

# Observatorio Económico

## Sistemas Financieros

Madrid, 3 de noviembre de 2011  
Análisis Económico

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com  
+34 91 374 33 42

**Macarena Ruesta**  
esperanza.ruesta@bbva.com  
+34 91 374 33 21

**José Felix Izquierdo**  
jfelix.izquierdo@bbva.com  
+34 91 374 42 00

**Jaime Zurita**  
aime.zurita@bbva.com  
+34 91 374 78 65

**Nuria Cordero**  
nuria.cordero@bbva.com  
+34 91 374 82 66

## ¿Es España el único país con guerra de depósitos?

### Causas, evolución y soluciones

- **Los elevados vencimientos de deuda mayorista de largo plazo, así como la renovación de los programas de pagarés y los créditos interbancarios** hacen que el correcto funcionamiento de los mercados financieros sea vital.
- **La sobreremuneración de los depósitos no es en sí misma un problema,** éste aparece cuando el precio del pasivo es superior a los precios del activo de forma generalizada en un sistema bancario, creando un problema de estabilidad financiera.
- **Las causas de la guerra de pasivo se pueden agrupar en dos:** debilidades en otras fuentes de financiación y debilidad de los depositantes y de los depositarios. De hecho, las mayores remuneraciones se producen en países con altos costes de financiación de la banca, con un gap crédito/depósitos más elevado y con una mayor apelación al BCE.
- **La sobreremuneración de los depósitos es denominador común en: España, Grecia, Portugal, e Italia** y en menor medida en Francia. Alemania es la excepción de los países analizados.
- **De cara a los próximos meses en España, y debido a la erosión de los resultados cabría esperar una moderación de la guerra de depósitos.** En Europa las tensiones continuarán en niveles similares.
- **La guerra de pasivo es un problema de estabilidad financiera,** por lo que es importante una supervisión individualizada de la política comercial de las entidades.

Captar recursos de unos clientes para redistribuirlos hacia actividades productivas o de inversión es el objetivo fundamental de las entidades de crédito. En los últimos tres años, las entidades españolas han visto cada vez más complicado obtener recursos vía el mercado interbancario y la emisión de deuda a corto y largo plazo. La financiación vía depósitos ha quedado, junto con la apelación al Banco Central Europeo, casi como único recurso. Así, España y varios países europeos están sufriendo incrementos de costes del pasivo de una manera que se considera problemática: el precio del pasivo es superior a los precios del activo de forma generalizada. En este artículo se revisarán las causas, la evolución en España y en los principales países europeos, además de las posibles soluciones de dicho incremento en los costes de financiación.

### ¿Qué provocó la guerra de depósitos en España?:

Durante 2011 y 2012 las entidades españolas han tenido y tienen que hacer frente a importes elevados de vencimientos en el mercado mayorista de largo plazo (178 y 118 mil millones de euros, respectivamente), además de la renovación en el corto plazo de los programas de pagarés y de los créditos obtenidos en el mercado interbancario. En este marco, el poder acceder a los mercados financieros en condiciones adecuadas es vital.

Las turbulencias de los mercados financieros desde que se inició la crisis en 2007, además de los problemas internos de la economía española en general, y del sistema financiero en particular son las causas de la guerra de depósitos en España. Así, estas se pueden agrupar en dos tipos de factores: debilidades de otras fuentes de financiación; y debilidad de los depositantes y de los depositarios.

