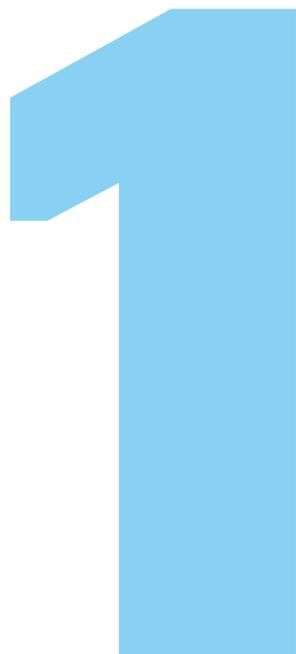


Evolución reciente de la economía colombiana y perspectivas de comercio exterior

BBVA Research Colombia

Octubre 5 de 2012

A large, stylized blue number '1' with a slight shadow effect, positioned on the left side of the slide.

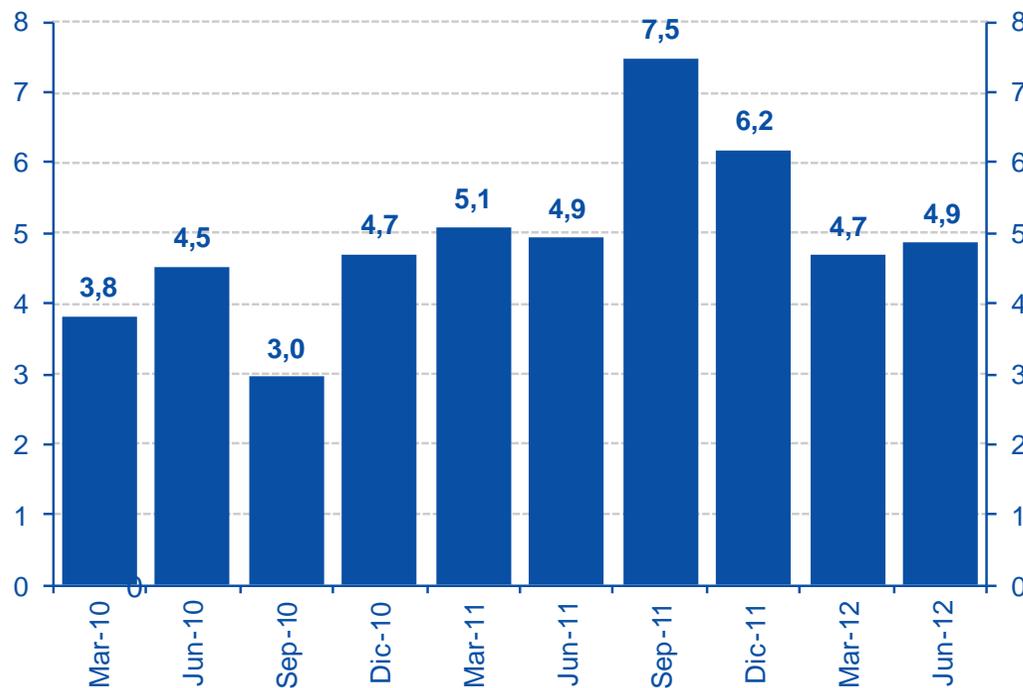
Importante aporte de la inversión pública al resultado del PIB en 2T12

El PIB del 2T12 creció 4,9% anual, acelerándose con respecto al 1T12

- La aceleración del PIB es evidente en los resultados inter-trimestrales. Mientras que en primer trimestre se expandió 0,2% t/t, en el 2T12 lo hizo a una tasa de 1,6% t/t.
- La variación inter-trimestral es la más alta desde el 1T11

Producto Interno Bruto (variación anual, %)

Serie ajustada por estacionalidad
Fuente: DANE y BBVA Research



Variación inter-trimestral muestra que el PIB revirtió tendencia de desaceleración del 1T12

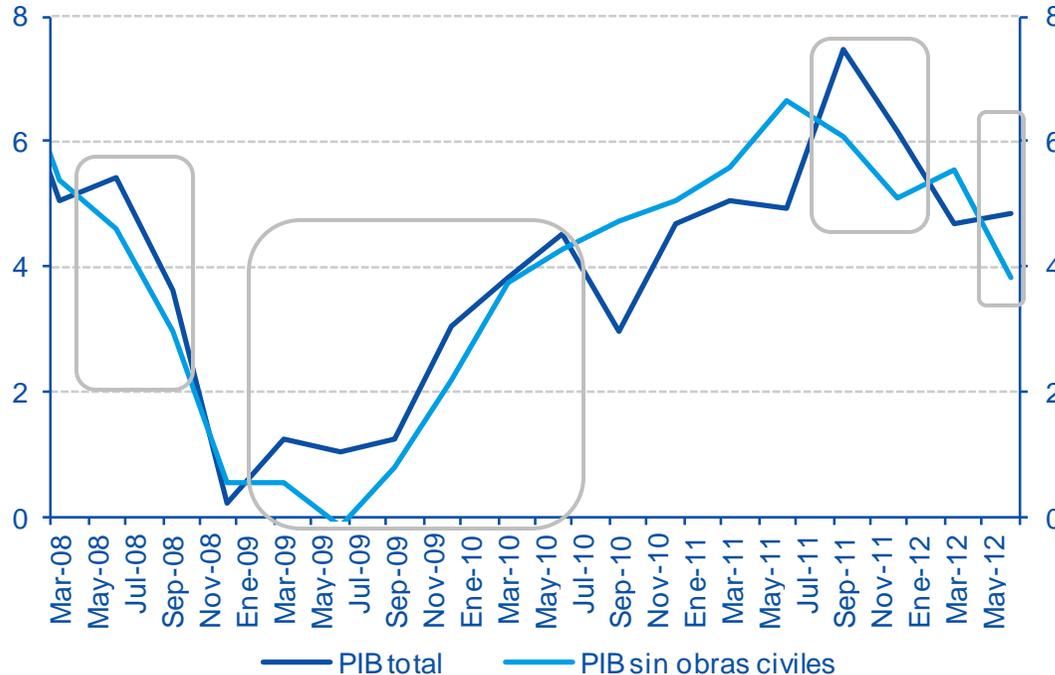


La aceleración del PIB no hubiera sido posible sin el aporte de las obras civiles

- El PIB sin obras civiles sólo creció 3,8% anual.
- Además, se evidencia una desaceleración en las variaciones inter-trimestrales

Impacto de las obras civiles en el PIB (variación anual, %)

Serie ajustada por estacionalidad *Se resaltan zonas de aporte positivo de las obras civiles
Fuente: DANE y BBVA Research



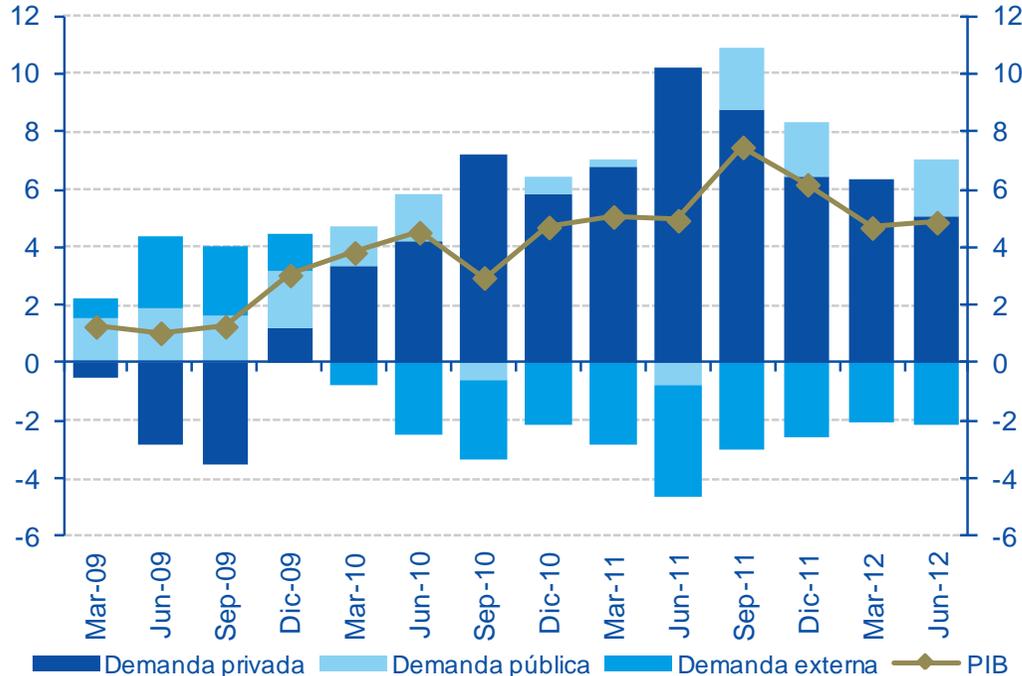
Además, obras civiles impulsaron aporte de demanda pública y permitieron acelerar PIB...

...compensando la menor contribución de la demanda privada y el aporte más negativo de la demanda externa neta.

Contribuciones al PIB (contribución en barra y variación anual en línea, %)

Series ajustadas por estacionalidad

Fuente: DANE y BBVA Research



- El aporte de las obras civiles fue superior a un punto porcentual
- La demanda privada se expandió 5,7% anual, inferior al 7,5% del 1T12
- La demanda pública creció 9,0% vs. la caída de 0,1% del 1T12

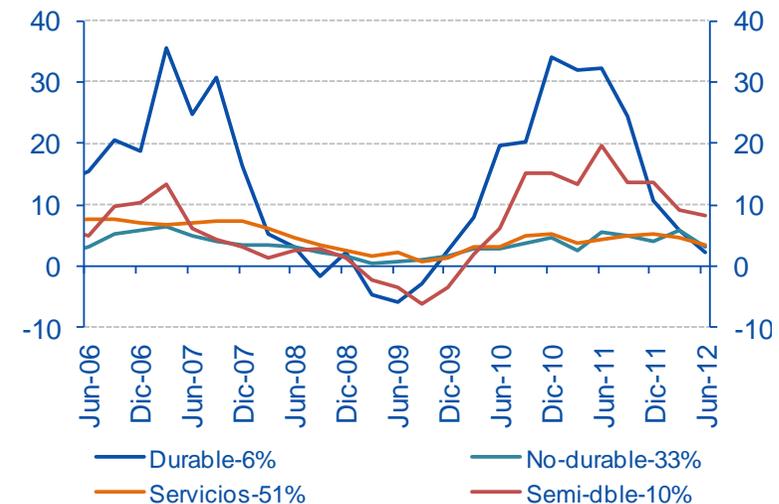
El consumo privado fue el componente de la demanda con mayor desaceleración

Los hogares desaceleraron todos los tipos de consumo, pero con mayor fuerza los bienes durables

- El consumo de los hogares se desaceleró a un 4,0% anual desde variaciones de alrededor de 6,0% en trimestres previos. Es la primera vez desde sep-11 que el consumo privado crece por debajo del PIB.
- El comportamiento coincide con los resultados de las ventas minoristas. La desaceleración de este indicador es más fuerte aún en el caso de las ventas de vehículos.

