

Madrid, 17 de enero 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.
Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 5382

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

Bancos Centrales y la inflación

Los precios de las materias primas son la causa de los recientes repuntes de la inflación, no sólo en Europa sino también en EE.UU. y en las economías emergentes. En Europa, el BCE se ha hecho eco de este entorno y ha adaptado su lenguaje más “hawkish” de lo que se esperaba, pero también subraya que el aumento de la inflación es transitorio. Nosotros compartimos este escenario, donde la inflación subyacente se mantiene ligeramente por encima del 1%. Los datos de EE.UU. también apuntan en la misma dirección. Por otro lado, en las economías emergentes con un crecimiento más fuerte, aumentan las preocupaciones sobre la inflación, especialmente en Asia, donde esta situación ha provocado respuestas de política económica. Tanto Tailandia, como Corea, subieron los tipos de interés la semana pasada alegando presiones inflacionistas (ver el [Observatorio Semanal de Asia](#)).

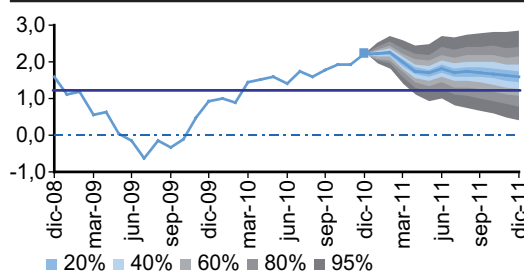
El riesgo soberano europeo experimentó cierto alivio después de que la demanda de las subastas de bonos de Portugal y España fuera mejor de lo previsto: la ratio de cobertura fue de 2,9 veces frente a 2,4 en la anterior subasta de bonos portugueses y de 2,1 veces frente a 1,6 en la anterior subasta de bonos española. Las propuestas para reforzar el EFSF, también han contribuido a reducir la prima de riesgo.

Países desarrollados en recuperación y presión de flujos en Emergentes

Los datos económicos muestran una ligera aceleración en el 4T en Europa. Nuestro indicador económico sintético calcula que el PIB podría haber crecido en torno al 0,5% t/t tras el 0,3% t/t registrado en el 3T. Además Alemania creció un 3,6% a/a en 2010, lo que supone una fuerte recuperación desde el -4,7% de 2009. La inflación de la zona euro aumentó hasta el 2,2% a/a en diciembre, que se explica sobre todo por los precios de las materias primas. En China, el crecimiento del crédito y de la M2 se mantuvo por encima del objetivo, lo que refuerza las expectativas de nuevas medidas de ajuste, mientras que el exceso de reservas de divisas presiona para que acelere el ritmo de apreciación de su moneda. En EE.UU., el IPC aumentó hasta el 1,5% a/a en diciembre; sin embargo, la inflación subyacente se mantiene baja (0,8% a/a). La recuperación de la demanda interna continuó en diciembre; las ventas minoristas y la producción industrial muestran unas ganancias saludables. Esta semana se publicarán en China: PIB del 4T, la inflación de diciembre y los precios inmobiliarios. En EE.UU. la atención se centrará en los datos de la vivienda y Europa en el Ecofin.

Gráfico 1

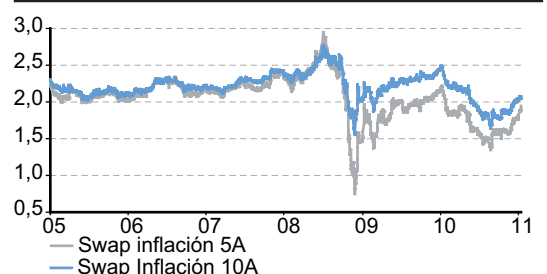
Zona Euro: Inflación (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Euro: Swaps de inflación



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



Destacados

Próxima reunión del Ecofin

El Ecofin podría ofrecer pistas sobre las propuestas para reforzar el EFSF. Pero nosotros sólo esperamos una vuelta a la normalidad una vez que se aclaren las perspectivas para la gobernanza a finales de marzo.

