

Madrid, 4 de abril de 2011

## Análisis Económico

Escenarios Financieros

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

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

**Javier Amador**  
javier.amador@grupobbva.com  
+52 56 21 7718

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

**Leanne Ryan**  
leanne.ryan@grupobbva.com

## Fuerte actividad económica

A pesar de las incertidumbres actuales, los últimos datos siguen apuntando a una fuerte actividad en las principales áreas económicas. El crecimiento de América Latina es sólido, mientras que en Asia hay algunos signos de moderación que indican una transición a un aterrizaje suave en China. En la zona euro, las cifras muestran que la actividad tomó impulso en el 1T 2011. Sin embargo, las tasas de crecimiento podrían haber alcanzado techo en la UE. En EE.UU. los resultados del empleo no agrícola indican que el mercado de trabajo sigue mejorando, lo que indica que la recuperación económica se mantendrá sólida.

### La inflación es el foco de atención principal

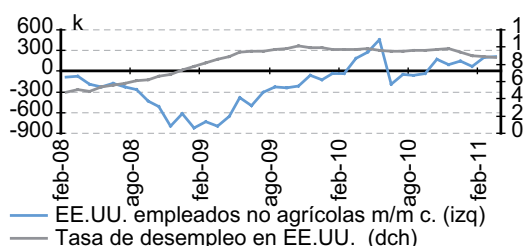
En lo que respecta a la inflación, el IPC de la zona euro siguió acelerándose en marzo hasta el 2,6%, por encima de nuestras previsiones (2,5%). En EE.UU., algunos indicadores mostraron que el índice general de precios ha seguido incrementándose, lo que se debe principalmente al aumento de los precios del petróleo y de los alimentos. La inflación subyacente también ha empezado a aumentar, pero se mantiene baja.

### La UEM se enfrenta a su primer movimiento alcista de los tipos

Según nuestras previsiones, el BCE subirá los tipos de interés en 25 p.b. el jueves, como medida preventiva (ver Destacados). Hay rumores de que el BCE establecerá una línea de financiación a medio plazo para sustituir la actual línea de Asistencia de Liquidez de emergencia (ELA por sus siglas en inglés), lo que podría ser un indicio de que se reinicia la estrategia de salida de las medidas no convencionales. Sin embargo, el anuncio del BCE de suspender el umbral de calificación de la deuda irlandesa sugiere que la nueva línea de financiación no se anunciará a corto plazo. Además, el BCE y el FMI acogieron bien los resultados de las pruebas de estrés de los bancos irlandeses, que estiman que se requiere un capital de 24.000 millones de euros. Por otro lado, el tono más ortodoxo de algunos de los responsables de la Fed no cambia nuestra opinión de que el programa de compra de activos a gran escala continuará hasta finales del 2T 2011. La Fed de Nueva York anunció la venta de algunas cédulas hipotecarias (MBS), lo que confirma que las condiciones actuales del mercado están mejorando y que estamos más cerca de la salida de la política monetaria extraordinaria. Por otro lado, el aumento de las entradas de capitales en los ME ha llevado a China y Brasil a incrementar sus políticas macroprudenciales (ver Destacados). Esta semana, el foco de atención serán las numerosas subastas de deuda en Europa, en vista de que los riesgos de la periferia europea. No obstante, los últimos acontecimientos no han tenido un impacto negativo en los diferenciales de las empresas españolas.

Gráfico 1

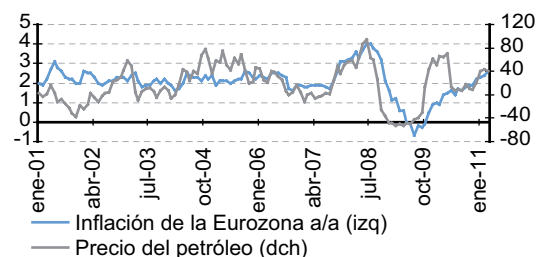
### Mejora el mercado de trabajo de EE.UU.