Composición del consumo privado (variación anual)

Fuente: DANE y BBVA Research



Ventas minoristas (variación anual, %)

Fuente: DANE y BBVA Research

	4T11	1T12	2T12	3T12*
Total	5,1	6,9	0,6	1,3
Sin vehículos	6,5	9,0	2,1	2,1

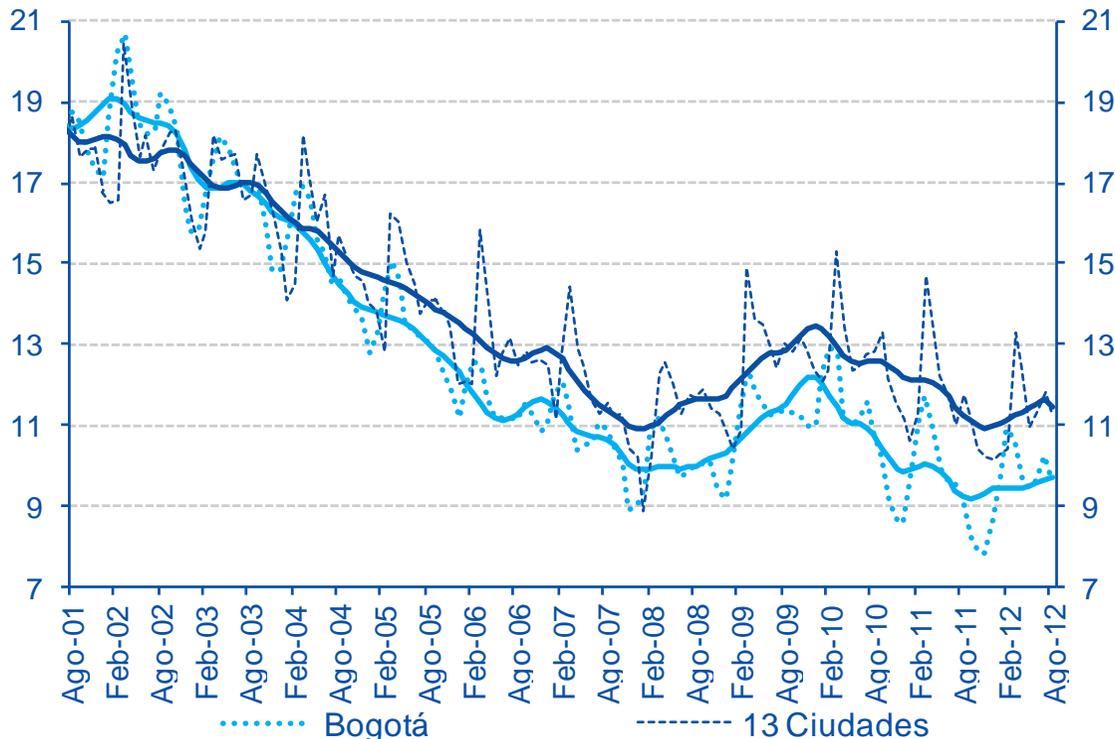
* Sólo datos para julio

Con un empleo que no apoya el consumo

- La tasa de desempleo se ubicó en 10,5% en agosto de 2012, aumentando marginalmente con respecto al mismo mes de 2011
- En el largo plazo persisten algunas rigideces que impiden un mayor dinamismo del mercado laboral.

Tasa de desempleo 13 ciudades y Bogotá (% ,ajustada por estacionalidad)

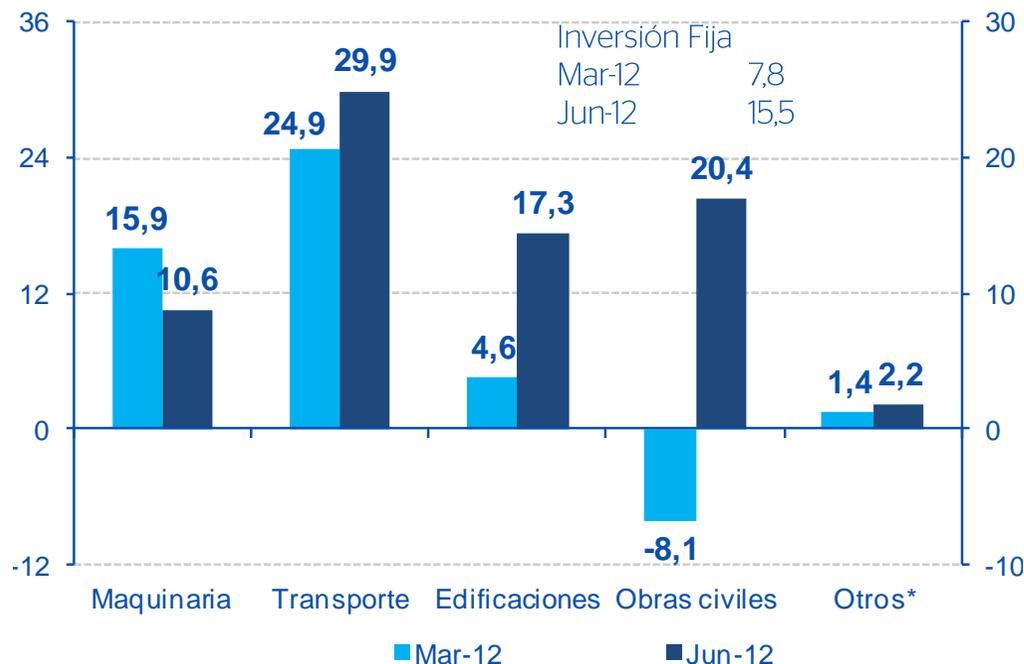
Fuente: DANE y BBVA Research



Inversión privada sigue creciendo con fuerza, pero algunos factores anticipan moderación

Componentes de la inversión (variación anual, %)

Fuente: DANE y BBVA Research



Factores que influirán en la inversión



Alta ejecución de inversión pública

Actividad minero-energética se mantiene sostenida por fuerte entrada de IED

Reducción de las tasas de interés impulsarán inversión



Débil desempeño de industria no minero-energética

Impos de eq. de transporte dejaron de crecer desde mayo.

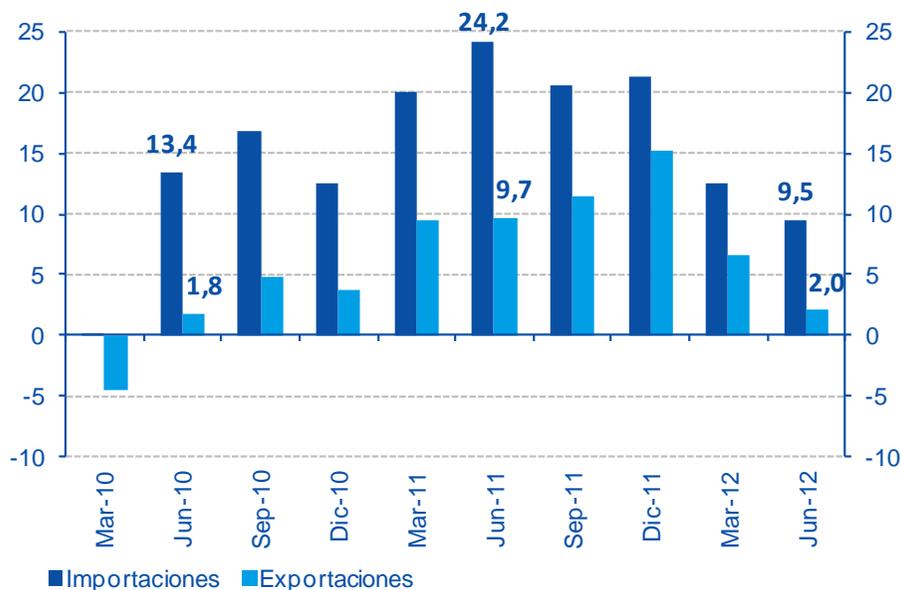
Se anticipa una culminación del auge de edificaciones al final del año

Exportaciones crecen menos en un contexto de fuerte incremento de las importaciones

- Menores exportaciones se relacionaron con sector petrolero, alimentos, flores y papel. Se dio una recuperación de exportaciones de maquinaria y vehículos.
- Importaciones crecieron con fuerza, pero se ajustarán a la menor demanda interna

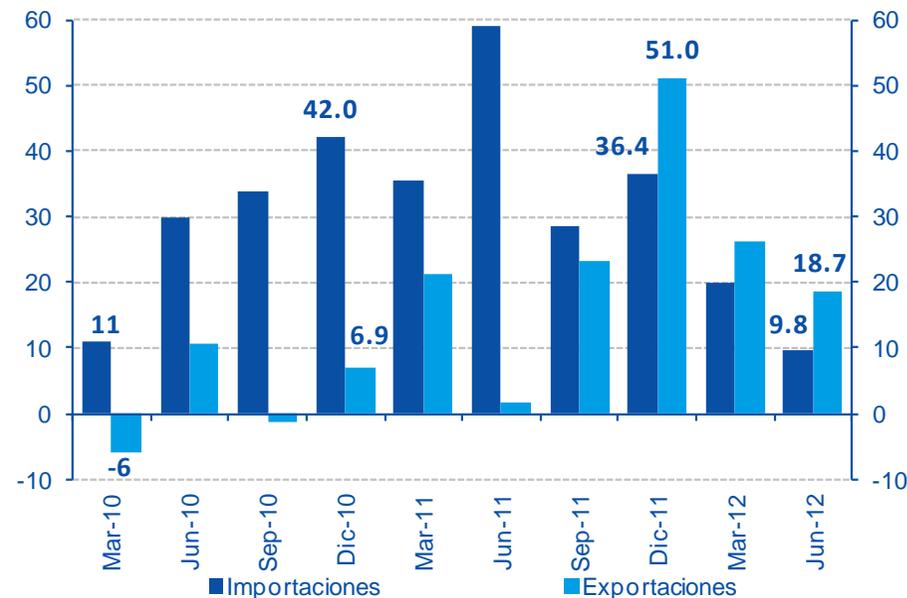
Crecimiento de exportaciones e importaciones