Portugal

Es necesario intensificar las reformas.

Exposición de España a Portugal

La exposición de España a Portugal en términos de comercio y de IED es limitada.

Análisis de Mercados **Mercados**

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

Estrategia
Estratega Jefe
Joaquín García Huerga, CFA
jghuerga@grupobbva.com
+34 91 374 68 30

Crédito Europa
Financieros
Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91374 56 84

Límites en el reciente repunte de tipos y de euro

Los activos en la zona Euro han experimentado un brusco cambio de comportamiento en las últimas jornadas, como consecuencia de dos elementos: por un lado y principalmente, un cambio en la percepción de riesgo soberano y financiero en la Zona Euro. En segundo lugar, ya en las últimas jornadas, un perfil algo más atento a los riesgos inflacionistas en la Zona como consecuencia de un discurso más preocupado al respecto por parte del BCE. El primer factor se ha reflejado sobre todo en los tipos de interés a través de la moderación del factor "refugio" en los bonos core (el 10A Govt alemán ha repuntado cerca de 25 p.b hasta volver a 3.05%). Esto se ha visto acompañado por una mejora en la valoración de bolsa en los sectores más afectados (financiero), por una moderación de los spreads de crédito y los core vs non-core así como por una apreciación del euro (cerca de 3 figuras frente a dólar y un 1% en T.C efectivo). Este perfil (sobre todo el de los tipos de interés) se ha visto posteriormente acentuado por el segundo factor: las referencias de Trichet a un contexto de inflaciones más sesgadas al alza a corto plazo han añadido más presión alcista a los tipos y consecuentemente al euro. Incluso teniendo en cuenta estos factores, nuestro escenario por ahora no se ve alterado en lo básico.

La contención del riesgo soberano da alas a los financieros, aunque con cautela

La contención del problema de la deuda soberana europea está actuando como un bálsamo sobre los mercados de renta fija, reduciendo la presión sobre los diferenciales a 10 años con respecto al bund alemán. Este contexto favorece principalmente al sector bancario vía futuro abaratamiento del funding, y por su exposición directa en balance a bonos soberanos.

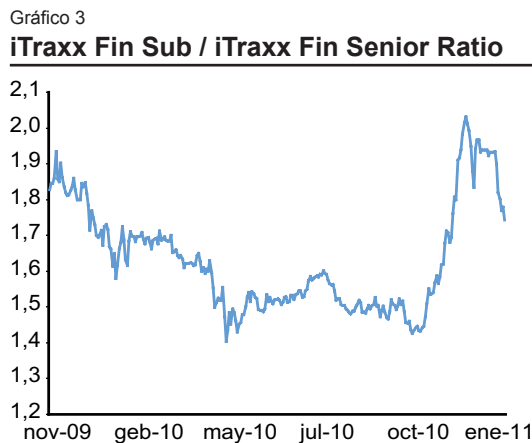
Sobre esta base, se está produciendo una rápida recuperación desde mínimos de Dic10 en el Eurostoxx50 (los financieros pesan un 26%). De esta manera, el selectivo europeo ha logrado recuperar niveles de resistencia técnica (2.850) e incluso perforar la barrera de los 2.900 puntos (infranqueable desde May10). No obstante, la continuación del rally dependerá de si las noticias que siguen llegando de "Bruselas" son favorables. En este sentido, manejamos la fecha clave del 4 de Febrero por la reunión de Jefes de Estado y de Gobierno.

