten considerablemente, a un ritmo similar al del mes anterior. **Repercusión en los mercados:** todo aumento significativo en los precios subyacentes provocaría debates acerca del efecto de traslado, y podría ser indicio de presiones inflacionistas y de un aumento de las primas de inflación en los mercados de renta fija.

## EE.UU.: producción industrial (febrero, 17 de febrero)

<b>Previsión:</b> 0,7% m/m	<b>Consenso:</b> 0,6% m/m	<b>Anterior:</b> -0,1% m/m
----------------------------	---------------------------	----------------------------

**Comentario:** la producción industrial cayó un 0,1% en enero y sorprendió a los mercados a la baja. Las últimas tendencias apoyan nuestra visión de que la producción industrial aumentará notablemente en febrero. En el mes precedente, aunque los precios de los materiales cayeron un 0,3%, los productos finales subieron un 1,1% en términos intermensuales. A pesar de la recuperación económica iniciada desde mediados de 2009, la utilización de la capacidad sigue estando muy lejos de del máximo. La utilización total de la capacidad fue de un 76,1% en enero, debido principalmente al exceso existente en el sector de la producción manufacturera. Esperamos que la utilización total de la capacidad llegue al 76,4% en febrero. **Repercusión en los mercados:** una caída de la producción industrial sería indicio de desaceleración de la recuperación económica en el 1T11 y provocaría una caída en el mercado de valores.

## La India: inflación del IPM (febrero, 14 de marzo)

<b>Previsión:</b> 8,3% a/a	<b>Consenso:</b> 7,8% a/a	<b>Anterior:</b> 8,2% a/a
----------------------------	---------------------------	---------------------------

**Comentario:** prevemos que la inflación de febrero habrá aumentado ligeramente como consecuencia de los nuevos incrementos de dos dígitos en los precios de los alimentos, que siguen siendo los mayores impulsores de la inflación de la India. El reciente aumento de los precios del petróleo internacional también contribuye a las presiones inflacionistas. Las autoridades tratan de contener la inflación hasta el 7,0% a finales de marzo, pero aún así seguiría por encima de la zona confortable del 5-6%. Para lograrlo, el BRI subió sus tipos de referencia en enero en 25 pb, el séptimo incremento efectuado desde marzo de 2010. **Repercusión en los mercados:** una inflación por encima de lo previsto daría alas a las expectativas de nuevas medidas de ajuste monetario. Según nuestras previsiones, el BRI volverá a subir los tipos de referencia de nuevo, en otros 25 pb, en la próxima reunión sobre política monetaria que tendrá lugar el 17 de marzo.

## 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	0	5
		Tipo 2 años	0,63	-5	-16	-31
		Tipo 10 años	3,37	-12	-27	-33
	EMU	3-meses Euribor	1,18	1	9	53
		Tipo 2 años	1,67	-10	21	62
		Tipo 10 años	3,22	-6	-9	5
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,383	-1,1	0,9	0,5
		Libra-Euro	0,86	0,2	1,2	-5,0
		Franco Suizo-Euro	1,29	-0,3	-1,8	-11,4
	América	Argentina (peso-dólar)	4,03	0,0	0,4	4,4
		Brasil (real-dólar)	1,66	1,1	0,0	-5,8
		Colombia (peso-dólar)	1872	-1,2	-0,9	-1,4
		Chile (peso-dólar)	482	1,7	1,1	-6,8
		México (peso-dólar)	11,97	-0,3	-0,7	-4,6
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,77	0,0	0,0	-2,5
		Japón (Yen-dólar)	82,81	0,6	0,5	-8,4
	Asia	Corea (KRW-dólar)	1123,90	0,5	1,4	-0,2
		Australia (AUD-dólar)	1,001	-1,0	-1,0	9,3
	MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)		114,4	-1,4	12,3
Oro (\$/onza)		1416,5	-1,0	3,9	28,6	
Metales		616,5	-1,4	0,2	23,2	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10427	-0,7	-4,7	-5,9
		EuroStoxx 50	2891	-2,0	-4,7	-0,3
		EE.UU. (S&P 500)	1295	-2,0	-2,0	12,6
	América	Argentina (Merval)	3406	-1,8	-2,8	44,3
		Brasil (Bovespa)	66041	-2,9	2,8	-4,8
		Colombia (IGBC)	14863	-3,4	2,5	25,2
		Chile (IGPA)	20925	-3,0	-1,6	17,4
		México (CPI)	35891	-2,7	-3,0	10,2
		Perú (General Lima)	21625	-4,6	-5,9	50,4
		Venezuela (IBC)	67613	0,0	1,6	18,8
	Asia	Nikkei225	10254	-4,1	-3,4	-4,6
		HSI	23250	-0,7	0,4	9,6
	Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	103	4	7
Itraxx Xover			393	4	-3	-18
Riesgo Soberano		CDS Alemania	48	1	-5	22
		CDS Portugal	504	22	71	393
		CDS España	257	20	21	162
		CDS EE.UU	44	0	-2	---
		CDS Emergentes	215	2	2	-2
		CDS Argentina	619	9	20	-387
		CDS Brasil	115	0	-4	-2
		CDS Colombia	115	0	-5	-23
		CDS Chile	68	-5	-10	-8
		CDS México	109	0	-10	2
		CDS Perú	116	5	1	-1

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 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.**