BBVA | RESEARCH

Observatorio Semanal
Global

Madrid, 16 de mayo de 2011

Análisis Económico

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

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

María Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@grupobbva.com
+34 91 537 66 83

Javier Amador
javier.amador@grupobbva.com
+34 91 537 3161

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com
+34 91 537 84 32

Mercados →
Destacados →
Calendario →
Datos de Mercados →

El riesgo soberano en el punto de mira

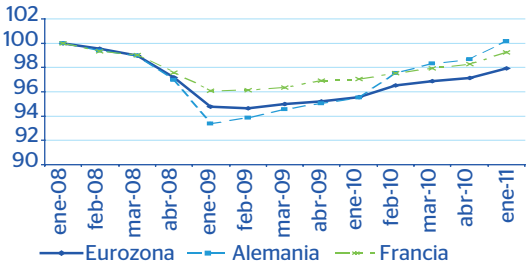
El riesgo soberano europeo vuelve a ser una vez más el centro de atención. El paquete de ayuda del FMI y la UE a Grecia no será suficiente si Grecia no accede a los mercados financieros en 2012. Esta noticia provocó temores de una inminente reestructuración de la deuda griega, lo que a nuestro juicio es improbable a corto plazo (ver Destacados). Además, Standard &Poor's rebajó la calificación de la deuda griega a B. También ha habido mucho ruido acerca del apoyo de los parlamentos de Finlandia y Alemania al paquete de rescate de Portugal, cuya aprobación se espera en la reunión que celebrará el ECOFIN el martes, donde se podría discutir ad igualmente el paquete de ayuda a Grecia, aunque no anticipamos ningún acuerdo hasta la reunión del Consejo Europeo del 24 de junio. En definitiva, el flujo de noticias sobre la deuda soberana seguirá siendo un factor determinante para la prima de riesgo europea en los próximos meses.

Fuerte tasa de crecimiento en el 1T11, pero con tendencia a moderarse

El crecimiento del PIB de la zona euro en el 1T11 subió un 0,8% t/t, por encima de nuestras expectativas de un 0,6% t/t, impulsado por un mayor dinamismo de la demanda interna. Además Alemania ya ha recuperado niveles del PIB previos a la crisis. Por otro lado, la actividad y la inflación de EE.UU. mostraron los efectos del aumento de los precios del petróleo. En China, los datos de abril mostraron que el crecimiento y la inflación sigue desacelerándose a medida que se endurecen las condiciones monetarias, pero la inflación sigue situándose por encima de las expectativas. En nuestra opinión, las autoridades chinas realizarán otras dos subidas de tipos de interés de 25 pb en el 2T/3T y aumentarán otros 100 pb en el coeficiente de reservas obligatorias. En América Latina, la actividad sigue siendo positiva. Los bancos centrales continúan su lucha contra el recalentamiento. Chile y Perú subieron los tipos de interés.

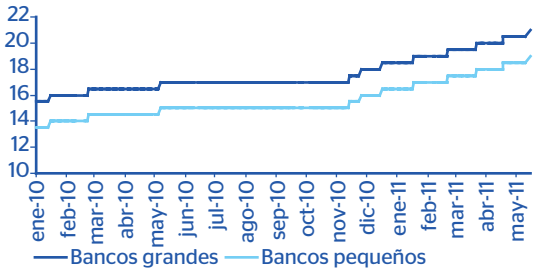
Esta semana: se publicará el IPC final de abril de la zona euro, esperamos que se confirme el incremento del 2,8%. Esta cifra se seguirá muy de cerca, después de que en la última encuesta de analistas se revisara al alza las previsiones de inflación para 2011 y 2012 en 0,6 pp y 0,1 pp, hasta el 2,5% y el 1,9% respectivamente, aunque las expectativas de inflación a largo plazo siguen ancladas en el 1,9%. En general, los últimos datos y declaraciones de los miembros del BCE están en línea con nuestras expectativas de que en la reunión de junio del BCE veremos cambios en el discurso que señalarán un incremento de los tipos de interés de 25 pb en julio. En EE.UU., se estará pendiente ante cualquier indicio que den las actas de la FED sobre el proceso de salida de las medidas no estándar.

Gráfico 1
PIB (Índice, T1 2008=100)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 2
China: Coeficiente de reservas obligatorias (CRO)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Destacados

Fuerte crecimiento de la economía mundial, pero con riesgos a la baja

Se prevé que el crecimiento global aumentará un 4,4% tanto en 2011 como en 2012.

Financiación de Grecia

A corto plazo espera una ampliación del apoyo financiero a Grecia.

