

# Observatorio Bancario

## China

Hong Kong, 07 de diciembre de 2012

Observatorio Bancario

Asia

*Economista Senior*  
Le Xia  
[le.xia@bbva.com](mailto:le.xia@bbva.com)

*Economista Jefe de Asia*  
Stephen Schwartz  
[stephen.schwartz@bbva.com.hk](mailto:stephen.schwartz@bbva.com.hk)

*Economista Jefe de Economías Emergentes del Grupo*  
Alicia García Herrero  
[alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk](mailto:alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk)

## Balance de la liberalización financiera

- **Tras un periodo de estancamiento en las reformas del sector financiero durante e inmediatamente después de la crisis financiera mundial de 2008-09, el proceso de liberalización parece que vuelve a tomar impulso.**

Las autoridades han lanzado un paquete de medidas de reforma desde principios de año que incluye pasos hacia la liberalización de los tipos de interés y una flexibilización del tipo de cambio. Tras publicar un plan quinquenal para el sector financiero el pasado mes de septiembre, el nuevo líder de China ha señalado que seguirá adelante con las medidas de flexibilización en el sector financiero y en otras áreas de la economía en los próximos años.

- **Las recientes medidas de liberalización tienen como objetivo aliviar la represión financiera, estimular el desarrollo económico y mantener la estabilidad financiera.**

Las medidas de reforma del sector financiero van dirigidas a abordar los obstáculos al crecimiento y las distorsiones. Por ejemplo, las barreras de entrada que existen para el capital privado en el sector bancario y los controles sobre los tipos de interés han impedido la competencia y han consolidado el monopolio de un puñado de bancos estatales de gran tamaño. Las diversas formas de represión financiera también han dado lugar a varias vulnerabilidades financieras como la burbuja del mercado inmobiliario y el sistema bancario informal.

- **Algunas de las medidas de liberalización ya han entrado en vigor, mientras que otras quedan aún pendientes.**

Un grado de liberalización de los tipos de interés limitado ya ha tenido como resultado la subida de los tipos de interés de depósito con el fin de atraer depósitos. Y la ampliación de la banda de fluctuación diaria del RMB ha mejorado la flexibilidad de la moneda. Sin embargo, el progreso de las reformas financieras en los programas piloto de Wenzhou y Qianhai ha sido decepcionantemente lento.

- **Dado que se espera que continúe la liberalización financiera, será importante que las autoridades presten la atención debida al orden de las reformas.**

Creemos que China debe seguir la opinión generalizada de dar prioridad a la liberalización del sistema financiero interno por encima de la reforma de los tipos de interés y de la apertura de la cuenta de capital. Sin embargo, algunos riesgos de cola podrían entorpecer el progreso.

- **Aunque la liberalización financiera puede poner presión sobre los márgenes financieros netos y los beneficios generales, también abrirá nuevas oportunidades de negocio.**

Se espera que la banca minorista y las PYMES prosperen, lo que beneficiará a los bancos con experiencia relevante. Al mismo tiempo, puede surgir una nueva competencia de las empresas informatizadas a través del comercio electrónico. Los esfuerzos por incrementar la proporción de "financiación directa" (bonos y acciones) deberían fomentar las oportunidades de la banca de inversión y ayudar a los bancos a diversificar la gama de productos de gestión patrimonial que ofrecen a los clientes. Es posible que los bancos extranjeros también puedan aprovechar las nuevas oportunidades de negocio a medida que las empresas de China busquen más IEDS para incrementar su presencia mundial.

## Introducción

El 17 de septiembre, las autoridades anunciaron el 12° Plan Quinquenal (2011-2015) para el sector financiero. Este plan desarrolla un subcomponente del Plan Quinquenal más amplio publicado el pasado año y se ha diseñado con la colaboración de cinco organismos gubernamentales: el Banco Popular de China (BPdC), la Comisión Reguladora de la Banca de China (CRBC), la Comisión Reguladora del Mercado de Valores de China (CRMVC), la Comisión Reguladora de Seguros de China y la Administración Estatal de Divisas Extranjeras (SAFE).