#### Debilidades en otras fuentes de financiación:

- Mercado mayorista: durante la crisis la financiación mayorista se ha encarecido y ha quedado restringida a las entidades más solventes. Así, algunas entidades españolas han tenido acceso limitado a los mercados, han pagado precios más elevados que sus *peers*, y en los períodos de mayor tensión no han podido salir al mercado. Desde mediados de 2011, ni siquiera con el aval estatal se ha podido emitir deuda a largo plazo.
- Mercado interbancario internacional: desde el inicio de la crisis esta forma de financiación disminuyó hasta la aparición de las cámaras de compensación. Desde verano de 2010, momento en el cual la deuda soberana española empezó a aceptarse como colateral y los principales grupos financieros nacionales iniciaron su cotización en las cámaras de París o Londres, ha sido una importante fuente de liquidez de corto plazo. El mercado de repos se ha visto incrementado en 100 mil millones desde julio 2010 hasta agosto 2011. Un inconveniente de esta vía de financiación es que el subyacente es deuda pública -principalmente española- a la que se le aplica un *haircut*. Si el soberano español mantiene su debilidad los *haircuts* se elevarán hasta niveles que las entidades no puedan asumir, como ya ocurrió con Irlanda y Grecia.
- Apelación al Banco Central Europeo (BCE): en este momento la apelación al BCE se identifica como el último recurso una vez agotadas el resto de las vías de financiación. Las entidades que mayor dependencia relativa tienen del BCE son identificadas como entidades con problemas. La liquidez está asegurada en el corto y medio plazo, ya que se acaban de anunciar dos subastas a doce meses, la última de ellas a finales de este año y de plazo trece meses, que cubriría hasta enero de 2013, pero el excesivo uso de la misma está penalizado por el mercado y por el Banco de España. La apelación de las entidades españolas, que alcanzó un 4% de sus activos en el verano de 2010, se ha reducido hasta el 2% actual, aunque es previsible que se eleve en los próximos meses.

Por todo esto, parece que el último recurso de las entidades es la captación de depósitos para poder reducir el gap crédito-depósitos y por tanto el apalancamiento: en España cada euro de crédito está financiado con 0,90 céntimos de depósitos.

A todo ello hay que añadir las **debilidades del mercado español**, tanto por el lado de los depositantes, como por el lado de las entidades depositarias. Así, la situación económica en la que se encuentra España ofrece unas condiciones de ahorro relativamente débil y con unas perspectivas de crecimiento de los depósitos limitada: los analistas esperan un crecimiento del saldo de depósitos de más del 4% en 2011 (incremento de 47,8 mil millones de euros, el 27% de los vencimientos del año) y de casi el 2% para 2012 (incremento de 21,5 mil millones de euros, el 18% de los vencimientos de 2012). Las entidades pueden captar los recursos de los ahorradores por crecimiento del propio mercado, arañando cuota de mercado al resto de entidades de depósito y captando activos invertidos en otros productos (fondos de inversión, seguros, deuda pública y privada y acciones). Por otra parte, la debilidad de algunas de las entidades, que necesitaban financiación y pasivos líquidos para cumplir con los ratios de liquidez que la nueva regulación impondrá provocó el inicio de la guerra de depósitos, mediante el aumento de las ofertas. Posteriormente, el resto de entidades se vieron obligadas a entrar en la guerra, dada la pérdida de cuota que estaban experimentando. En los próximos meses y debido a la erosión de los resultados se va a observar un nivel de sobreremuneración de los depósitos más moderado.

### ¿Cómo evolucionó la guerra de depósitos?:

Desde el inicio de la crisis financiera en agosto de 2007, la economía internacional, europea y española han pasado por distintas fases e intensidades: crisis *subprime*, crisis Lehman-Brothers (septiembre 2008) y crisis de deuda soberana. Aunque la primera fase de la crisis no afectó intensamente a las entidades españolas, sí deterioró los mercados de financiación internacionales, por lo que las entidades nacionales iniciaron el proceso de incremento de remuneraciones al ahorro en un intento por dotarse de liquidez. En el período posterior a la caída de Lehman-Brothers las entidades españolas moderaron sus ofertas por los depósitos durante unos meses, en parte por disponer de las emisiones de largo plazo avaladas por el Gobierno.