(variación anual, %) Fuente: DANE y BBVA Research



Crecimiento de exportaciones e importaciones en Bogotá

(variación anual, %) Fuente: DANE y BBVA Research

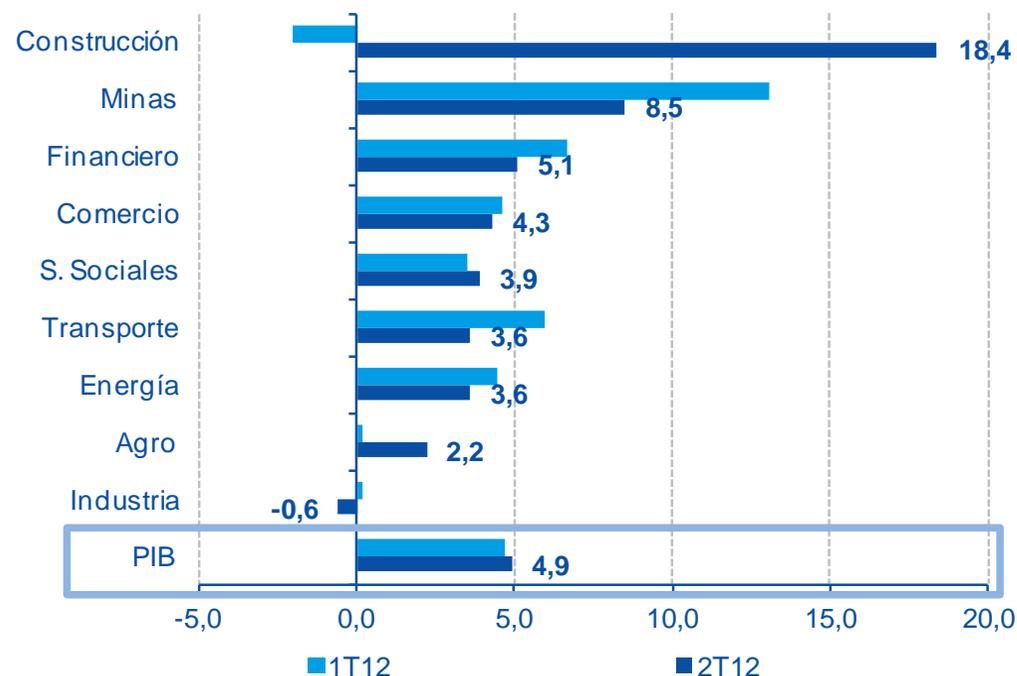


Fuerte heterogeneidad sectorial

- Sectores no transables, como construcción y financiero, lideraron la variación del PIB, conjuntamente con el sector minero, el cual no obstante se desaceleró.
- Otros sectores transables, como industria y agro, crecieron por debajo del PIB

PIB por oferta (variación anual, %)

Serie ajustada por estacionalidad
Fuente: DANE y BBVA Research



Puntos a destacar

Construcción

- Bono de licencias de 2011
- Repunte de obras civiles

Minas

- Menores precios internacionales y cuellos de botella internos

Comercio

- Moderación del consumo

Transporte

- Bajo nivel de las exportaciones

Industria

- Menor demanda externa

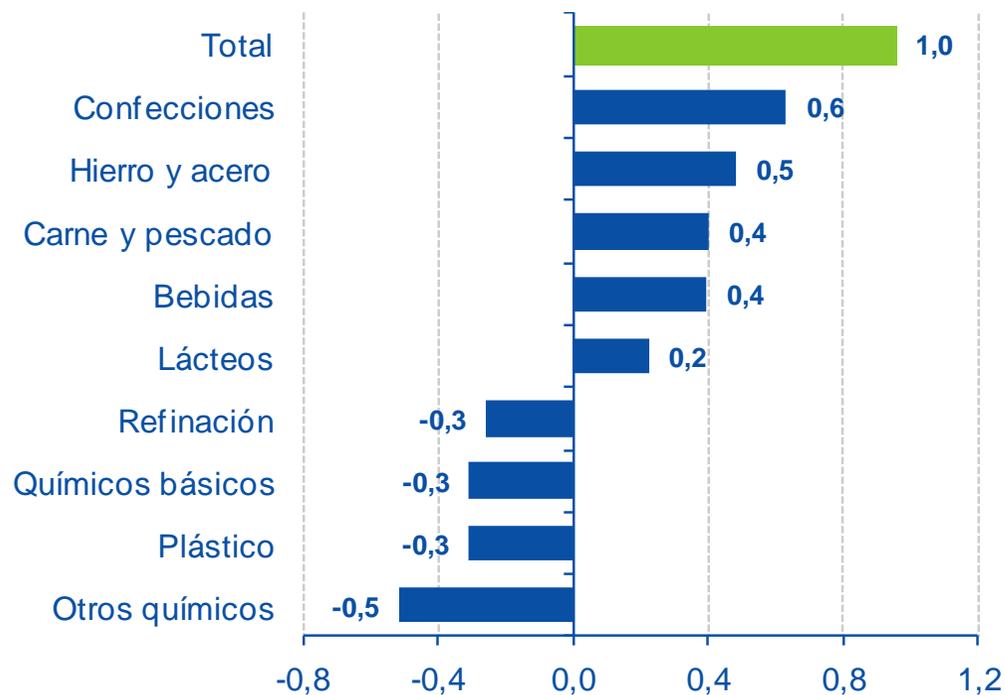
Reto: generar un crecimiento balanceado

- Los sectores de la industria que presentan mayor crecimiento se relacionan con las exportaciones regionales y la demanda interna.
- El peso de la industria dentro del total del PIB se ha reducido en la última década

Mayores contribuciones al crecimiento de la industria (variación

anual, año corrido a julio %)

Fuente: DANE y BBVA Research

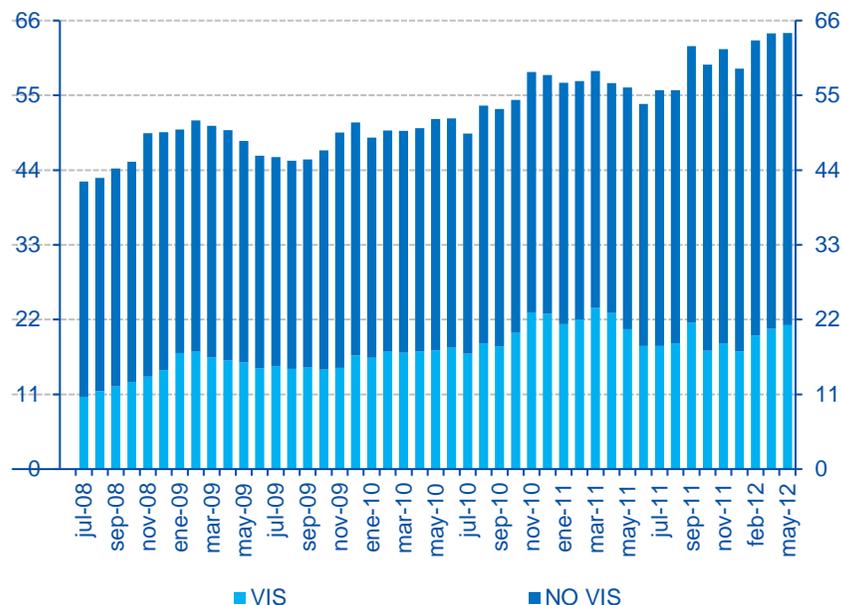


En un contexto de desaceleración de los sectores que lideraban la expansión

- Las licencias de construcción han caído 21,2% en lo corrido del año.
- Sin embargo, los niveles de nuevos proyectos se estabilizaron en valores superiores a los promedios históricos.

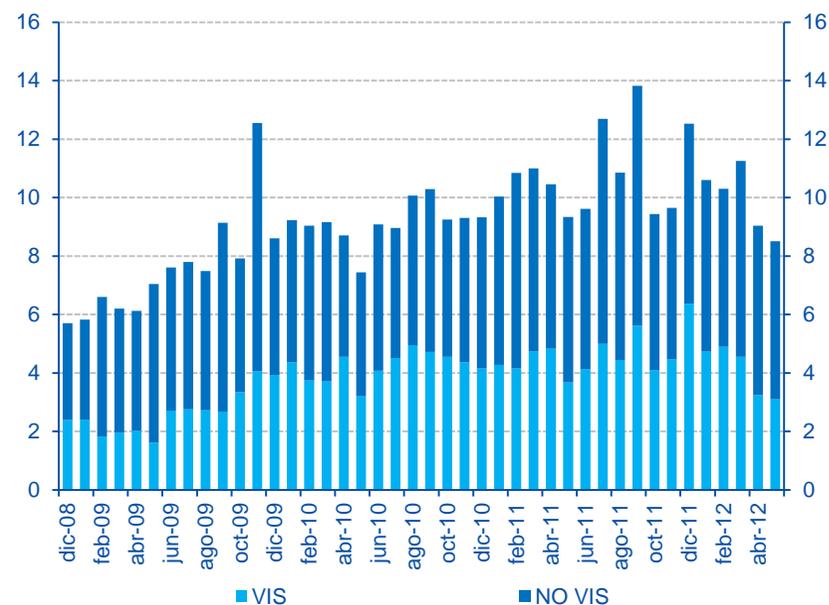
Oferta residencial (Miles)

Fuente: Camacol y BBVA Research



Ventas de vivienda (Miles)

Fuente: Camacol y BBVA Research

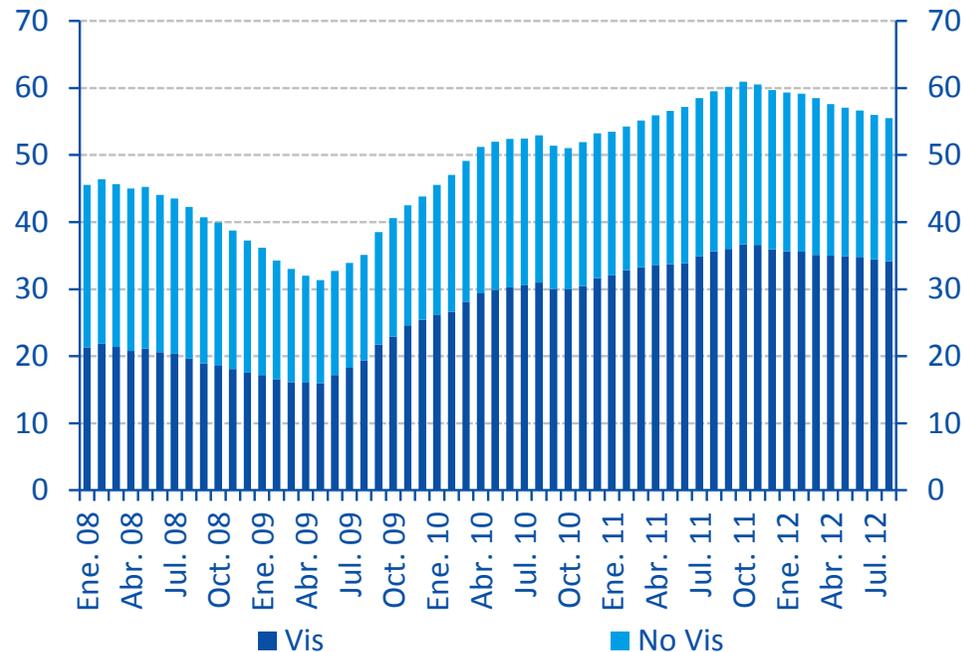


Con incluso menor dinámica en Bogotá

- Algunas restricciones de política pueden explicar la menor dinámica.