El objetivo del plan es continuar la actual liberalización del sector financiero aboliendo gradualmente los controles sobre los tipos de interés, abriendo la cuenta de capital, fomentando la innovación financiera y fortaleciendo el marco de regulación financiera. Sin embargo, no se ha fijado un calendario para la consecución de estos objetivos. Una nueva característica del Plan es el establecimiento de dos objetivos cuantitativos que cubren el valor añadido del sector financiero, establecido en el 5% del PIB (al alza con respecto al 4,4% de la pasada década) y la financiación directa (emisión de bonos y acciones) establecida en el 15% de la "financiación social total" (FST) para finales de 2015 (al alza con respecto al nivel medio del 11% del periodo 2006-2010).

En el recientemente concluido Congreso Nacional del Partido celebrado en noviembre, los nuevos líderes electos de China establecieron objetivos ambiciosos y abogaron por duplicar el PIB y la renta de las familias durante la década de 2011-2020, reafirmando además su compromiso para continuar con las reformas del sector financiero.

## La represión financiera: un lastre para el crecimiento sostenible

Aunque la economía ha seguido creciendo con fuerza en los últimos años, el sector financiero de China está aún repleto de diversas formas de represión financiera. Esta represión incluye lo siguiente: i) importantes obstáculos de entrada para el capital privado en el sector bancario, ii) tipos de interés controlados para proteger los márgenes de beneficios de los bancos, iii) subdesarrollo de los mercados de bonos y bursátil domésticos, y v) flexibilidad monetaria aún limitada y falta de convertibilidad de la cuenta de capital. Esas formas de represión financiera no solo impiden una asignación eficaz de capital en la economía, sino que también minan la estabilidad financiera.

Resulta alentador que, incluso antes del anuncio de este nuevo plan quinquenal, las autoridades ya habían acelerado el ritmo de liberalización financiera. En noviembre de este año se implementó un gran conjunto de iniciativas políticas nuevas para corregir algunas formas de represión financiera (Tabla 1). Aunque muchas de las nuevas iniciativas políticas son mejoras adicionales sobre iniciativas previas, se han producido algunos avances en la liberalización de los tipos de interés y se ha modificado el régimen del tipo de cambio.

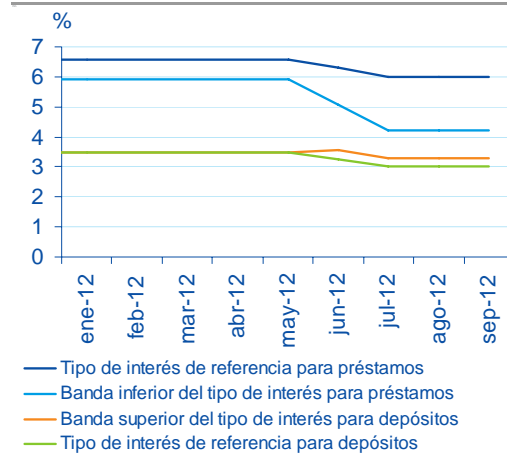
## Mejora de la flexibilidad del tipo de interés y el tipo de cambio

Parte intrínseca de esta nueva ronda de liberalización financiera son los pasos que se han dado para ampliar la flexibilidad del tipo de interés y del tipo de cambio, así como un programa piloto establecido en Wenzhou donde se anima al capital privado a entrar en el sector bancario, y se han relajado también ciertas restricciones de la cuenta de capital para permitir la inversión extranjera de particulares.

Como es habitual, las autoridades actúan con cautela a la hora de impulsar estas medidas de liberalización. Con efecto desde el pasado mes de julio, los bancos pueden ofrecer a los deudores un 30% de descuento sobre el tipo de interés de referencia para préstamos (anteriormente un 10%) y a los ahorradores una prima del 10% sobre el tipo de interés de referencia para depósitos (anteriormente no se permitía prima alguna) (Gráfico 1). También se ha ido implementando una mayor amplitud de la banda cambiaria diaria; la ampliación más reciente se produjo en abril, cuando pasó de +/- 0,5% a +/- 1% alrededor del tipo de cambio fijo diario (Gráfico 2). Para impulsar los avances en áreas sensibles como la apertura del sector bancario al capital privado y la relajación de las restricciones de la cuenta de capital, las autoridades han optado por introducir programas piloto en Wenzhou y Qianhai.