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2

### Eurozona: Precios del petróleo e inflación



Fuente: Bloomberg

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



## Destacados

### BCE: ciclo alcista de tipos no convencional

Marcará el comienzo de un ciclo no convencional.

### Inflación en Europa

Los efectos de segunda ronda no constituyen un riesgo inmediato.

### Flujos de los mercados emergentes (ME)

Ante un incremento de las entradas de capital, se reiniciarán las medidas macroprudenciales en EM.

**Análisis de Mercados** **Mercados**

*Estrategia Macro Europa*  
*Estratega Jefe*  
**Nicolás Trillo**  
nicolas.trillo@grupobbva.com  
+34 91 537 84 95

*Global FX*  
*Estratega jefe*  
**Dustin T. Reid**  
Dustin.Reid@bbvany.com  
+1 212 7281707

*Global Interest Rates*  
*Interest Rates Europe and USA*  
**José Miguel Rodríguez Delgado**  
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com  
+34 91 374 68 97

**Relajación de las primas de riesgo globales**

En línea con la moderación de la prima de riesgo los tipos euro han ido ajustándose al alza acercándose a los máximos de principios de marzo. Sin embargo se ha ido notando que éstos parecen no tener fuerza para romperlos sostenidamente. Notar que esta falta de impulso se ha dado incluso aunque los últimos datos han sido alcistas para los tipos (confianza del consumidor en el máximo de los últimos tres años e inflación 2 décimas por encima de lo esperado). En los tramos cortos esto indica que, aunque parece clara una primera subida del BCE en abril, la incertidumbre viene en el ritmo de las subidas posteriores. En los tramos largos por su parte, el efecto refugio que parecía que iba a generar la crisis portuguesa no se ha concretado.

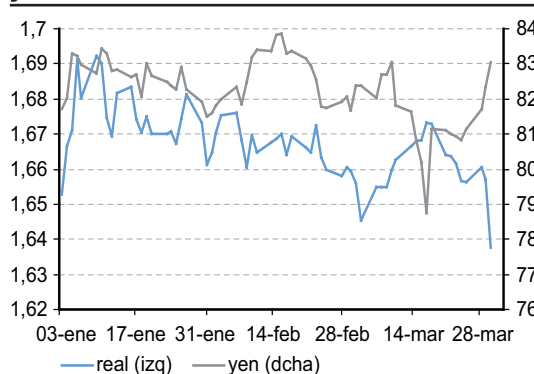
En Estados Unidos la relajación del efecto “safe haven” y la consecuente presión alcista en los tipos se ha visto agravada por dos factores: ii) vuelven el miedo a la inflación por las expectativas reflejadas en el último dato de la Universidad de Michigan, lo que se ha visto en la fuerte demanda en la última subasta de TIPS y ii) comentarios de Bullard diciendo que no ve necesario que la FED complete los USD 600 bn (estaría a favor de ahorrarse USD 100 bn). Aunque esto contrasta con otras opiniones en la FED (y con nuestra propia visión de que efectivamente se completará el programa) esto puede generar algo de ruido. Con todo, las referencias máximas del rango (3.70% en el 10A Govt) parece aún lejanas y por tanto sostenidas.

