

Europa

# Observatorio BCE

Madrid, 14 de enero de 2011

## Análisis Económico

Europa

**Miguel Jiménez González-Anleo**  
mjimenez@grupobbva.com  
+34 91 537 37 76

**Agustín García Serrador**  
agustin.garcia@grupobbva.com  
+34 91 537 79 38

*Escenarios Financieros*  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com  
+34 91 537 44 323

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

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

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

**Leanne Ryan**  
leanne.ryan@grupobbva.com  
+34 91 537 8432

## El BCE adapta su discurso a un contexto de mayores riesgos inflacionistas

- El tono es más hawkish de lo que se esperaba. Los cambios en su comunicación tienen como objetivo asegurar la máxima flexibilidad y, por consiguiente, anclar las expectativas de inflación
- Sin embargo, los cambios también marcan una inflexión en cuanto a su valoración de los riesgos: los riesgos de inflación se han elevado, mientras que la valoración del crecimiento es más positiva
- El BCE consolida su enfoque flexible tanto en política monetaria como en medidas no convencionales
- Trichet se une a las declaraciones de otras autoridades europeas para mejorar el EFSF cuantitativa y cualitativamente

**Conclusiones:** el BCE decidió adaptar su discurso a un contexto de mayores riesgos inflacionistas, pero el tono es más hawkish de lo que se esperaba. Los cambios no sólo tienen como objetivo asegurar la máxima flexibilidad y mantener la estabilidad en las expectativas de inflación, sino que también marcan un cambio en su balance de riesgos: los riesgos de inflación se han elevado, mientras que la valoración del crecimiento es más positiva. Al plantear claramente que no se derivan implicaciones políticas de la divergencia entre la mejora de la valoración macroeconómica del BCE y sus puntos de vista sobre estabilidad financiera/problemas soberanos (es decir, que no hay ningún conflicto entre la política monetaria estándar y las medidas no convencionales), el BCE obtiene la suficiente flexibilidad para actuar en cualquiera de estos frentes en caso necesario. En este sentido, si se deterioraran las perspectivas de inflación a medio plazo (lo que es improbable, al menos a corto plazo), las persistentes tensiones de la deuda soberana no serían necesariamente un impedimento para hacer un ajuste en los tipos de interés. Su mensaje es que podrían seguir comprando bonos y mantener la liquidez flexible (cobertura total) si es necesario, incluso en caso de que el balance de los riesgos les obligara a ajustar los tipos de interés, y viceversa. Es decir, que el BCE refuerza su enfoque flexible en ambos frentes.

**Declaración introductoria,** cambios principales: aunque se anticipaba el cambio de algunas expresiones para asegurar el anclaje de las expectativas de inflación, el tono fue más hawkish de lo que se esperaba. Los cambios reflejan una inflexión en la valoración de los riesgos, que procede tanto del empeoramiento de las perspectivas de inflación a corto plazo como de una valoración más positiva de la recuperación económica. Con respecto a la inflación, el aumento de los riesgos se manifiesta en la siguiente declaración: “Los riesgos para las perspectivas de la evolución de los precios a medio plazo siguen todavía equilibrados en líneas generales, pero podrían inclinarse al alza” (frente a “están equilibrados en líneas generales” de la declaración anterior). Además, el BCE afirma que “una supervisión muy de cerca está garantizada”. Pero a pesar de estos importantes cambios, el BCE subrayó que se debían principalmente a los precios de la energía (es decir, a un choque de oferta) y que la tendencia de la inflación subyacente se mantendría en línea con la estabilidad de precios en el horizonte relevante para la política monetaria.

Además, también citaron algunos riesgos bajistas para la inflación relacionados principalmente “con el impacto que tendría sobre la inflación la posibilidad de un crecimiento más bajo”. Esa visión es coherente con nuestro escenario base; creemos que la inflación no debería ser un asunto preocupante para el BCE, ya que las presiones alcistas a corto plazo serán transitorias. Por otro lado, la valoración de los riesgos para la actividad ha mejorado. El lenguaje menciona ahora que los riesgos están “todavía ligeramente inclinados a la baja” (frente a “inclinados a la baja” que fue la expresión usada en la declaración anterior). Además, en la declaración se destaca que “la fuerte confianza empresarial podría ofrecer más apoyo a la actividad económica interna en la zona euro de lo que se prevé actualmente”, lo que podría reflejarse en el aumento de la confianza del BCE en la sostenibilidad de la recuperación económica. Para conseguir la suficiente flexibilidad en caso de que se deteriore la perspectiva de la inflación a medio plazo (cosa que no se prevé) el BCE decidió añadir la palabra “todavía” en la descripción de su postura en cuanto a política monetaria: “los tipos oficiales siguen siendo todavía apropiados” (frente a la expresión “son apropiados” de la declaración anterior).