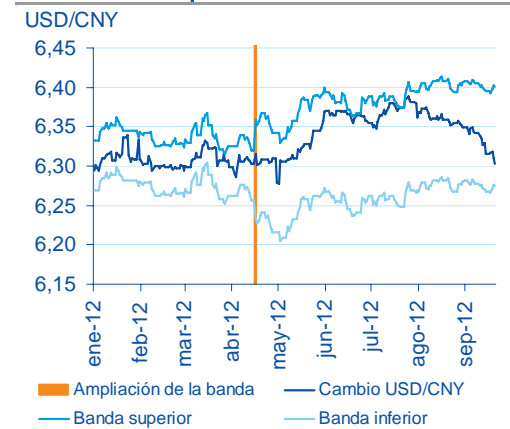
¿Cuál ha sido hasta ahora el efecto de estas reformas? La ampliación de la banda de cotización diaria del RMB ha supuesto mayores fluctuaciones frente al dólar estadounidense en ambos sentidos. En lo que respecta a los tipos de interés, el anuncio de la mayor flexibilidad ha hecho que los bancos pequeños y medianos, cuyo poder de negociación con los clientes es relativamente débil, aprovechen plenamente la posibilidad de ofrecer una prima del 10% para atraer depósitos. Los bancos estatales de mayor tamaño también han subido los tipos de interés para depósitos, pero en menor grado. No obstante, los tipos de interés para préstamos ofrecidos por los bancos se mantienen aún en los niveles de referencia, como antes. Por otra parte, se ha informado de que el progreso real de los programas piloto de Shenzhen y Qianhai lleva un decepcionante retraso con respecto al plan establecido, lo que puede atribuirse en parte a la prudente actitud de las autoridades de los gobiernos locales.

Gráfico 1  
**Los tipos de interés se liberalizan para mejorar la eficacia del sector bancario**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2  
**La banda de fluctuación diaria se amplía, flexibilizando el tipo de cambio**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

## Los riesgos asociados son grandes pero manejables

La ronda actual de iniciativas de liberalización financiera presenta múltiples facetas. Estas iniciativas cubren una serie de áreas como la propiedad de los bancos, los tipos de interés, el régimen cambiario, la cuenta de capital y el mercado de bonos doméstico. Las autoridades han expresado su interés en potenciar las reformas simultáneamente en todos los frentes como catalizador de una iniciativa de reforma más amplia. Aunque esto es encomiable, con el tiempo, es probable que el orden que se siga se vuelva más importante, especialmente cuando el proceso de liberalización entre en una etapa más avanzada. Esto sería necesario para evitar los riesgos de unas iniciativas de liberalización desordenadas, como ya se experimentó en el caso de otros países (por ejemplo, la deuda de América Latina en la década de 1980).

La opinión generalizada entre los expertos en el ámbito de la liberalización financiera es que la liberalización interna debería preceder a la liberalización externa<sup>1</sup>. Y dentro de la liberalización externa, la reforma del régimen cambiario debe completarse antes de la liberalización de la cuenta de capital. De lo contrario, la apertura prematura de la cuenta de capital podría dar lugar a flujos de capital volátiles y desestabilizadores, lo que agravaría las debilidades del sector financiero interno.

Incluso movimientos aparentemente cautos como los programas piloto limitados que se han adoptado hasta ahora conllevan riesgos. Los negocios financieros se hacen a menudo electrónicamente, y puede ser difícil controlar los flujos especulativos transfronterizos. Por consiguiente, la región piloto podría atraer entradas de capitales a nivel nacional cuyo objetivo es aprovechar estas medidas de liberalización para incrementar el rendimiento de la inversión, lo que también podría provocar alteraciones en el sector financiero interno. A este respecto, el gobierno tiene que implementar algunas normativas específicas con el fin de aislar las regiones piloto del resto.

<sup>1</sup> Véase el informe, "The Liberalization and Management of Capital Flows - An Institutional View", FMI, 14 de noviembre de 2012, <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4720>

Otro riesgo asociado con la actual liberalización financiera es su énfasis en la ampliación de los canales de financiación para las PYMES en medio de la contracción económica actual. Con la desaceleración económica, las PYMES parecen mucho más vulnerables que nunca, lo que plantea un riesgo para los nuevos instrumentos de financiación respaldados por los activos de las PYMES.

