

Observatorio BCE

Europa

Madrid,
6 de septiembre de 2012
Economic Analysis

Escenarios Financieros

Javier Amador
javier.amadord@bbva.com

María Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@bbva.com

El BCE cumple; la pelota está ahora en el tejado de los gobiernos

- Draghi esboza el programa de compra de bonos: el BCE se abstuvo de fijar ningún techo explícito sobre las rentabilidades y renunció a su estatus de acreedor preferente al admitir que participaría en cualquier reestructuración de deuda en caso de que se produjera alguna. A priori, el tamaño de la compra de bonos será ilimitado
- Posiblemente la característica más importante de las Transacciones Monetarias Directas (OMT por sus siglas en inglés) es la estricta condicionalidad que conllevan: tal como se había previsto, el programa solo se activará después de que los países soliciten oficialmente ayuda a los fondos de rescate y podría suspenderse en los países que no cumplan las condiciones del rescate
- Cabe destacar que también se anunciaron medidas para incrementar la liquidez del sector bancario (es decir, para mantener la disponibilidad de avales)

En la reunión que se ha celebrado hoy, el BCE ha dejado los tipos de interés sin cambios y no ha dado indicios de que vaya a efectuarse un próximo recorte de los mismos¹. El presidente del BCE explicó resumidamente las características del programa de compra de bonos en el mercado secundario, programa que se ha denominado Transacciones Monetarias Directas y que tiene como objetivo contrarrestar "los temores infundados de la reversibilidad del euro", conservando así la "unicidad" de la política monetaria de la zona euro y restableciendo el mecanismo de transmisión de dicha política monetaria. El plan fue respaldado por una "aplastante mayoría", "solo hubo una opinión discrepante".

Tal como se esperaba, Draghi puso énfasis en que una condición necesaria para que se activen las compras de bonos por parte del BCE, era una condicionalidad "estricta y efectiva", es decir, que los países deben sumarse primero a un programa del FEEF/MEE. Según la visión del Consejo de gobierno, para que este programa se perciba como un instrumento de seguridad eficiente para eliminar los riesgos de cola en la zona euro, tiene que basarse en dos pilares: uno es el BCE, el otro está compuesto por los gobiernos, la condicionalidad específica de cada país y la supervisión de los compromisos. Draghi argumentó que no debe olvidarse "que estos países se encuentran en un mal equilibrio² para empezar" y recordó que el programa de compra de deuda (que ha terminado oficialmente hoy) no funcionó porque "son necesarios los dos pilares para que funcione" y ese programa se basaba en uno solo. Aunque la participación del FMI no es una condición necesaria, es el escenario preferible y "si quieren intervenir, serán muy bien recibidos". Parece claro que probablemente se buscará la participación del FMI. Cuando los países que ya están sujetos a un programa vuelvan a tener acceso al mercado de bonos, también se les tendría en consideración. También como era de esperar, todas las compras de bonos se esterilizarán. Una sorpresa positiva ha sido el indicio de que las compras podrían ser ilimitadas: el tamaño ilimitado a priori es "adecuado para lograr" los objetivos del BCE. Sin embargo, y esto es algo crucial, si un gobierno no cumple las condiciones del rescate, el BCE dejará de comprar sus bonos.

¹ En el turno de preguntas Draghi señaló que el último recorte de los tipos de interés (hasta el 0,75%) anticipaba el debilitamiento de la economía que se ha observado tanto en los datos recientes como en las previsiones de crecimiento revisadas del BCE.

² Punto de no retorno en el que se deja solo a un país, las elevadas rentabilidades lo conducen al "mal equilibrio" del impago

Tal como se esperaba, el BCE se abstuvo de fijar ningún techo explícito sobre las rentabilidades. Como ya se filtró ayer a través de la prensa, el programa se aplicará a los bonos cuyo plazo se sitúe entre uno y tres años.

Hay que destacar que el BCE renunció a su estatus de acreedor preferente y será tratado (solo en las nuevas compras, no en las tenencias del programa de deuda (SMP)) como cualquier otro comprador de bonos. Como hemos apuntado, esto es fundamental para mejorar las probabilidades de éxito.

