

Madrid, 11 de abril 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

EE.UU.
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
+1 713 881 0663

Los bancos centrales en primer plano

Ya tenemos más pistas acerca de cómo implementarán su política monetaria el BCE y la Reserva Federal (FED). Por un lado, el BCE subió los tipos de interés en 25 pb, tal como se esperaba. Aunque la declaración sobre política monetaria del BCE fue menos agresiva, Trichet mantuvo un tono duro e hizo fuertes advertencias sobre la posibilidad de los efectos de segundo ronda. Mantenemos por tanto nuestra previsión de que en la reunión de julio se producirá una subida adicional de 25 pb. Después de eso, creemos que el BCE esperará hasta que: i) se conozcan las pruebas de esfuerzo de los bancos europeos, ii) se aborden los problemas de liquidez y iii) se pueda cifrar el impacto de los precios del petróleo en la economía. Por otro lado, las actas de la reunión de la FED confirman nuestro escenario de que el programa de compra de activos (QE2) se implementará tal como se había planeado y que no se producirán subidas de los tipos en 2011. La FED ve las perspectivas económicas más equilibradas, y que los riesgos de inflación se inclinan al alza, aunque ven el incremento de los precios del petróleo temporal. En nuestra opinión, el grado de repercusión de la energía en los índices de la inflación subyacentes es un factor a seguir, ya que puede dar pistas futuros movimientos de la FED. Además, China volvió a subir los tipos de interés en 25 pb, con lo que se acerca al final de su ciclo de ajuste. Esperamos otra subida más en 2011 y un aumento de 100 pb en el coeficiente de reservas obligatorias. En Perú también se subieron los tipos de interés esta semana.

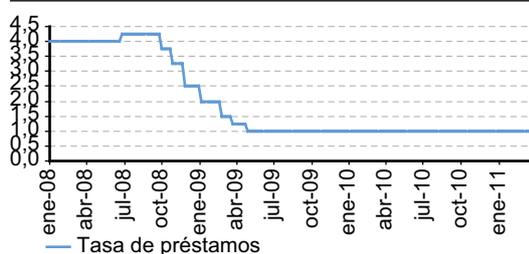
El rescate portugués no es un evento significativo

El mercado ya llevaba tiempo esperando el rescate de Portugal. Aunque creemos que esta decisión es un paso para reducir la incertidumbre del mercado, no esperamos que la prima de riesgo de Portugal se reduzca de forma significativa. Los detalles del rescate todavía tienen que definirse. Se prevé que el rescate ascienda a cerca de 80.000 millones de euros y se financiará mediante un préstamo condicional de la FEEF/MEEF y el FMI. El plan se centrará más en las reformas estructurales que en la consolidación fiscal. Una señal positiva para la prima de riesgo de la zona euro es que España no se ha visto contagiada. Aunque el BCE y el FMI apoyaron los avances que se han hecho en cuanto a las reformas estructurales, España debe continuar con los esfuerzos por acelerar las reformas. En nuestra opinión, la crisis de la deuda soberana europea está mejorando, pero todavía no se ha resuelto por completo.

En el terreno económico, el asunto más relevante es hasta qué punto los indicadores se están viendo afectados por el impacto del aumento de los precios del petróleo. La próxima semana, China publicará datos importantes como la inflación y los nuevos préstamos junto con otros indicadores. En EE.UU. se publicará el IPC y las cifras de producción industrial de marzo.

Gráfico 1

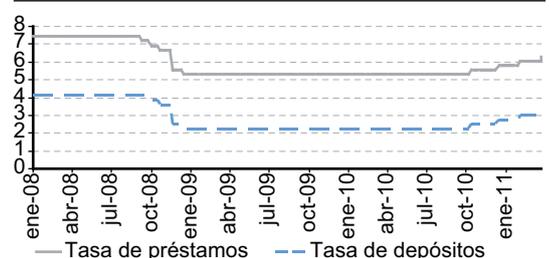
Tipo del BCE



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2

Tipos de interés de China



Fuente: Bloomberg

Mercados →

Destacados →

Calendario →

Datos Mercado →

Destacados

Petróleo: una sola crisis, pero distintos resultados en Brasil y México

México recibirá un impulso cíclico, mientras que en Brasil el impacto inmediato es negativo.

