

Observatorio BCE

Europa

Madrid, 4 de agosto de 2011
Análisis Económico

Escenarios Financieros

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

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

María Martínez Álvarez
maria.martinezalvarez@bbva.com
+34 91 537 66 83

Javier Amador
javier.amadord@bbva.com
+34 91 537 3161

Felipe Insunza
felipe.insunza@grupobbva.com
+34 91 537 76 80

Europa
Miguel Jiménez González-Anleo
mjimenez@bbva.com
+34 91 537 37 76

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

Un BCE menos *hawkish* parece más preocupado

- El BCE parece más preocupado por los riesgos bajistas para la actividad económica
- Amplía la provisión de liquidez e indica la reanudación del programa de compra de bonos
- Sigue advirtiendo de los riesgos alcistas para la inflación, pero en un tono menos duro

Conclusiones: el BCE parece más preocupado por los riesgos bajistas para el crecimiento y adapta su discurso en consecuencia. Aunque Trichet señaló la reanudación del programa de compra de bonos, es improbable que sea una compra sustancial y, por lo tanto, el impacto sobre los diferenciales será limitado. La provisión de liquidez del BCE continuará probablemente después del 4T (ampliada hoy hasta el final del año), ya que la vuelta al funcionamiento normal de los mercados parece improbable a corto plazo. Los cambios en su discurso pero en especial el actual deterioro de las perspectivas económicas reduce las probabilidades de la nueva subida de los tipos que habíamos previsto este año.

Un BCE menos *hawkish* parece más preocupado por los riesgos bajistas para la actividad económica. El BCE mantuvo los tipos de interés oficiales sin cambios y adaptó su discurso a unas perspectivas de crecimiento más inciertas ("la incertidumbre es especialmente elevada"). Aunque no suavizó sus comentarios sobre los riesgos para la estabilidad de los precios -siguió haciendo advertencias acerca de los riesgos alcistas- ni sobre la importancia de unas expectativas de inflación estables -"debe permanecer" firmemente anclada-, hizo varios cambios en su discurso que imprimieron un tono menos ortodoxo en la declaración. En cuanto a los riesgos para las perspectivas económicas, tras restar importancia a la reciente desaceleración de la declaración anterior, el BCE dijo que los riesgos bajistas para el crecimiento "podrían haberse intensificado" y mencionó la "evolución global" como un nuevo riesgo (en la última declaración). En lo que respecta a la valoración de los datos monetarios, los cambios también inclinan el lenguaje a un tono menos ortodoxo. Se describió la masa monetaria M3 como "bastante estabilizada" (frente a "en continuo aumento") mientras que el ritmo de expansión monetaria subyacente "se mantiene moderado" (frente a "ha continuado su recuperación gradual"). Por consiguiente, aunque el BCE sigue viendo los riesgos para las perspectivas de crecimiento como "equilibrados en líneas generales" y dice que los riesgos para la estabilidad de los precios "se mantienen al alza", los cambios de algunas expresiones son significativos y el próximo mes podrían darse más cambios en la misma dirección si las condiciones siguen empeorando (el próximo paso en el lenguaje sería pasar a describir los riesgos para el crecimiento de "equilibrados en líneas generales" a "inclinados a la baja". En resumen, no parece probable que el BCE piense en volver a introducir la referencia a la "fuerte vigilancia" ni en la próxima reunión ni en la siguiente, sino que lo más probable es que repita que siguen "vigilando muy de cerca" los riesgos al alza para la inflación, lo que implica como mínimo que el ritmo de los movimientos alcistas de los tipos (uno cada tres meses) se desacelerará. Además, la probabilidad de que se efectúen nuevos movimientos alcistas de los tipos en los próximos meses se ha reducido tras la reunión de hoy, pero en especial después de la pronunciada desaceleración que se ha producido recientemente y, aunque en menor medida, debido también al aumento de la propagación del contagio (como consecuencia del "principio de separación" entre la política monetaria y las medidas no convencionales).