Ventas de vivienda en Bogotá (Miles)

Fuente: La Galería Inmobiliaria y BBVA Research



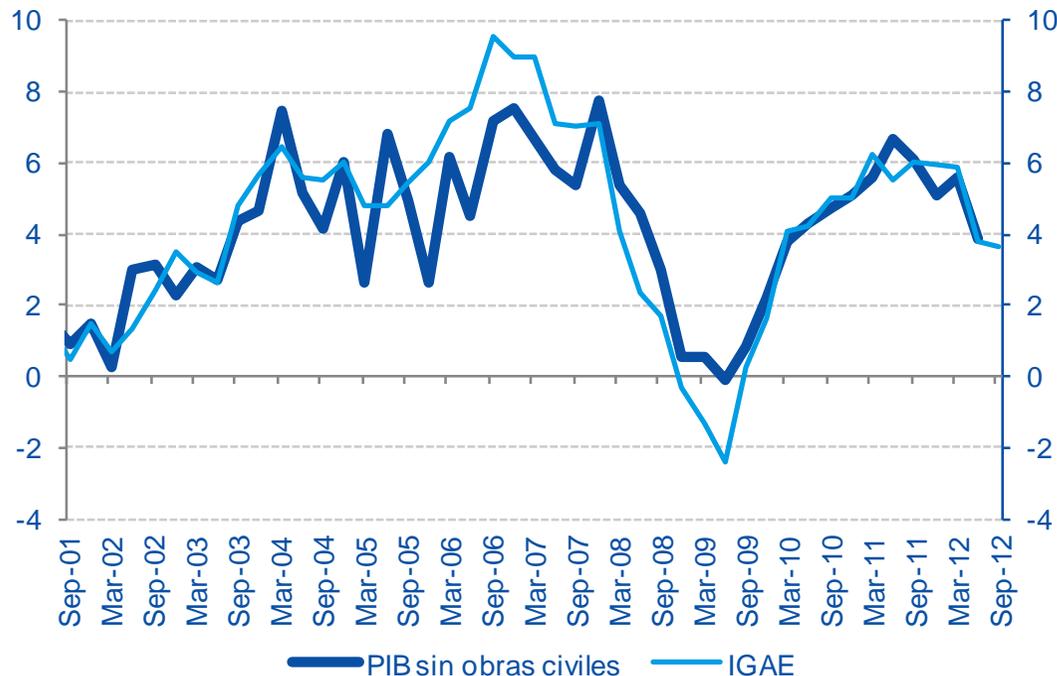
Indicadores de actividad para el tercer trimestre anticipan menor crecimiento futuro

- El índice de actividad económica (IGAE) que construye BBVA Research muestra que los niveles actuales de crecimiento no serían sostenibles, a menos que se de un choque de demanda equivalente al ocurrido en el 2T12 con las obras civiles.

IGAE vs. PIB sin obras civiles (Índice y variación anual, %)

Metodología de componentes principales * Para 3T12 el IGAE sólo tiene datos a julio

Fuente: BBVA Research



Los factores que están teniendo una mayor presión a la baja son los relacionados con industria y empleo

Y al alza tienen que ver con importaciones de capital (minero-energéticas en una buena proporción).

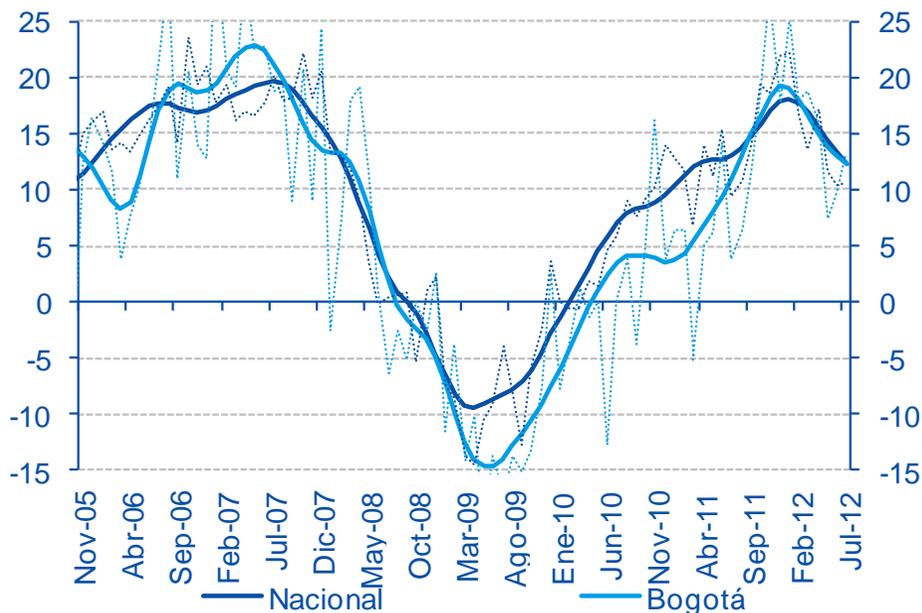
Este indicador no tiene en cuenta indicadores de inversión pública, desde donde podría venir la sorpresa

Riesgos de deterioro adicional en la demanda privada permanecen acotados...

- ...en la medida que se mantienen elevados niveles de confianza
- Los valores actuales de la confianza de empresarios y hogares se ubica por encima del promedio histórico

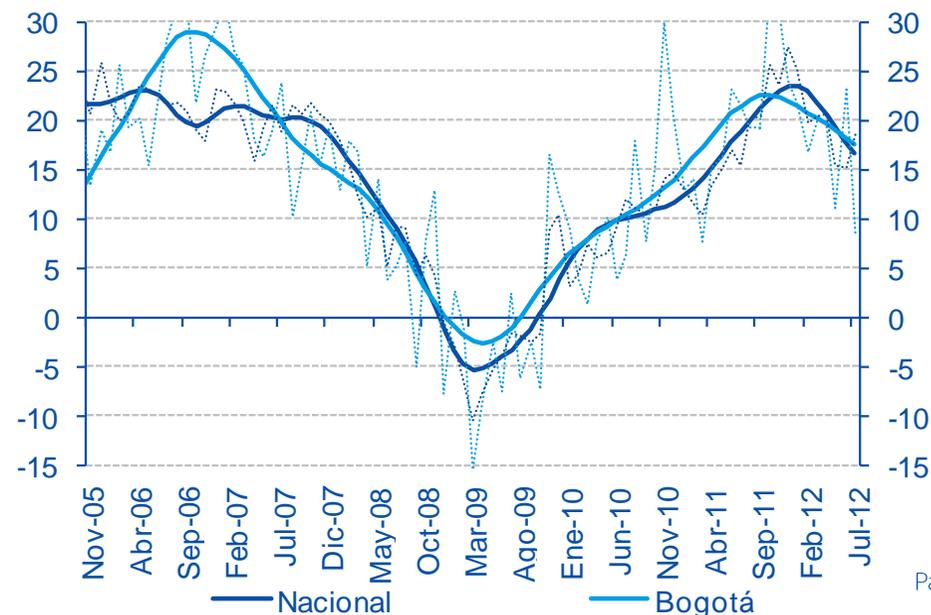
Expectativas sobre compra de maquinaria (entre -100 y 100) Promedios móviles de orden 4

Fuente: BanRep y BBVA Research



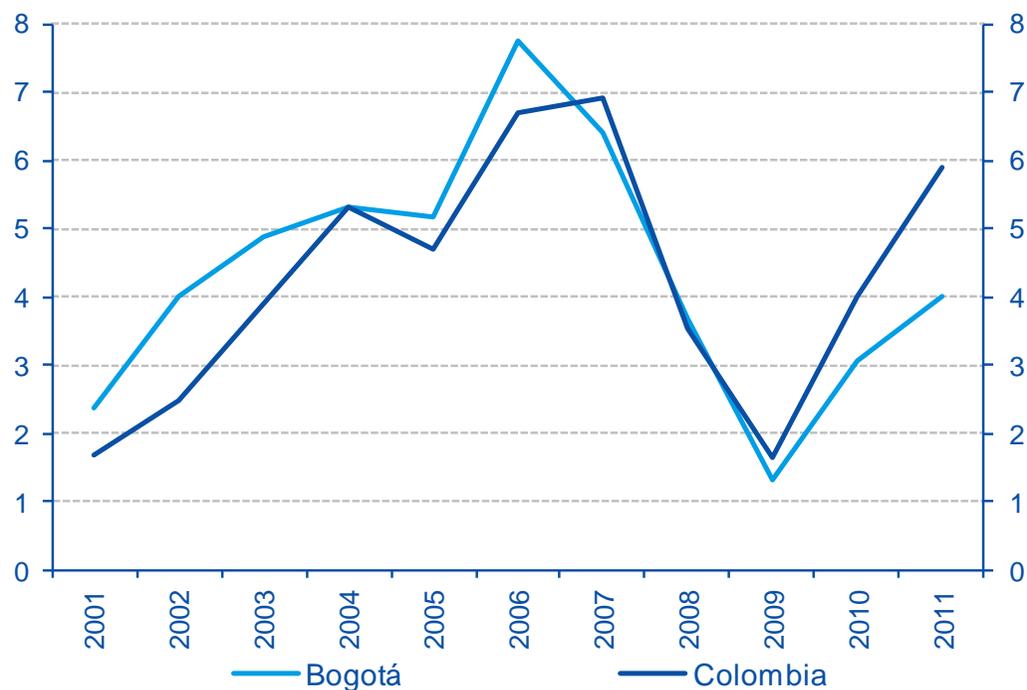
Expectativas sobre contratación laboral (entre -100 y 100) Promedios móviles de orden 4

Fuente: BanRep y BBVA Research



PIB de Bogotá se recupera más lentamente que el nacional

- Obras civiles crecieron más rápidamente a nivel nacional.