**Dos historias de intervención con diferente resultado**

La intervención coordinada del G7 en los mercados de divisas sigue siendo el principal tema a corto plazo dentro del espacio del G10. El USDJPY ha permanecido obedientemente por encima de 80,00, e incluso ha apuntado a 83,00 en las últimas semanas de negociación, sin duda para satisfacción del G7. El jueves por la mañana supimos que el ministro de Finanzas japonés había vendido el equivalente en JPY a 8.400 millones de USD entre el 25 de febrero y el 29 de marzo de 2011 para mantener la debilidad artificial del JPY, no solo frente al USD, sino también frente a otras grandes divisas. Con el USDJPY aún negociándose cerca de 83,00 y el EURJPY por encima de 117,00, creemos que la probabilidad de una nueva intervención importante en el mercado de divisas es baja a estos niveles y que, si se produjera, sería un shock para el mercado. Sin embargo, Japón no es la única economía que lucha con una alta valoración de su moneda; el USDBRL sigue acercándose a nuevos mínimos cíclicos de cotización, en torno a 1,6220 el 31/3/11, muy por debajo de los niveles en los que sabemos que el Banco Central de Brasil ha intervenido en los mercados cambiarios en ocasiones anteriores. El movimiento bajista del USDBRL se produce tras el tono moderado del Informe Trimestral de Inflación del Banco Central de Brasil y un aumento de la fiscalidad de los préstamos extranjeros a través del IOF. Creemos que existe una probabilidad razonable de que los funcionarios brasileños implementen nuevas medidas estructurales o empiecen a intervenir en los mercados de divisas mediante el Fondo de Patrimonio Soberano, o que hagan ambas cosas en un intento de reducir las recientes ganancias del BRL.

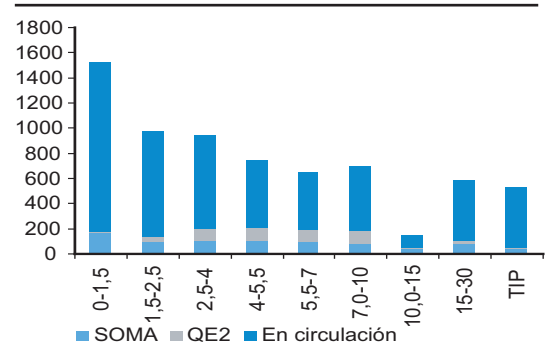
- Home →
- Destacados →
- Calendario →
- Datos Mercado →

Gráfico 3  
**Evolución cambiaria del yen y el real brasileño frente al dólar**



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4  
**Cartera del FED de bonos sobre total en circulación**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Análisis Económico

Destacados

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenez@grupobbva.com  
(+34) 91 537 37 76

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

Ecenarios Financieros  
**Javier Amador**  
javier.amador@grupobbva.com  
(+34) 91 537 3161

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

**BCE: ciclo alcista de tipos no convencional**

Las cifras de inflación de la zona euro correspondientes a marzo, junto con los comentarios que hicieron esta semana los miembros del Consejo del BCE, parecen indicar que en la reunión de la próxima semana el Consejo de Gobierno proseguirá con la subida de los tipos de interés de 25 pb que ya ha anunciado claramente. Lo cual también indica que es improbable se trate de una medida excepcional, y marcará más bien el comienzo de un ciclo alcista poco usual. Esperamos otro aumento de un cuarto de punto en julio. Pero todavía hay debilidad y la inflación subyacente seguirá siendo moderada. Por consiguiente, es probable que este ciclo sea distinto. En nuestra opinión, el BCE será cauteloso y aumentará los tipos muy lentamente, en un proceso de dos pasos. En el primer paso, subirá los tipos de interés de forma preventiva para que pueda haber cierta normalización desde una postura "muy flexible" que llevará los tipos oficiales a niveles más razonables en el plazo de un año. Es bastante probable que a las subidas de la próxima semana y de julio les siga una pausa antes de volver a efectuar otras dos subidas más, de 25 pb, a comienzos de 2012, probablemente en enero y abril. En lo sucesivo, el BCE podría adoptar una actitud de compás de espera hasta que las incertidumbres desaparezcan. Así, el tipo oficial del BCE se situaría en el 1,5% a finales de 2011 y en el 2% a finales de 2012 (un nivel más cómodo). Estos movimientos bastarían para luchar contra los riesgos de los efectos de segunda ronda y mantendrían las expectativas de inflación bajo control. El BCE está limitado por los actuales problemas del sistema financiero y no seguirá una ruta acorde con la reacción que se produciría en una recuperación económica normal.