El diferencial de crecimiento entre EE.UU. y la zona euro se ampliará...

...ya que el petróleo y las restricciones de la política monetaria harán mella en el crecimiento de la UEM.

Análisis de Mercados **Mercados**

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

Global FX
Estrategia jefe
Dustin T. Reid
Dustin.Reid@bbvany.com
+1 212 7281707

Global Interest Rates
Interest Rates Europe and USA
José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

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

Nueva ronda de recapitalización de los bancos europeos

La deuda financiera ha estrechado significativamente en la última semana por dos motivos: i) la nueva ronda de recapitalización de bancos europeos, así Commerzbank anuncio una recapitalización de EUR11bn y por su parte Intesa San Paolo anunció una ampliación de capital de EUR5bn. Estas ampliaciones de capital son muy positivas desde el punto de vista de crédito y permitirá a estas entidades afrontar los stress-test en una posición de fortaleza, y ii) el anuncio por parte del banco central de Irlanda de que los bonistas de deuda senior no sufrirán haircut, al menos los tenedores de deuda senior de aquellos bancos irlandeses que fueron sometidos el pasado jueves a los stress test del Banco Central de Irlanda.

Sin apenas reacción a la petición de ayuda de Portugal

Fitch rebajó de forma generalizada el rating de los covered bonds portugueses. En general, la reacción del mercado al rescate de Portugal ha sido mínima con escaso efecto de contagio en España. Así, el CDS a 5 años de España amplió tan solo 2pb tras el anuncio del rescate, situando en 203pb.

Break-Even en EE.UU. en máximos históricos

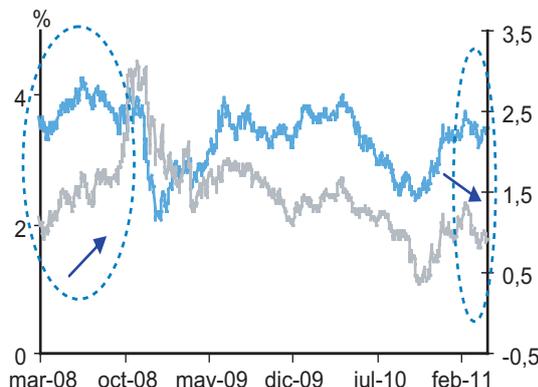
El movimiento de la última semana de la curva de Treasuries se ha visto muy influido por los comentarios de miembros de la FED. Estos han estado segados tanto hacia el lado "hawkish" como hacia el "dovish", poniendo de manifiesto un cierto grado de discrepancia en la FED sobre el riesgo que supone la inflación (de hecho, la minutas de la última reunión publicadas esta semana han reflejado un aumento de la atención a la reciente ampliación de los Breakeven). Estos se encuentran en máximos desde 2008, aunque a diferencia de ese periodo, ahora este movimiento se justifica no sólo por la presión alcista de los nominales si no también por el movimiento bajista de los reales (estos de hecho han corregido cerca de 40 p.b. desde finales de febrero). Este perfil puede estar reflejando i) que aunque la prima de riesgo global se ha relajado se mantiene aún algo de demanda por los activos "safe-haven" y ii) cierto escepticismo en el mercado sobre la mejora cíclica en EE.UU e incertidumbre sobre la continuidad de esta una vez se retiren los estímulos actuales. De cara al futuro no podemos descartar que algunos factores actuales sigan presionando al alza las expectativas de inflación sobre todo mientras los precios de las materias primas pueden seguir generando volatilidad (el Brent en 122 dólares/barril) . Aún así este movimiento debería ser limitado en términos de tipos nominales, ya que estos deberían quedar anclados por los tipos reales. De hecho esto en parte ya se esta viendo, mientras que el 2A ha alcanzado los máximos de febrero, el 10A todavía se encuentra a 20p.b. de sus niveles máximos.