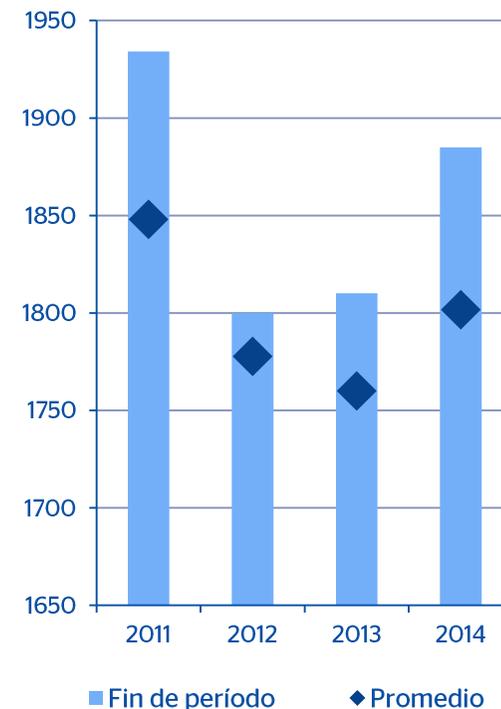
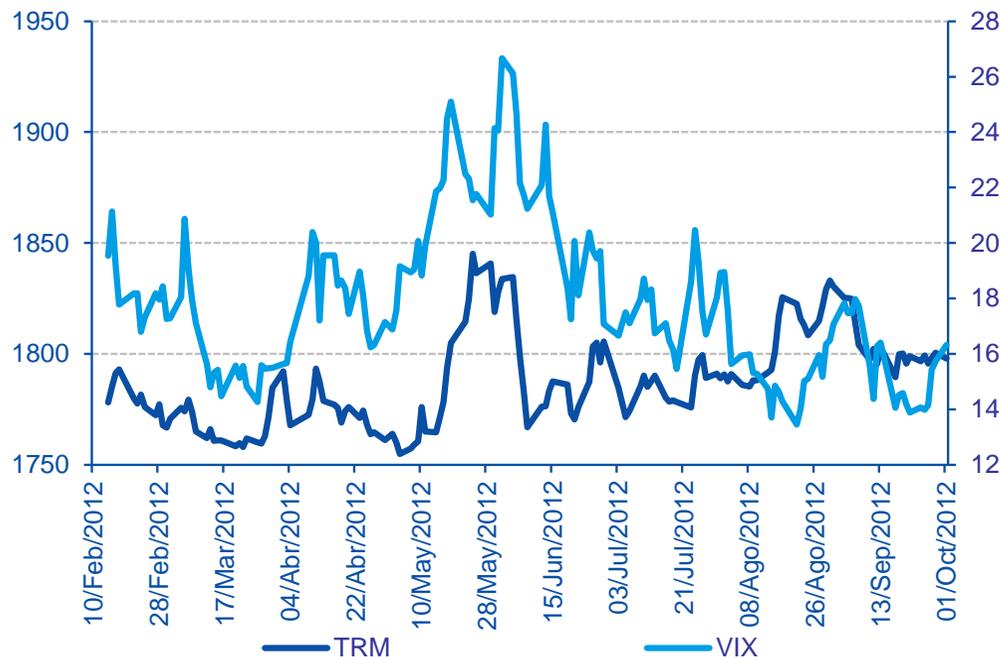
COP: efectos moderados de las tensiones globales

- Previsión de tipo de cambio tiene en cuenta continuidad en las entradas de capital
- En el mediano plazo se espera que el tipo de cambio aumente ligeramente, en parte por el menor crecimiento y la normalización de la política monetaria de la FED.

Riesgo global y tipo de cambio colombiano (COP/USD e índice)

Serie diaria

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



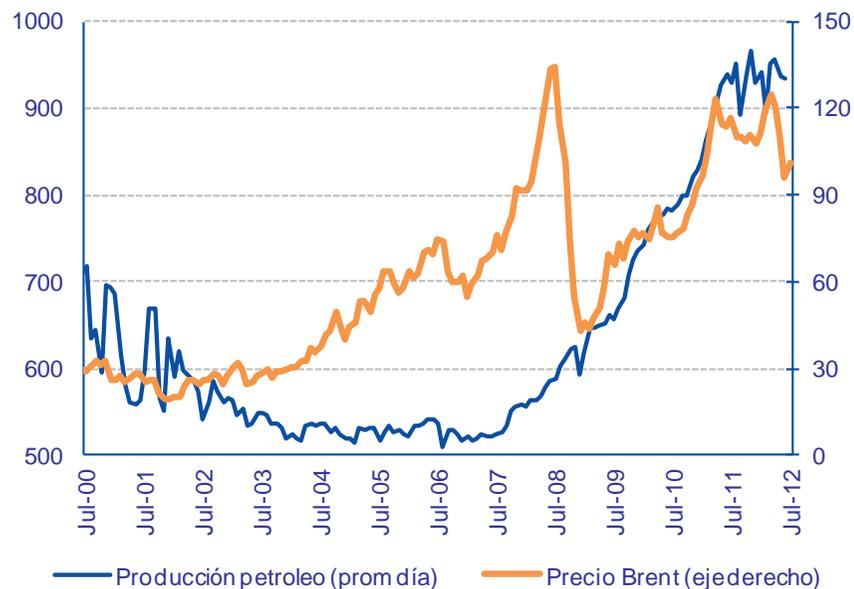
COP: reciente desempeño de la producción de petróleo y continuidad en los flujos de IED

- Menores precios del petróleo coinciden con algunos sobresaltos en producción.
- Flujos de IED por balanza cambiaria poco afectados por la turbulencia externa.

Precio y producción de petróleo (USD/barril y barriles/día)

Promedio mensual

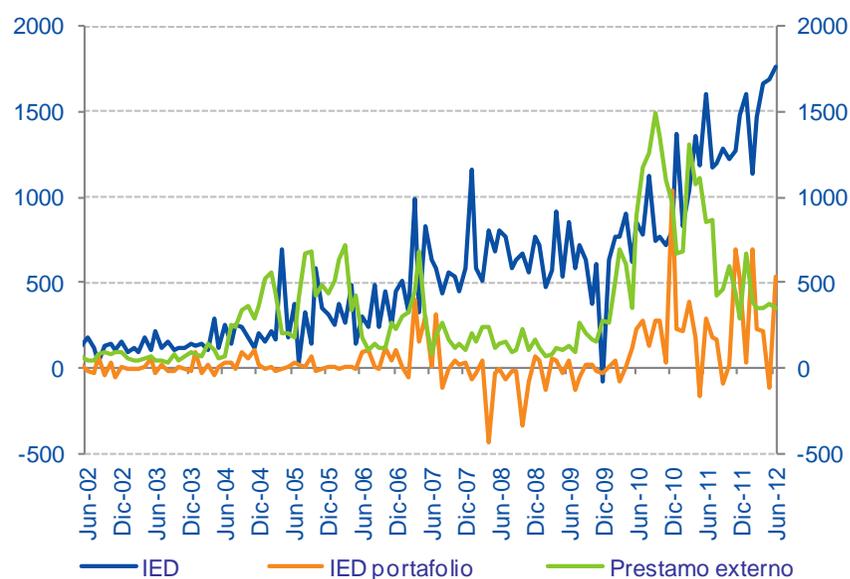
Fuente: ANH, Bloomberg y BBVA Research



Flujos de capitales Balanza cambiaria

(millones de dólares)

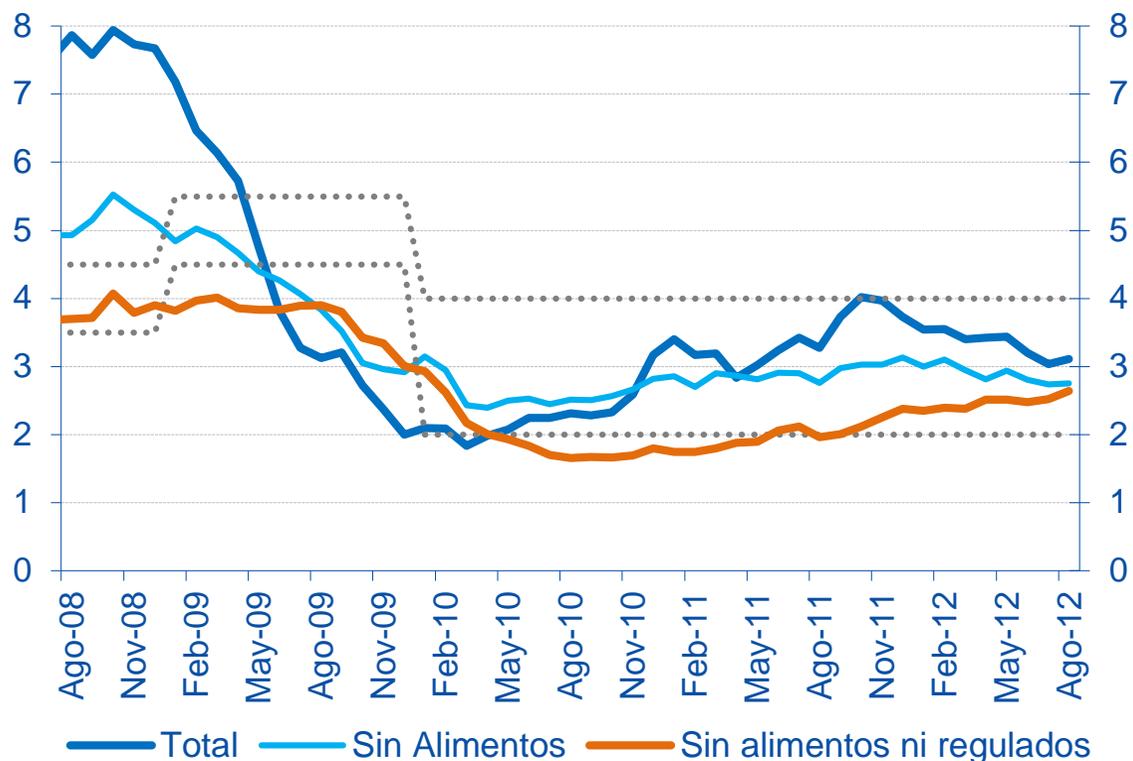
Fuente: BanRep, y BBVA Research



Inflación dentro del rango meta y buenas perspectivas

Inflación e indicadores de inflación básica

Fuente: DANE, y BVA Research



- En agosto, IPC aumenta 0,04% m/m, (3,1% a/a). Mayor aporte de crecimiento

- Inflación e indicadores de inflación básica se encuentran controlados, con expectativas inferiores a 3% para diciembre