El BCE amplía la provisión de liquidez; también indica sin mucho entusiasmo una reanudación del programa de compra de bonos en espera de que se implementen las decisiones tomadas sobre la EFSF “por completo” y “rápidamente”. Dadas las nuevas tensiones de los mercados financieros, el BCE ha decidido llevar a cabo una nueva operación de refinanciación (LTRO) a seis meses que volverá a introducirse la próxima semana y se realizará con cobertura total el 10 de agosto, con vencimiento el 1 de marzo de 2012. En mayo de 2010, el BCE tomó una decisión similar, reintroduciendo una operación LTRO a seis meses que ya se había retirado, para abordar las graves tensiones de determinados segmentos del mercado como consecuencia de la crisis griega. Trichet justificó esta decisión diciendo que “en los últimos días han observado tendencias que combinan un alto nivel de liquidez con la ausencia de un funcionamiento más fluido del mercado”. Asimismo, el Consejo de gobierno decidió ampliar la provisión de liquidez a un tipo fijo y “con cobertura total” a los bancos durante el 4T11. En concreto, el BCE decidió ampliar las operaciones de refinanciación a 3 meses y a 1 mes hasta diciembre de 2011, de modo que habrá tres nuevas operaciones LTRO a tres meses (el 26 de octubre, el 30 de noviembre y el 21 de diciembre). El BCE garantiza liquidez suficiente hasta el primer trimestre de 2012. Además, también ha decidido continuar las operaciones principales de financiación (MRO) a una semana mediante el procedimiento de subasta a un tipo de interés fijo con cobertura total durante “tanto tiempo como sea necesario” y “al menos hasta el final del último periodo de mantenimiento de 2011 que tendrá lugar el 17 de enero de 2012”.

Trichet señaló que se reactivaba el programa de compra de bonos (en una decisión no unánime pero apoyada por una “abrumadora mayoría”), pero dejó claro que la postura del BCE no ha cambiado en absoluto. La “hipótesis de trabajo” del BCE es que las decisiones tomadas el 21 de julio se implementarán “por completo” y “rápidamente” y por lo tanto, “se eliminarían las razones por las que estamos interviniendo de vez en cuando”.

Gráfico 1
EONIA 12-meses adelante



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2
Volumen del Eonia md€ (promedio móvil 20d)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Anexo 1: Comunicado de política monetaria

Jean-Claude Trichet, President of the ECB,
Vitor Constâncio, Vice-President of the ECB,
Frankfurt am Main, 7 July 4 August 2011

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference. We will ~~now~~ report on the outcome of today's meeting of the Governing Council, which was also attended by Commissioner Rehn.

Based on its regular economic and monetary analyses, the Governing Council decided to ~~increase~~ keep the key ECB interest rates ~~by unchanged, following the~~ 25 basis points, after raising rates by 25 basis points in April 2011 from historically low levels, point increase on 7 July 2011. The ~~further information that has become available since then confirms our assessment that an~~ adjustment of the ~~current~~ accommodative monetary policy stance ~~is was~~ warranted in the light of upside risks to price stability. ~~The While the monetary analysis indicates that the~~ underlying pace of monetary expansion is ~~continuing to gradually recover, while still moderate,~~ monetary liquidity remains ample ~~with the potential to accommodate and may facilitate the accommodation of price pressures. As expected, recent economic data indicate a deceleration in the euro area. All~~ pace of economic growth in ~~all~~ the past few months, following the strong growth rate in the first quarter. Continued moderate expansion is expected in the period ahead. However, uncertainty is particularly high. For monetary policy, it is essential that ~~the~~ recent price developments do not give rise to broad-based inflationary pressures ~~over the medium term. Our decision will contribute to keeping inflation.~~ Inflation expectations in the euro area ~~must remain~~ firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. Such anchoring is a prerequisite for monetary policy to ~~contribute to make an ongoing contribution towards supporting~~ economic growth and job creation in the euro area. At the same time, ~~short-term~~ interest rates ~~across the entire maturity spectrum remain low. remain low and financing conditions are favourable.~~ Thus, our monetary policy stance remains accommodative, lending support to economic activity and job creation. As expected, recent economic data indicate some deceleration in the pace of economic growth in the second quarter of 2011. While the underlying momentum of economic growth in the euro area continues to be positive, uncertainty remains elevated. We will continue to monitor very closely all developments with respect to upside risks to price stability.