El mercado de crédito continúa muy volátil

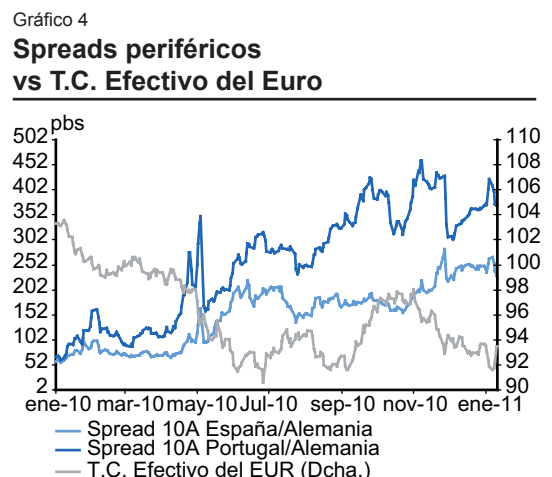
Tras el éxito de la subasta española y Portuguesa y sobre todo tras las noticias de posibles reforma del EFSF, los principales índices sintéticos experimentaron un estrechamiento significativo compensado las ampliaciones de la semana anterior. De esta forma el iTraxx Main y iTraxx SovX WE estrecharon respectivamente 10bps y 21 bps en lo que va de semana situándose en 106bps y 200bps.

En lo concerniente a los índices financieros, el Itraxx Fin Senior estrechó 26bps en lo que va de semana hasta los 183 bps compensando de esta forma la ampliación experimentada la semana pasada como consecuencia de la publicación el 6 de enero por parte de la Comisión Europea de un documento consultivo, con propuestas para un marco europeo sobre futuras quiebras bancarias, en la que se recogía un posible write-down de la deuda senior. Pensamos que el mercado sobrerreaccionó a la publicación de esta propuesta por tres razones: 1) en el texto se especifica que se refiere a medidas para crisis bancarias futuras y no la actual; 2) la lentitud de los procesos legislativos; y 3) los write-down no se aplicarán a la deuda senior ya emitida. El iTraxx Fin Subordinado, por su parte, estrechó alrededor de los 60 bps hasta los 312bps.

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



Source: Bloomberg



Source: Bloomberg and BBVA Research

Análisis Económico

Destacados

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com
+34 91 5373776

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com
+34 91 374 39 61

Próxima reunión del Ecofin

Se han puesto sobre la mesa algunas propuestas para reforzar el EFSF, incluidas algunas medidas cuantitativas y cualitativas. Ambos tipos de medidas se discutieron antes de la cumbre de diciembre y fueron rechazadas, pero ahora, una serie de declaraciones (entre otras las de Merkel, Barroso y Trichet) sugieren un avance en esa dirección. En cuanto a las medidas cuantitativas, la opción más factible sería permitir que el EFSF prestara el total de los 440.000 millones prometidos en mayo, ya que se reconoce que la capacidad actual está muy por debajo (en torno a 240.000 millones); el gobierno alemán no muestra unanimidad al respecto. En cuanto a las medidas cualitativas, una opción posible es que se permita que el fondo compre bonos en el mercado secundario (y por tanto libere al BCE de una tarea que sólo cumple de mala gana), pero también sería útil reducir los tipos que pagan los países a al EFSF a niveles más sostenibles, algo que ha sido mencionado por el Comisario Olli Rehn. Esperamos que se tomen decisiones para la próxima cumbre a principios de febrero, como muy pronto, más que en la reunión del Ecofin de la próxima semana, aunque vemos más probable una decisión final hacia finales de marzo, dentro de un paquete completo que incluya una solución satisfactoria para un régimen de resolución de la crisis y de los problemas de solvencia de los países que presentan ratios de deuda muy altas. Hasta que no se aborden con éxito esos asuntos, no esperamos que se normalicen las tensiones de la zona euro.