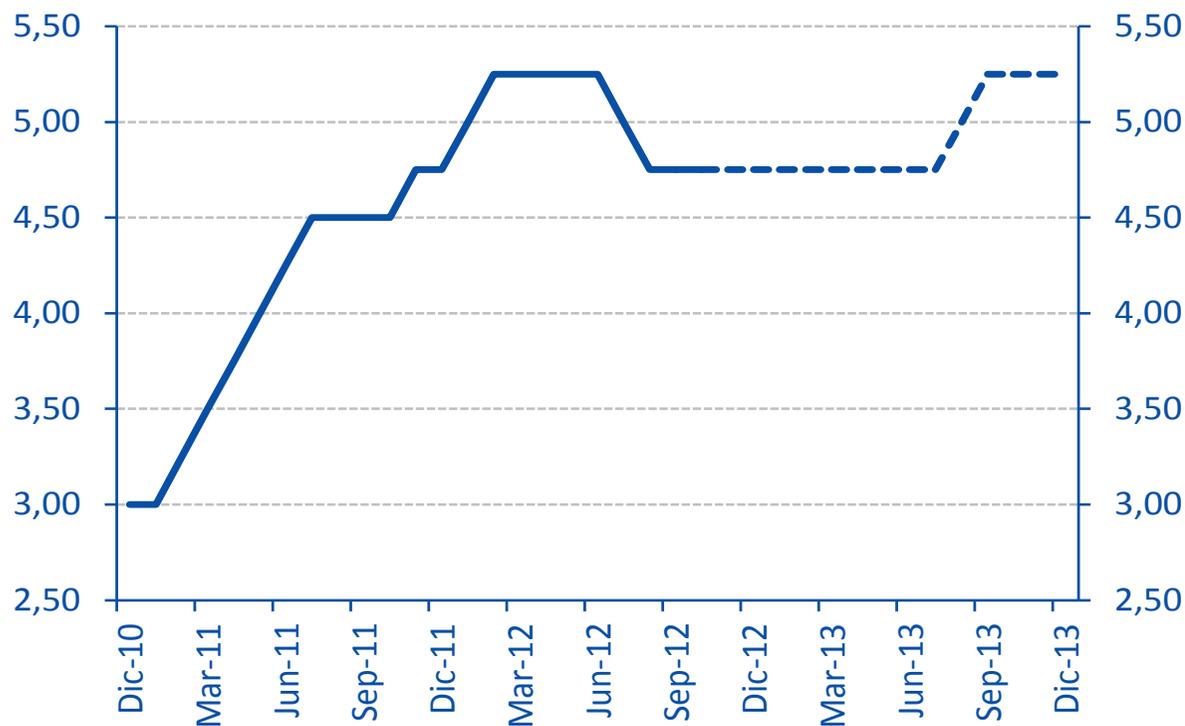
- Inflación finalizará 2012 cercana al 3% aunque fenómeno del niño permanece como factor de riesgo (efecto ya visto en Sept. en cítricos)

Balance de riesgos indica estabilidad de tasas

- La Junta ya anticipó debilitamiento en 3T con su decisión. Mayor intervención se daría con un peor escenario.
- Días antes de reunión de BanRep, encuestas estuvieron más tendientes a anticipar pausa hasta final de año. No obstante, expectativas aun divididas

Tasa de interés BanRep 2010-2013(p)

Fuente: Banco de la República y BBVA Research



Agosto:

- 40% estabilidad
- 50% reducción 25 pbs
- 10% reducción 50 pbs

Septiembre:

- 45% estabilidad
- 48% reducción 25 pbs
- 7% reducción 50 pbs

2

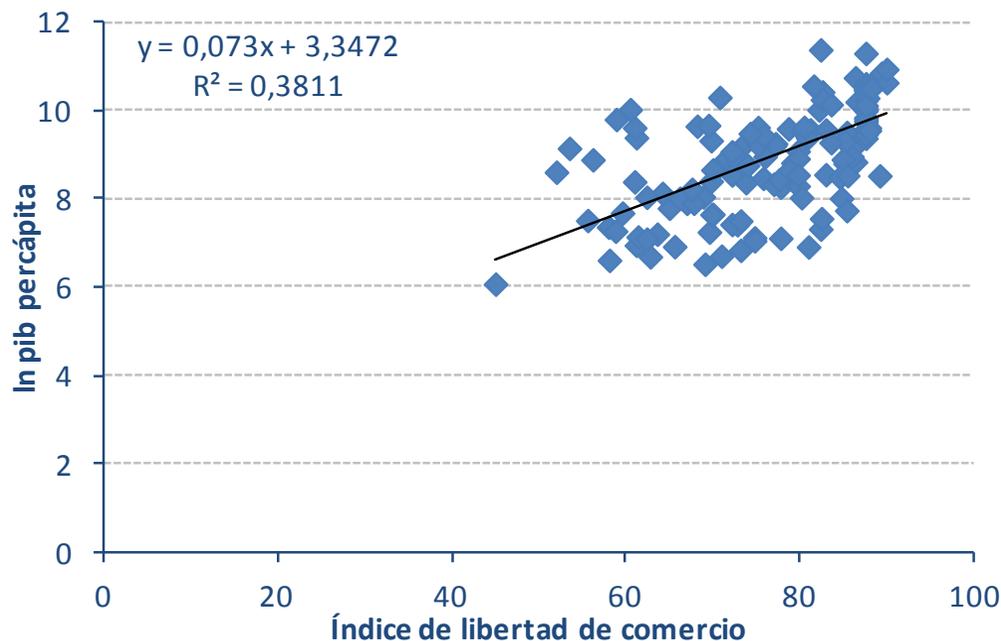
Beneficios de los tratados de libre comercio

El libre comercio potencia el crecimiento económico

- Existe consenso sobre los beneficios del libre comercio. La apertura comercial tiene efectos positivos sobre el crecimiento y el bienestar de las economías.
- Las economías más abiertas expanden sus fronteras de producción, accediendo a un mercado más amplio. Esto potencia el crecimiento económico.

Índice de libertad de comercio (0-100) y logaritmo natural del PIB per cápita para diferentes países

Fuente: Banco Mundial, Heritage Foundation y BBVA Research



Bondades y efectos distributivos del libre comercio

- Los consumidores mejoran su bienestar por aumento de competencia e incremento de variedad de productos.
- Hay efectos distributivos, pero el efecto neto es típicamente positivo.

Incrementa variedad de productos

Los consumidores encontrarán bienes que con anterioridad no se comerciaban internamente. Aumenta bienestar por incremento de variedad.

Incrementa productividad

Especialización en los productos en los que son más competitivos. Asignación de recursos a sectores con ventaja relativa. Esto incrementa la productividad de la economía, potenciando el crecimiento

Aumenta la competencia interna

La reducción de barreras arancelarias aumenta la competencia interna. Efectos pro-competitivos con regulación de mercados, induciendo una reducción en los precios a los consumidores

Efectos redistributivos

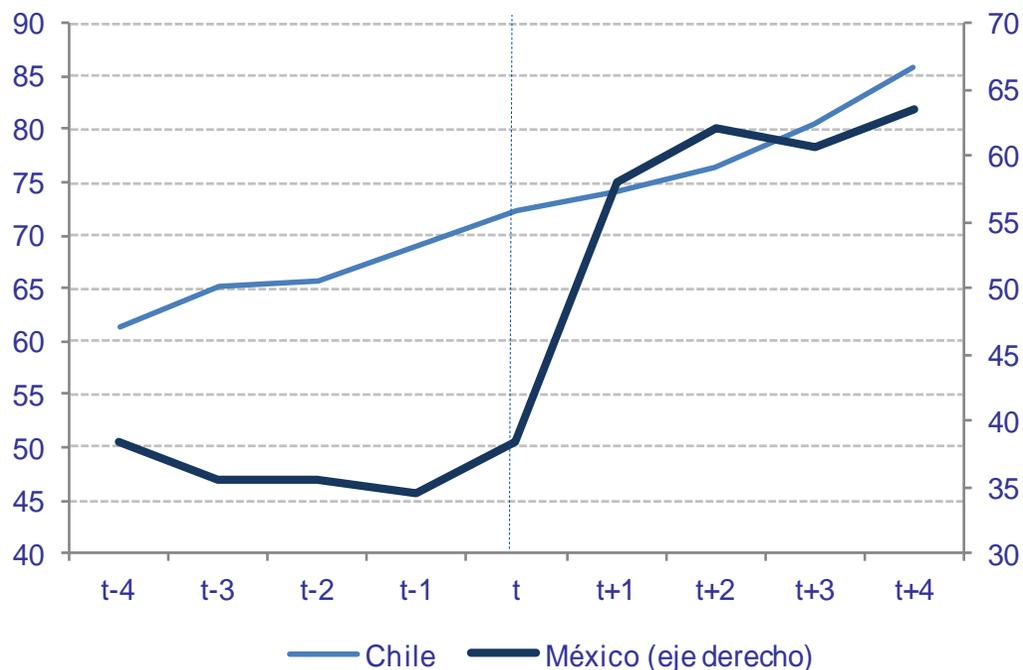
Aunque el efecto neto del libre comercio es positivo, en el camino hay efectos distributivos. Efectos por industrias, personas (nivel de capital humano), y por consumidores / productores.

Experiencia de otros países promete potenciar comercio

- México y Chile firmaron acuerdos comerciales con EE.UU., con efectos significativos en comercio exterior para México, Costa Rica y, en menor medida, para Chile.
- El impacto para Colombia debería ser intermedio, por cercanía geográfica.

Importaciones y exportaciones de México y Chile antes y después del NAFTA y el TLC respectivamente (% PIB)

Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

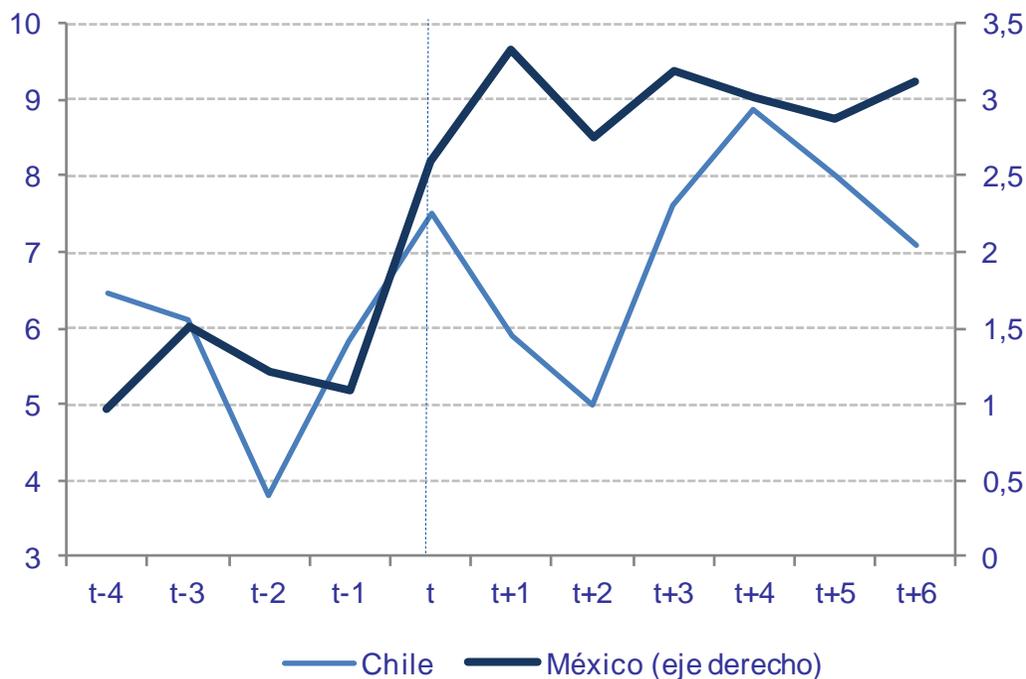


TLCs de países de la región multiplicaron su IED

- México casi triplicó su IED, manteniéndola en cerca de 3% del PIB a *posteriori*.
- Chile incrementó su IED desde 5,5% en promedio en los cuatro años antes del TLC, y de 7% cuatro años después del TLC.
- DNP estima incremento de tasa de inversión total en 2% PIB