~~The provision of liquidity and the allotment modes for refinancing operations will be adjusted when appropriate, taking into account the fact that all the non-standard measures taken during the period of acute financial market tensions are, by construction, temporary in nature.~~

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the ~~economic analysis~~. In the first quarter of 2011 euro area real GDP posted a strong quarter-on-quarter increase of 0.8%, following the 0.3% increase in the last quarter of 2010. Recent statistical releases and survey-based indicators point towards a continued expansion of economic activity in the euro area in the second quarter of this year, albeit at a slower pace. This moderation reflects the fact that the strong growth in the first quarter was in part due to special factors. The positive underlying momentum of economic activity in the euro area remains in place. Euro area exports should continue to be supported by the ongoing expansion in the world economy. At the same time, taking into account the present level of business confidence in the euro area, private sector domestic demand should contribute to economic growth. However, activity is expected to continue to be dampened somewhat by the process of balance sheet adjustment in various sectors.

In the Governing Council's assessment, the risks to this economic outlook remain broadly balanced in an environment of elevated uncertainty. On the one hand, favourable business confidence could provide more support to domestic economic activity in the euro area than currently expected and higher foreign demand could also contribute more strongly to growth than expected. Given the renewed tensions in some financial markets in the euro area, the Governing Council today also decided to conduct a liquidity-providing supplementary longer-term refinancing operation (LTRO) with a maturity of approximately six months. The operation will be conducted as a fixed rate tender procedure with full allotment. The rate in this operation will be fixed at the average rate of the main refinancing operations (MROs) over the life of the supplementary LTRO. The operation will be announced on 9 August 2011, with allotment on 10 August 2011 and settlement on 11 August 2011, and will mature on 1 March 2012.

The Governing Council also decided to continue conducting its MROs as fixed rate tender procedures with full allotment for as long as necessary, and at least until the end of the last maintenance period of 2011 on 17 January 2012. This procedure will also remain in use for the Eurosystem's special-term refinancing operations with a maturity of one maintenance period, which will continue to be conducted for as long as needed, and at least until the end of the last quarter of 2011. The fixed rate in these special-term refinancing operations will be the same as the MRO rate prevailing at the time.

Furthermore, the Governing Council has decided to conduct the three-month LTROs to be allotted on 26 October, 30 November and 21 December 2011 as fixed rate tender procedures with full allotment. The rates

in these three-month operations will be fixed at the average rate of the MROs over the life of the respective LTRO.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. In the first quarter of 2011 euro area real GDP posted a strong quarter-on-quarter increase of 0.8%. Data and survey releases for the second quarter point towards ongoing real GDP growth, albeit, as expected, at a slower pace. This moderation also reflects the fact that the strong growth in the first quarter was in part due to special factors. The underlying positive momentum of economic growth in the euro area remains in place and continued moderate expansion is expected in the period ahead. Euro area exports should continue to be supported by the ongoing expansion in the world economy. In addition, the present level of consumer and business confidence in the euro area supports private sector domestic demand. However, growth dynamics are currently weakened by a number of factors contributing to uncertainty, and activity is expected to be dampened somewhat by the ongoing process of balance sheet adjustment in various regions and sectors.