Persiste el entorno "carry trade" en el mercado de divisas

El dólar sigue registrando un comportamiento peor que el resto de divisas importantes, y sólo el yen lo ha hecho peor en la última semana. De hecho, persiste un entorno de "carry trade" procíclico, y, en este sentido, divisas de alto rendimiento como el real brasileño y otras divisas relacionadas con materias primas ofrecen un rendimiento superior. La amenaza de una nueva intervención del G-7 hace que el mercado de divisas reduzca sus posiciones en divisas de bajo rendimiento en favor de divisas de alto rendimiento en lo que el mercado considera como una "operación casi libre de riesgo".

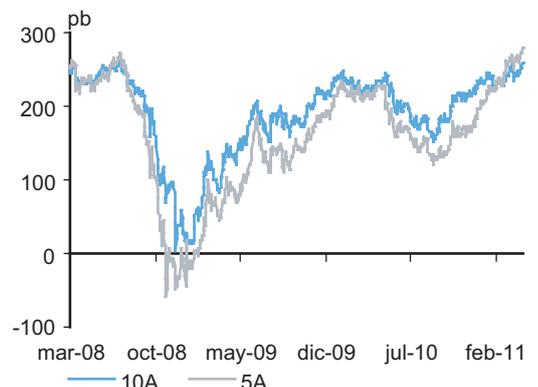
- Home →
- Destacados →
- Calendario →
- Datos Mercado →

Gráfico 3
Gob EEUU a 10A: tipos nominal y real



Nota: sacado de los TIPs
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4
Breakevens del tesoro de los EEUU



Nota: sacado de los TIPs
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Análisis Económico

Destacados

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

Brasil
Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@grupobbva.com
+34 915376887

EE.UU.
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
+1 713 881 0663

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

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

Los precios del petróleo: una sola crisis pero distintos resultados en Brasil y México

El impacto de una crisis petrolera depende del papel que tenga el petróleo en la economía en cuestión, es decir, se trata fundamentalmente de si el país es exportador o importador de petróleo. Los países exportadores de petróleo se benefician de la avalancha de entradas de capital extranjero procedente de los países importadores, pero el efecto final en sus economías depende de factores específicos como: i) el mecanismo de distribución de los ingresos inesperados del petróleo (pagos) entre ahorros y gastos y ii) la posibilidad de amortiguar el impacto de los costes para las empresas y los hogares.

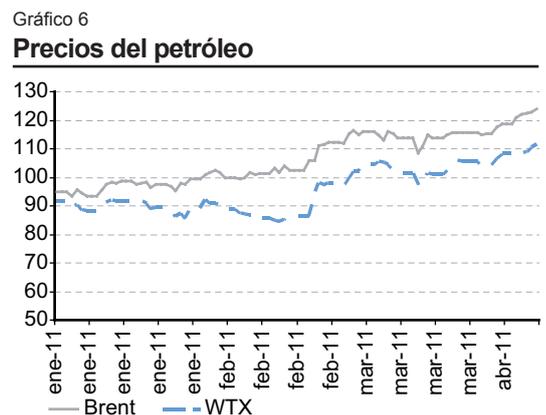
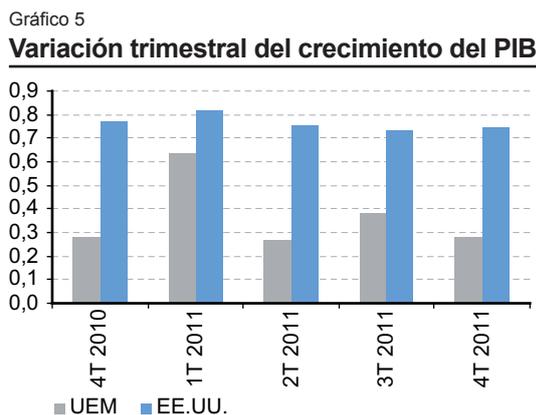
México es un país exportador donde la extracción y la distribución del petróleo es un monopolio público. El gobierno obtiene un tercio de los ingresos totales del petróleo y, en el caso de que haya ingresos no contemplados en los presupuestos, sólo un tercio se guarda en fondos de estabilización. Además, hay una subvención implícita en el precio de la gasolina que podría reducir el impacto de unos costes más elevados en un nivel cercano al 1% de la renta de las familias en 2011. Como consecuencia de ello, parece que México disfrutará de un impulso cíclico como consecuencia de los precios del petróleo en combinación con el impacto positivo derivado de su estrecha relación con el crecimiento de la economía de EE.UU. Hay algunas presiones alcistas sobre la inflación que podrían limitar el crecimiento real de la renta disponible, pero las subvenciones y las menores presiones de demanda limitarán el aumento de los precios.