Portugal

Portugal ha sido el centro de atención esta semana por varias razones. En medio de rumores de rescate inminente, el Tesoro logró vender bonos hasta 2014 y 2020 con una sólida demanda y a unos tipos por debajo de lo previsto. El primer ministro avanzó que el objetivo de déficit público del 7,3 para 2010 se había cumplido con creces (la cifra final estará entre un 6,9 y un 7,1%). Aunque éste objetivo se logrará mediante la transferencia del fondo de pensiones de Portugal Telecom al Estado (1,5% del PIB), los ingresos finales también han sido superiores a lo que se esperaba (con un crecimiento del 5,3% en vez del objetivo del 4,5%). Además, el Banco de Portugal revisó a la baja sus previsiones del PIB para 2011, hasta el -1,3% por la contracción fiscal y de la escasez del crédito. Esta cifra está en línea con la previsión del FMI, en nuestra opinión es muy negativa. Aunque las previsiones sobre el consumo privado (-2,7%) podrían materializarse, dada la rápida caída de la confianza, los salarios más bajos y el IVA más elevado, la caída prevista de la inversión, un 6,8%, es demasiado negativa, especialmente si se tiene en cuenta la subida prevista en las exportaciones (5,9%). Nuestra previsión es que el PIB sufrirá una caída más moderada, cerca de un -0,5%. Pero el potencial de crecimiento sigue siendo todavía muy bajo y la cuenta corriente demasiado alta, sólo se va ajustando con mucha lentitud. Ambos hechos requieren una intensificación de las reformas estructurales, empezando por una rápida y decisiva implementación del paquete de reformas anunciado en diciembre.

Exposición de España a Portugal

La exposición de la economía española a Portugal se convierte en un asunto relevante debido a que se prevé que la economía portuguesa mostrará cifras negativas en 2011. Portugal es el cuarto mayor socio de España en cuanto a comercio de mercancías, pero sólo contribuye un 6% al total del comercio exterior español, lo que representa aproximadamente un 2% del PIB. Por tanto, si se produjera un fuerte deterioro en su economía, el impacto sobre la economía española sería negativo, aunque moderado. España está aún menos expuesta a Portugal en términos de intercambio en servicios. Sólo el 3,6% de la actividad del sector servicios se realiza con Portugal, lo que representa un 0,5% del PIB. Por lo que respecta a la IED, Portugal es el séptimo socio de inversión de España y mantiene un 5,7% del total de la inversión directa exterior, sin embargo los flujos hacia Portugal han mermado mucho en los últimos años. Un deterioro de la economía portuguesa afectaría a la IED española global principalmente a través del sector de intermediación financiera, pero la exposición de los bancos españoles más grandes a Portugal representa solamente un 1,4% del total de sus activos. En definitiva, la exposición de España a Portugal en términos de comercio y de IED es limitada.

Home



Mercados



Calendario

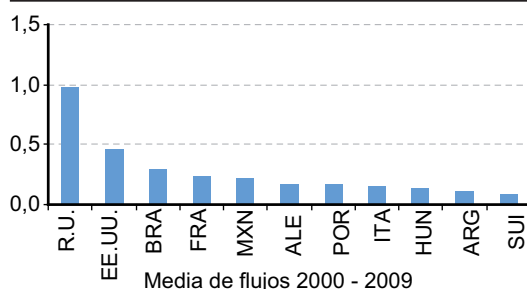


Datos Mercado



Gráfico 5

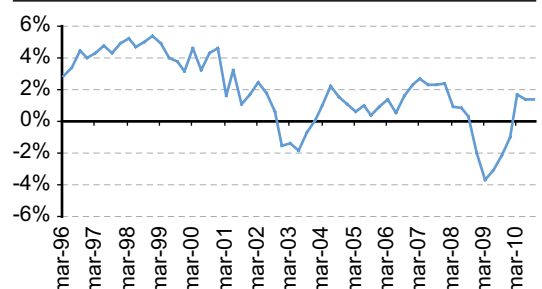
España: Flujos de IED



* Flujos de IED excluyendo operaciones FSHC
Fuente: MEH

Gráfico 6

Portugal: PIB a/a ch.



Fuente: INE

Análisis Económico

Calendario: Indicadores

Europa

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

EE.UU.