In the Governing Council's assessment, the risks to this economic outlook for the euro area remain broadly balanced in an environment of particularly high uncertainty. On the one hand, consumer and business confidence, together with improvements in labour market conditions, could continue to provide support to domestic economic activity. On the other hand, downside risks may have intensified. They relate to the ongoing tensions in some segments of the euro area financial markets that may potentially as well as to global developments, and the potential for these pressures to spill over into the euro area real economy. Downside risks also relate to further increases in energy prices, protectionist pressures and the possibility of a disorderly correction of global imbalances.

With regard to price developments, euro area annual HICP inflation was 2.5% in July 2011, following 2.7% in June 2011 according to Eurostat's flash estimate—the same rate as in May. The relatively high inflation rates seen over the past few months largely reflect higher energy and other commodity prices. Looking ahead, inflation rates are likely to stay clearly above 2% over the coming months. Upward pressure on inflation, mainly from energy and other commodity prices, is also still discernible in the earlier stages of the production process. It remains of paramount importance that the rise in HICP inflation does not translate into second-round effects in price and wage-setting behaviour and lead to broad-based inflationary pressures. Inflation expectations must remain firmly anchored in line with the Governing Council's aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.

Risks to the medium-term outlook for price developments remain on the upside. They relate, in particular, to higher than assumed increases in energy prices. Furthermore, there is a risk of increases in indirect taxes and administered prices that may be greater than currently assumed, owing to the need for fiscal consolidation in the coming years. Finally, upside risks may stem from stronger than expected domestic price pressures in the context of increasing capacity utilisation in the euro area.

Turning to the **monetary analysis**, the annual growth rate of M3 increased/decreased to 2.41% in May/June 2011, from 2.05% in April/May. Looking through the recent monthly volatility in broad money growth owing to special factors, M3 growth has continued to edge up/broadly stabilised over recent months, after edging up until the first quarter of 2011. The annual growth rate of loans to the private sector continued/declined to strengthen slightly, rising to 2.7% in May after 2.65% in April/June, from 2.7% in May. Overall, the underlying pace of monetary expansion has continued its gradual recovery/remains moderate. At the same time, monetary liquidity accumulated prior to the period of financial market tensions continues to be ample, with the potential to accommodate and may facilitate the accommodation of price pressures in the euro area.

Looking at M3 components, the annual growth rate of M1 moderated further in May/remained unchanged at 1.2%, whereas growth in other short-term deposits increased. These developments declined to 3.7%. The growth differentials continue to reflect in part the gradual increase in the remuneration of short-term time and savings deposits over recent months. At the same time, the still relatively steep yield curve implies a dampening impact on overall M3 growth, as it reduces the attractiveness of monetary assets compared with more highly remunerated longer-term instruments outside M3. However, recent information suggests that this impact may be likely to be waning.

On the counterpart side, the annual growth of loans to non-financial corporations and continued to edge up, from 0.9% in May to 1.5% in June, whereas the annual growth of loans to households remained unchanged from April at 0.9% and hovered over recent months around rates of slightly above 3.4% respectively, confirming the pattern of developments in previous months.

The overall size of bank MFI balance sheets has remained broadly unchanged over recent months. It is important that banks continue where it is necessary to provide adequate scope to expand the provision of credit to the private sector in an environment of increasing demand. To address this challenge, where necessary, it is essential for banks to retain earnings, to turn to the market to strengthen further their capital bases or to take full advantage of government support measures for recapitalisation. In particular, banks that currently have limited access to market financing urgently need to increase their capital and their efficiency. In this respect, we welcome the EU-wide stress-testing exercise, which was prepared by the European Banking Authority and national supervisors, in close cooperation with the ECB. We also welcome

the commitment made by national authorities with regard to the provision of support facilities for banks where private sector means are insufficient.

