

# Observatorio Bancario

## China

Hong Kong, 21 de julio, 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

## ¿Quién pagará la factura del estímulo fiscal de los gobiernos locales?

- **Uno de los legados del programa chino de estímulo masivo centrado en infraestructuras realizado en 2008-09, ha sido el aumento de la deuda local gubernamental.** El problema no es nuevo, pero se ha convertido en el centro de la discusión en las últimas semanas a la luz de las nuevas cifras publicadas por el gobierno que implican una serie de preguntas acerca del verdadero alcance de la deuda y acerca de cómo se pagará dicha deuda en los próximos años.
- **Las cifras oficiales parecen indicar que el tamaño de la deuda del gobierno local se sitúa entre 10,7 y 14,2 billones de RMB (1,6-2,2 billones de dólares estadounidenses), equivalente al 27-36% del PIB de China.** Las cifras de la Oficina Nacional de Contabilidad (NAO) colocan el nivel en el extremo inferior, mientras que las estimaciones del Mercado como las que realiza Moody's, sitúan el nivel en el extremo superior, basándose en su interpretación de las cifras del PBoC.
- **Creemos que las estimaciones más fiables se encuentran en la parte superior del rango.** La razón para apoyar la tesis del rango superior es que creemos que una adecuada definición de la deuda debería incluir los préstamos a través de vehículos de financiación de las autoridades locales (VFAL) (8,5 billones de RMB o 1,3 billones de dólares estadounidenses), así como los préstamos directos de las agencias del gobierno local (5,7 billones de RMB o 880.000 millones de dólares estadounidenses). Estimamos que 12,1 billones de RMB de la deuda del gobierno local está en manos de bancos y, de esta cantidad, según nuestra interpretación de los informes de la NAO y el CBRC, 3,0 billones de RMB (460 billones de dólares estadounidenses) pueden suponer un riesgo para los bancos.
- **Un ordenamiento de la deuda del gobierno local implicaría una combinación de un rescate por parte del gobierno central y traspasos a fallidos bancarios durante unos cuantos años en el futuro.**
- **Para evaluar el impacto del gran incremento de la deuda gubernamental en los balances bancarios, se estiman dos escenarios extremos.** En el primero, se asume que el gobierno central carga con el coste total del rescate, lo cual aumentaría la deuda del gobierno central del presente 37 por ciento del PIB al 59 por ciento del PIB. Consideramos que se trata de un incremento significativo, pero aún manejable. En el segundo escenario extremo, suponemos que los bancos asumen el coste total de los 3,0 billones de RMB "en riesgo" (equivalente al 60% del capital a finales de 2010). En este escenario, suponemos que los bancos deberían hacer una provisión durante cinco años para hacer frente a estas pérdidas, lo que requeriría un aumento adicional de capital de 700.000 millones de RMB a lo largo de todo el periodo para mantener un mínimo ratio de capital regulatorio del 11,5%. Alternativamente, si los bancos mantuvieran dichos préstamos problemáticos en sus libros, su ratio de préstamos morosos aumentaría desde los valores presentes del 1,1% al 4,3% en 2015. Es de esperar que el resultado más probable implique una combinación de escenarios de intervención gubernamental y pérdidas bancarias.
- **La buena noticia es que la deuda pública bruta de China sigue siendo manejable.** Incluso en el caso del escenario en el que el gobierno tuviera que asumir toda la responsabilidad de la deuda local (con la deuda pública alcanzando el 59% del PIB), el nivel de la deuda no estaría demasiado alejado del nivel que alcanzan en este

# Observatorio Bancario

## China

Hong Kong, 21 de julio, de 2011  
**Análisis Económico**

Asia

*Economista Jefe de Economías Emergentes  
del Grupo*

**Alicia García Herrero**

[alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk](mailto:alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk)

*Economista Jefe de Asia*

**Stephen Schwartz**

[stephen.schwartz@bbva.com.hk](mailto:stephen.schwartz@bbva.com.hk)

*Economista Senior*

**Le Xia**

[xia.le@bbva.com.hk](mailto:xia.le@bbva.com.hk)

sentido otras importantes economías emergentes, como es el caso de la India o Brasil. Dicho nivel sería manejable dado el crecimiento y los ingresos proyectados, si bien reduciría el margen para un nuevo estímulo fiscal si se produjera una nueva crisis externa que presionara a la baja las exportaciones y el crecimiento del PIB de China.

