

# Observatorio Bancario China

Hong Kong, 18 de mayo de 2011  
Análisis Económico

Asia

*Economista Jefe de Economías Emergentes del Grupo*

**Alicia García Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

*Economista Jefe de Asia*

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

*Economista Senior*

**Le Xia**

xia.le@bbva.com.hk

## Valoración de las repercusiones del nuevo plan de desarrollo quinquenal de China en el sector financiero

- **Al igual que su predecesor, el nuevo plan de desarrollo quinquenal da importancia a la continuación de las reformas en el sector financiero, aunque faltan los detalles específicos en varias áreas.**

El plan pone énfasis en la profundización de las reformas del sector financiero en cuatro áreas: (i) fortalecimiento de las instituciones financieras, (ii) desarrollo de los mercados financieros, (iii) mejora de los instrumentos de política monetaria y (iv) mejora del marco de supervisión. Dicho esto, los componentes del sector financiero del plan son bastante generales y faltan detalles como el papel de los bancos extranjeros y el calendario de las reformas.

- **Partiendo de este plan, en los próximos años prevemos dos avances importantes en las reformas financieras.**

Estos dos importantes avances son la liberalización de los tipos de interés y una mayor apertura de la cuenta de capital. Además, se prevé que aumentará la proporción de la financiación "directa" (no bancaria), y el marco de supervisión debería seguir fortaleciéndose conforme a los estándares internacionales.

- **El plan tendrá repercusiones en el panorama del sector financiero, con un posible aumento de la competencia y una probable reducción de la rentabilidad.**

La liberalización de los tipos de interés, el avance hacia una mayor apertura de la cuenta de capital y una mayor desintermediación podrían aumentar la competencia en el mercado de la banca nacional y reducir los márgenes de los bancos.

- **Al mismo tiempo, el plan debería crear nuevas oportunidades de negocio en el sector financiero.**

Dado el énfasis que pone el plan en aumentar la renta y el poder adquisitivo de los consumidores, los negocios de la banca minorista en China, en especial los relacionados con la financiación del consumo y con la gestión patrimonial, podrían entrar en una senda de crecimiento aún más rápido en los próximos años.

- **También podría incrementarse el papel de los bancos extranjeros en el desarrollo del sector financiero chino, pero dado que no hay referencias específicas en el plan, se mantiene la incertidumbre.**

En teoría, la liberalización de los tipos de interés, la apertura de la cuenta de capital y la mayor competencia deberían crear oportunidades para los bancos extranjeros. Dicho esto, el nuevo plan quinquenal no se pronuncia sobre el papel de las instituciones financieras extranjeras y a un nivel más general sobre la apertura del sector financiero local a una mayor competencia. Será preciso hacer un cuidadoso seguimiento a lo largo del tiempo para valorar la disposición de las autoridades a permitir una mayor competencia en el mercado interno.

## El 12º plan de desarrollo quinquenal: profundización de la reforma del sistema financiero

El pasado mes de marzo, el Congreso Nacional Popular de China (CNP) aprobó el 12º plan de desarrollo quinquenal que cubre el periodo 2011-2015. Entre las áreas en las que el plan pone más énfasis están el reequilibrio de la economía hacia mayores niveles de consumo privado, el fomento de determinados sectores nuevos que son estratégicos, la mejora de la calidad de vida de la población y la promoción de la armonía social (un eufemismo para hablar de la reducción de la desigualdad de la renta). El plan también establece 24 objetivos principales en varios aspectos del desarrollo económico y social (véase *Observatorio Económico: Nuevo plan quinquenal*).

Al igual que en el caso del 11º plan quinquenal del periodo 2006-2010, el nuevo plan dedica un capítulo (Capítulo 48) al desarrollo del sector financiero interno en los próximos cinco años y explica con más detalle la profundización de las reformas del sector financiero en cuatro áreas clave: reestructuración de las instituciones financieras, desarrollo de los mercados financieros, mejora de los instrumentos de política monetaria y mejora del marco de supervisión. Además del desarrollo general del sector financiero, el plan también dedica un capítulo (Capítulo 57) a la evolución de los sectores financieros de Hong Kong y Macao. A continuación hacemos un resumen con los puntos relevantes:

