Europa

Observatorio BCE

Madrid, 4 de marzo 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 91 374 79 38

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
+34 91 374 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 ya está preparado para subir los tipos de forma preventiva a partir de abril

- El cambio de lenguaje del BCE deja claro que los tipos de interés se incrementarán en abril.
- En nuestra opinión, no se materializarán los efectos de segunda ronda ni se quedarán desancladas las expectativas de inflación.
- Por consiguiente, esperamos un incremento preventivo acumulado de 50 pb en los próximos meses antes de que resurja un nuevo periodo de "compás de espera".

Conclusiones: nuestra interpretación es que el BCE decidirá simplemente implementar una medida preventiva y no se embarcará en una serie de incrementos de los tipos que implique la normalización de la política monetaria (es decir, neutralidad). Teniendo en cuenta que cada vez están más cómodos con la postura actual en un momento de (incipiente) recuperación económica y con la inflación por encima del 2% y los precios de las materias primas en aumento, dos subidas de 25 pb durante el resto del año parecen ahora bastante probables. A partir de ahí, adoptarán una postura de espera hasta que se disipen las incertidumbres. Para que se produjeran otros aumentos sería necesario que las expectativas de inflación se desanclaran o que se produjeran unos efectos de segunda ronda que no esperamos.

- El BCE ha cambiado su valoración de la postura, que antes calificaba de "flexible" y ahora de "muy flexible", asimismo, el balance de la actividad económica ha pasado de "ligeramente inclinado a la baja" a "equilibrado en líneas generales" y los riesgos para las perspectivas de los precios, de "equilibrados en líneas generales" a "con tendencia al alza".
- Expresándose en un tono ortodoxo con un grado de dureza imprevisto y que quizá no se explica totalmente con los últimos datos, el BCE llegó a afirmar que se garantiza una "estricta vigilancia" para evitar los efectos de segunda ronda. El criterio del BCE es que su política monetaria ya no es apropiada.
- Es de suponer que el BCE incrementará los tipos en su reunión de abril: en el anterior ciclo de movimientos alcistas, cada aumento de 25 pb estuvo precedido por esta referencia a una "estricta vigilancia" o simplemente "vigilancia". Además, en el turno de preguntas, Trichet comentó que el hecho de indicar la posibilidad de que se produzca una subida de los tipos en la siguiente reunión es un mensaje "tradicional".
- Las sorpresas al alza que se han producido recientemente tanto en los precios como en la actividad han terminado por reflejarse en una revisión al alza de las previsiones macroeconómicas de los economistas del BCE. En cuanto a la actividad, en la revisión del crecimiento del PIB se aumentaron 0,3 pp y 0,1 pp, hasta el 1,7% y el 1,8% en 2011 y 2012, respectivamente. Estas cifras coinciden con nuestras previsiones, pero mientras que para el BCE los riesgos están equilibrados en líneas generales, nosotros hemos visto recientemente riesgos a la baja con respecto a la fecha en que actualizamos nuestras previsiones. La creciente inquietud acerca de los resultados finales del Consejo Europeo a finales de marzo, en combinación con el posible efecto negativo derivado de los precios más elevados de las materias primas, así como la posibilidad de que los tipos de interés sean más altos, han provocado algunos riesgos negativos. Además, unos tipos de interés más altos, especialmente en comparación con otras áreas económicas, terminarán por reflejarse

VER INFORMACIÓN IMPORTANTE EN LA PÁGINA 7 DE ESTE DOCUMENTO

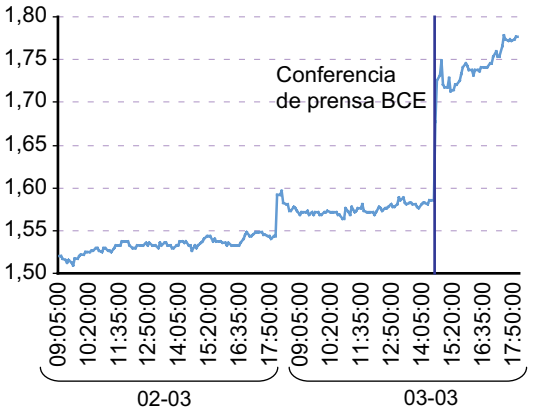
en una apreciación del euro que podría dar al traste con el apoyo de la demanda global a través de las exportaciones. En cuanto a la inflación, la revisión al alza fue más significativa, del 1,8% al 2,3% para 2011 y del 1,5% al 1,7% para 2012.