Mayor inflación subyacente en EE.UU., pero todavía baja

No esperamos efectos de segunda ronda en la inflación de EE.UU.

Análisis de Mercados

Tipos de Interés Europa y EE.UU.
José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

FX Global

FX Europa
Victoria Torras
victoria.torras@grupobbva.com
+34 91 537 73 86

Equity Global y Crédito

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

Mercados

Impacto de la volatilidad del petróleo en la curva de tipos

La reciente volatilidad que están teniendo las materias primas, especialmente el petróleo, deriva de los siguientes factores: por una parte está habiendo un ajuste de posiciones excesivamente largas que se llevaban acumulando desde los últimos meses por el fuerte repunte en el precio y por otro lado las recientes actuaciones de algunas bolsas incrementando los márgenes necesarios ha obligado a muchos participantes a cortar sus posiciones lo que ha generado mucha volatilidad. Estas idas y venidas del precio del petróleo están teniendo un impacto directo en las curvas de tipos de interés, especialmente en los Break Even de inflación. Estros Break Even miden las expectativas que tiene el mercado sobre la inflación de índice general en los próximos años y se calculan como la diferencia entre el tipo nominal y el real. En este sentido el impacto del petróleo es doble: por una parte tiene una influencia directa sobre las expectativas de inflación del mercado a largo plazo y por otra parte influye directamente en los tipos reales ya que estos están vinculados con el crecimiento, un petróleo barato mejora las expectativas de crecimiento con lo que suben los tipos reales mientras que si el petróleo sube de precio pasa lo contrario.

La aversión al riesgo favorece la compra de USD

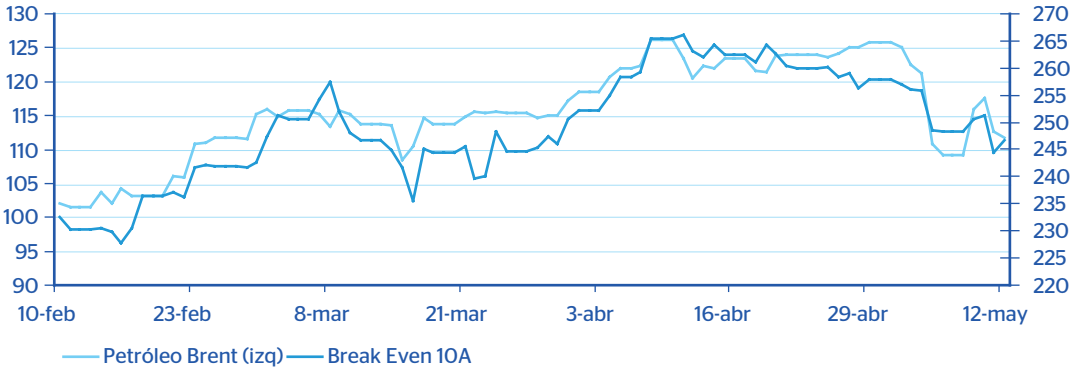
Con el incremento de la prima de riesgo global, el principal vector conductor del mercado es la aversión al riesgo, trasladando a segundo plano otros vectores como la dicotomía entre las expectativas de subida de tipos entre el BCE y la Fed derivadas fundamentalmente del incremento de la inflación y de las expectativas de crecimiento. Favoreciendo una compra generalizada de USD, acrecentada por un posicionamiento extremo neto corto de USD. En el caso del EURUSD, a la toma de beneficios de las materias primas -provocada por el aumento en los requerimientos de garantías del CME y por el aumento en IPC China reflejando la necesidad de endurecimiento política monetaria por parte del PBoC-, se le ha sumado por un lado un discurso menos "hawkish" de Trichet en la última reunión del BCE del día 5 mayo -recordar que al quitar las palabras "fuerte vigilancia" indicó que no habrá subida de tipos en junio-, y por otro se le ha sumado una creciente preocupación por la deuda periferia europea, en especial la de Grecia.

Aumento a c/p de la prima de riesgo bursátil

Las ligeras caídas de las bolsas a lo largo de los últimos días, descontando un escenario de crecimiento en 2011 menor del anteriormente estimado, se producen en un contexto de fuertes cesiones en la parte larga de las curvas de tipos de interés. Teniendo en cuenta la resistencia de los actuales BPA estimados por el consenso, particularmente tras la publicación de los resultados 1T'11 que han batido al consenso en ingresos y beneficios, lo que se está produciendo es un claro aumento, siquiera a c/p, de la aversión al riesgo en bolsas.