- **Reestructuración de las instituciones financieras**  
Continuar la reforma de las principales instituciones financieras propiedad del estado, mejorar el sistema empresarial financiero moderno, fortalecer la gobernanza interna y la gestión del riesgo, mejorar la innovación y la capacidad de desarrollo de cara a la competitividad internacional.
- **Desarrollo de los mercados financieros**  
Desarrollar el mercado financiero multicapa, seguir fomentando la innovación financiera y mejorar significativamente la proporción de financiación "directa" (no bancaria). Ampliar el mercado monetario para mejorar las funciones de gestión de la liquidez. Profundizar en la reforma del sistema de homologación de la cotización en bolsa, regular el desarrollo del panel principal y el mercado de valores de las empresas pequeñas y de tamaño medio, promover el desarrollo del mercado GEM y acelerar el desarrollo del mercado OTC.
- **Mejora de los instrumentos y la actuación de la política monetaria**  
Optimizar los objetivos de la política monetaria y mejorar sus mecanismos de toma de decisiones. Mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Establecer un marco anticíclico para un sistema de gestión financiera macroprudencial, establecer un sólido sistema de alerta temprana para evitar los riesgos financieros sistémicos y establecer sistemas de evaluación y mecanismos de venta.
- **Fortalecimiento del marco de supervisión**  
Mejorar la supervisión del sector financiero y mejorar las agencias de regulación financiera y la coordinación entre los distintos departamentos. Mejorar la gestión financiera de los gobiernos locales e incrementar la responsabilidad de estos gobiernos sobre las instituciones pequeñas y medianas. Desarrollar las normas reglamentarias financieras entre sectores y entre mercados y fortalecer la supervisión de las instituciones financieras importantes para el sistema. Mejorar las leyes y regulaciones financieras. Acelerar la construcción de un sistema de crédito y regular el desarrollo de las agencias de calificación crediticia. Fortalecer la cooperación con organizaciones internacionales y reguladores extranjeros.
- **Desarrollo del sector financiero de Hong Kong**  
Continuar apoyando a Hong Kong en el desarrollo de sus servicios financieros y mejorar su estatus como centro financiero internacional. Apoyar el desarrollo de Hong Kong como centro de negocios de RMB off-shore y como centro de gestión de activos internacionales.

### ¿Vino viejo en odres nuevos?

La comparación del plan quinquenal anterior con el actual revela varias similitudes. Aunque ha habido avances en la agenda del sector financiero en los últimos cinco años (Tabla 1), el

ritmo de la reforma no parece haber cumplido los ambiciosos objetivos establecidos en el último plan, especialmente en lo que respecta a la liberalización de los tipos de interés y a la convertibilidad de la cuenta de capital, y por consiguiente, a la apertura del mercado financiero interno. Hasta cierto punto, los déficits de la agenda son consecuencia de la debilidad del sistema bancario, que en la primera mitad de la década de 2000 se veía como el “talón de Aquiles” de la economía china, dada la alta tasa de mora que prevalecía en aquel momento.

### Razones para el optimismo acerca de las reformas

Sin embargo, de cara al futuro, hay buenas perspectivas para que las reformas se aceleren en línea con los nuevos objetivos, aunque sin abandonar el enfoque gradual que prefieren las autoridades. El sistema bancario parece más fuerte y mejor posicionado que hace cinco años para acometer la reforma, en especial porque ha mejorado la calidad de los activos, la solvencia es mayor y el sistema ha capeado con éxito la crisis financiera mundial (Gráficos 1 y 2). Como reflejo de la fortaleza del sector, el plan prevé que el sector financiero ocupará un puesto central en promover el deseado reequilibrio económico hacia el consumo privado.

La buena salud del sistema bancario es algo que las autoridades también ven como requisito previo para una mayor apertura de la cuenta de capital. Aunque no se ha establecido un calendario claro, en diversas ocasiones los dirigentes del BPdC han indicado que se intensificarán los pasos hacia la liberalización. La promoción del uso del RMB en la liquidación comercial transfronteriza y en la inversión es un ejemplo (véase *Observatorio Económico: La internacionalización del RMB*).