Desde abril de 2009 las entidades intensificaron la guerra por los depósitos, acuciadas primero por las dudas sobre la situación de algunos soberanos periféricos y luego por los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal. Esto dio como resultado el período de mayor tensión en el mercado de depósitos: de marzo 2010 a marzo 2011. En los últimos meses, hasta agosto 2011, hay señales de que se ha moderado la lucha por el pasivo, ya que las cuentas de resultados no tienen margen de maniobra para seguir captando a precios tan elevados: el acceso a fondos públicos de algunas entidades ha podido moderar la necesidad de fondos o las autoridades han ejercido una mayor presión; o ha hecho efecto el que se haya incrementado en junio la ponderación de aquellos depósitos que estén sobreremunerados a efectos de la aportación al Fondo de Garantía de Depósitos.

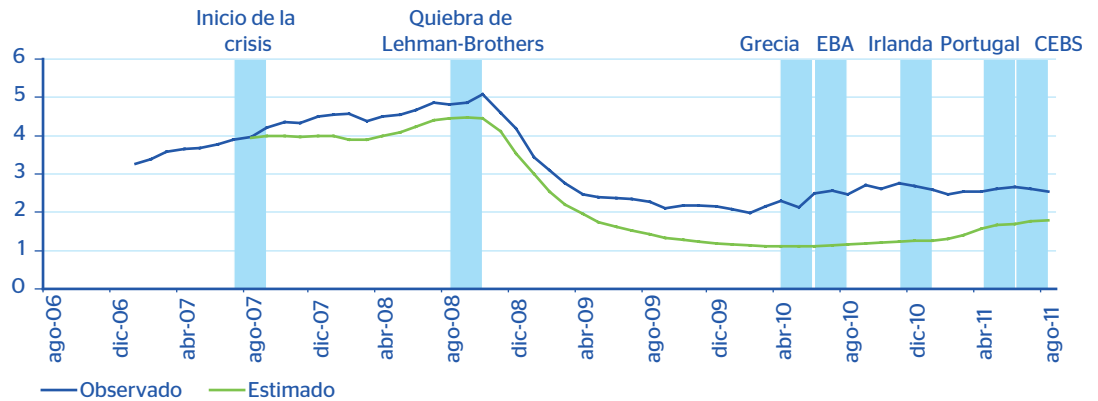
En la actualidad, en la guerra por los recursos las entidades han variado sus estrategias. Se han incorporado productos como los programas de pagarés. También, se condicionan las rentabilidades publicitadas a la mayor vinculación del cliente con la entidad, generalmente vía la captación de nóminas y el compromiso de permanencia durante un plazo determinado, buscando la recurrencia de los ingresos y de la actividad. En un futuro, productos como las obligaciones subordinadas también pueden pasar a formar parte de esta lucha por los recursos, aunque son productos a un plazo más elevado. En cualquier caso, estos productos no están cubiertos por el Fondo de Garantía de Depósitos, por lo que suponen un riesgo adicional.

Estas tendencias se pueden apreciar en el siguiente gráfico, en el que se observa la senda de tipos efectivamente otorgados por los depósitos en España frente a la senda estimada con un modelo<sup>1</sup> que pretende replicar la evolución de los mismos en ausencia de tensiones de liquidez, en función del tipo interbancario.

1: El análisis de la existencia o no de sobreremuneración de los depósitos de los hogares se ha basado en un modelo de Mecanismo de Corrección de Error (MCE) que relaciona los tipos de depósitos a 1 año de familias con el tipo interbancario euribor 12 meses, para cada uno de los países de los que se disponían datos desde enero de 1994 o 1995 (según disponibilidad). A partir de ellos se ha realizado una proyección con origen en julio 2007 y horizonte agosto 2011.