## ¿Cuál es el tamaño de la deuda pública de China?

Oficialmente, la deuda del gobierno central de China asciende a 6,8 billones de RMB (1 billón de dólares estadounidenses), equivalente a aproximadamente el 17% del PIB. Se trata de un nivel bajo en cualquier escenario, especialmente si se trata de una economía tan grande y con un crecimiento tan rápido como la de China. Aún si se incluyen otras obligaciones (Gráfico 1), como es el caso de instrumentos de deuda del gobierno central, costes de reestructuración bancaria (asociados con la estrategia AMC de 1999 para ordenar los índices de morosidad de los bancos públicos) y las deudas del Ministerio de Ferrocarriles, el total de la deuda aumenta hasta un todavía modesto 37% del PIB (Gráfico 2).

Más problemático, sin embargo, resulta el tamaño de la deuda del gobierno local y, particularmente, la parte de la que puede ser responsable el gobierno central. Esto se ha convertido en una cuestión importante, incluso desde el plan de estímulo fiscal basado en el desarrollo de infraestructuras de 2008-09, implementado para paliar los efectos de la crisis financiera global. La mayor parte del paquete fue financiado por medio de préstamos concedidos a través de los vehículos financieros del gobierno local (VFAL), además de préstamos concedidos por diversas agencias gubernamentales de carácter local.

Las estimaciones de esta deuda varían y el debate se ha avivado en las últimas semanas con la publicación de las cifras oficiales del Banco Popular de China (PBoC) y la Oficina Nacional de Auditorías (NAO). En su informe anual (Informe sobre la Situación Financiera Regional) publicado a finales de junio, el PBoC informó que la deuda de VFAL (que excluye la deuda de agencias gubernamentales locales) ascendía a, "menos del 30% del total de los préstamos pendientes en RMB [del sistema bancario] con valor de finales de 2010." Inicialmente, los observadores del Mercado interpretaron que esto significaba que la deuda de VFAL ascendía a un total de 14,4 billones de RMB (30% del total de los préstamos bancarios pendientes), pero recientemente, el PBoC aclaró que dichas estimaciones resultaban muy exageradas.<sup>1</sup> Por su parte, a principios de julio, la NAO informó que la deuda gubernamental local (incluyendo los VFAL y las agencias gubernamentales locales) ascendían a 10,7 billones de RMB (1,6 billones de dólares estadounidenses).

Los observadores del mercado -lo que nos incluye-, creen que el nivel de la deuda del gobierno local debe ser superior al nivel señalado por la NAO. No creemos que el hecho de que se haya informado por debajo de la cifra real sea un hecho deliberado, sino que probablemente refleja distintas definiciones, donde el concepto de la NAO excluye las deudas de VFAL. El 27 de junio, la agencia de calificación Moody's publicó un informe en el que se estima que el nivel total de la deuda del gobierno supera en 3,5 billones de RMB (540 billones de dólares estadounidenses) las cifras citadas por la NAO. Creemos que esta estimación resulta razonable (para más detalles, véase la nota a pie de página 2).<sup>2</sup>

## ¿Cuál es el nivel de seguridad de la deuda del gobierno local?

En última instancia, antes que del tamaño del préstamo, el impacto sobre las finanzas gubernamentales y las hojas de balance bancario dependerá de la calidad de los activos de VFAL y de las agencias. Las deudas de las agencias gubernamentales locales tomadas

<sup>1</sup> El PBoC ha aclarado que la referencia de este informe a "menos del 30%" se aplica a cada una de las regiones y que algunas tienen niveles de deuda VFAL considerablemente menores.

<sup>2</sup> La deuda gubernamental local puede dividirse en dos: deuda de agencias gubernamentales locales y deuda VFAL. Los prestatarios de la anterior serían los gobiernos locales y sus agencias. Los informes de la NAO afirman que a finales de 2010 la deuda total de agencias ascendía a 5,7 billones de RMB, lo cual no genera dudas. Sin embargo, Moody's estima que la deuda VFAL supera en aproximadamente 3,5 billones de RMB (8,8 del PIB) la cifra reflejada por la NAO de 8,5 billones de RMB. En nuestra opinión, la estimación de Moody's resulta consistente con otras cifras publicadas por el CBRC y el PBoC. Por ejemplo, según el PBoC el número total de VFAL superaba los 10.000 a finales de 2010, mientras que la cifra equivalente de la NAO solo refleja 6.576 (aparentemente, la NAO ha excluido los VFAL que no están técnicamente garantizados por el gobierno local, incluso aunque puedan ser implícitamente responsables de los mismos).

directamente de los bancos (no por medio de VFAL) suelen utilizarse para financiar proyectos de bienestar social con escasas perspectivas de devolución de la inversión o generación de flujo de efectivo. En este sentido, la amortización es responsabilidad efectivamente de los presupuestos fiscales gubernamentales locales. Por otro lado, los préstamos a través de VFAL son utilizados por los gobiernos locales para financiar proyectos de infraestructuras, buen número de los cuáles podría tener capacidad de generar flujo de efectivo. Si la calidad de los activos de estos VFAL es suficientemente alta, podrían hacer frente a sus deudas a través de los flujos de efectivo futuros generados por los proyectos, sin precisar la asistencia del gobierno local.