En general, los riesgos asociados con la actual ola de liberalización financiera son todavía manejables, pero serán mayores y más complejos a medida que se profundicen las reformas. Las autoridades deben prestar atención a los posibles riesgos y adoptar un enfoque sistémico para hacer avanzar las reformas de modo que las iniciativas de la política de liberalización no pongan en peligro todo el sector financiero.

## El orden es fundamental

Aunque en el plan quinquenal del sector financiero no se ha proporcionado un calendario específico, prevemos que las reformas se acelerarán en comparación con el periodo de estancamiento anterior que tuvo lugar durante e inmediatamente después de la crisis financiera mundial de 2008-09. Dicha aceleración podría tener lugar después del próximo mes de marzo, cuando los líderes del partido recientemente elegidos asuman sus funciones administrativas en el gobierno. Es probable que las reformas se centren en temas como la diversificación de la propiedad de los bancos, la liberalización de los tipos de interés, la mejora del marco regulatorio, la apertura de la cuenta de capital y la mayor internacionalización del RMB.

La etapa de liberalización actual ha llegado a una fase crítica en el sentido de que ya se han implementado la mayoría de las reformas "fáciles". Como hemos observado antes, el orden las nuevas iniciativas políticas será cada vez más importante, y la liberalización del sistema financiero interno debe producirse antes de la reforma del régimen cambiario y de la apertura de la cuenta de capital con vistas a minimizar los riesgos financieros. Por ejemplo, es muy improbable que el RMB pueda convertirse en una moneda internacionalmente aceptada al mismo nivel que el dólar estadounidense, el euro y el yen japonés a menos que el mercado de capitales interno de China tenga suficiente liquidez y profundidad.

### *Retirada de los controles sobre los tipos de interés y nivelación del marco de competencia*

La clave para liberalizar el sector bancario interno es abolir el control sobre los tipos de interés y permitir que las fuerzas del mercado tomen un mayor protagonismo. Como el suelo de los tipos de interés para préstamos no es vinculante en la actualidad, debería ser relativamente fácil liberalizar por completo los tipos de interés para préstamos como primera medida. Siendo optimistas, esto podría tener lugar en los dos próximos años.

Por otro lado, el levantamiento del techo sobre los tipos de interés para depósitos (que sí es vinculante) presenta un desafío mayor y puede que no se haya completado en 2015, el último año del plan quinquenal actual. Sin embargo, seguimos creyendo que para entonces la flexibilidad del tipo de interés para depósitos se habrá ampliado con respecto al nivel actual. En coordinación con la relajación de los tipos de interés para depósitos debe establecerse un plan de garantía de depósitos a nivel nacional para evitar resultados adversos cuando los bancos compitan por los depósitos. El establecimiento de dicho plan de garantía de depósitos parece estar en trámite, y si todo se desarrolla sin problemas, anticipamos que se habrá llevado a término en los próximos tres años.

En paralelo, debería romperse el monopolio de facto de los grandes bancos propiedad del estado permitiendo que más capital privado y bancos extranjeros entren en el mercado de crédito interno, especialmente aquellos que se dirigen a las PYMES y a las familias como principales clientes potenciales. Esto equivale a nivelar el marco de competencia para todas las instituciones financieras, lo que no solo ayudará a impulsar la economía en medio de la elevadísima incertidumbre externa actual sino que también contribuirá a reequilibrar la economía de China hacia la demanda interna y pondrá el crecimiento en una vía sostenible. Se prevé que el proceso continuará durante los próximos cinco años.

Tal como se estipula en el plan quinquenal, las autoridades se esforzarán enormemente en desarrollar los mercados internos de acciones y bonos con el fin de ofrecer a la gente diversas opciones donde poner sus ahorros. A tales efectos, las autoridades pueden permitir a un mayor número de entidades, incluidos los gobiernos locales y las empresas privadas la emisión de bonos con el fin de aumentar la profundidad del mercado e incrementar la liquidez. También podrían fusionar el mercado interbancario de bonos, anteriormente segmentado, con el mercado de permuta de bonos y luego abrirlo en mayor medida a los inversores extranjeros.