En lo que respecta al resto de medidas, tal como se había previsto, el BCE anunció una política de avales más flexible para ampliar la capacidad de acceso de los bancos europeos a la liquidez del BCE. En concreto, el Banco Central "decidió suspender la aplicación del umbral de calificación crediticia mínima en los requisitos para la aceptación de avales" para la deuda emitida o garantizada por los gobiernos de la zona euro aptos para este nuevo programa de compra de bonos "o para los que están en un programa de la UE/FMI". Además, el Banco Central también aceptará como garantía instrumentos de deuda negociables denominados en otras monedas distintas del euro. En lo que respecta a la posibilidad de nuevas operaciones LTRO, Draghi dijo que no hay debate sobre este asunto, lo que indica que en este momento no hay necesidad de nuevas operaciones de este tipo. No obstante, si las condiciones de liquidez empeoraran en los próximos meses, el BCE no dejaría de ofrecer otra LTRO. Por último, en cuanto a la posibilidad de comprar activos del sector privado fuera de los bonos del gobierno, el presidente se abstuvo de hacer ningún comentario y dijo que "no quisiera especular" sobre otras medidas. Sin embargo, bajo el mandato de Draghi el BCE ha demostrado que es lo suficientemente pragmático y flexible como para implementar medidas en caso necesario.

El BCE rebajó sus previsiones de crecimiento: ahora prevé que la economía de la zona euro se contraerá entre un 0,2 y un 0,6% este año (el punto medio de la previsión se sitúa en el -0,4%, en comparación con el -0,1% anticipado en junio; BBVA: -0,3%). El punto medio de la previsión para 2013 queda ahora en el 0,5%, a la baja con respecto al 1,0% estimado en junio (BBVA: 0,3%). Como cabía esperar, los riesgos para las perspectivas siguen inclinados a la baja. Dado que han aumentado las posibilidades de que se produzcan nuevas subidas de los impuestos indirectos, las previsiones de inflación se revisaron al alza, hasta el 2,5% (+0,1 pp) en 2012 y hasta el 1,9% (+0,3 pp) en 2013.

En general, se ha anunciado todo lo que se esperaba. Es muy probable que el plan establezca la parte inicial de la curva y contribuya a incrementar la demanda privada de bonos periféricos en ese sector de la curva. Lo que no está claro es qué pasaría si aún haciendo todo lo que se le pide en las condiciones de rescate, los países no pueden cumplir sus compromisos de consolidación fiscal. En última instancia, y sin ánimo de minimizar este enorme avance hacia la solución de los problemas de la zona euro, la recuperación completa de la confianza (es decir, de la capacidad de un gobierno para obtener nueva deuda) depende de sus perspectivas de crecimiento, algo que lamentablemente sigue siendo negativo e incierto.

Annex 1. Introductory statement, tracking the changes:

in black, wording common to both the current and previous statements, in blue and crossed, previous wording that was replaced by new wording, in green and underlined.

Mario Draghi, President of the ECB, Vitor Constâncio, Vice-President of the ECB, Frankfurt am Main, ~~2 August~~ 6 September 2012

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

Based on our regular economic and monetary analyses, we decided to keep the **key ECB interest rates** unchanged, ~~following the decrease of 25 basis points~~. Owing to high energy prices and increases in ~~July~~. ~~As we said a month ago~~ indirect taxes in some euro area countries, inflation ~~should decline further in the course of~~ rates are expected to remain above 2% throughout 2012 ~~and be~~, to fall below ~~2%~~ that level again in ~~2013~~ the course of next year and to remain in line with price stability over the policy-relevant horizon. Consistent with this picture, the underlying pace of monetary expansion remains subdued. Inflation expectations for the euro area economy continue to be firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. ~~At the same time, economic~~ Economic growth in the euro area ~~remains~~ is expected to remain weak, with the ongoing tensions in financial markets and heightened uncertainty weighing on confidence and sentiment. A ~~further renewed~~ intensification of financial market tensions ~~has~~ would have the potential to affect the balance of risks for both growth and inflation ~~on the downside~~.