La NAO señala que el 26,4% de los proyectos financiados mediante VFAL sufrieron pérdidas financieras en 2010, lo que podría implicar que aproximadamente un tercio de los préstamos asociados podrían verse afectados. Moody's estima que la tasa de morosidad de 3,5 billones de RMB (540 billones de dólares estadounidenses) de deuda excluyendo los VFAL sería mucho más elevada, alcanzando aproximadamente entre el 50 y el 75%.

Del total de 8,5 billones de RMB de deuda en VFAL, creemos que aproximadamente 3 billones de RMB (460.000 millones de dólares estadounidenses), o aproximadamente entre el 30-40%, está en riesgo, teniendo en cuenta el informe de la NAO y de conformidad con las cifras señaladas por el CBRC (Gráfico 3). Observamos que la estimación de Moody's en relación con dichos préstamos en riesgo es superior, debido a su suposición, como mencionamos anteriormente, de que hasta el 75% de la deuda excluida por la NAO de 3,5 billones de RMB tiene una calidad cuestionable.

## Dos escenarios en relación con la deuda de VFAL

Aquí debemos hacer una distinción entre la deuda del gobierno local y la deuda LGFV. La primera es integral (RMB 14.2 o USD 2,2 billones), y consiste en el endeudamiento de los gobiernos locales y agencias a través de vehículos especializados, mientras que la segunda es un subconjunto de la primera.

En la práctica, dadas las complejidades de las relaciones fiscales centrales/locales y la extensión de las operaciones de las empresas estatales, resulta difícil definir claramente la deuda del gobierno local y dilucidar cuáles serían las obligaciones que tendría que asumir el gobierno central en caso de impago.<sup>3</sup>

A continuación, describimos dos escenarios extremos, en uno de los cuales el gobierno central se encarga de asumir el coste que implican préstamos potencialmente problemáticos de gobiernos locales y, en el otro, los bancos deben asumir el coste de préstamos fallidos en relación con VFAL. Los escenarios tienen un carácter extremo por definición, siendo el resultado más probable una combinación de ambos, en donde tanto los bancos como el gobierno central comparten el coste.

## Escenario 1: un rescate del gobierno central

En el marco de nuestro primer escenario, evaluamos el impacto en el gobierno central dando por supuesto que asume todos los préstamos problemáticos de los gobiernos locales – deuda de agencias gubernamentales locales (5,7 billones de RMB) y obligaciones problemáticas de VFAL (3,0 billones de RMB). Con respecto al primero, para los propósitos de este escenario damos por supuesto que el gobierno central soporta la responsabilidad de la deuda de las agencias gubernamentales locales. Se trata de una conjetura fuerte pero, en nuestra opinión, refleja el resultado más probable dada la naturaleza de las relaciones

---

<sup>3</sup> El gobierno central controla el 51,7% del total de los ingresos nacionales, mientras que los gobiernos locales soportan la mayor parte del gasto público (81,2% en 2010). Por tanto, los presupuestos fiscales de los gobiernos central/local están fuertemente integrados en el sentido de que los gobiernos locales dependen de las transferencias fiscales realizadas por el gobierno central. Asimismo, las leyes relevantes del sistema fiscal nacional también contemplan la posibilidad de la quiebra de los gobiernos locales.

existentes entre gobierno central/local y el grado de integración de sus respectivos presupuestos (véase la nota a pie de página 3).

En total, este escenario del “peor caso” añadiría 8,7 billones de RMB (22% del PIB) a la deuda del gobierno central. Esto haría que la deuda resultante del gobierno central supusiera aproximadamente el 59% del PIB (Gráfico 4), incluyendo los instrumentos de deuda del Banco Central, los costes de reestructuración bancaria y las deudas del Ministerio de Ferrocarriles, tal como se analizó anteriormente. Si bien es alto, teniendo en cuenta el rápido crecimiento esperado del PIB y de los ingresos fiscales de China (Gráfico 5), este nivel de deuda resultaría manejable. Particularmente, proyectamos un crecimiento del PIB del 8-9% durante el periodo 2011-2015 y un aumento sostenido de los ingresos fiscales del 20% en términos nominales por año durante el mismo periodo.