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

Ignacio San Martín

+1 713 881 0620
ignacio.sanmartin@bbvacompass.com

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Brasil

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@grupobbva.com
+34 91 537 68 87

Alemania: Índice Ifo de confianza empresarial (enero, 21 de enero)

Previsión: 109,9	Consenso: 109,8	Anterior: 109,9
-------------------------	------------------------	------------------------

Comentario: previsión de la confianza empresarial se estabilizará en enero, pero se mantendrá cerca de máximos históricos. Esta estabilización incluiría una ligera mejora de la situación económica actual, aunque se prevé que las expectativas de los próximos meses caerán un poco, ya que no es probable que el fuerte impulso económico se mantenga después de haberse recuperado un 80% aproximadamente de la caída de la actividad registrada durante la crisis. **Repercusión en los mercados:** una fuerte caída se percibiría en los mercados como indicio de una clara desaceleración de la actividad económica.

Alemania: precios mayoristas (diciembre, 20 de enero)

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

Comentario: se espera que los precios mayoristas hayan seguido aumentando en diciembre a un ritmo similar al observado en el último trimestre de 2010. El factor que subyace al aumento de la inflación industrial podría ser el rápido aumento de la capacidad utilizable. Creemos que la demanda interna no es lo suficientemente sólida como para hacer que la inflación que se está gestando repercuta completamente en los precios finales al consumo. **Repercusión en los mercados:** un pronunciado aumento de la inflación industrial podría interpretarse como un aumento de las presiones inflacionistas.

EE.UU.: Construcción de vivienda nueva (diciembre, 19 de enero)

Previsión: 560.000	Consenso: 552.000	Anterior: 555.000
---------------------------	--------------------------	--------------------------

Comentario: se prevé que la construcción de obra nueva se habrá recuperado moderadamente en diciembre. La demanda de vivienda está repuntando desde el verano pasado, el precio de la vivienda nueva es ahora más estable y las existencias de vivienda nueva han caído hasta niveles extremadamente bajos. Todos estos factores crean un entorno más favorable para los constructores y esperamos que los inicios de construcción de vivienda hayan mejorado un poco en diciembre. No obstante, en este momento el precio de la vivienda de segunda mano es más asequible que el de la vivienda nueva. En consecuencia, es necesario que las existencias de segunda mano se reduzcan para que se produzca una fuerte recuperación de la construcción de vivienda nueva. **Repercusión en los mercados:** en los mercados no se prevén cambios importantes en la construcción de vivienda. Sin embargo, cualquier aumento significativo de los inicios de vivienda implicaría una mejora en la inversión residencial.

EE.UU.: demandas iniciales de desempleo (15 de enero, 20 de enero)

Previsión: 430.000	Consenso: 425.000	Anterior: 445.000
---------------------------	--------------------------	--------------------------

Comentario: las encuestas de empleo más recientes reflejan mejoras en el mercado de trabajo. El informe ADP registró en diciembre el mayor incremento histórico desde 2001. Las cifras del empleo no agrícola del sector privado, indican un moderado avance del empleo durante diciembre. Prevemos un pequeño retroceso en las demandas de desempleo iniciales y en las permanentes. **Repercusión en los mercados:** datos iniciales mejores de lo previsto apuntarían a una nueva mejora en los mercados de trabajo.

China: IPC (diciembre, 20 de enero)

Previsión: 4,9% a/a	Consenso: 4,6% a/a	Anterior: 5,1% a/a
----------------------------	---------------------------	---------------------------

Comentario: la inflación de los precios al consumo (IPC) de China se aceleró hasta el 5,1% en noviembre, lo que hizo que las autoridades intensificaran las medidas ajuste monetario, incluidos un aumento de 25 pb en los tipos de interés y un aumento de 50 pb en el coeficiente de reservas obligatorias (CRO) en diciembre. La inflación se observará de cerca, junto con una serie de indicadores entre los que se incluyen el crecimiento del PIB en el 4T y otros indicadores de actividad. **Repercusión en los mercados:** si el resultado de la inflación se situara por encima de lo previsto o los indicadores de actividad de diciembre fueran más rápidos, los mercados podrían ponerse nerviosos y se incrementarían las expectativas de nuevas medidas de ajuste.