En Brasil, el aumento de los precios del petróleo debería facilitar la financiación de los proyectos del presal y estimular, por tanto, la producción de petróleo en el futuro. Sin embargo, el impacto inmediato de la crisis petrolera es negativo, especialmente porque alimenta las presiones inflacionistas. El aumento de los precios del petróleo, junto con una demanda interna todavía demasiado fuerte, son dos de las razones por las que los resultados de la inflación se han situado por encima de lo previsto en los últimos meses, hasta llegar al 6,3% a/a en marzo. Las expectativas para finales de marzo se han elevado a una cifra en torno al 6,0% a/a, muy por encima de la meta del 4,5% a/a. Aunque el Banco Central parece ser ahora más tolerante con respecto a la inflación (lo que implicaría pérdidas en términos de credibilidad), la implementación de algunas políticas restrictivas limitará el crecimiento del PIB a un 4% como mucho este año.

El diferencial de crecimiento entre EE.UU. y la zona euro se ampliará

Los indicadores de confianza se deterioraron ligeramente en marzo, tanto en EE.UU. como en la zona euro. Este resultado sugiere que la actividad económica de ambas zonas ha llegado a su nivel máximo en el 1T tras experimentar una aceleración mayor de lo previsto. No obstante, no existen pruebas de que la economía de la zona euro ni la de EE.UU. vayan a enfrentarse a una fuerte desaceleración en próximo trimestre. Sin embargo, en un contexto de consolidación fiscal, tanto el aumento de los precios del petróleo debido los disturbios de la región MENA como la subida de los tipos de interés (prevemos que en 2011 el BCE aumentará los tipos de interés en 50 pb), moderarán la tasa de crecimiento de la zona euro en los próximos trimestres, especialmente en la segunda mitad del año. Así, el PIB de la zona euro se incrementará en un 1,7% en 2011, a un ritmo similar al crecimiento del PIB registrado en 2010. En EE.UU., el impacto del aumento de los precios del petróleo contrarrestará las tendencias positivas observadas en el empleo y la inversión, lo que impedirá una mayor aceleración de la actividad económica y eliminará el riesgo al alza para nuestras previsiones. Por consiguiente, prevemos que las tasas de crecimiento del PIB de EE.UU. en los próximos semestres se mantendrán en un nivel similar o ligeramente por debajo de las del 1T11. Mantenemos, pues, nuestra previsión de crecimiento del PIB de EE.UU. para todo 2011 en el 3,0%. La combinación de una desaceleración de la tasa de crecimiento de la zona euro y unas tasas de crecimiento estables en EE.UU. parece indicar que el diferencial de crecimiento del PIB entre EE.UU. y la zona euro se ampliará, especialmente en el segundo semestre del año, lo cual podría impedir la apreciación del euro frente al dólar estadounidense.

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



Análisis Económico

Europa

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

EE.UU.