- En lo que respecta a la **liberalización de los tipos de interés**, los avances restantes tienen que hacerse en los depósitos. En este momento, el BPdC mantiene un techo sobre todos los tipos de interés para depósitos, así como un suelo sobre los tipos de interés para préstamos, expresados como fracción de 0,9 del tipo de referencia (en 2004 se eliminó el techo de los tipos para préstamos). Se prevé que en el futuro se permitirá la fluctuación del tipo de interés para depósitos (al alza) dentro de cierto rango, lo que debería aumentar la competencia. En cuanto al tipo de interés para préstamos, aunque hoy día debería existir competencia (no hay techo alguno para los préstamos), la experiencia demuestra que a quienes toman préstamos se les carga el tipo para préstamos mínimo. Si ese tipo mínimo para los préstamos desapareciera también, el precio de la competencia se incrementaría, lo que tal vez daría como resultado una caída de los tipos de interés reales.
- En cuanto al **desarrollo de los mercados de capital**, el objetivo de las autoridades es incrementar la proporción de la financiación no bancaria. (La emisión de bonos corporativos y las OPI son las dos formas más habituales de financiación no bancaria y en la actualidad representan aproximadamente un 22% del total de los préstamos de los bancos).
- Las autoridades continuarán **fortaleciendo el marco de supervisión** e implementarán los estándares normativos conforme a la regulación de Basilea II y III. El 3 de mayo, la CBRC anunció planes para intensificar sus esfuerzos para fortalecer la supervisión implementando una nueva regulación más estricta basada en los principios de Basilea III. En concreto, la CBRC tiene planes de imponer distintos criterios a los bancos que son importantes para la estabilidad del sistema y a los que no lo son, aunque todavía tiene que especificar la clasificación de los bancos en estos dos grupos. Las nuevas normas incluirán ratios de capitalización anticíclicas (hasta un 2,5% por encima de la ratio de capitalización que se requiere normalmente, un 11,5% para los bancos importantes para el sistema y un 10,5% para el resto), una ratio de apalancamiento (4% como requisito mínimo), una ratio entre las provisiones y el total de préstamos (2,5% mínimo) y una ratio de liquidez (ratio de cobertura de liquidez y ratio de financiación neta estable establecidas en el 100%). La fecha de cumplimiento de la normativa es a finales de 2013 para los bancos importantes para el sistema y a finales de 2016 para los que no lo son. (Tabla 2).

### La competencia del sector bancario puede aumentar

La liberalización de los tipos de interés y una mayor apertura de la cuenta de capital debería incrementar la competencia en el mercado financiero interno. Como se ha descrito más

arriba, el techo de los tipos de interés para depósitos es actualmente vinculante, de modo que una mayor liberalización llevaría a un aumento relativamente grande de los tipos para depósitos y reduciría el margen financiero neto (MIN) de los bancos (Gráfico 3). Cabe resaltar que esto probablemente reduciría la rentabilidad, ya que dos tercios de los beneficios de los bancos del año pasado se derivaron del margen de intereses.

Una mayor liberalización de la cuenta de capital aumentaría el abanico de opciones de servicios financieros disponibles para empresas nacionales y residentes; por tanto, abriría los bancos internos a una mayor competencia internacional. Del mismo modo, el mayor desarrollo del mercado de capital llevaría a cierta desintermediación, lo que aumentaría la competencia entre los bancos para conseguir buenos tomadores.

## Nuevas oportunidades de negocio para los bancos

A pesar de que la competencia será más intensa de cara al futuro, el rápido crecimiento económico de China, combinado con el énfasis que pone el plan en el reequilibrio económico hacia mayores niveles de consumo privado —el sector financiero juega un papel clave en el plan— presenta oportunidades para los bancos. El plan establece objetivos explícitos sobre el crecimiento de la renta de los hogares en los próximos años (>7% anual), lo que debería fomentar el aumento de los niveles de consumo privado. Esto, a su vez, debería crear oportunidades de crecimiento para la financiación al consumo, la gestión patrimonial y las pensiones. En el plan, estas tendencias se acompañan de objetivos para incrementar el tamaño del sector servicios (en 4 puntos porcentuales, hasta el 47% del PIB). El plan también menciona el papel del sector financiero en la promoción del crecimiento de las industrias del sector servicios, especialmente para las empresas pequeñas y medianas.

## La internacionalización del RMB

Otro conjunto de oportunidades empresariales se deriva de la internacionalización del RMB. Para este fin, las autoridades han estado promocionando el papel de Hong Kong como principal centro del RMB off-shore, papel que se afirma en el plan. Hasta la fecha, Hong Kong ya ha demostrado su fortaleza en las liquidaciones comerciales transfronterizas en RMB, y las oportunidades para los bancos extranjeros se han incrementado. Es de esperar que esta tendencia continúe.