- El BCE hizo hincapié en que estas previsiones se elaboraron con los precios de los futuros de las materias primas correspondientes a mediados de febrero y, por consiguiente, no tienen en cuenta los incrementos más recientes que se han producido en los precios del petróleo. Por lo tanto, los riesgos de estas previsiones siguen siendo al alza, especialmente en lo que respecta a la posibilidad de nuevos incrementos de los precios derivados de las tensiones geopolíticas. Si incorporamos en nuestros modelos los últimos futuros del petróleo Brent, los resultados también apuntan a una inflación en torno al 2,4% a/a para el conjunto de 2011, debido principalmente a los efectos directos. No obstante, mantenemos nuestras expectativas de que los efectos indirectos tendrán un impacto limitado (aproximadamente 0,2 pp), debido especialmente a la lentitud del consumo privado junto con unas tasas de desempleo que siguen siendo muy elevadas. En concreto, Trichet dijo que aún no se han observado efectos de segunda ronda, y subrayó que el posible aumento de los tipos de interés el próximo mes debería ser preventivo, sólo para evitar presiones inflacionistas a medio plazo.
- Por otro lado, tal como esperábamos, el BCE continuará ofreciendo provisiones de liquidez de cobertura total a los bancos durante el segundo trimestre de 2011. Esta extensión es importante, ya que estaba previsto que las subastas de cobertura total a 3 meses terminaran el 30 de marzo. En concreto, el BCE decidió ampliar estas operaciones de refinanciación a largo plazo hasta junio de 2011, de modo que habrá otras tres operaciones de refinanciación a 3 meses (en abril, mayo y junio). Los tipos de estas operaciones a tres meses serán fijos, al tipo medio de las operaciones de financiación principales durante el ciclo de vida de la respectiva operación de refinanciación a largo plazo. Por tanto, esto tendrá repercusiones si, tal como esperamos ahora, el tipo oficial se incrementa en abril. El BCE garantiza liquidez suficiente al menos hasta septiembre de 2011. Además, también ha decidido continuar las operaciones principales de financiación (MRO) a una semana y las de refinanciación (LTRO) a 1 mes mediante el procedimiento de subasta a un tipo de interés fijo con cobertura total "tanto tiempo como sea necesario" y "al menos hasta el 12 de julio de 2011", coincidiendo con el sexto periodo de mantenimiento.

Reacción de los mercados: el indicio de un inminente movimiento alcista de los tipos provocó fuertes reacciones en los mercados. Hubo una gran reacción en la renta fija: la rentabilidad del bono alemán a 2 años se incrementó en 19 pb y la del bono alemán a 10 años en 13 pb. Los mercados bursátiles también registraron alguna corrección, mientras que los países periféricos fueron los que más sufrieron, especialmente Portugal. El euro experimentó una espectacular apreciación frente al dólar estadounidense tras la conferencia de prensa ofrecida por el BCE. Inmediatamente después de que hablara Trichet, se produjo el mayor aumento de los últimos 4 meses, hasta llegar a 1,3962 $ por euro.

Gráfico 1

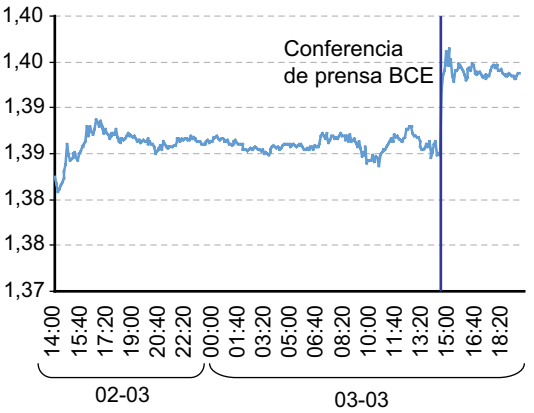
Rentabilidades alemanas a 2 años: cambio intradía (rentabilidad cada 5 minutos, mill. €, 20dma)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2

Euro-Dólar: cambio intradía (€/$, precio cada 5 minutos)



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, 3 ~~February~~March 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, which was also attended by Commissioner Rehn.