La razón es doble: por un lado, los datos macro más recientes, tanto en EEUU como en Europa y Asia, están permitiendo descontar en bolsa un escenario de crecimiento menor de lo previsto para 2011; por otro, el aumento del riesgo soberano ligado a esas peores expectativas cíclicas (el riesgo soberano es la otra cara de la moneda del riesgo cíclico) y a los rumores sobre Grecia.

Gráfico 3
Precio del petróleo y Break Even de inflación a 10A USA



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Home
Destacados
Calendario
Datos de Mercados

Análisis Económico

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com
+34 91 374 58 87

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

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

Destacados

Fuerte crecimiento de la economía mundial, pero con riesgos a la baja

La economía mundial sigue creciendo con fuerza, en torno a un 4,4% en 2011 y 2012, apoyada en las economías emergentes, que son responsables de las 3/4 partes del incremento. Sin embargo, los precios más elevados de las materias primas (especialmente el petróleo) introducen un riesgo para el crecimiento (incluso para los que podrían beneficiarse directamente del alto precio de exportación de las materias primas) y harán subir la inflación en la mayoría de las regiones, lo que adelantará el movimiento alcista de los tipos en la mayoría de los bancos centrales, aunque a ritmos diferentes. A la vez que se produce el choque global, persisten los riesgos locales. En Europa las presiones sobre el riesgo soberano. El ruido político por el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. aumentará la incertidumbre, aunque creemos que al final se efectuará el ajuste fiscal. Por último, continúan las presiones de recalentamiento en emergentes, con mayor riesgo en Latam que en Asia debido a que el aumento de los precios de las materias primas es positivo para Latam y negativo para Asia. Además, la desaceleración de Japón podría producir un deterioro en la actividad de Asia. Asimismo, los superávits por cuenta corriente en Asia son un amortiguador en comparación con Latam (véase Global Outlook).

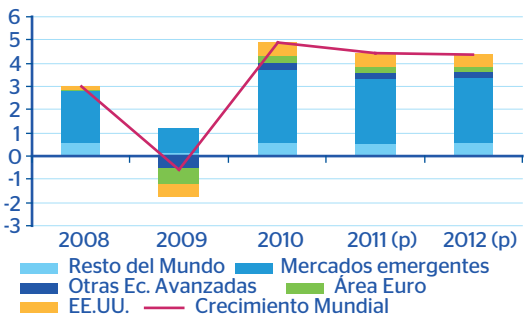
Financiación de Grecia

El paquete de ayuda del FMI y la UE a Grecia se diseñó bajo el supuesto de que Grecia podría acceder a los mercados financieros para cubrir parte de sus necesidades financieras después del 1T12. En las condiciones actuales, es muy improbable que este supuesto se cumpla, y debe encontrar otras formas de financiar sus necesidades. El gobierno ya ha anunciado un proceso de privatización para recaudar 50.000 mll de euros antes de 2015, pero estos ingresos no llegarán a tiempo. En nuestra opinión, la solución más probable a corto plazo es que el FMI y la UE amplíen el apoyo financiero a Grecia con condiciones muy estrictas. Así, prevemos que el plazo del crédito del FMI y la UE se ampliará a 7,5 años desde los 4 años actuales (ya se ha propuesto y sólo necesita ratificarse) y el tipo de interés del crédito se bajará en 100 pb, hasta el 4% (quizá de forma gradual y siempre y cuando se estén alcanzando los objetivos de consolidación fiscal). Además, será necesario un paquete de ayuda adicional de aproximadamente 50.000-90.000 mll de euros para cubrir los vencimientos de la deuda a largo plazo, hasta mediados de 2013 o 2014, respectivamente. Aunque es probable que los ministros de la UE debatan sobre el paquete de ayuda a Grecia en este ECOFIN, no anticipamos ningún anuncio oficial hasta la reunión del Consejo de la UE en junio, y muy posiblemente hasta después de las conclusiones de la revisión del FMI, la UE y el BCE del programa, que deberían estar listas a mediados de junio.