**Turno de preguntas:** con respecto a los riesgos alcistas de la inflación y a su postura monetaria, Trichet subrayó que están permanentemente alerta con respecto a lo primero, aunque “nunca se comprometen de antemano a no tocar los tipos de interés”. Estas observaciones tenían como objetivo mantener el anclaje actual de las expectativas de inflación, así como asegurarse la máxima flexibilidad. Por otro lado, Trichet insistió reiteradamente en que las decisiones sobre política monetaria son “totalmente independientes” de las decisiones sobre las medidas no convencionales (no hay conflicto), y que la función de estas últimas es permitir la mejor transmisión posible de las primeras.

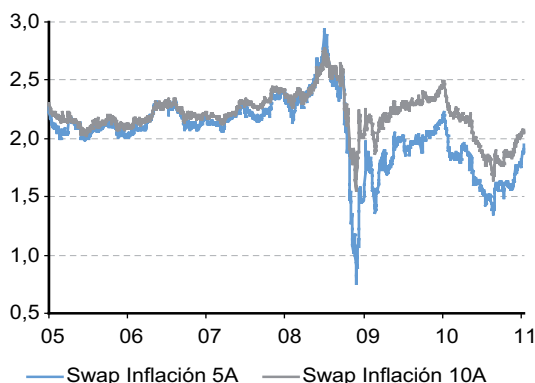
En referencia al EFSF, la gobernanza y la consolidación fiscal, Trichet puso énfasis en la necesidad de las autoridades de mejorar el EFSF tanto cuantitativa como cualitativamente, principalmente en cuanto a flexibilidad. Del mismo modo, la insistencia de Trichet en que las autoridades “estén a la altura de sus responsabilidades” refleja que el BCE desea que los gobiernos actúen en paralelo con las reformas estructurales y la consolidación fiscal con el fin de volver a ganarse la confianza y reducir las primas de riesgo. El programa SMP está “en marcha” y el BCE seguirá interviniendo en el mercado, pero instan a las autoridades a “adelantarse a los acontecimientos”. En este sentido, su mensaje recurrente ha sido que la responsabilidad de detener el reciente empeoramiento de las condiciones del mercado no debería recaer sobre ellos. Hay otras partes responsables que deben comprometerse a hacer reformas ambiciosas y mantenerse firmes con sus medidas de consolidación fiscal. En este sentido, el BCE quiere evitar la pasividad que se da en otros frentes y trata de alinear los incentivos de todos los implicados.

En lo que respecta a las medidas no convencionales, no hubo ningún anuncio específico sobre la cobertura total (provisión de liquidez ilimitada) que se amplió en la reunión anterior hasta marzo de 2011 para las operaciones de refinanciación a 3 meses. Tampoco se mencionó ningún detalle con respecto a su programa de compra de bonos (SMP). Sin embargo, el enfoque flexible adoptado en diciembre sigue en vigor y es un indicio de la voluntad del BCE de reducir las incertidumbres y el nerviosismo de los mercados. Al igual que en el caso de su postura sobre política monetaria, el BCE no se ha comprometido de antemano ni a reanudar su estrategia de salida ni a retrasarla más.

**Reacción de los mercados:** el euro se apreció considerablemente desde el inicio de la reunión del BCE (+1,13%). Como consecuencia del tono más hawkish, las rentabilidades alemanas a 2 años aumentaron 10 pb (de 0,98% a 1,08%). Los mercados de valores subieron el pasado jueves con fuerza, pero se mantuvieron planos desde el inicio de la reunión del BCE, lo que refleja que el impulso positivo se basó en el éxito de la subasta española que tuvo lugar ese mismo día.