To sum up, based on its regular economic and monetary analyses, the Governing Council decided to ~~increase the~~ **keep the key ECB interest rates by** ~~rates~~ unchanged, following the 25 basis points, after raising rates by 25 basis points in April point increase on 7 July 2011 from historically low levels. The further. The information that has become available since then confirms our assessment that an adjustment of the ~~current~~ accommodative monetary policy stance ~~is~~ was warranted in the light of upside risks to price stability. A **cross-check** ~~of the outcome of the economic analysis with that of~~ **with the signals coming from** the monetary analysis indicates that ~~while~~ the underlying pace of monetary expansion is **continuing to** ~~gradually recover, while still moderate,~~ monetary liquidity remains ample ~~with the potential to~~ accommodate price pressures in the euro area. All in all and may facilitate the accommodation of price pressures. As expected, recent economic data indicate a deceleration in the pace of economic growth in the past few months, following the strong growth rate in the first quarter. Continued moderate expansion is expected in the period ahead. However, uncertainty is particularly high. For monetary policy, it is essential that ~~the~~ recent price developments do not give rise to broad-based inflationary pressures ~~over the medium term.~~ Our decision will contribute to keeping inflation. **Inflation** expectations in the euro area **must remain** firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. Such anchoring is a prerequisite for monetary policy to ~~contribute to economic growth~~ **make an ongoing contribution towards supporting economic growth and job creation** in the euro area. At the same time, **short-term** interest rates ~~across the entire maturity spectrum~~ remain low **and financing conditions favourable**. Thus, our monetary policy stance remains accommodative, ~~lending support to economic activity and job creation.~~ As expected, recent economic data indicate some deceleration in the pace of economic growth in the second quarter of 2011. While the underlying momentum of economic growth in the euro area continues to be positive, uncertainty remains elevated. We will continue to monitor very closely all developments with respect to upside risks to price stability.

~~Turning to~~ **fiscal policies**, the current environment is very demanding and requires decisive action. Euro area countries must, as a minimum, comply with their fiscal consolidation commitments for 2011 and beyond, as foreseen under the respective excessive deficit procedures. Adequate and more frontloaded adjustment should ensure that structural fiscal consolidation targets are met, in line with the ECOFIN Council recommendations, and any ~~Turning to~~ **fiscal policies**, the Governing Council stresses the need for strict and timely implementation of the IMF/EU adjustment programmes in Greece, Ireland and Portugal. In addition, it underlines the importance of the renewed commitment of all Heads of State or Government of the euro area to adhere strictly to the agreed fiscal targets. For several countries, this requires announcing and implementing additional and more frontloaded fiscal adjustment measures. Those that enjoy better than expected economic and fiscal developments should ~~be exploited to achieve~~ **make full use of this room for manoeuvre** for faster deficit and debt reduction. ~~The announcement of fully specified consolidation measures for 2012 and beyond is essential to convince the general public and financial market participants that the corrective policies will be sustained and that public debt developments will be put on a sustainable path.~~ The common aim should be to put public debt ratios and public finances on a sustainable path as soon as possible. As emphasised by the Heads of State or Government of the euro area, the inflexible determination of all euro area countries to fully honour their own individual sovereign signature is a decisive element in ensuring financial stability in the euro area as a whole.

~~At the same time, it remains essential that~~ The Governing Council also welcomes the renewed commitment of all Member States to improve competitiveness and address macroeconomic imbalances. Indeed, substantial and comprehensive **structural reforms** ~~are urgently~~ **need to be** implemented in the **countries** of the euro area ~~to strengthen competitiveness, in order to increase the flexibility and of their economies and their longer-term growth potential.~~ This is particularly relevant for countries with high fiscal and external deficits or with past losses in competitiveness. We welcome the introduction of the European Semester, including ~~The removal of labour market rigidities and the recent submission of countries' National Reform Programmes that incorporate commitments made under the Euro Plus Pact. We also support the European Council conclusions calling for more ambitious and well defined reforms that should be frontloaded in order to foster competitiveness. In addition, the removal of labour market rigidities would strongly support the adjustment process. Measures~~ **implementation of measures** which enhance wage flexibility, ~~such as~~ **notably** the elimination of automatic wage indexation, ~~would help to accomplish the necessary adjustment clauses, are of key importance.~~

We are now at your disposal for questions.

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.