### *Un tipo de cambio flexible: el requisito previo para la liberalización de la cuenta de capital*

Como ya se ha observado anteriormente, lo ideal sería que el tipo de régimen cambiario rígido se reformara antes de abrir la cuenta de capital. La actual desaceleración económica mundial le ha dado a China una buena oportunidad para incrementar la flexibilidad de la cotización del RMB frente a otras monedas extranjeras, sin conducir necesariamente a una apreciación de mayor magnitud ni hacer mella en la competitividad de su enorme sector de exportación. Creemos que las autoridades aumentarán aún más la banda de fluctuación diaria del RMB en los próximos años. Aunque el entorno externo presenta más incertidumbres, no es descabellado pensar que el tipo de cambio se hará flotante de aquí a finales de 2015.

La apertura de la cuenta de capital debe ser el último paso del proceso de liberalización financiera. Poco a poco las autoridades están incrementando las cuotas de determinados programas de flujos de capitales transfronterizos como el programa de Inversores Institucionales Extranjeros Cualificados (QFII) y el Programa de Inversores Institucionales Nacionales Cualificados (QDII), así como el RMB-QFII y el RMB-QDII, pero no es probable que haya una convertibilidad completa bajo la cuenta de capital a finales de 2015.

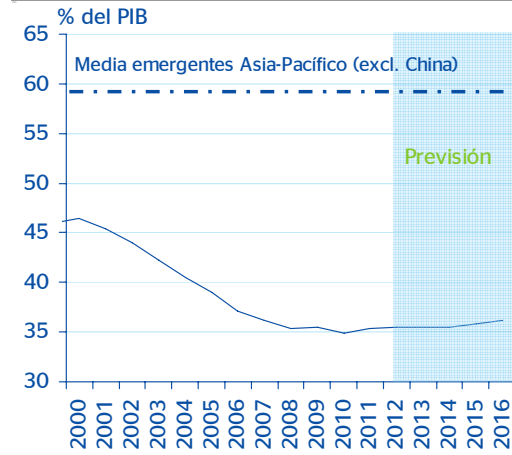
Una salvedad es que las previsiones anteriores se basan en el supuesto de que en los próximos cinco años no se materialicen los riesgos de cola, como los que se derivarían del deterioro de la crisis de deuda europea y de la pronunciada desaceleración del crecimiento en EE. UU. Dicho esto, las autoridades podrían detener el proceso de reformas si se produjeran acontecimientos adversos como el aterrizaje brusco de la economía interna o la volatilidad externa.

## Oportunidades para los bancos

Basándonos en la lista de reformas prioritarias establecida en el plan del sector financiero junto con los nuevos objetivos de crecimiento fijados en el 18º Congreso Nacional del Partido, podemos identificar oportunidades de negocio que los bancos podrían tener a su disposición como resultado del proceso de liberalización. Lo primero y principal, el plan hace hincapié en el papel del sector financiero en el ajuste de la estructura económica y el reequilibrio de la economía hacia la demanda interna, en especial hacia el consumo interno (Gráfico 3). Además, si se consigue el objetivo del Congreso de duplicar el PIB y la renta de los hogares, para 2020 habrá entre 200 y 300 millones de personas más que habrán pasado a formar parte de la clase media de China (con un incremento anual de la renta superior a 10.000 dólares estadounidenses en 2010). Esto debería considerarse como buenas noticias para los bancos con experiencia en el negocio de la banca minorista. También abre el camino para que otras instituciones financieras no bancarias, como las compañías de crédito al consumo y las entidades de financiación de automóviles puedan desarrollarse con mayor rapidez. Es posible que esta evolución se produzca a medida que los hogares dispongan de mayor riqueza debido al rápido ritmo de crecimiento económico, lo que a su vez crearía numerosas oportunidades en los negocios de gestión de patrimonio y pensiones.

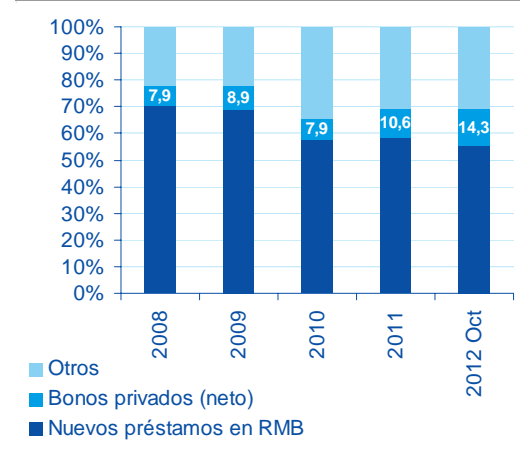
En segundo lugar, si se levantan los controles sobre los tipos de interés, tal como está previsto, el coste de financiación de los bancos se incrementará sustancialmente. Esto podría animarlos a recurrir a las pequeñas y medianas empresas (PYMES) y a los hogares en busca de préstamos con rentabilidades más elevadas con el fin de incrementar los márgenes financieros, si bien se haría a costa de asumir un riesgo mayor. Los bancos con más experiencia en estos segmentos del mercado son los que tendrían más probabilidades de beneficiarse. No obstante, también podrían enfrentarse a una competencia feroz por parte de las empresas de comercio electrónico centradas en las plataformas de operaciones a través de Internet.