Inversión Extrajera Directa Neta de México y Chile antes y después del NAFTA y el TLC respectivamente (% PIB)

Fuente: Banco Mundial y BBVA Research



3

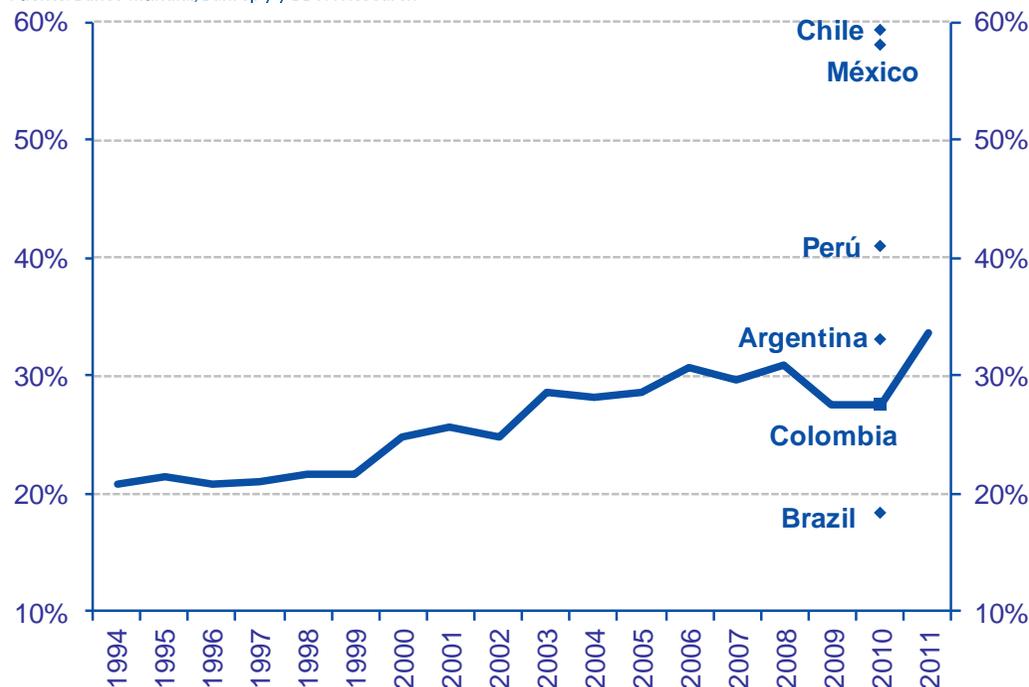
Situación actual del comercio exterior colombiano

Colombia es aun un país de cerrado, con baja exposición al comercio exterior

- Pese al proceso de apertura comercial de '90s y la reducción arancelaria de 2011, Colombia aun es un país con un bajo nivel de apertura comercial.
- El nivel de apertura es superior al de Brasil, pero significativamente inferior al de otros países con mayor PIB *per cápita* como Chile o México.

Grado de apertura comercial: exportaciones + importaciones de bienes / PIB (Datos de balanza de pagos)

Fuente: Banco Mundial, Banrep y BBVA Research

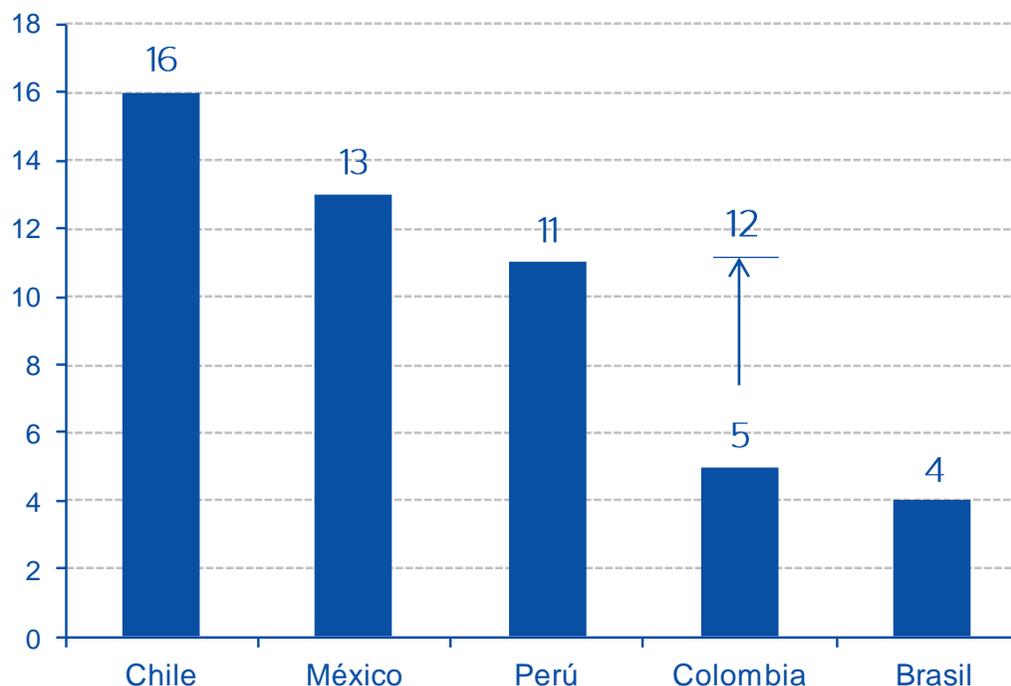


Pocos acuerdos comerciales explican bajo nivel de apertura

- Colombia a firmado 5 TLCs, mientras que los países de mayor nivel de apertura comercial cuentan con 13 (México), 11 (Perú), 16 (Chile).
- Con la entrada en vigencia de los acuerdos que se encuentran en negociación, Colombia aumentará sus TLCs a 11.

Número de tratados de libre comercio por país de la región (no incluyen acuerdos parciales con CAN, Mercosur o Caricom)

Fuente: OEA y BBVA Research

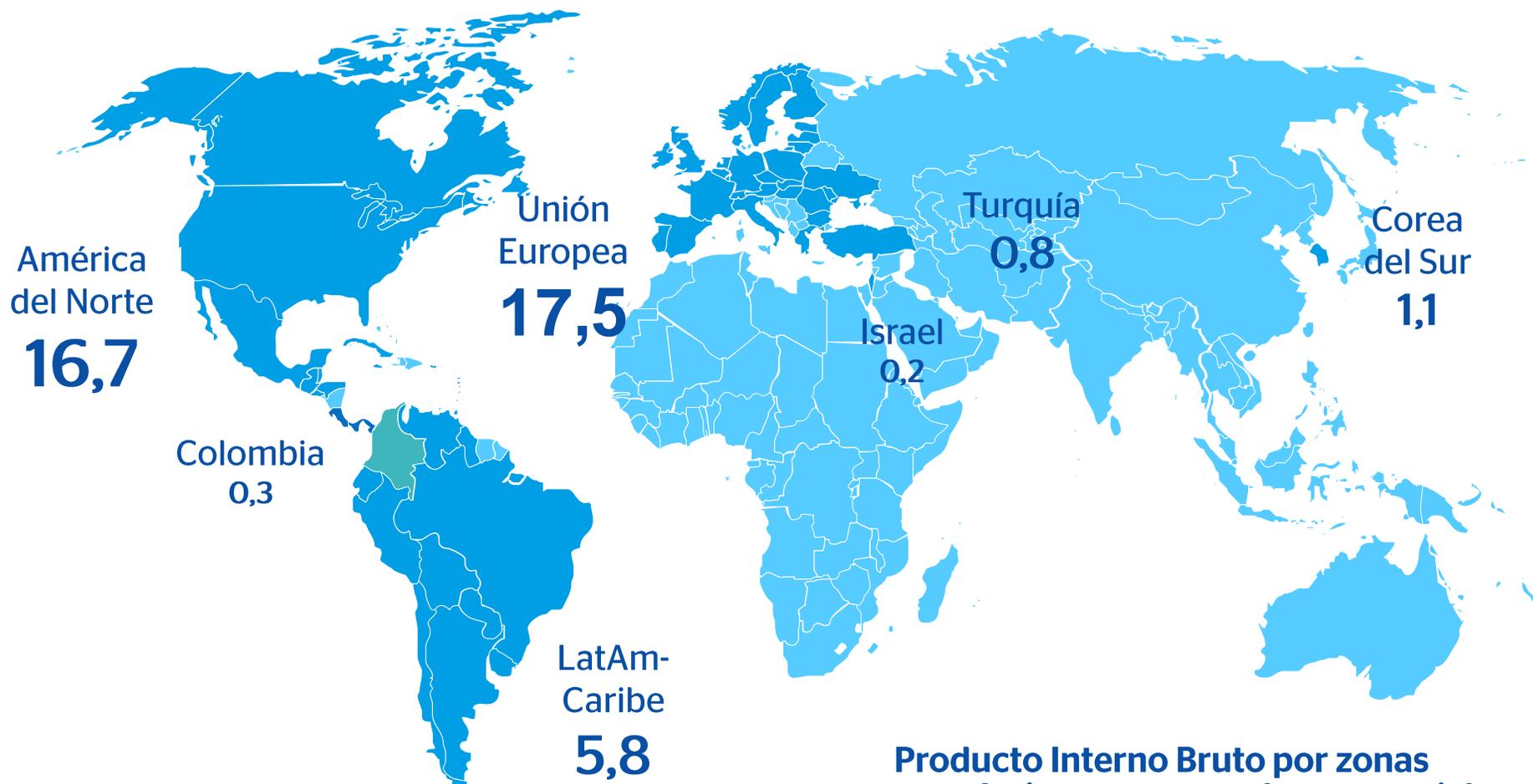


Comercio exterior con perspectiva a ampliarse



TLCs diversifican el comercio exterior, potenciando la productividad y la competencia interna

Dinámica firma de acuerdos comerciales



Producto Interno Bruto por zonas económicas con acuerdos comerciales

(millones de millones USD)