**Inflación en Europa**

Uno de los asuntos claves que está detrás del esperado aumento de tipos por parte del BCE es la posibilidad de que se produzcan efectos de segunda ronda como consecuencia del círculo que podría establecerse entre inflación de la energía, repercusión en los salarios y vuelta a la inflación. En la UEM, la capacidad productiva ociosa sigue siendo todavía muy alta y la tasa de desempleo apenas ha caído desde su máximo, de modo que, en principio, no hay presiones reales para que los salarios se aceleren. La cuestión podría plantearse en los países más grandes de la UEM que están creciendo con mayor rapidez. Pero aquí tampoco es muy evidente una aceleración de los salarios. Esta semana, por ejemplo, se anunció el acuerdo sobre los aumentos salariales en el sector químico, y a pesar de que la cifra inicial presenta un incremento del 4,1%, la cifra real anualizada es menos de un 2%, si tenemos en cuenta todos los elementos de la compensación total. Además, este año sólo se renegociarán el 30% de los salarios, ya que el resto están sujetos a las negociaciones del año pasado. Si observamos episodios de crisis petroleras del pasado (1990, 1998 y 2008), es obvio que la evolución de la masa salarial de Alemania se ajusta más bien a la del PIB y no a la de los precios del petróleo. En otras palabras, todas las pruebas parecen indicar que los riesgos de que se produzca una espiral de inflación tras la crisis de los precios del petróleo todavía están muy lejos.

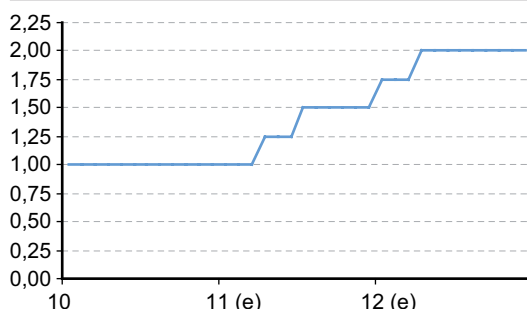
**Flujos de los ME**

En la segunda mitad de 2010, las autoridades de las economías emergentes intensificaron sus esfuerzos por frenar las entradas de capitales en sus mercados, aplicando para ello medidas como los controles de capitales y las políticas macroprudenciales. Sin embargo, estas políticas sólo han podido desacelerar las entradas de capitales en el 4T de 2010, aunque el riesgo geopolítico en los países de la región MENA ha sido lo que ha provocado grandes flujos de salida de los fondos de inversión de emergentes. No obstante, en las últimas semanas esta tendencia ha dado un giro y hemos observado un descenso de dichos flujos de salida. En nuestra opinión, los flujos de inversión deberían volver a los países emergentes una vez que haya disminuido la probabilidad de que los disturbios de los países de la región MENA se extiendan a los grandes países productores de petróleo, como Arabia Saudí. En vista de los crecientes flujos de entrada, los Emergentes podrían volver a introducir medias macroprudenciales para intervenir en la liquidez y evitar apreciaciones monetarias. En este momento hay dos ejemplos de estas medidas: China está aumentando su coeficiente de reservas obligatorias (CRO) más rápido de lo esperado, y Brasil ha anunciado un incremento en los impuestos sobre las operaciones financieras de los préstamos externos a corto plazo.

- Home →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos Mercado →

Gráfico 5

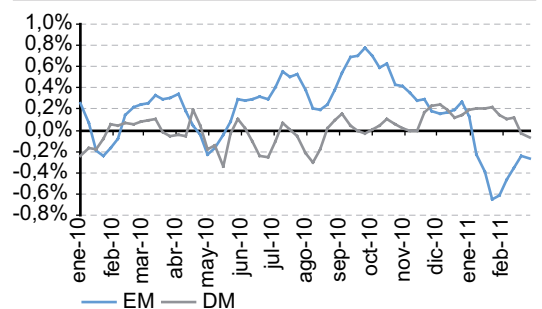
**Previsiones de tipo del BCE**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6

**Flujos a FFII en renta variable EM**



Fuente: EPFR

Análisis Económico

Europa  
**Agustín García Serrador**  
agustin.garcia@grupobbva.com  
+34 91 3747938