Gráfico 1

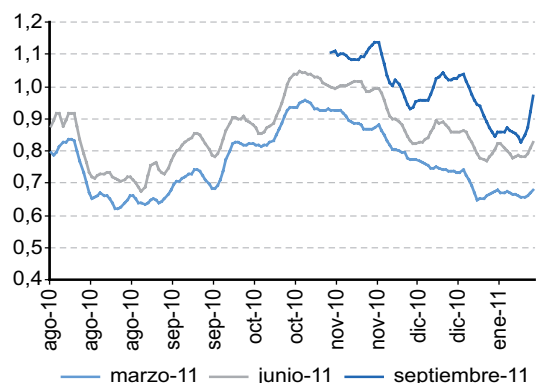
**Euro: Swaps de inflación**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2

**EONIA futuros**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## Anexo 1: Seguimiento de cambios...

Jean-Claude Trichet, President of the ECB,  
Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB,  
Frankfurt am Main, ~~2 December 2010~~ **13 January 2011**

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference. [Let me wish you all a very Happy New Year. I would also like to take this opportunity to welcome Estonia as the seventeenth country to adopt the euro as its currency. Accordingly, Mr Lipstok, the Governor of Eesti Pank, became a member of the Governing Council on 1 January 2011. Following the adoption of the euro by Estonia there are now 331 million citizens using the euro as their currency.](#) We will now report on the outcome of today's meeting, [which was also attended by Commissioner Rehn.](#)

Based on its regular economic and monetary analyses, the Governing Council confirmed that the current **key ECB interest rates** ~~are still remain~~ appropriate. It therefore decided to leave them unchanged. Taking into account all the new information and analyses which have become available since our meeting on ~~4 November 2010~~ **2 December 2010**, we ~~continue to expect price developments to remain moderate over the policy-relevant medium term~~ [see evidence of short-term upward pressure on overall inflation, mainly owing to energy prices, but this has not so far affected our assessment that price developments will remain in line with price stability over the policy-relevant horizon. At the same time, very close monitoring is warranted.](#) Recent economic data are consistent with a positive underlying momentum of ~~the recovery~~ [economic activity](#), while uncertainty ~~is~~ [remains](#) elevated. Our monetary analysis ~~confirms~~ [indicates](#) that inflationary pressures over the medium term ~~should~~ remain contained. ~~We~~ [Overall, we](#) expect price stability to be maintained over the medium term, thereby supporting the purchasing power of euro area households. Inflation expectations ~~are~~ [remain](#) firmly anchored in line with our aim of keeping inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. The firm anchoring of inflation expectations is of the essence.

~~The Governing Council today also decided to continue conducting its main refinancing operations (MROs) and the special-term refinancing operations with a maturity of one maintenance period as fixed rate tender procedures with full allotment for as long as necessary, and at least until the end of the third maintenance period of 2011 on 12 April 2011.~~

~~Furthermore, the Governing Council decided to conduct the three-month longer term refinancing operations (LTROs) to be allotted on 26 January, 23 February and 30 March 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.~~

Overall, the current monetary policy stance remains accommodative. The stance, the provision of liquidity and the allotment modes will be adjusted as 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. Accordingly, the Governing Council will continue to monitor all developments over the period ahead very closely.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. ~~Euro area real GDP grew by~~ [Following the 0.4%-3% quarter-on-a quarterly basis quarter increase in euro area real GDP in the third quarter of 2010, following exceptional growth of 1.0% in the second quarter. Recent](#) [recent](#) statistical releases and survey-based evidence ~~generally~~ confirm that the positive underlying momentum of ~~the economic recovery~~ [activity](#) in the euro area ~~remains~~ [remained](#) in place. ~~In line with previous expectations, this implies ongoing real GDP growth in the fourth quarter of this year. Euro~~ [towards the end of 2010. Looking ahead at 2011, euro](#) area exports should ~~further~~ benefit from a continued recovery in the world economy. At the same time, ~~and particularly taking into account the relatively high level of business confidence in the euro area,~~ private sector domestic demand should increasingly contribute to growth, supported by the accommodative monetary policy stance and the measures adopted to restore the functioning of the financial system. However, the recovery in activity is expected to be dampened by the process of balance sheet adjustment in various sectors.

~~This assessment is also reflected in the December 2010 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, according to which annual real GDP growth will range between 1.6% and 1.8% in 2010, between 0.7% and 2.1% in 2011 and between 0.6% and 2.8% in 2012. Compared with the September 2010 ECB staff macroeconomic projections, the range for 2010 has narrowed somewhat and shifted towards the upper end of September's range, while the range for 2011 is slightly narrower. The December 2010 Eurosystem staff projections are broadly in line with forecasts by international organisations.~~

~~In the Governing Council's assessment, the risks to this economic outlook are tilted to the downside, with uncertainty remaining elevated. On the one hand, global trade may continue to grow more rapidly than expected, thereby supporting euro area exports. At the same time, it is to be noted that the level of business confidence in the euro area remains relatively high. On the other hand, downside risks relate to the tensions in some segments of the financial markets and their potential spillover to the euro area real economy. Further downside risks relate to renewed increases in oil and other commodity prices, protectionist pressures and the possibility of a disorderly correction of global imbalances.~~