Gráfico 3  
**Aunque el reequilibrio hacia el consumo llevará tiempo, ofrece oportunidades para los bancos**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 4  
**La proporción de financiación mediante bonos se ha ido incrementando**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

En tercer lugar, el objetivo de incrementar la proporción de financiación directa (hasta el 15% del total de la financiación social según se estipula en el Plan) daría un impulso a los negocios de la banca de inversión (Gráfico 4). Sin embargo, al mismo tiempo podría derivar clientes empresariales de gran tamaño de los bancos al mercado de bonos para cubrir sus necesidades de financiación. Además, la expansión de los mercados de bonos y de acciones (como consecuencia de promover la financiación directa) también puede dar la posibilidad a los bancos minoristas de ofrecer productos financieros muy diversificados a sus clientes minoristas. Por último, aunque el Plan no especifica nada con respecto a las instituciones financieras extranjeras (excepto en lo que se refiere a la apertura del sector de seguros), gracias a la liberalización de la cuenta de capital y a la internacionalización del RMB se abrirán nuevas oportunidades de negocio para los bancos extranjeros con presencia internacional. El Plan tiene como objetivo impulsar la apertura entre los mercados de capital interno e internacional en ambas direcciones y facilitar la inversión directa (IDE) de China en el exterior. Así pues, los bancos extranjeros pueden ayudar a sus clientes a entrar en el mercado de capital chino y viceversa. Además, los bancos extranjeros también pueden participar en la financiación de proyectos de inversión directa (IDE) de China en el exterior y ofrecer otras formas de servicios financieros como la asesoría financiera.

Tabla 1 Selección de pasos importantes en la liberalización financiera

Reforma	Fecha	Regulador	Puntos clave
Liberalización financiera en Wenzhou	Marzo de 2012	Consejo de Estado	Permite a los prestamistas privados de la ciudad operar como compañías de inversión con el objetivo de incrementar la financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYMES). A los residentes de Wenzhou se les permite invertir en empresas no financieras del extranjero.
Ampliación de la banda cambiaria	Abril de 2012	BPdC	La banda de fluctuación del tipo de cambio entre el RMB y el dólar estadounidense aumentó de un +/- 0,5% a un +/- 1% en torno al tipo diario establecido por el BPdC.
Aumento de la cuota del programa QFII	Abril de 2012	CSRC	Incremento de las cuotas para los inversores institucionales extranjeros cualificados de 30.000 millones a 80.000 millones de dólares.
Mercado extrabursátil (OTC)	Abril de 2012	CSRC	Creación de un nuevo mercado OTC compuesto principalmente por PYMES cuyo objetivo es ampliar los canales financiación para las PYMES, especialmente para las empresas de alta tecnología.
Programa piloto de Qianhai	Junio 2012	Consejo de Estado	Se animará a las empresas de Qianhai a vender bonos denominados en renminbi en Hong Kong y a experimentar los préstamos transfronterizos en moneda china.
Mercado de bonos de las PYMES	Junio 2012	CSRC	Creación de un mercado de bonos de alta rentabilidad (conocido como bono basura) para las PYMES a través de la colocación privada.
Ampliación de la banda de referencia de los tipos de interés	Junio/julio 2012	BPdC	Permite una prima del 10% en los tipos de interés para depósitos y un descuento del 30% en los tipos de interés para préstamos.
Aumento de la cuota del programa RMB-QFII	Noviembre 2012	PBdC, CSRC y SAFE	Incremento de las cuotas de los inversores institucionales extranjeros cualificados en RMB de 70.000 millones de RMB a 270.000 millones de RMB.

**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.**