~~The Governing Council extensively discussed the policy options to address the severe malfunctioning in the price formation process in the bond markets of euro area countries. Exceptionally high risk premia are observed in government bond prices in several countries and financial fragmentation hinders the effective working of monetary policy. Risk premia that are related to fears of the reversibility of the euro are unacceptable, and they need to be addressed in a fundamental manner. The euro is irreversible.~~

~~In order to create the fundamental conditions for such risk premia to disappear~~ It is against this background that the Governing Council today decided on the modalities for undertaking Outright Monetary Transactions (OMTs) in secondary markets for sovereign bonds in the euro area. As we said a month ago, we need to be in the position to safeguard the monetary policy transmission mechanism in all countries of the euro area. We aim to preserve the singleness of our monetary policy and to ensure the proper transmission of our policy stance to the real economy throughout the area. OMTs will enable us to address severe distortions in government bond markets which originate from, in particular, unfounded fears on the part of investors of the reversibility of the euro. Hence, under appropriate conditions, we will have a fully effective backstop to avoid destructive scenarios with potentially severe challenges for price stability in the euro area. Let me repeat what I said last month: we act strictly within our mandate to maintain price stability over the medium term; we act independently in determining monetary policy; and the euro is irreversible.

In order to restore confidence, policy-makers in the euro area need to push ahead with great determination with fiscal consolidation, structural ~~reform~~ reforms to enhance competitiveness and European institution-building ~~with great determination~~. ~~As implementation takes~~. ~~At the same time and financial markets often only adjust once success becomes clearly visible~~, governments must stand ready to activate the EFSF/ESM in the bond market when exceptional financial market circumstances and risks to financial stability exist - with strict and effective conditionality in line with the established guidelines.

The adherence of governments to their commitments and the fulfilment by the EFSF/ESM of their role are necessary conditions. ~~The Governing Council, within its mandate to maintain price stability over the medium term and in observance of its independence in determining monetary policy, may undertake for our outright~~ open market operations of a size adequate to reach its objective. In this context, the concerns of private investors about seniority will be addressed. Furthermore, the Governing Council may consider ~~undertaking further non-standard monetary policy measures according to what is required to repair monetary policy transmission~~. Over the coming weeks, we will design the appropriate modalities for such ~~policy measure~~ transactions to be conducted and to be effective. Details of the Outright Monetary Transactions are described in a separate press release.

Furthermore, the Governing Council took decisions with a view to ensuring the availability of adequate collateral in Eurosystem refinancing operations. The details of these measures are also elaborated in a separate press release.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. ~~On a quarterly basis, Recently published statistics indicate that euro area real GDP growth was flat in the first~~ contracted by 0.2%, quarter on quarter, in the second quarter of 2012, following ~~a decline of 0.3%~~ zero growth in the previous quarter. Economic indicators point to ~~continued~~ weak economic activity in the ~~second quarter remainder~~ of 2012 ~~and at the beginning of the third quarter~~, in an environment of heightened uncertainty. Looking beyond the short term, we expect the euro area economy to recover only very gradually, ~~with~~. The growth momentum ~~being further~~ is expected to remain dampened by ~~a number of factors. In particular, tensions in some euro area sovereign debt markets and their impact on financing conditions, the necessary process of balance sheet adjustment in the financial and non-financial sectors and~~, the existence of high unemployment ~~are expected to weigh on the underlying growth momentum, which is also affected by the ongoing~~ and an uneven global ~~slowdown~~ recovery.

The September 2012 ECB staff macroeconomic projections for the euro area foresee annual real GDP growth in a range between -0.6% and -0.2% for 2012 and between -0.4% and 1.4% for 2013. Compared with the June 2012 Eurosystem staff macroeconomic projections, the ranges for 2012 and 2013 have been revised downwards.

The risks surrounding the economic outlook for the euro area ~~continue~~ are assessed to be on the downside. They relate, in particular, to the tensions in several euro area financial markets and their potential spillover to the euro area real economy. ~~Downside risks also relate to possible renewed increases in energy prices over the medium term~~ These risks should be contained by effective action by all euro area policy-makers.

Euro area annual HICP inflation was 2.46% in ~~July~~ August 2012, according to Eurostat's flash estimate, ~~unchanged from~~ compared with 2.4% in the previous month. This increase is mainly due to renewed increases in euro-denominated energy prices. On the basis of current futures prices for oil, inflation rates could turn out somewhat higher than expected a few months ago, but they should decline ~~further~~ to below 2% again in the course of ~~2012 and be below 2% again in 2013~~ next year. Over the policy-relevant horizon, in an environment of modest growth in the euro area and well-anchored long-term inflation expectations, underlying price pressures should remain moderate.