~~With regard to price developments, euro area annual HICP inflation was 1.9% in November, according to Eurostat's flash estimate, unchanged from October. In the next few months HICP inflation rates will hover around current levels before moderating again in the course of next year. Overall, in the period ahead inflation rates should remain moderate. In the Governing Council's assessment, the risks to this economic outlook are still slightly tilted to the downside, with uncertainty remaining elevated. On the one hand, global trade may continue to grow more rapidly than expected, thereby supporting euro area exports. Moreover, strong business confidence could provide more support to domestic economic activity in the euro area than is currently expected. On the other hand, downside risks~~

relate to the tensions in some segments of the financial markets and their potential spillover to the euro area real economy. Further downside risks relate to renewed increases in oil and other commodity prices, protectionist pressures and the possibility of a disorderly correction of global imbalances.

With regard to price developments, euro area annual HICP inflation was 2.2% in December, according to Eurostat's flash estimate, after 1.9% in November. This was somewhat higher than expected and largely reflects higher energy prices. Looking ahead to the next few months, inflation rates could temporarily increase further. They are likely to stay slightly above 2%, largely owing to commodity price developments, before moderating again towards the end of the year. Overall, we see evidence of short-term upward pressure on overall inflation, stemming largely from global commodity prices. While this has not so far affected our assessment that price developments will remain in line with price stability over the policy-relevant horizon, very close monitoring of price developments is warranted. Inflation expectations over the medium to longer term continue to be firmly anchored in line with the Governing Council's aim of keeping inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.

~~This assessment is also reflected in the December 2010 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual HICP inflation in a range between 1.5% and 1.7% for 2010, between 1.3% and 2.3% for 2011 and between 0.7% and 2.3% for 2012. Compared with the ECB staff projections published in September, the range for 2010 is unchanged, while the range for 2011 is marginally higher. Available forecasts from international organisations provide a broadly similar picture.~~

Risks to the medium-term outlook for price developments are still broadly balanced but could move to the upside. Upside risks relate, in particular, to developments in energy and non-energy commodity prices. Furthermore, increases in indirect taxes and administered prices may be greater than currently expected, owing to the need for fiscal consolidation in the coming years. ~~At the same time, risks to domestic price and cost developments are still expected to be contained,~~ and price pressures in the production chain could rise further. On the downside, risks relate mainly to the impact on inflation of potentially lower growth, given the prevailing uncertainties.

Turning to the **monetary analysis**, the annual growth rate of M3 ~~remained broadly unchanged at 1.0% in October, after 1.1% in September 2010. The annual growth rate of loans to the private sector increased to 1.4% in October from 1.2% in the previous month. Broad~~ 9% in November 2010, after 0.9% in October. This strong increase is in part related to base effects and volatile factors. The annual growth rate of loans to the private sector also increased, rising to 2.0% in November from 1.5% in October. Looking beyond the special factors that operated in November, broad money and loan growth ~~hence remained is still~~ hence low, ~~supporting corroborating~~ supporting the assessment that the underlying pace of monetary expansion is moderate and that inflationary pressures over the medium term ~~are~~ should remain contained.

~~The steepness of the yield curve has continued to lessen somewhat, implying a gradual softening of the dampening impact on~~ The interest rate constellation continued to exert a significant impact on the growth of monetary aggregates. Looking at M3 that was associated with shifts of funds from monetary assets to longer term financial assets outside M3. The interest rate constellation also includes a further widening in the spread between components, the interest rates paid on short-term time deposits and ~~remained higher than~~ those paid on overnight deposits. As a result, annual M1 growth has continued to moderate, standing at 4.96% in ~~October~~ November 2010, ~~after 6.2% in September~~, while the annual growth rate of other short-term deposits ~~continues to~~ continued to become less negative. At the same time, the yield curve has lately become steeper again, implying that the attractiveness of short-term deposits included in M3 has declined somewhat compared with more highly remunerated longer-term assets outside M3.

The annual growth rate of bank loans to the private sector ~~continues to conceal positive growth in loans to households, with 2.0% in October after 2.8% in September, and still negative growth in loans to non-financial corporations, which stood at -0.6% in October, unchanged from September. When correcting for the impact of derecognition of loans from bank balance sheets, the growth in loans to non-financial corporations continued to strengthen, further confirming that a turning point was reached earlier in 2010~~ continued to increase in November, partly owing to special factors. At the sectoral level, this strengthening increasingly reflects the upward movement in the growth of loans to non-financial corporations, which stood at -0.1% in November, after -0.5% in October, thereby further confirming that a turning point was reached in the course of 2010. The growth of loans to households remained stronger, at 2.7% in November after 2.9% in October, but the latest data point to some signs of a levelling-off.