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

Asia

Xia Le
xia.le@bbva.com.hk

Calendario: indicadores

Zona euro: producción industrial (febrero, 13 de abril)

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

Comentario: creemos que la producción industrial habrá seguido aumentando en febrero, ya que los datos preliminares disponibles hasta marzo reflejaban un sector industrial fuerte a comienzos del año. Los datos preliminares también sugieren que la recuperación industrial se moderará probablemente en los próximos meses, aunque los pedidos nacionales podrían tomar el protagonismo y complementar la demanda externa. **Repercusión en los mercados:** los mercados podrían interpretar una sorpresa muy negativa como una moderación del crecimiento económico mayor de la anticipada.

Zona euro: inflación del IPCA (marzo, 15 de abril)

Previsión: 2,6% a/a	Consenso: 2,6% a/a	Anterior: 2,4% a/a
---------------------	--------------------	--------------------

Comentario: creemos que los datos definitivos del IPCA confirmarán que la inflación al consumo se ha acelerado aún más en marzo, a un ritmo un poco más rápido del que se había anticipado inicialmente. Las causas que hay detrás este incremento mensual son los precios más elevados de las materias primas, pero también una ligera aceleración de la inflación subyacente, debido al esperado repunte de los precios de los bienes industriales no energéticos una vez concluidas las rebajas de invierno. Es probable que los precios de los alimentos elaborados hayan seguido aumentando, mientras que la inflación del sector servicios habría permanecido por lo general estable. En particular, los cambios metodológicos acerca de los componentes estacionales podrían acrecentar la inflación subyacente. **Repercusión en los mercados:** una gran sorpresa en la inflación subyacente, podría interpretarse como una prueba más de los efectos del aumento de los precios de las materias primas sobre una inflación al consumo más elevada y más persistente, lo que alimentaría los temores de que se produjeran efectos de segundo orden en los próximos meses.

EE.UU.: índice de precios al consumo, subyacente (marzo, 15 de abril)

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

Comentario: en febrero, los precios al consumo subieron debido al aumento de los precios del petróleo y de los alimentos. Dentro de los índices de los precios subyacentes, los precios del alojamiento ya han dejado de ser un lastre para la inflación subyacente. Estos precios han aumentado una media del 0,1% m/m durante los últimos cinco meses. Creemos que los recientes aumentos que se han producido en los precios del petróleo son temporales y, por consiguiente, no suponen una amenaza a largo plazo para la estabilidad de precios, al menos por ahora. Esperamos, no obstante, que los precios del petróleo van a seguir aumentando, y harán subir aún más el índice general de precios. Sin embargo, el efecto pass-through del aumento de los precios de la energía a los precios subyacentes seguirá siendo limitado. **Repercusión en los mercados:** si aumentaran más de lo que esperan los mercados, podría indicar un traslado mayor de los precios del petróleo y de los alimentos a la inflación subyacente y podrían aumentar las expectativas de inflación.

EE.UU.: índice de producción industrial (marzo, 15 de abril)

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

Comentario: en los dos primeros meses de 2011, la producción industrial (PI) fue más lenta de lo esperado. Aunque la producción manufacturera regional, el índice ISM manufacturero y el índice ISM de servicios apuntan a una fuerte actividad económica, la Reserva Federal anunció que la PI aumentó una media del 0,1% m/m en los dos últimos meses, en comparación con la media del 0,6% de 2010. Según nuestras previsiones, la PI subirá aproximadamente un 0,7% m/m, lo que indicaría una sólida actividad económica en marzo, en línea con otros indicadores macroeconómicos. **Repercusión en los mercados:** si la producción industrial se mantiene relativamente estable en marzo, los mercados financieros cuestionarían la sostenibilidad y la fortaleza de la recuperación económica, lo que podría afectar negativamente a los mercados bursátiles.