## Escenario 2: traspasos a fallidos por parte de los bancos

En el marco de un escenario alternativo extremo, consideramos que, si en lugar del gobierno central, los bancos absorbieran el coste de los préstamos en mora de VFAL (3,0 billones de RMB), el impacto sobre los bancos equivaldría al 60% de su capital en cifras de finales de 2010. En este escenario continuamos asumiendo que el gobierno central se hace responsable del coste de la deuda directa de la agencia gubernamental local (5,7 billones de RMB, u 880.000 de dólares estadounidenses) por las razones explicadas anteriormente.

Para hacer frente a este escenario, los bancos tienen dos posibilidades. Una opción consiste en provisionar y pasar a fallidos estos préstamos a medida que vayan venciendo en los próximos 5 años. Mediante este enfoque, el banco debería aumentar su capital en 700.000 millones de RMB—por encima y más allá de cualquier necesidad de capital para mantener un flujo CAR mínimo a partir del crecimiento normal en sus libros de préstamos— a lo largo del periodo de 5 años. (Este cálculo se basa en nuestras proyecciones de un crecimiento de activos medios ponderados por riesgo del 15%, un crecimiento anual del beneficio del 20% y la suposición de que no se abonarán dividendos). Esto supondría un aumento de capital importante, pero no imposible—para colocar la magnitud en perspectiva, los bancos aumentaron capital en aproximadamente 300.000 millones de RMB en 2010, lo cual se consideró un aumento inusualmente fuerte motivado por el rápido crecimiento del crédito y de requisitos más estrictos de adecuación de capital. Además, dada su participación en grandes bancos comerciales, gran parte del capital provendría del propio gobierno (aproximadamente 250.000 millones de RMB).

Una segunda opción abierta para los bancos sería traspasar los préstamos problemáticos a los índices de morosidad por un periodo extendido, antes de considerarlos fallidos a medida que vayan venciendo. En cualquier caso, esto implicaría un aumento del ratio de préstamos morosos en el sector bancario del 4,3% hacia finales de 2015 desde el nivel actual del 1,1%<sup>4</sup> (el crecimiento proyectado de los préstamos del 15% por año impediría que el ratio subiera aún más). Dicho escenario, naturalmente, requeriría que los bancos reestructurasen los préstamos y transportaran las pérdidas de capital a plazos más largos.

## ¿Qué escenario resulta más probable?

En la práctica, creemos que lo más probable es una combinación de ambos escenarios. Ciertamente, un informe de Reuters del pasado mes de junio que fue ampliamente comentado, sugería que el gobierno estaba debatiendo la posibilidad de absorber entre 2 y 3 billones de RMB (de 310.000 a 460.000 millones de dólares) de la deuda del gobierno local mediante una combinación de pérdidas bancarias y fondos gubernamentales. Anteriormente, en 1999, el gobierno chino confió en un modelo de Empresa de Gestión de Activos (AMC) para corregir los índices de morosidad de bancos estatales cuya magnitud (2,7 billones de RMB o 420.000 millones de dólares estadounidenses) es bastante similar a las cifras del

---

<sup>4</sup> Incluyendo los activos impagados mantenidos en AMCs y por parte del Ministerio de Finanzas, el actual ratio de préstamos morosos se situaría en torno al 7% (véase García-Herrero y Santabarbara, 2011).

Escenario 2 anteriormente citado. En tal marco de trabajo, la totalidad o parte de los VFAL podrían desplazarse de los balances bancarios a un AMC con un descuento (lo que constituiría el coste aportado por los bancos en el proceso de limpieza).

## Conclusiones

De nuestro análisis de los escenarios posibles cabe extraer dos repercusiones que merece la pena resaltar. En primer lugar, aunque el problema de los créditos VFAL puede generar una gran cantidad de índices de morosidad sobre los balances bancarios si no se soluciona, parece manejable a nivel nacional. Aún así, no parece probable que se pida a los bancos que cubran la totalidad del coste en solitario, especialmente si se tiene en cuenta la importancia del sector en relación con el crecimiento económico. Parece más probable, por tanto, que resulte necesaria una combinación de la implicación gubernamental y bancaria al mismo tiempo. En segundo lugar, la manejabilidad de estos préstamos VFAL dependería en gran medida de las perspectivas macroeconómicas. Una fuerte desaceleración del crecimiento económico haría que cualquiera de los escenarios citados se complicara aún más.