Gráfico 1

**España: tipos interés depósitos 1 año N.O. observado y estimado**



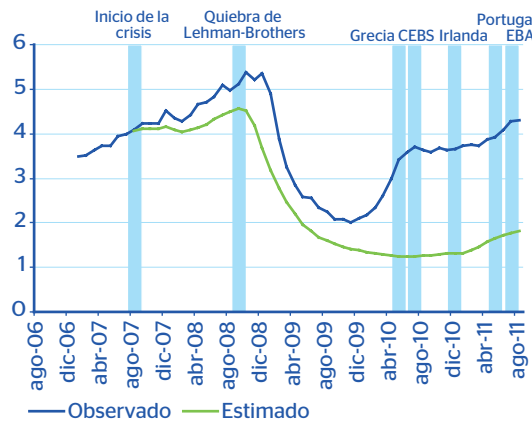
Fuente: BBVA Research

Ampliando el análisis a los países europeos para los que se dispone<sup>2</sup> de datos, se observa que la sobreremuneración de los depósitos es denominador común en Grecia, Portugal, e Italia, y en menor medida en Francia. Alemania es la excepción de los países analizados, por la ausencia de tensiones en el mercado.

- **Grecia:** el comportamiento de los depósitos de Grecia es bastante similar al de los españoles en el inicio, aunque mucho más acusado desde el inicio de la crisis soberana y tras su intervención. La elevada remuneración de los depósitos en Grecia no sólo no ha disminuido, sino que se ha incrementado hasta alcanzar en mes de agosto un nuevo máximo 249 puntos básicos (pb). Este comportamiento está asociado con la salida de los fondos hacia el extranjero o hacia tenencias en efectivo, dada la incertidumbre reinante.
- **Portugal:** la primera parte de la crisis internacional sí afectó a la remuneración de los depósitos, pero no así la tensión vivida tras la caída de Lehman-Brothers. A pesar de esto, la guerra de pasivo volvió a aparecer con las dudas sobre la sostenibilidad del soberano griego. Así, las mayores tensiones se han visto desde ese momento hasta la actualidad, cuando la lucha por el pasivo está en máximos con un diferencial entre los tipos observados y los estimados de 239pb, bastante parecido a la brecha griega. El Banco Central de Portugal entiende que esta situación entraña riesgos para el sistema financiero en su conjunto, por lo que a partir del 1 de noviembre de 2011 exigirá más fondos propios a las instituciones que sobreremuneren los depósitos.
- **Italia:** sólo en algunos meses después de Lehman-Brothers se observó una mayor remuneración que la estimada, pero el inicio de las dudas sobre la economía griega hizo que las entidades italianas elevaran la rentabilidad de los depósitos de hogares. Aunque desde ese momento en algunos meses puntuales la diferencia entre los tipos estimados y los tipos observados se redujo, la tendencia ha sido al alza hasta el último dato disponible, 140pb. De cara a los próximos meses cabe esperar un mayor deterioro debido a las dudas sobre su soberano.
- **Francia:** tiene un sistema financiero muy regulado, pero a pesar de ello en algunos momentos de la crisis sí se ha visto afectada por el incremento de costes del pasivo. Así, el impacto que tuvo la fase *subprime* de la crisis fue acotado, y el de la quiebra de Lehman-Brothers sobre la remuneración de los depósitos franceses fue nulo. No sucedió lo mismo con la quiebra de Grecia, ya que durante los meses previos al rescate se inició la sobreremuneración de los depósitos. A partir de agosto de 2010 se intensificó la remuneración de manera sistemática hasta la actualidad. De esta manera el sistema financiero francés ha aumentado sus depósitos a través de la captación de los productos regulados de ahorro y de la reducción de los contratos de seguros de vida para afrontar los nuevos requisitos de liquidez y reducir su nivel de apalancamiento.

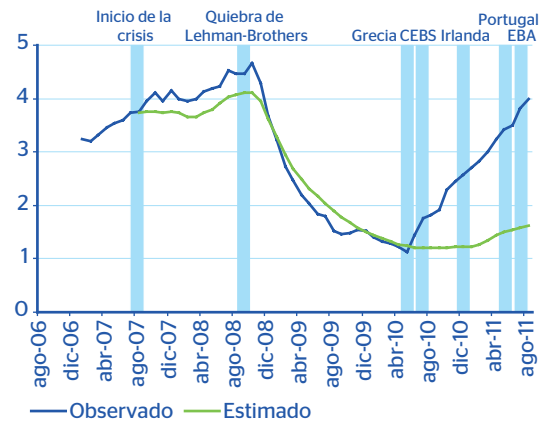
2. La inclusión de Irlanda sería interesante, pero las distintas fuentes estadísticas no ofrecen la desagregación de los depósitos utilizada para el resto de países: Depósitos realizados por los hogares residentes de hasta doce meses.