Brasil: tipo de interés SELIC (19 de enero)

Previsión: 11,25%	Consenso: 11,25%	Anterior: 10,75%
--------------------------	-------------------------	-------------------------

Comentario: Se prevé que el Banco Central comenzará a ajustar la política monetaria la próxima semana. Esperamos que el SELIC se ajuste al alza en 50 pb, hasta el 11,25%. Las posibilidades de que se dejen los tipos sin cambios son mínimas, a pesar de las presiones adicionales que el ajuste monetario impondría sobre la tasa de cambio. **Repercusión en los mercados:** se buscarán indicios del tamaño total de este ciclo de ajuste monetario, ya que actualmente las previsiones son muy difusas. También podría tener un impacto cualquier comentario acerca de la importancia que la autoridad monetaria da al asunto de la tasa de cambio.

- 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	0,30	0	0	5
		Tipo 2 años	0,57	-2	-10	-29
		Tipo 10 años	3,27	-5	-26	-41
	EMU	3-meses Euribor	1,01	1	-2	33
		Tipo 2 años	1,13	27	7	0
		Tipo 10 años	3,01	14	-2	-25
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,339	3,6	0,8	-6,9
		Libra-Euro	0,84	1,4	-1,1	-4,8
		Franco Suizo-Euro	1,29	3,3	0,8	-12,6
	América	Argentina (peso-dólar)	3,98	0,0	0,1	4,7
		Brasil (real-dólar)	1,68	-0,3	-1,1	-5,1
		Colombia (peso-dólar)	1876	0,2	-1,7	-4,8
		Chile (peso-dólar)	491	-1,3	3,6	0,4
		México (peso-dólar)	12,10	-1,3	-2,6	-4,9
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,79	-0,6	-1,1	-2,3
		Japón (Yen-dólar)	82,69	-0,3	-1,6	-8,9
	Asia	Corea (KRW-dólar)	1116,75	-0,6	-3,7	-0,9
		Australia (AUD-dólar)	0,990	-0,4	0,0	7,2
	MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)		98,6	5,6	6,9
Oro (\$/onza)		1364,5	-0,4	-1,2	20,7	
Metales		591,5	1,6	3,1	19,4	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10338	8,1	3,3	-12,7
		EuroStoxx 50	2909	3,6	2,4	-1,1
	América	EE.UU. (S&P 500)	1285	1,1	4,0	13,1
		Argentina (Merval)	3540	-0,2	7,6	49,3
		Brasil (Bovespa)	70923	1,2	4,5	2,8
		Colombia (IGBC)	15265	1,1	-0,6	30,3
		Chile (IGPA)	23214	0,0	0,0	33,8
		México (CPI)	38134	-1,2	1,2	18,2
		Perú (General Lima)	22186	-3,2	1,0	46,9
	Asia	Venezuela (IBC)	65918	0,3	1,6	9,3
		Nikkei225	10499	-0,4	1,8	-4,4
		HSI	24283	2,5	5,7	12,1
	Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	106	-7	2
Itraxx Xover			416	-25	-25	3
Riesgo Soberano		CDS Alemania	60	2	8	28
		CDS Portugal	496	-37	58	365
		CDS España	308	-45	-11	181
		CDS EE.UU	42	1	3	---
		CDS Emergentes	202	-3	-15	-44
		CDS Argentina	541	-42	-107	-466
		CDS Brasil	107	-4	-8	-21
		CDS Colombia	108	-4	-8	-36
		CDS Chile	81	-3	-6	17
		CDS México	111	-3	-7	-22
		CDS Perú	106	-4	-14	-24

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".