Mayor inflación subyacente en EE.UU., pero todavía baja

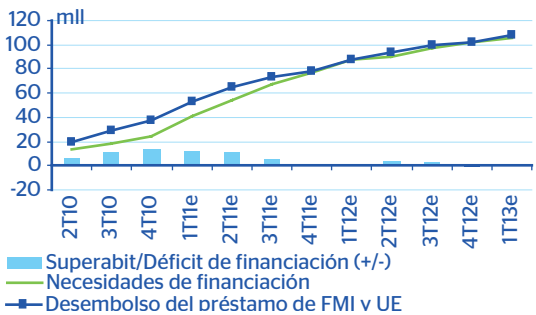
En abril, el IPC y la inflación subyacente se incrementaron en un 0,4% m/m y un 0,2% m/m, respectivamente. El IPC subieron un 3,2% a/a, el nivel más alto desde octubre de 2008. En noviembre, la tasa de inflación fue un 1,1% a/a. Este pronunciado incremento se debe a la combinación de una gran liquidez con el aumento de los precios de los alimentos y de la energía. Sin embargo, el traspaso de estos precios a la inflación subyacente sigue siendo limitado. Mientras que los índices de los precios de la energía y de los alimentos aumentaron un 19,0% y un 3,2% a/a respectivamente, los precios subyacentes (todos los artículos menos los alimentos y la energía) sólo aumentaron un 1,3% en el mismo periodo. Esperamos que el incremento de los precios de la energía sea temporal y que el efecto en la subyacente siga siendo limitado. En otros episodios similares el impacto sobre la inflación subyacente ha sido mínimo para EE.UU. y mucho menor que en la década de 1970 y de 1980. Por otro lado, las medidas de inflación subyacente indican un repunte reciente pero desde niveles muy bajos. Los precios de la vivienda representan un 40% de la inflación subyacente y tienen un fuerte impacto sobre la trayectoria futura de las tendencias de inflación. En 2011, esperamos que la tasa promedio de la inflación general y de la inflación subyacente suban hasta el 2,8% y el 1,3% a/a respectivamente, siempre y cuando los precios de la vivienda se estabilicen y caigan los precios de las materias primas en el 2S11.

Gráfico 4
Aportaciones al crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 5
Posición financiera del gobierno griego*



* Teniendo en cuenta el acceso de Grecia a los mercados financieros en 2012. Datos acumulados
Fuente: BBVA Research y FMI

Home
Mercados
Calendario
Datos de Mercados

Análisis Económico

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

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

India
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Calendario: Indicadores

Zona euro: inflación del IPCA (abril, 16 de mayo)

Previsión: 2,8% a/a	Consenso: 2,8% a/a	Anterior: 2,7% a/a

Comentario: esperamos que los datos del IPCA final confirmen que la inflación se aceleró en abril un 0,1 pp, frente a nuestras expectativas iniciales de estabilización. Los datos sugieren que el ligero aumento podría deberse a una mayor inflación de los alimentos y de algunos componentes de la inflación subyacente. En particular, no podemos descartar una aceleración ligeramente por encima de lo anticipado anteriormente en la inflación del sector servicios, debido al efecto base tras la fuerte desaceleración observada en abril del año pasado en combinación con el incremento habitual de los precios de los servicios en Semana Santa, como sugieren las cifras nacionales. **Repercusión en los mercados:** una gran sorpresa en la inflación subyacente, introduciría el riesgo de mayor impacto sobre la subyacente del aumento de las materias primas.

Zona euro: balanza comercial (marzo, 16 de mayo)

Previsión: -3.200 millones de €	Consenso: n.d.	Anterior: 2.400 millones de €

Comentario: es probable que el déficit comercial se ampliara en marzo. Se prevé que las exportaciones, apoyadas por la solidez de la demanda de las Economías Emergentes, habrán crecido a tasas similares a las de febrero. Por consiguiente, las exportaciones deberían haber tomado impulso en el conjunto del 1T. No obstante, se prevé que las importaciones habrán crecido a mayor ritmo en marzo, impulsadas principalmente por el aumento de los precios de las materias primas, después de haber registrado una desaceleración pronunciada en los meses precedentes. Además, las importaciones también deberían haber repuntado en el 1T, lo que parece indicar que la contribución de las exportaciones netas podría haber sido menor que en el 2S10. **Repercusión en los mercados:** una sorpresa muy negativa podría provocar inquietud acerca del ritmo de recuperación en los próximos trimestres.

EE.UU.: índice de producción manufacturera de Empire State (mayo, 16 de mayo)

Previsión: 18,5	Consenso: 20,0	Anterior: 21,7

Comentario: se prevé que el Índice de producción manufacturera de Empire State caerá en mayo, aunque se mantendrá positivo, lo que indica que un número mayor de fabricantes considera que las condiciones empresariales están mejorando. Es uno de los primeros índices regionales que se publicarán este mes y ofrecerá información muy valiosa sobre la actividad económica del sector manufacturero. Esperamos que la actividad económica del 2T11 sea más fuerte que la del 1T11. **Repercusión en los mercados:** una fuerte caída en el índice sería un signo de desaceleración de la actividad manufacturera.