Gráfico 2  
**Grecia: tipos interés depósitos 1 año N.O. observado y estimado**



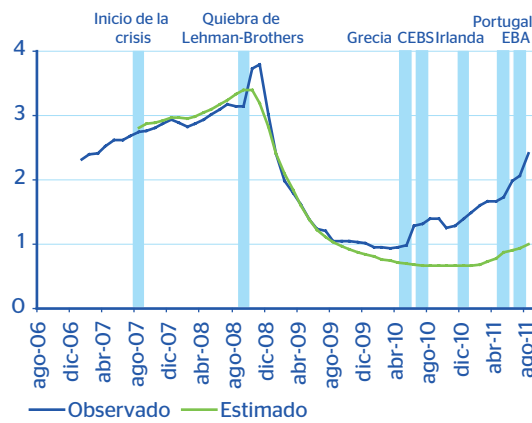
Fuente: BBVA Research

Gráfico 3  
**Portugal: tipos interés depósitos 1 año N.O. observado y estimado**



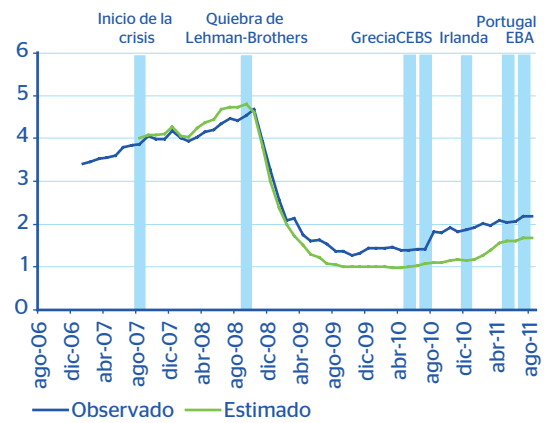
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4  
**Italia: tipos interés depósitos 1 año N.O. observado y estimado**



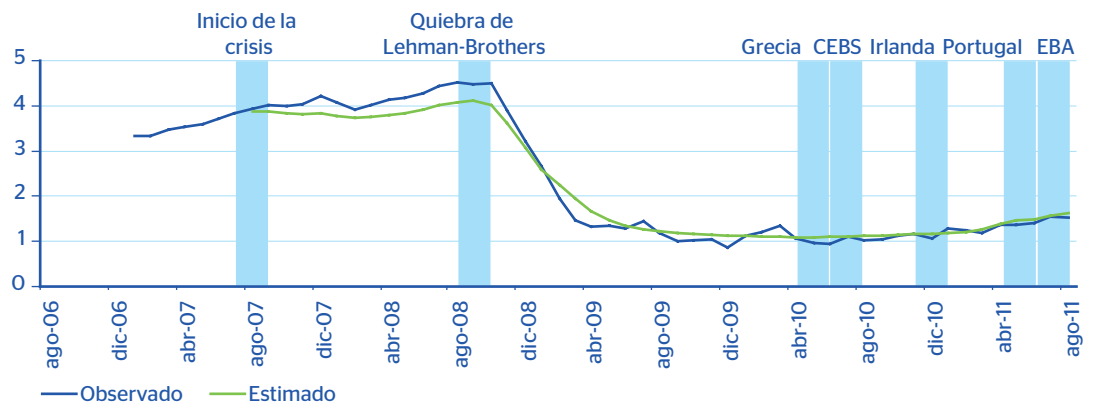
Fuente: BBVA Research

Gráfico 5  
**Francia: tipos interés depósitos 1 año N.O. observado y estimado**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6  
**Alemania: tipos interés depósitos 1 año N.O. observado y estimado**