The September 2012 ECB staff macroeconomic projections for the euro area foresee annual HICP inflation in a range between 2.4% and 2.6% for 2012 and between 1.3% and 2.5% for 2013. These projection ranges are somewhat higher than those contained in the June 2012 Eurosystem staff macroeconomic projections.

Risks to the outlook for price developments continue to be broadly balanced over the medium term. Upside risks pertain to further increases in indirect taxes, owing to the need for fiscal consolidation, ~~and higher than expected energy prices over the medium term~~. The main downside risks relate to the impact of weaker than expected growth in the euro area, ~~in particular~~ particularly resulting from a further intensification of financial market tensions, ~~Such~~, and its effects on the domestic components of inflation. If not contained by effective action by all euro area policy-makers, such intensification has the potential to affect the balance of risks on the downside.

Turning to the **monetary analysis**, the underlying pace of monetary expansion remained subdued. The annual growth rate of M3 ~~stood at~~ increased to 3.28% in ~~June~~ July 2012, ~~slightly higher than the up from 3.1% observed~~ 2% in ~~the previous month and close~~ June. The rise in M3 growth was mainly attributable to a higher preference for liquidity, as reflected in the further increase in the annual growth rate ~~observed at the end of the first quarter. Overall, inflows into broad money in the second quarter were weak. Annual growth in narrow monetary aggregate M1 increased further to 4.5% in July, from 3.5% in June, in line with the increased preference of investors for liquid instruments in an environment of low interest rates and high uncertainty.~~

The annual growth rate of loans to the private sector (adjusted for loan sales and securitisation) ~~declined to~~ remained weak at 0.5% in July (after 0.3% in June ~~(from 0.5% in May). As net redemptions of~~). Annual growth in MFI loans to both non-financial corporations and households ~~remained subdued, at -0.2% and 1.1% respectively (both adjusted for loan sales and securitisation) were observed in June, the annual growth rates for loans to both non-financial corporations and households (adjusted for loan sales and securitisation) decreased further in June, to -0.3% and 1.1% respectively~~). To a large extent, subdued loan growth reflects ~~the current cyclical situation~~ a weak outlook for GDP, heightened risk aversion and the ongoing adjustment in the balance sheets of households and enterprises, all of which weigh on credit

demand. A considerable contribution of demand factors to weak MFI loan growth is confirmed by the euro area bank lending survey for the second quarter of 2012. This survey also shows that the net tightening of banks' credit standards at the euro area level was broadly stable in the second quarter of 2012, as compared with the previous quarter, for loans to both enterprises and households. Furthermore, in a number of euro area countries, the segmentation of financial markets and capital constraints for banks continue to weigh on credit supply.

Looking ahead, it is essential for banks to continue to strengthen their resilience where this is needed. The soundness of banks' balance sheets will be a key factor in facilitating both an appropriate provision of credit to the economy and the normalisation of all funding channels.

To sum up, the economic analysis indicates that price developments should remain in line with price stability over the medium term. A **cross-check** with the signals from the monetary analysis confirms this picture.

~~AWhile significant progress has been achieved with **fiscal consolidation** over recent years, further decisive and urgent steps need to be taken to improve competitiveness. From 2009 to 2011, euro area countries, on average, reduced the deficit to GDP ratio by 2.3 percentage points, and the primary deficit improved by about 2½ percentage points. Fiscal adjustment in the euro area is continuing in 2012, and it is indeed crucial that efforts are maintained to restore sound fiscal positions. At the same time, **structural reforms** are as essential as fiscal consolidation efforts and the measures to repair the financial sector. Some progress has also been made in this area. For example, unit labour costs and current account developments have started to undergo a correction process in most of the countries strongly affected by the crisis. However, further reform measures need to be implemented swiftly and decisively. Product market reforms to foster competitiveness and the creation of efficient and flexible labour markets are preconditions for the unwinding of existing imbalances and the achievement of robust, sustainable growth. It is now crucial that Member States implement their country-specific recommendations with determination.~~

lthough good progress is being made, the need for structural and fiscal adjustment remains significant in many European countries. On the **structural side**, further swift and decisive product and labour market reforms are required across the euro area to improve competitiveness, increase adjustment capacities and achieve higher sustainable growth rates. These structural reforms will also complement and support fiscal consolidation and debt sustainability. On the **fiscal front**, it is crucial that governments undertake all measures necessary to achieve their targets for the current and coming years. In this respect, the expected rapid implementation of the fiscal compact should be a main element to help strengthen confidence in the soundness of public finances. Finally, pushing ahead with European institution-building with great determination is essential.