EE.UU.: producción industrial (abril, 17 de mayo)

Previsión: 0,5% m/m	Consenso: 0,4% m/m	Anterior: 0,8% m/m

Comentario: En marzo, el índice subió un 0,8% m/m, un 5,9% por encima del nivel del año anterior. La actividad manufacturera subió un 0,7% m/m y la utilización de la capacidad del sector alcanzó el 75,3%, por debajo del nivel anterior a la crisis. El sector de servicios públicos repuntó un 1,7% m/m y la tasa de utilización del sector se incrementó hasta el 79,7%. En general, la tasa de utilización de la capacidad es un 77,4%, lo que muestra que todavía sigue habiendo capacidad ociosa en la economía. Prevemos que el índice de producción industrial habrá aumentado a un ritmo más lento en abril debido a los precios más altos del petróleo. **Repercusión en los mercados:** si el índice cayera en abril, probablemente aumentaría las dudas acerca del ritmo de recuperación y daría pie a que se hablara de recesión o de desaceleración de la economía.

La India: inflación del IPM (abril, 16 de mayo)

Previsión: 8,2% a/a	Consenso: 8,4% a/a	Anterior: 9,0% a/a

Comentario: la inflación se ha convertido en la mayor preocupación de la política monetaria de Asia Emergente, y la India está teniendo más dificultades que el resto de países. En este sentido, la publicación de las cifras de inflación de abril que tendrá lugar esta semana estará en el punto de mira, en especial después de que el RBI sorprendiera a los mercados a principios de este mes con una agresiva subida de los tipos de 50 pb. Prevemos que la inflación de abril habrá caído con respecto al mes anterior debido a los efectos base y a la moderación de los precios de los alimentos, pero no obstante seguirá siendo elevada. **Repercusión en los mercados:** un resultado por encima de lo previsto provocaría expectativas de una respuesta política aún más contundente, mientras que un resultado por debajo, mejoraría la confianza.

Home →
Mercados →
Destacados →
Datos de Mercados →

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,26	-1	-2	-18
		Tipo 2 años	0,55	0	-17	-23
		Tipo 10 años	3,22	7	-24	-23
	EMU	3-meses Euribor	1,42	0	9	74
		Tipo 2 años	1,81	5	-5	126
		Tipo 10 años	3,14	-3	-30	28
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,429	-0,8	-1,1	15,0
		Libra-Euro	0,88	-0,1	-1,2	3,0
		Franco Suizo-Euro	1,26	-0,1	-2,5	-10,0
	América	Argentina (peso-dólar)	4,08	0,0	0,6	4,7
		Brasil (real-dólar)	1,62	0,7	1,7	-10,1
		Colombia (peso-dólar)	1800	1,9	-1,1	-8,8
		Chile (peso-dólar)	467	-0,3	-1,0	-12,6
		México (peso-dólar)	11,63	0,1	-1,5	-7,3
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,77	-0,8	-1,6	-2,5
	Asia	Japón (Yen-dólar)	80,52	0,2	-3,9	-12,6
		Corea (KRW-dólar)	1086,55	0,7	-0,2	-5,0
		Australia (AUD-dólar)	1,070	-0,4	1,9	20,4
MMPP (Var %)		Brent de petróleo ($/b)	114,3	4,7	-7,0	48,1
		Oro ($/onza)	1514,3	1,2	3,9	22,8
		Metales	602,7	-0,1	-5,1	22,9
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10497	-1,1	-2,7	12,7
		EuroStoxx 50	2926	-0,9	-0,8	11,1
	América	EE.UU. (S&P 500)	1349	0,6	2,6	18,8
		Argentina (Merval)	3390	2,2	-0,5	53,2
		Brasil (Bovespa)	64003	-0,6	-3,7	0,9
		Colombia (IGBC)	14277	3,1	0,1	16,8
		Chile (IGPA)	23013	1,0	4,2	28,1
		México (CPI)	35161	-0,1	-5,9	10,5
		Perú (General Lima)	21484	-1,3	15,4	41,4
		Venezuela (IBC)	77434	0,8	10,0	24,0
	Asia	Nikkei225	9649	-2,1	0,1	-7,8
		HSI	23163	0,0	-4,0	15,0
Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	97	1	0	-12
		Itraxx Xover	358	4	-11	-154
	Riesgo Soberano	CDS Alemania	39	0	-3	-9
		CDS Portugal	627	-8	52	389
		CDS España	242	0	20	63
		CDS EE.UU	43	0	1	---
		CDS Emergentes	206	-1	8	-45
		CDS Argentina	587	-4	35	-344
		CDS Brasil	103	-1	-4	-28
		CDS Colombia	102	2	2	-56
		CDS Chile	60	0	1	-29
		CDS México	99	-1	-1	-29
		CDS Perú	135	-2	-14	5

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".

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.