China: crecimiento real del PIB (1T2011, 15 de abril)

Previsión: 9,3% a/a	Consenso: 9,3% a/a	Anterior: 9,8% a/a
---------------------	--------------------	--------------------

Comentario: el PIB del primer trimestre se seguirá con atención en busca de indicios de un aterrizaje suave después del rápido crecimiento del año pasado (10,3% para todo el año). Los datos del PIB se publicarán junto con un lote de indicadores mensuales entre los que se incluyen la inflación y el crecimiento del crédito. Prevemos que el PIB del 1T se moderará hasta el 9,3% a/a, lo que es coherente con la tendencia a la desaceleración de las ventas minoristas y del crecimiento del crédito en enero/febrero y con las recientes medidas de ajuste monetario adoptadas por las autoridades, incluida la nueva subida de los tipos de interés efectuada este miércoles. **Repercusión en los mercados:** un valor más fuerte de lo previsto podría reavivar la inquietud por que se tomen medidas de ajuste más agresivas, con las subsiguientes consecuencias negativas para los mercados financieros.

Home



Mercados



Calendario



Datos Mercado



Datos de los Mercados

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual	
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,29	-2	-2	-1	
		Tipo 2 años	0,82	2	13	-23	
		Tipo 10 años	3,59	15	12	-29	
	EMU	3-meses Euribor	1,29	4	12	65	
		Tipo 2 años	1,90	8	17	93	
		Tipo 10 años	3,48	11	19	32	
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,444	1,6	3,8	7,2	
		Libra-Euro	0,88	-0,2	2,6	0,5	
		Franco Suizo-Euro	1,32	0,0	1,8	-8,4	
	América	Argentina (peso-dólar)	4,05	-0,1	0,6	4,5	
		Brasil (real-dólar)	1,58	-2,6	-4,7	-11,0	
		Colombia (peso-dólar)	1816	-2,0	-3,2	-5,7	
		Chile (peso-dólar)	470	-1,2	-1,7	-8,9	
		México (peso-dólar)	11,74	-0,8	-1,8	-3,7	
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,77	-1,4	0,0	-2,5	
		Japón (Yen-dólar)	85,20	1,2	2,9	-8,6	
	Asia	Corea (KRW-dólar)	1082,65	-0,4	-3,1	-2,7	
		Australia (AUD-dólar)	1,054	1,6	4,4	13,0	
	MMPP (Var %)		Brent de petróleo (\$/b)	124,5	4,9	7,4	46,8
			Oro (\$/onza)	1470,0	2,9	2,7	26,5
		Metales	634,3	1,5	2,9	25,2	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10918	1,8	3,4	-4,2	
		EuroStoxx 50	2986	0,8	1,7	-0,2	
		EE.UU. (S&P 500)	1339	0,5	1,5	12,1	
	América	Argentina (Merval)	3457	-0,4	0,0	38,9	
		Brasil (Bovespa)	69139	-0,2	2,8	-3,2	
		Colombia (IGBC)	14669	2,1	-3,4	18,6	
		Chile (IGPA)	22359	0,6	5,3	24,6	
		México (CPI)	37472	-0,8	2,8	10,7	
		Perú (General Lima)	21148	-1,9	-4,6	34,4	
		Venezuela (IBC)	70366	0,1	4,1	17,1	
	Asia	Nikkei225	9768	0,6	-7,8	-12,8	
		HSI	24396	2,5	2,5	9,9	
	Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	96	-2	-5	17
Itraxx Xover			363	-11	-23	-58	
Riesgo Soberano		CDS Alemania	38	-6	-10	5	
		CDS Portugal	549	-21	51	389	
		CDS España	204	-14	-49	74	
		CDS EE.UU	40	0	-3	---	
		CDS Emergentes	196	-4	-10	-21	
		CDS Argentina	562	-13	-29	-313	
		CDS Brasil	107	-3	-3	-18	
		CDS Colombia	104	-4	-8	-37	
		CDS Chile	59	-4	-6	-26	
		CDS México	101	-2	-5	-13	
		CDS Perú	132	-7	20	10	

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.