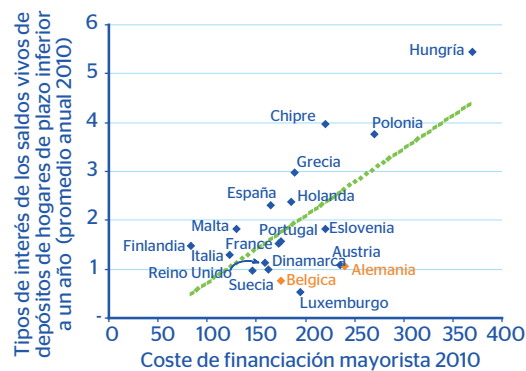
Fuente: BBVA Research

- **Alemania:** el impacto de la crisis subprime en la remuneración de los depósitos fue moderado, pero a partir de la quiebra de Lehman Brothers recuperaron su normalidad y los tipos de interés observados y estimados han convergido a los fundamentales.

De cara a los próximos meses, al igual que en el resto de mercados de financiación, se espera que las tensiones continúen a nivel europeo. Existe una relación positiva entre los costes de financiación mayorista y los tipos de interés de depósitos a plazo (menores a un año) de familias. Por tanto, es de esperar que cuando se disipen las dudas sobre la deuda soberana europea y sobre la solvencia de las entidades, los mercados de financiación mayorista internacionales volverán a la normalidad y esto provocará la moderación de las remuneraciones de los depósitos.

Gráfico 7

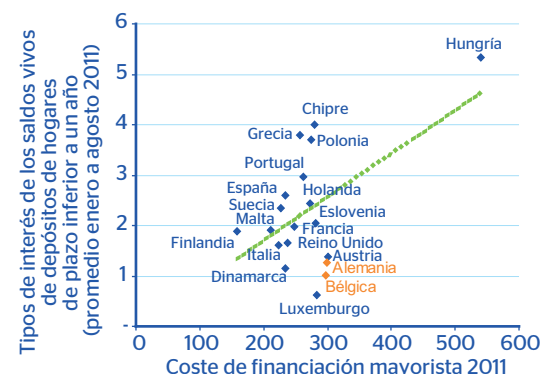
### Coste de financiación mayorista y tipos de interés ofrecidos a familias. 2010



Fuente: BBVA Research a partir de datos de EBA y Eurostat

Gráfico 8

### Coste de financiación mayorista y tipos de interés ofrecidos a familias. 2011



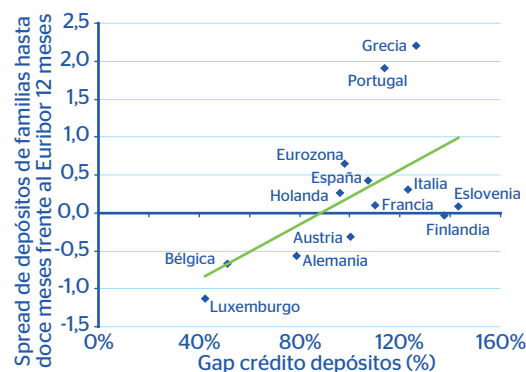
Fuente: BBVA Research a partir de datos de EBA y Eurostat

Hay que tener en cuenta que son aquellos países más dependientes de la financiación mayorista, con instituciones financieras más apalancadas, los que más han luchado por incrementar su base de depósitos: presentan los mayores niveles de remuneración relativa y han incrementado más dicha rentabilidad durante la crisis. Por tanto, será a ellos a los que más beneficiará una menor tensión en los mercados de financiación mayorista.

Además, los problemas de liquidez se reflejan en la apelación al BCE: aquellos países que mayores niveles de spreads presentan en sus depósitos a familias mayores niveles de dependencia presentan, tanto en proporción de los activos del sistema financiero como en proporción del PIB.