## El papel de los bancos extranjeros

Aunque en el plan no se habla del papel de las instituciones financieras extranjeras, la liberalización de los tipos de interés y la apertura de la cuenta de capital podría presentar oportunidades para que dichas instituciones amplíen sus cuotas de mercado (Gráfico 4). En este sentido, los bancos extranjeros pueden hacer uso de sus conocimientos para dar servicio a los sectores estratégicos que apoya el plan, como las nuevas energías, la logística y otras “industrias verdes”. Los bancos extranjeros también podrían jugar un papel en el apoyo a las actividades empresariales de las PYMES así como de las empresas de las zonas rurales, que en la actualidad no cuentan con un buen servicio por parte de los bancos nacionales. Dada la actitud positiva de las autoridades hacia la innovación financiera, algo que se destaca en el plan, los bancos extranjeros pueden ampliar su cuota de mercado introduciendo productos nuevos y competitivos. Sin embargo, dada la falta de enjundia del papel de los bancos extranjeros en el plan, es difícil prever oportunidades específicas en este momento. Por el lado negativo, hay que observar que no se menciona el levantamiento de las restricciones existentes para los bancos chinos sobre la participación extranjera (hay un límite del 20% para los inversores individuales y del 25% para la participación extranjera conjunta). De hecho, será preciso que los participantes extranjeros hagan un cuidadoso seguimiento en el tiempo para valorar hasta qué punto las autoridades están dispuestas a permitir una mayor competencia en los segmentos tradicionales del negocio.

Tabla 1

**Desarrollo del sector financiero durante el periodo 2006-2010**

Objetivos del 11º plan de desarrollo quinquenal	Progreso importante
Reformas de las instituciones financieras	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cinco de los mayores bancos comerciales (ICBC, CCB, BOC, ABC y BoCom) han terminado la reestructuración (inyección de capital y resultados indirectos de las tasas de morosidad) y cotizan en las bolsas de Hong Kong y Shanghai</li> </ul>
Desarrollo de los mercados financieros	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La mayoría de las empresas que cotizan en los mercados de valores del país terminaron la reforma de las acciones no negociadas, que otorga derechos comerciales a más del 60% de las acciones en circulación cuya libre comercialización en los mercados de valores estaba prohibida anteriormente</li> </ul>
Mejora de la política monetaria	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La vinculación RMB-USD se ha reformado para aumentar la flexibilidad de la tasa de cambio del RMB (ahora, el RMB está vinculado a una cesta de monedas);</li> <li>• Se ha introducido el SHIBOR como tipo de interés de referencia basado en el mercado y se ha dado más libertad a los bancos para determinar sus propios tipos de interés para préstamos, aunque el techo de los tipos de interés para depósitos sigue en vigor;</li> <li>• Se han lanzado los programas de instituciones inversoras nacionales cualificadas (QDII) e instituciones inversoras extranjeras cualificadas (QFII) para relajar la normativa de la cuenta de capital;</li> <li>• Se han implementado programas piloto de liquidación transfronteriza en RMB para el comercio y la inversión con el fin de fomentar la internacionalización del RMB.</li> </ul>
Fortalecimiento del marco de supervisión	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La CBRC se ha esforzado por mejorar la calidad de los activos del sistema bancario mediante la aplicación de una normativa más estricta;</li> <li>• La CBRC ha establecido rutas claras para la implementación simultánea de Basilea II y Basilea III;</li> <li>• La CBRC también ha hecho esfuerzos por mejorar la gobernanza corporativa de los bancos y por aumentar su transparencia.</li> </ul>

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

**Nueva normativa anunciada por la CBRC el 3 de mayo**

Categoría	Normas y plazos de cumplimiento
Nivel de solvencia	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El coeficiente de capitalización (CAR) mínimo para el capital básico de clase I, el capital de clase I y el capital total se ha establecido en el 5%, 6% y 8%, respectivamente.</li> <li>• Además del CAR mínimo, también se les requiere a los bancos una provisión reservada de un 2,5% de capital extra;</li> <li>• Cuando sea necesario, se requerirá un colchón de capital anticíclico (0-2,5%);</li> <li>• A los bancos importantes para el sistema se les requerirá que mantengan un CAR un 1% superior al del los bancos no importantes, lo que significa que en circunstancias normales (es decir, cuando no se impone el capital anticíclico), los CAR de los bancos importantes para el sistema y de los que no lo son serán como mínimo un 11,5% (8% mínimo + 2,5% extra + 1% para los bancos importantes) y un 10,5% (más o menos el porcentaje que hay ahora para los bancos grandes y pequeños, respectivamente).</li> <li>• Plazos para el cumplimiento normativo: finales de 2013 para los bancos importantes para el sistema y finales de 2016 para los otros bancos.</li> </ul>
Ratio de apalancamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La ratio mínima de apalancamiento, definida como la ratio del capital básico de clase I en relación con el total del activo ajustado, está establecida en el 4%;</li> <li>• Plazos para el cumplimiento normativo: finales de 2013 para los bancos importantes para el sistema y finales de 2016 para los otros bancos.</li> </ul>
Liquidez	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se introducen la ratio de cobertura de liquidez y la ratio de financiación neta estable en el marco de supervisión de liquidez actual;</li> <li>• Los niveles reglamentarios mínimos de los dos nuevos indicadores se establecen en el 100%.</li> </ul>