Gráfico 1

### Composición de la deuda de China

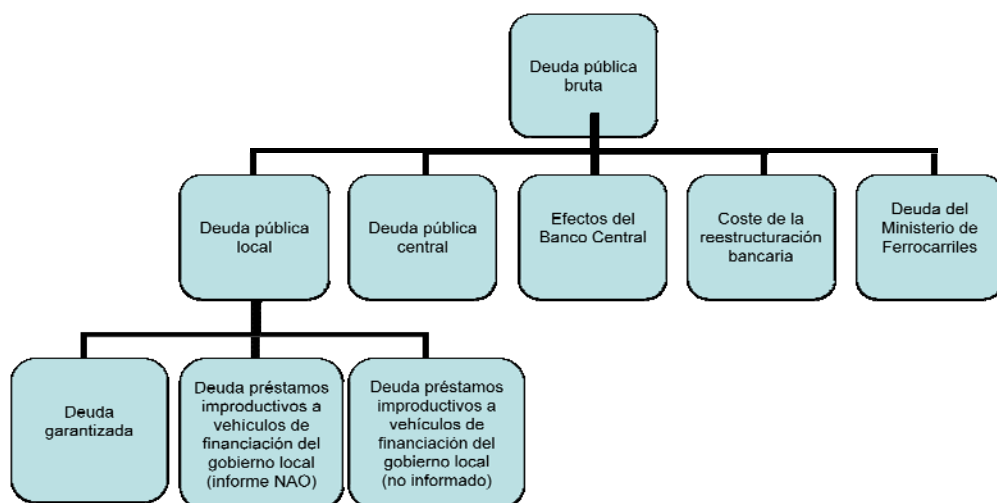
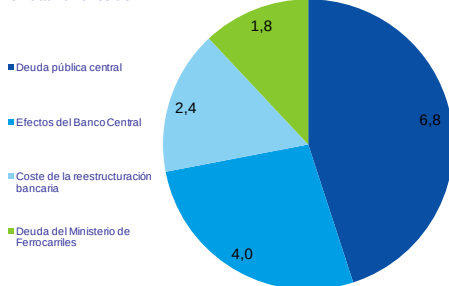


Gráfico 2

### La composición de la deuda nacional de China

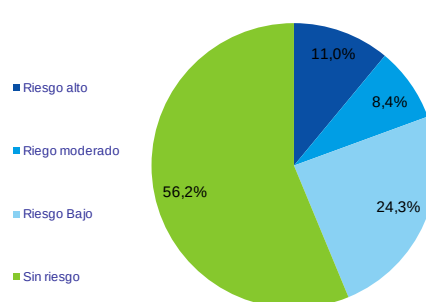
Unidad: billones de RMB



Fuentes: CEIC y SEE del BBVA

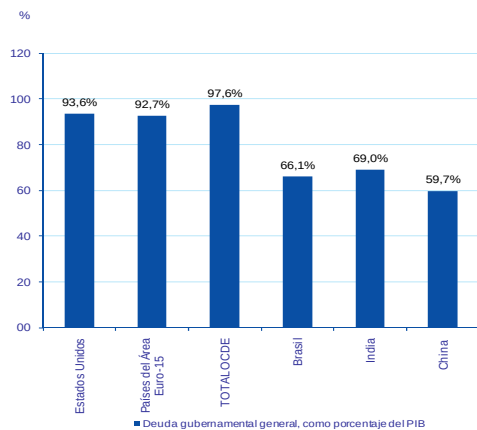
Gráfico 3

### Perfil de Riesgo de los préstamos VFAL



Fuentes: basado en informes del CBRC y SEE del BBVA

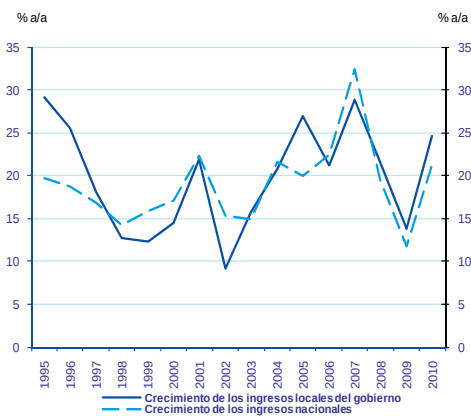
Gráfico 4

**La deuda pública de China se sitúa en niveles manejables**

Fuentes: OCDE, Haver y SEE del BVA

Nota: los datos correspondientes a China equivalen a la suma de la deuda del gobierno central y local.

Gráfico 5

**Los ingresos del gobierno chino han crecido rápidamente**

Fuentes: CEIC y SEE del BBVA

## 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.**