Over the past few months, banks have ~~generally stabilised the size of their balance sheets while expanding~~ expanded the provision of credit to the private sector. ~~However, in an environment in which the overall size of their balance sheets has remained broadly stable.~~ The challenge remains to expand the availability of such credit when demand picks up further. 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.

To sum up, the current key ECB interest rates still remain appropriate. We therefore decided to leave them unchanged. Taking into account all the new information and analyses which have become available since our meeting on ~~4 November~~ 2 December 2010, we ~~continue~~ see evidence of short-term upward pressure on overall inflation, mainly owing to ~~expect~~ energy prices, but this has not so far affected our assessment that price developments will remain ~~moderate~~ in line with price stability over the policy-relevant ~~medium-term~~ horizon. At the same time, very close monitoring is warranted. Recent economic data are consistent with a positive underlying momentum of ~~the recovery~~ economic activity, while uncertainty ~~is~~ remains elevated. A **cross-check** of the outcome of our economic analysis with that of the monetary analysis ~~confirms~~ indicates that inflationary pressures over the medium term should remain contained. ~~We~~ Overall, we expect price stability to be maintained over the medium term, thereby supporting the purchasing power of euro area households. Inflation expectations ~~are~~ remain firmly anchored in line with our aim of keeping inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. The firm anchoring of inflation expectations is of the essence.

~~Turning to fiscal policies, while budgetary developments for some euro area countries are more favourable than expected, concerns about unsustainable fiscal positions and their vulnerability to adverse market reactions remain very high for others and have had~~

~~repercussions throughout the euro area. In this environment, there is a clear need for the responsible authorities to strengthen confidence in sound public finances, thereby reducing risk premia in interest rates and supporting sustainable growth over the medium term. Turning to fiscal policies, in view of the ongoing vulnerability to adverse market reactions, countries need to do their utmost to meet their deficit targets and put government debt-to-GDP ratios firmly on a downward trajectory. In this regard, the Governing Council takes note of the recently announced measures in some euro area countries to reduce their very large fiscal imbalances. Where necessary, additional corrective measures – preferably on the expenditure side – need to be swiftly defined and implemented. At the same time, all euro area countries should pursue ambitious and credible multi-year consolidation strategies and implement fully the planned corrective measures, focusing on the expenditure side. In their 2011 budgets, countries need to specify the necessary fiscal adjustment measures in detail, while standing ready to correct any slippages from the fiscal objectives announced. This will help to strengthen confidence in the sustainability of public finances, reduce risk premia in interest rates and improve the conditions for sound and sustainable growth. Any positive fiscal developments that may emerge, reflecting factors such as a more favourable than expected economic environment, should be exploited to make faster progress with fiscal consolidation.~~

Substantial and far-reaching **structural reforms**, complementing fiscal adjustment, should be rapidly implemented to enhance the prospects for higher sustainable growth. Major reforms are particularly necessary in those countries that have experienced a loss of competitiveness in the past or that are suffering from high fiscal and external deficits. The removal of labour market rigidities would further support the adjustment process of these economies. Increasing product market competition, particularly in the services sectors, would also facilitate the restructuring of the economy and encourage innovation ~~and the adoption of new technologies~~. Such measures are crucial for enhancing productivity growth, which is one of the main drivers of long-term growth. All these structural reforms should be supported by ~~an appropriate restructuring~~ the necessary improvements in the structure of the banking sector. Sound balance sheets, effective risk management and transparent, robust business models remain key to strengthening banks' resilience to shocks and to ensuring adequate access to finance, thereby laying the foundations for sustainable growth and financial stability.

~~Finally, let me recall that the Governing Council welcomes the economic and financial adjustment programme which was agreed by the Irish government following the successful conclusion of the negotiations with the European Commission, in liaison with the ECB, and the International Monetary Fund. The programme contains the necessary elements to bring about a sustainable stabilisation of the Irish economy. It addresses in a decisive manner the economic and financial causes underlying current market concerns and will thereby contribute to restoring confidence and safeguarding financial stability in the euro area. The Governing Council welcomes the commitment of the Irish public authorities to take any further measures that may become appropriate to achieve the objectives of the programme.~~

**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](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**