Annex 2.: Technical features of Outright Monetary Transactions

As announced on 2 August 2012, the Governing Council of the European Central Bank (ECB) has today taken decisions on a number of technical features regarding the Eurosystem's outright transactions in secondary sovereign bond markets that aim at safeguarding an appropriate monetary policy transmission and the singleness of the monetary policy. These will be known as Outright Monetary Transactions (OMTs) and will be conducted within the following framework:

Conditionality

A necessary condition for Outright Monetary Transactions is strict and effective conditionality attached to an appropriate European Financial Stability Facility/European Stability Mechanism (EFSF/ESM) programme. Such programmes can take the form of a full EFSF/ESM macroeconomic adjustment programme or a precautionary programme (Enhanced Conditions Credit Line), provided that they include the possibility of EFSF/ESM primary market purchases. The involvement of the IMF shall also be sought for the design of the country-specific conditionality and the monitoring of such a programme.

The Governing Council will consider Outright Monetary Transactions to the extent that they are warranted from a monetary policy perspective as long as programme conditionality is fully respected, and terminate them once their objectives are achieved or when there is non-compliance with the macroeconomic adjustment or precautionary programme.

Following a thorough assessment, the Governing Council will decide on the start, continuation and suspension of Outright Monetary Transactions in full discretion and acting in accordance with its monetary policy mandate.

Coverage

Outright Monetary Transactions will be considered for future cases of EFSF/ESM macroeconomic adjustment programmes or precautionary programmes as specified above. They may also be considered for Member States currently under a macroeconomic adjustment programme when they will be regaining bond market access.

Transactions will be focused on the shorter part of the yield curve, and in particular on sovereign bonds with a maturity of between one and three years.

No ex ante quantitative limits are set on the size of Outright Monetary Transactions.

Creditor treatment

The Eurosystem intends to clarify in the legal act concerning Outright Monetary Transactions that it accepts the same (*pari passu*) treatment as private or other creditors with respect to bonds issued by euro area countries and purchased by the Eurosystem through Outright Monetary Transactions, in accordance with the terms of such bonds.

Sterilisation

The liquidity created through Outright Monetary Transactions will be fully sterilised.

Transparency

Aggregate Outright Monetary Transaction holdings and their market values will be published on a weekly basis. Publication of the average duration of Outright Monetary Transaction holdings and the breakdown by country will take place on a monthly basis.

Securities Markets Programme

Following today's decision on Outright Monetary Transactions, the Securities Markets Programme (SMP) is herewith terminated. The liquidity injected through the SMP will continue to be absorbed as in the past, and the existing securities in the SMP portfolio will be held to maturity.

Annex 3.: Measures to preserve collateral availability

On 6 September 2012 the Governing Council of the European Central Bank (ECB) decided on additional measures to preserve collateral availability for counterparties in order to maintain their access to the Eurosystem's liquidity-providing operations.

Change in eligibility for central government assets

The Governing Council of the ECB has decided to suspend the application of the minimum credit rating threshold in the collateral eligibility requirements for the purposes of the Eurosystem's credit operations in the case of marketable debt instruments issued or guaranteed by the central government, and credit claims granted to or guaranteed by the central government, of countries that are eligible for Outright Monetary Transactions or are under an EU-IMF programme and comply with the attached conditionality as assessed by the Governing Council.

The suspension applies to all outstanding and new assets of the type described above.

The decision on the collateral eligibility of bonds issued or guaranteed by the Greek government taken by the Governing Council on 18 July 2012 is still applicable (Decision ECB/2012/14).

Expansion of the list of assets eligible to be used as collateral

The Governing Council of the ECB has also decided that marketable debt instruments denominated in currencies other than the euro, namely the US dollar, the pound sterling and the Japanese yen, and issued and held in the euro area, are eligible to be used as collateral in Eurosystem credit operations until further notice. This measure reintroduces a similar decision that was applicable between October 2008 and December 2010, with appropriate valuation markdowns.

These measures will come into force with the relevant legal acts.

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](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

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.