- 
- Plazos para el cumplimiento normativo: la ratio de cobertura de liquidez a finales de 2013 (tanto para los bancos importantes para el sistema como para los otros), y la ratio de financiación neta estable a finales de 2016 (para ambos tipos de bancos);

---

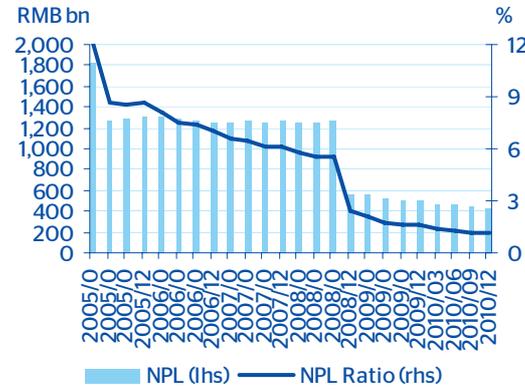
Provisión de crédito

- La ratio mínima entre provisiones y total de créditos se establece en el 2,5% (tal como se esperaba);
- La ratio mínima de fondos de cobertura (la ratio de provisión para los créditos dudosos) se establece en el 150%;
- Las autoridades ajustarán de forma dinámica los requisitos de provisión;
- Plazos para el cumplimiento normativo: finales de 2013 para los bancos importantes para el sistema y finales de 2016 para los otros bancos.

---

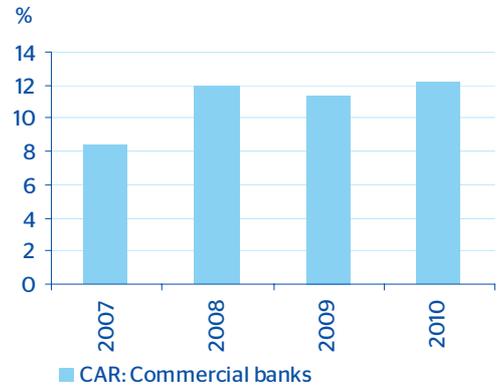
Fuentes: CBRC y BBVA Research

Gráfico 1  
Los índices de morosidad han caído de forma pronunciada en los últimos años



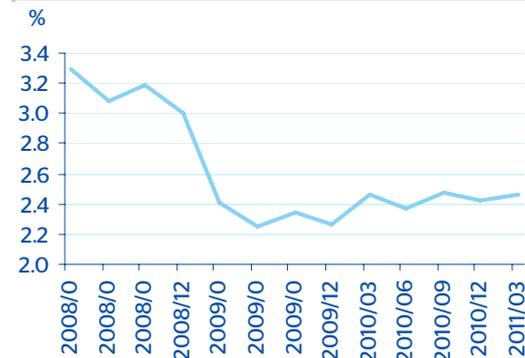
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 2  
Las ratios de capitalización han mejorado



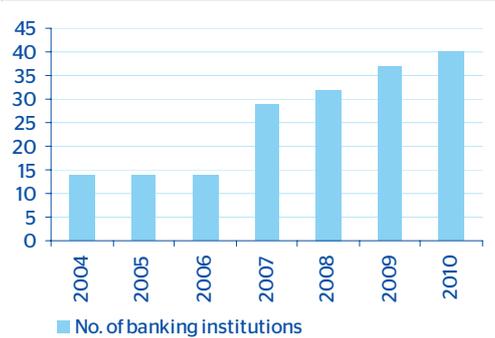
Fuente: BBVA Research

Gráfico 3  
Los márgenes financieros netos son todavía elevados, pero es probable que sigan cayendo



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 4  
El mercado seduce a más bancos extranjeros



Fuente: BBVA Research

## 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, S.A. 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.**