Gráfico 9

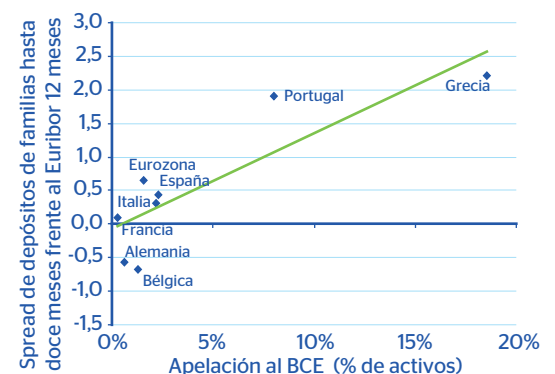
### Rentabilidad de los depósitos y gap de liquidez (agosto 2011)



Fuente: BBVA Research a partir de BCE

Gráfico 10

### Rentabilidad de los depósitos y dependencia del BCE (agosto 2011)



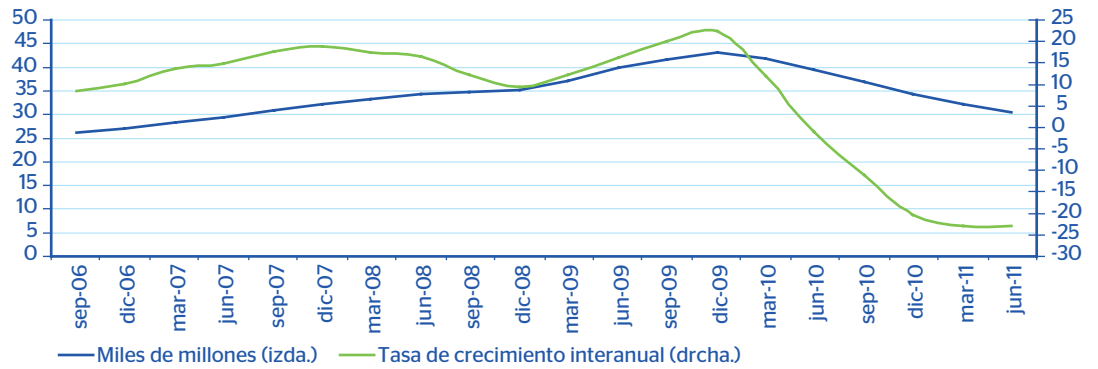
Fuente: BBVA Research a partir de BCE y Bancos Centrales nacionales

### ¿Qué vías de solución se abren para la guerra de depósitos?:

La guerra de depósitos en España es una de las causas de la evolución negativa de las rentabilidades que se ha venido observando, y que debe atajarse para que el negocio siga siendo rentable.

Gráfico 11

#### Sistema financiero español: margen de intermediación



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

La guerra de pasivo en España se ha tratado de solucionar vía la modificación en junio de 2011 del RDL 2606/1996, sobre fondos de garantía de depósitos (FGD) de entidades de crédito. Así, la aportación al FGD se multiplica por cinco para aquellos depósitos remunerados por encima de ciertos topes. El impacto que ha tenido desde entonces ha sido reducido, y en agosto se reprodujeron las ofertas elevadas en el mercado. Además, las entidades están haciendo ofertas agresivas en otro tipo de productos, como los pagarés.

Por su parte en Portugal se ha incorporado una penalización a los depósitos sobreremunerados. La nueva regulación pretende desincentivar la lucha de pasivos aplicando una deducción sobre los fondos propios. Así, los depósitos con una remuneración superior a 300 puntos básicos asumen una deducción de los fondos propios que se calcula de la siguiente manera:

$$\sum \text{cuantía nominal del depósito} \cdot \text{plazo en días} \cdot (\text{tasa de efectiva} - \text{tasa de referencia}^3) \cdot 0,005$$

La regulación portuguesa es más apropiada para reducir la lucha por el pasivo que la española. El hecho de aplicarse como una deducción en los fondos propios, cuyos requisitos acaban de incrementarse, desincentiva la sobreremuneración en mayor medida que una mayor dotación al Fondo de Garantía de Depósitos. A pesar de ello, por tener límites distintos a partir de los cuales se empieza a actuar hay un rango de spread en el que la regulación española penaliza en mayor medida que la portuguesa. En el siguiente gráfico se ejemplifica cómo para un depósito de valor nominal 100.000 euros y por un plazo de 365 días la regulación española penaliza en mayor medida que la portuguesa hasta un spread de 315 puntos básicos si se compara con un banco español (325 p.b. si se compara con un depósito en una caja de ahorro). A partir de este momento la regulación portuguesa sobre depósitos es más costosa.