Based on its regular economic and monetary analyses, the Governing Council ~~confirmed that~~ decided to leave the ~~current~~ **key ECB interest rates** ~~still remain appropriate. It therefore decided to leave them~~ unchanged. ~~Taking into account all the new~~ The information ~~and analyses~~ which ~~have~~ has become available since our meeting on ~~13 January 2011, we continue to see evidence of short-term upward pressure on overall~~ 3 February 2011 indicates a rise in inflation, ~~mainly owing to energy and~~ largely reflecting higher commodity prices. ~~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.~~The economic analysis indicates that risks to the outlook for price developments are on the upside, while the underlying pace of monetary expansion remains moderate. Recent economic data confirm that the underlying momentum of economic activity in the euro area remains positive~~ underlying momentum of economic activity in the euro area, while~~; however, uncertainty remains elevated. ~~Our monetary analysis indicates~~The current very accommodative stance of monetary policy lends considerable support to economic activity. It is essential that the recent rise in inflation does not give rise to broad-based inflationary pressures over the medium ~~to long~~ term~~ should remain contained. Inflation expectations remain firmly anchored in line with our aim of keeping inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.~~. Strong vigilance is warranted with a view to containing upside risks to price stability. Overall, the Governing Council remains prepared to act in a firm and timely manner to ensure that upside risks to price stability over the medium term do not materialise. The continued firm anchoring of inflation expectations is of the essence.

~~Overall, we expect price stability to be maintained over the medium term, and the current monetary policy stance remains accommodative.~~ The ~~stance~~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 sixth maintenance period of 2011 on 12 July 2011. Furthermore, the Governing Council decided to conduct the three-month longer-term refinancing operations (LTROs) to be allotted on 27 April, 25 May and 29 June 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.

As we have stated before, 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**. Following the 0.3% quarter-on-quarter increase in euro area real GDP in both the third and the fourth quarter of 2010, recent statistical releases and survey-based evidence ~~for the fourth quarter and the beginning of the year~~ continue to confirm the positive underlying momentum of economic activity in the euro area at the beginning of 2011. Looking ahead, euro area exports should ~~benefit from the~~ continue to be supported by the ongoing recovery in the world economy. At the same time, 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~~ benefiting from the very accommodative monetary policy stance and the measures adopted to improve the functioning of the financial system. However, the recovery in activity is expected to be dampened somewhat by the process of balance sheet adjustment in various sectors.

This assessment is also reflected in the March 2011 ECB staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual real GDP growth in a range between 1.3% and 2.1% in 2011 and between 0.8% and 2.8% in 2012. Compared with the December 2010 Eurosystem staff macroeconomic projections, the lower ends of these ranges have been shifted upwards, reflecting better prospects for the global economy – and thus for euro area exports – as well as for domestic demand. The March 2011 ECB staff projections are broadly in line with forecasts by international organisations.

In the Governing Council's assessment, the risks to this economic outlook are ~~still slightly tilted to the downside, while~~ broadly balanced in a context of elevated uncertainty~~ remains 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 ongoing tensions in some segments of the financial markets and their potential spillover to the euro area real economy. ~~Further downside risks~~ Downside risks also relate to ~~renewed~~ further increases in ~~oil and other~~ commodity prices, in particular in view of renewed geopolitical tensions, and to protectionist pressures and the possibility of a disorderly correction of global imbalances.