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

Asia  
**Jenny Zheng**  
jenny.zheng@bbva.com.hk

## Calendario: indicadores

### Zona euro: precios industriales (febrero, 4 de abril)

<b>Previsión:</b> 0,7% m/m	<b>Consenso:</b> 0,7% m/m	<b>Anterior:</b> 0,9% m/m
----------------------------	---------------------------	---------------------------

**Comentario:** se prevé que la inflación industrial, impulsada por el actual aumento de los precios de las materias primas, habrá seguido incrementándose en febrero, aunque a un ritmo más lento. Las encuestas de confianza de marzo mostraron nuevas pruebas de presiones inflacionistas, pero no hay indicios de que aumenten los salarios, dado que el mercado de trabajo sigue estando en una situación de deterioro. **Repercusión en los mercados:** una nueva aceleración de los precios industriales podría alimentar la inquietud de los mercados acerca de una política monetaria del BCE más ajustada para afrontar los efectos de segunda ronda.

### Zona euro: ventas minoristas (febrero, 5 de abril)

<b>Previsión:</b> 0,1% m/m	<b>Consenso:</b> 0,1% m/m	<b>Anterior:</b> 0,3% m/m
----------------------------	---------------------------	---------------------------

**Comentario:** es probable que las ventas minoristas se hayan mantenido prácticamente planas en febrero. Sin embargo, algunas de las cifras nacionales ya publicadas muestran algunos riesgos a la baja para nuestra previsión, ya que han registrado un ligero descenso. Además, la confianza de los consumidores cayó de nuevo en marzo y volvió a los niveles del 4T 2010, pero todavía se mantiene por encima del promedio a largo plazo. En general, creemos que el consumo de las familias podría haber aumentado ligeramente a comienzos del año, apoyado por una pequeña mejora en el mercado de trabajo y unas rebajas de invierno más agresivas. **Repercusión en los mercados:** una sorpresa muy negativa podría interpretarse como una demanda interna más débil de lo previsto y, por consiguiente, suscitaría dudas acerca del ritmo de recuperación en los próximos trimestres.

### EE.UU.: servicios del ISM (marzo, 5 de abril)

<b>Previsión:</b> 59,5	<b>Consenso:</b> 59,5	<b>Anterior:</b> 59,7
------------------------	-----------------------	-----------------------

**Comentario:** en febrero, el índice ISM (no manufacturero) subió 0,3 p.p. hasta 59,7. Estos indican que la actividad del sector servicios ha seguido aumentando. El índice de pedidos nuevos cayó ligeramente, pero se mantiene por encima de 50, lo que indica una situación de crecimiento. Además, los recientes aumentos en los precios al consumo y en los precios mayoristas también coinciden con el índice de precios del ISM, que se incrementó 1,2 pp, hasta el 73,3%. Esto indica que los precios del sector servicios aumentaron a un ritmo más rápido en febrero. Prevemos que tanto los precios como la actividad económica del índice del sector no manufacturero habrán seguido aumentando en marzo. **Repercusión en los mercados:** si el índice se situara por debajo de ese nivel, es probable que aumentara la volatilidad en los mercados financieros y los participantes podrían empezar a cuestionar la fortaleza y la sostenibilidad de la recuperación.

### EE.UU.: demandas iniciales de desempleo (2 de abril, 7 de abril)

<b>Previsión:</b> 380.000	<b>Consenso:</b> 384.000	<b>Anterior:</b> 388.000
---------------------------	--------------------------	--------------------------

**Comentario:** tanto las demandas iniciales de desempleo como las continuadas siguen indicando una mejora gradual en los mercados de trabajo. Los datos más recientes muestran que las demandas todavía están por debajo de 400.000, lo que indica que la creación de empleo continuará en los próximos meses. Estos niveles son coherentes con los datos del empleo no agrícola de marzo, que han registrado un aumento de 216.000 puestos. Creemos que la actual mejora de los mercados de trabajo continuará a medida que la economía estadounidense experimente un sólido crecimiento económico. Nuestra previsión es que en la próxima semana se producirá una ligera caída de las demandas. **Repercusión en los mercados:** si las demandas iniciales por desempleo cayeran por debajo de 375.000, indicarían un progreso significativo en los mercados de trabajo, respaldarían un crecimiento económico sólido y harían subir los precios de la renta variable.