3: Tasa de referencia: corresponde a la aplicación de un spread de 300 puntos básicos sobre el valor del Euribor relevante para el período de referencia del depósito.

Tabla 1

**Ejemplo: Comparación de la normativa**

	<b>España</b>	<b>Portugal</b>
Euribor 12 meses de septiembre	2,097	2,097
Importe (€)	100.000	100.000
Plazo en días	365	365
Spread máximo (p.b)	100	300
Spread aplicado	350	350
Tasa de referencia	3,10	5,10
Tipo de remuneración	5,597	5,597
Aportación al FGD (€)*	300	
Deducción de Fondos Propios (€)**		913

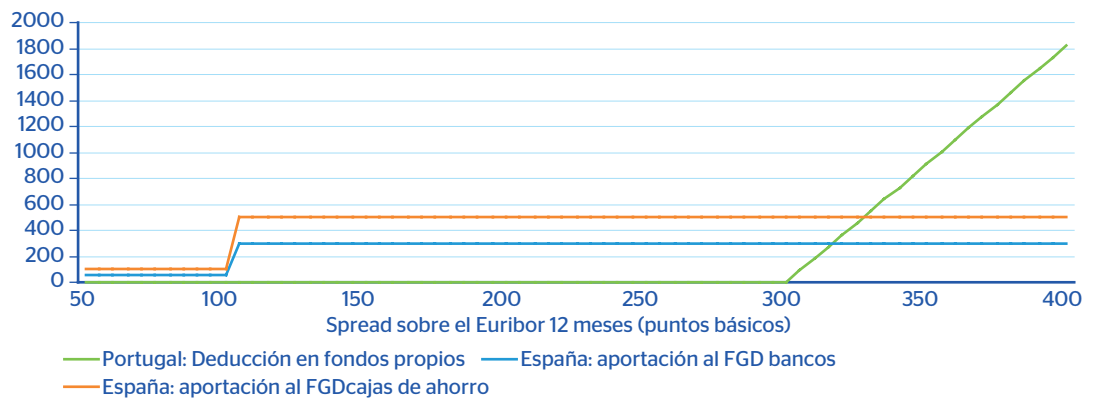
\*Aportación al FGD de los bancos en caso de sobreremuneración de los depósitos es de 0,003

\*\*Según fórmula: Importe\*plazo\*(tasa de remuneración efectiva-tasa de remuneración de referencia)\*0,005

Fuente: BBVA Research

Gráfico 12

**Comparativa de un depósito de 100.000€ y 365 días de plazo:  
nueva regulación española y portuguesa (EUR)**



Fuente: BBVA Research

Al suponer la guerra de del pasivo un problema de estabilidad financiera, atañe a la supervisión. El banco central, o la institución correspondiente, debería analizar las políticas comerciales de las entidades y sancionar o limitar la actividad de las que remuneren sus recursos por encima del coste de su activo u ofrezcan préstamos a un precio inferior al coste de financiación de sus recursos.

Además, se pueden imponer restricciones a las entidades que han recibido o van a recibir ayuda pública por parte del Estado. Las entidades que han recibido apoyo público vía el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) deben ajustar las remuneraciones hasta niveles que las hagan sostenibles en el tiempo, en aras de tener un margen recurrente estable. Por otra parte, las entidades que no han recibido ayudas públicas deben ajustar en su propia medida las ofertas realizadas a los clientes, para poder mantener la actividad en límites rentables.

Finalmente, se debería elevar a la Comisión Europea la propuesta de sanciones adicionales si fuera necesario.



**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.