With regard to price developments, euro area annual HICP inflation was 2.4% in ~~January~~February 2011, according to Eurostat's flash estimate, after 2.~~2~~3% in ~~December. This further~~ January. The increase ~~was broadly anticipated and~~ in inflation rates in early 2011 largely reflects higher ~~energy prices. Looking ahead to the next few months, inflation rates could temporarily increase further and are likely to stay slightly above 2% for most of 2011, before moderating again around the turn of the year. Overall, we continue to see evidence of short-term upward pressure on overall inflation, mainly owing to energy and~~ commodity prices. ~~Such pressure~~Pressure stemming from the sharp increases in energy and food prices is also discernible in the earlier stages of the production process. ~~These developments have 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.~~It is paramount that the rise in HICP inflation does not lead to second-round effects and thereby give rise to broad-based inflationary pressures over the medium term. Inflation expectations over the medium to longer term ~~continue to be~~must remain firmly anchored in line with the Governing Council's aim of ~~keeping~~maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.

The March 2011 ECB staff macroeconomic projections for the euro area foresee annual HICP inflation in a range between 2.0% and 2.6% for 2011 and between 1.0% and 2.4% for 2012. In comparison with the December 2010 Eurosystem staff macroeconomic projections, the ranges for HICP inflation have been shifted upwards. This is mainly due to the considerable rise in energy and food prices. It should be stressed that the projections are based on commodity price futures as of mid-February 2011, and therefore do not take into account the most recent oil price increases. Moreover, it needs to be emphasised that the projections assume continued moderate domestic wage and price-setting behaviour.

Risks to the medium-term outlook for price developments are ~~still broadly balanced but, as already indicated in January, could move to~~on the upside. ~~Currently, upside risks~~ They relate, in particular, to ~~developments~~higher than assumed increases in energy and non-energy commodity prices. Furthermore, increases in indirect taxes and administered prices may be greater than currently ~~expected~~assumed, owing to the need for fiscal consolidation in the coming years~~, and~~. Finally, risks also relate to stronger than expected domestic price pressures in the ~~production chain could rise further. On~~ context of the ~~downside, risks relate mainly to the impact on inflation of potentially lower growth, given the prevailing uncertainties.~~ongoing recovery in activity. Price and wage setters' behaviour should not lead to broadly based second-round effects stemming from higher commodity prices.

Turning to the **monetary analysis**, the annual growth rate of M3 declined to 1.5% in January 2011, from 1.7% in December 2010, ~~from 2.1% in November. The~~while the annual growth rate of loans to the private sector ~~also declined, albeit marginally, to~~increased to 2.4% in January, from 1.9% in December~~, after 2.0% in November. These declines partly reflect the reversal~~. Looking beyond the movements in individual months and the effects of special factors~~ that operated~~, trends in ~~November and do not indicate a general weakening of monetary dynamics. Overall, however,~~ broad money and loan growth ~~is still low, confirming~~confirm the assessment that the underlying pace of monetary expansion is still moderate and that inflationary pressures over the medium to ~~long~~longer term should remain contained. At the same time, the low level of money and credit growth has thus far led to only a partial unwinding of the large amounts of monetary liquidity accumulated in the economy prior to the period of financial tensions. This liquidity may facilitate the accommodation of price pressures currently emerging in commodity markets as a result of strong economic growth and ample liquidity at the global level.

Looking at M3 components, annual M1 growth moderated further to stand at ~~4.4~~3.2% in ~~December 2010~~January 2011, reflecting the prevailing low remuneration of overnight deposits. At the same time, the yield curve ~~has~~ steepened somewhat further at the start of the year, implying that the attractiveness of short-term instruments included in M3 continues to decline compared with more highly remunerated longer-term instruments outside M3.

On the counterpart side, the rise in the annual growth rate of bank loans to the private sector ~~continued to conceal differences in the magnitude of growth across sectors.~~in January was due to stronger lending to both households and non-financial corporations. The growth of loans to non-financial corporations ~~stood~~turned positive, to stand at 0.4% in January, after -0.2% in December, ~~after -0.1% in the previous month,~~ while the growth of loans to households strengthened further to 3.~~0~~1%, from 2.9% in December~~, after 2.8% in November. Taking into account the effect of derecognition of loans from bank balance sheets and looking through short-term volatility, the latest data confirm a continued gradual strengthening in the annual growth of lending to the non-financial private sector~~. Overall, lending to the non-financial private sector has gradually strengthened over the past few quarters, as the economic recovery gathered momentum.