### Filipinas: Inflación del IPC (marzo, 5 de abril)

<b>Previsión:</b> 4,5% a/a	<b>Consenso:</b> 4,5% a/a	<b>Anterior:</b> 4,3% a/a
----------------------------	---------------------------	---------------------------

**Comentario:** el Banco Central de Filipinas era el último de Asia que seguía sin iniciar el ajuste de la política monetaria, hasta que el 24 de marzo, anunció una subida de los tipos de interés de 25 p.b., hasta el 4,25%, en respuesta al aumento de la inflación. El objetivo Banco Central es mantener la inflación en un rango del 3-5%, pero ese objetivo está en riesgo. **Repercusión en los mercados:** una aceleración de la inflación más rápida de lo previsto podría desencadenar nuevas subidas de los tipos de interés a corto plazo (actualmente anticipamos que se producirán otras tres subidas durante este año).

- Home →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos Mercado →

## Datos de los Mercados

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,30	-1	-1	1
		Tipo 2 años	0,88	15	19	-23
		Tipo 10 años	3,50	6	3	-45
	EMU	3-meses Euribor	1,25	5	15	61
		Tipo 2 años	1,83	10	29	88
		Tipo 10 años	3,39	11	19	30
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,407	-0,1	1,4	4,3
		Libra-Euro	0,88	0,2	3,6	-0,8
		Franco Suizo-Euro	1,31	1,5	2,7	-8,4
	América	Argentina (peso-dólar)	4,05	0,3	0,6	4,6
		Brasil (real-dólar)	1,62	-2,1	-2,1	-8,0
		Colombia (peso-dólar)	1863	-0,4	-2,7	-2,9
		Chile (peso-dólar)	477	-0,3	-0,1	-8,5
		México (peso-dólar)	11,85	-1,2	-2,1	-3,7
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,81	0,5	1,2	-1,2
		Japón (Yen-dólar)	84,67	4,0	3,7	-10,5
	Asia	Corea (KRW-dólar)	1089,25	-1,9	-3,0	-3,2
		Australia (AUD-dólar)	1,033	0,8	1,6	12,4
	MMPP (Var %)		Brent de petróleo (\$/b)	117,4	1,6	0,9
		Oro (\$/onza)	1416,6	-0,9	-1,2	26,5
		Metales	624,7	-0,3	0,4	23,6
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10671	-0,4	0,3	-3,6
		EuroStoxx 50	2949	1,3	-0,3	-1,0
		EE.UU. (S&P 500)	1331	1,3	1,7	13,0
	América	Argentina (Merval)	3388	1,2	-1,1	42,7
		Brasil (Bovespa)	68768	1,5	2,2	-3,3
		Colombia (IGBC)	14470	-0,6	-4,4	19,4
		Chile (IGPA)	22116	1,8	4,7	24,4
		México (CPI)	37633	2,3	2,1	13,1
		Perú (General Lima)	21917	-1,5	-3,5	44,9
		Venezuela (IBC)	70322	-1,8	4,0	20,5
	Asia	Nikkei225	9708	1,8	-7,5	-14,0
		HSI	23802	2,8	3,3	10,5
	Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	102	-1	1
Itraxx Xover			384	-1	-7	-39
Riesgo Soberano		CDS Alemania	45	-2	-4	13
		CDS Portugal	580	33	117	435
		CDS España	233	7	-9	115
		CDS EE.UU	41	-1	-5	---
		CDS Emergentes	206	-3	-16	-16
		CDS Argentina	592	-8	-56	-296
		CDS Brasil	111	-3	-7	-14
		CDS Colombia	108	-5	-13	-37
		CDS Chile	61	-4	-18	-25
		CDS México	105	-2	-9	-8
		CDS Perú	138	12	23	13

Fuente: Bloomberg y Datastream

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://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.**