~~At the same time, the latest data point to the overall size of bank balance sheets having contracted again after expanding for most of 2010, mainly on account of a reduction in lending between banks.~~The latest data also confirm that banks have continued to expand their lending to the euro area economy, while at the same time keeping the overall size of their balance sheets broadly unchanged. It is important that banks continue 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.

To sum up, the ~~current~~ Governing Council decided to leave the key ECB interest rates ~~still remain appropriate. We therefore decided to leave them~~ unchanged. ~~Taking into account all the new~~ The information ~~and analyses~~ which ~~have~~ has become available since our meeting on ~~13 January~~3 February 2011~~, we continue to see evidence of short-term upward pressure on overall~~ indicates a rise in inflation, ~~mainly owing to energy and~~largely reflecting higher commodity prices. ~~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.~~The economic analysis indicates that risks to the outlook for price developments are on the upside, while the **cross-check** with the monetary analysis indicates that the underlying pace of monetary expansion remains moderate. Recent economic data confirm that the ~~positive~~ underlying momentum of economic activity in the euro area~~, while~~ remains positive; however, uncertainty remains elevated. ~~A **cross-check** of the outcome of our economic analysis with that of the monetary analysis indicates that inflationary pressures over the medium to long term should remain contained. Inflation expectations remain firmly anchored in line with our aim of keeping inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.~~The current very accommodative stance of monetary policy lends considerable support to economic activity. It is essential that the recent rise in inflation does not give rise to broad-based inflationary pressures over the medium term. Strong vigilance is warranted with a view to containing upside risks to price stability. Overall, the Governing Council remains prepared to act in a firm and timely manner to ensure that upside risks to price stability over the medium term do not materialise. The continued firm anchoring of inflation expectations is of the essence.

Turning to **fiscal policies**, ~~it is now essential that~~ all governments need to fully implement their fiscal consolidation plans in 2011. Where necessary, additional corrective measures must be implemented swiftly to ensure progress in achieving fiscal sustainability. Beyond 2011, countries need to specify ambitious and concrete policy measures in their multi-year adjustment programmes, so as to underpin the credibility of their fiscal consolidation targets~~. Experience shows that expenditure restraint is an important step towards achieving and maintaining fiscal soundness, notably when enshrined in binding domestic policy rules. Such a commitment helps to strengthen~~ of ensuring a rapid correction of excessive deficits and returning to a close-to-balance or surplus position. Strengthening confidence in the sustainability of public finances~~, reduces~~ is key, as this will reduce interest rate risk premia and improve~~s~~ the conditions for sound and sustainable growth. ~~The implementation of credible policies~~

At the same time, it is crucial ~~in view of ongoing financial market pressures.~~

~~Substantial~~that substantial and far-reaching **structural reforms**~~, complementing fiscal adjustment, should~~ be ~~urgently~~ implemented ~~to improve the prospects for higher sustainable~~in the euro area to strengthen its growth ~~and employment. Major reforms are particularly necessary in those countries that have experienced a loss of~~ potential, competitiveness ~~in~~ and flexibility. In the ~~past or~~case of product markets, policies that ~~are suffering from high fiscal and external deficits. Increased product market~~enhance competition and ~~labour market flexibility would~~ innovation should, in particular, be further ~~support the necessary adjustment processes in the economy. All these structural reforms should be supported by 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.~~ pursued. On the labour market, the priority must be to enhance wage flexibility and incentives to work, and to remove labour market rigidities.

The current sovereign debt crisis in the euro area has reinforced the need for an ambitious **reform of the economic governance framework** of the euro area. The Governing Council of the ECB is of the view that the legislative proposals which have been put forward by the European Commission go some way to improving economic and budgetary surveillance in the euro area. However, they fall short of the necessary quantum leap in the surveillance of the euro area which is necessary to ensure the smooth functioning of Economic and Monetary Union. As outlined in the ECB's opinion of 17 February 2011 on these proposals, more stringent requirements, more automaticity in the procedures and a clearer focus on the most vulnerable countries with losses in competitiveness are required to ensure that the new framework will indeed be effective in the long run.

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.