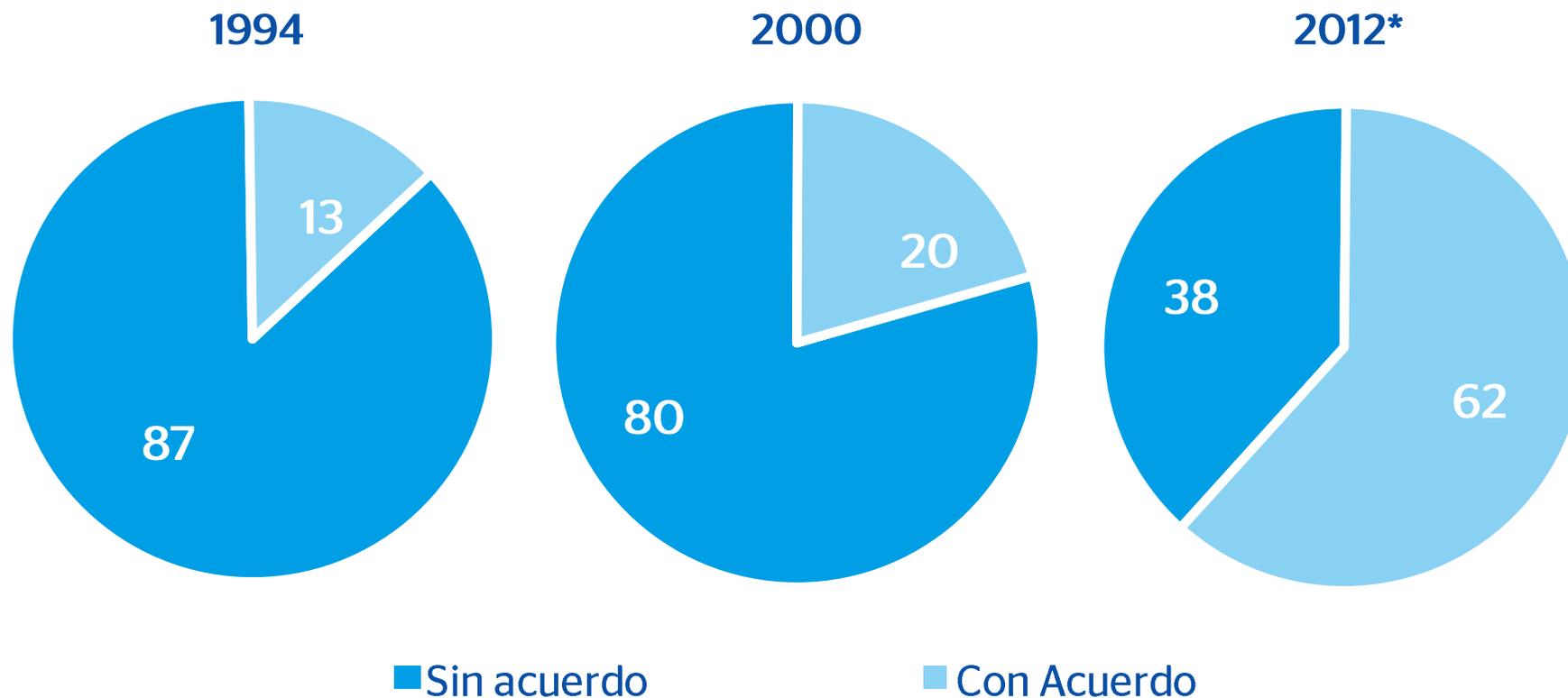
Fuente: MinComercio y Banco Mundial

Exportamos a países con los que tenemos acuerdos comerciales

Exportaciones de Colombia hacia países acuerdo comercial

(% del total) *Datos a julio

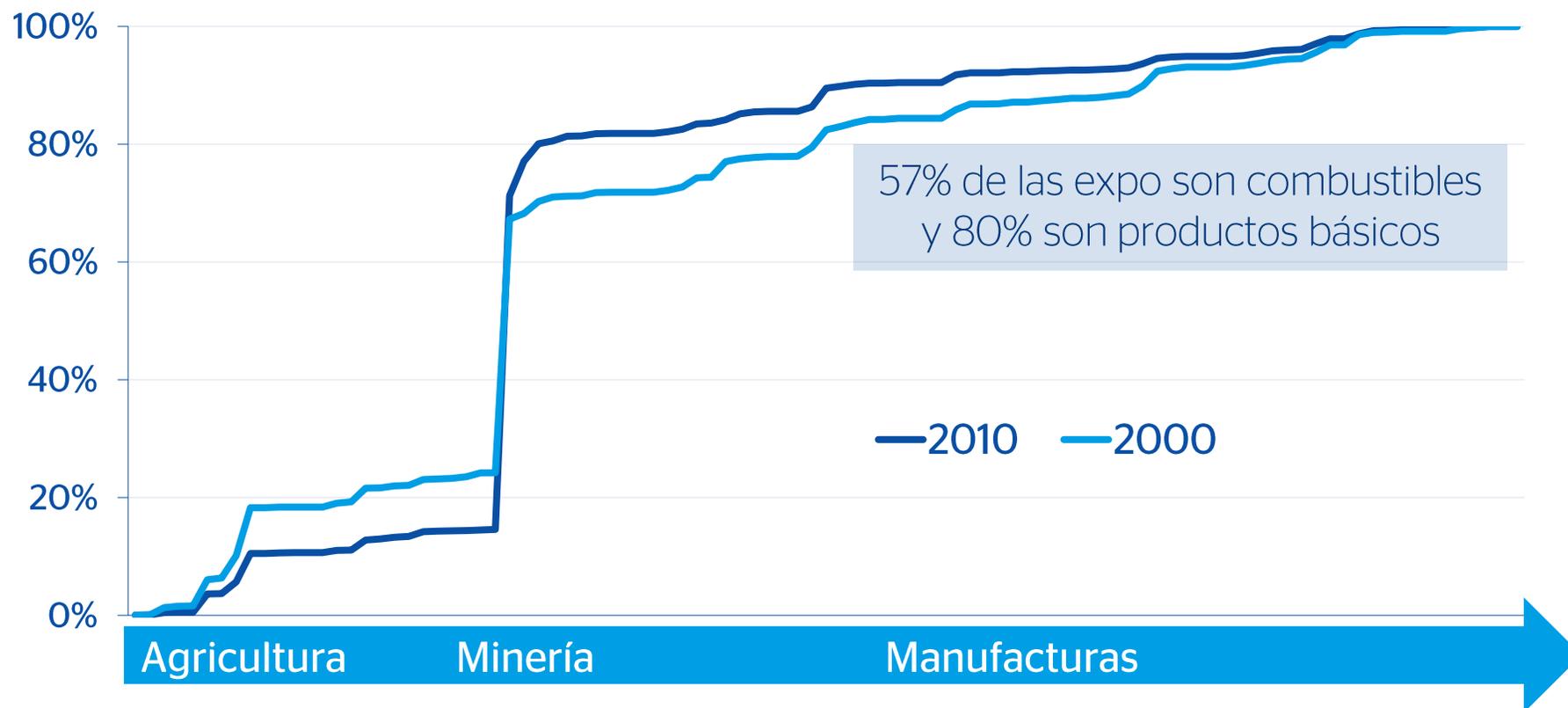
Fuente: DANE y BBVA Research



Elevada concentración en pocos productos

Exportaciones colombianas por tipo de producto

(participación acumulada) Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de UN Comtrade



4

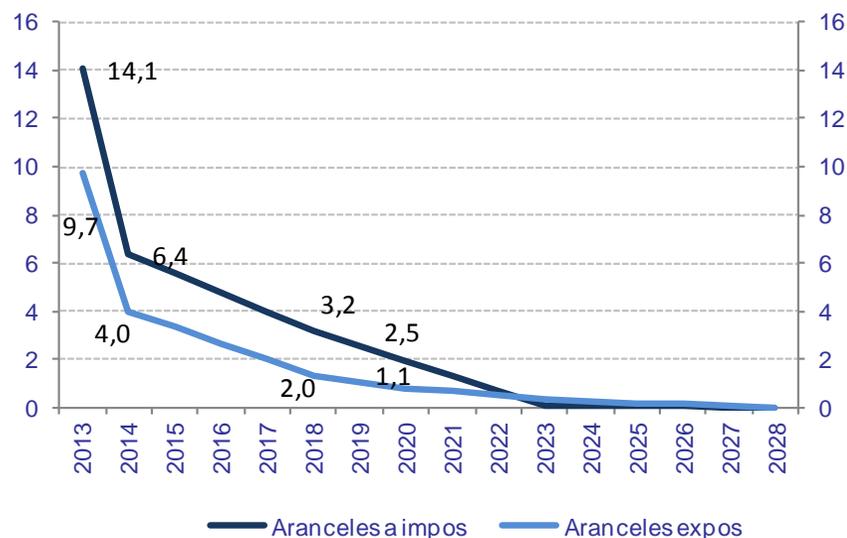
TLC con Estados Unidos

Desgravación prudente para adecuar las estructuras de producción

- Proceso de desgravación más acelerado en EE.UU. que en Colombia.
- Arancel a las importaciones se desgrava de manera más rápida que el de los productos que compiten con las exportaciones.

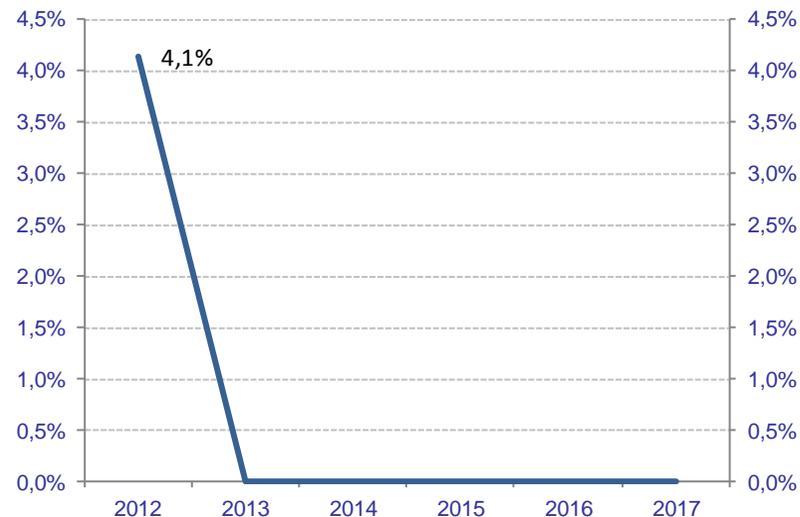
Arancel promedio en Colombia a principales impositivos y a productos que compiten con las expos (%)

Fuente: Mincomercio y BBVA Research

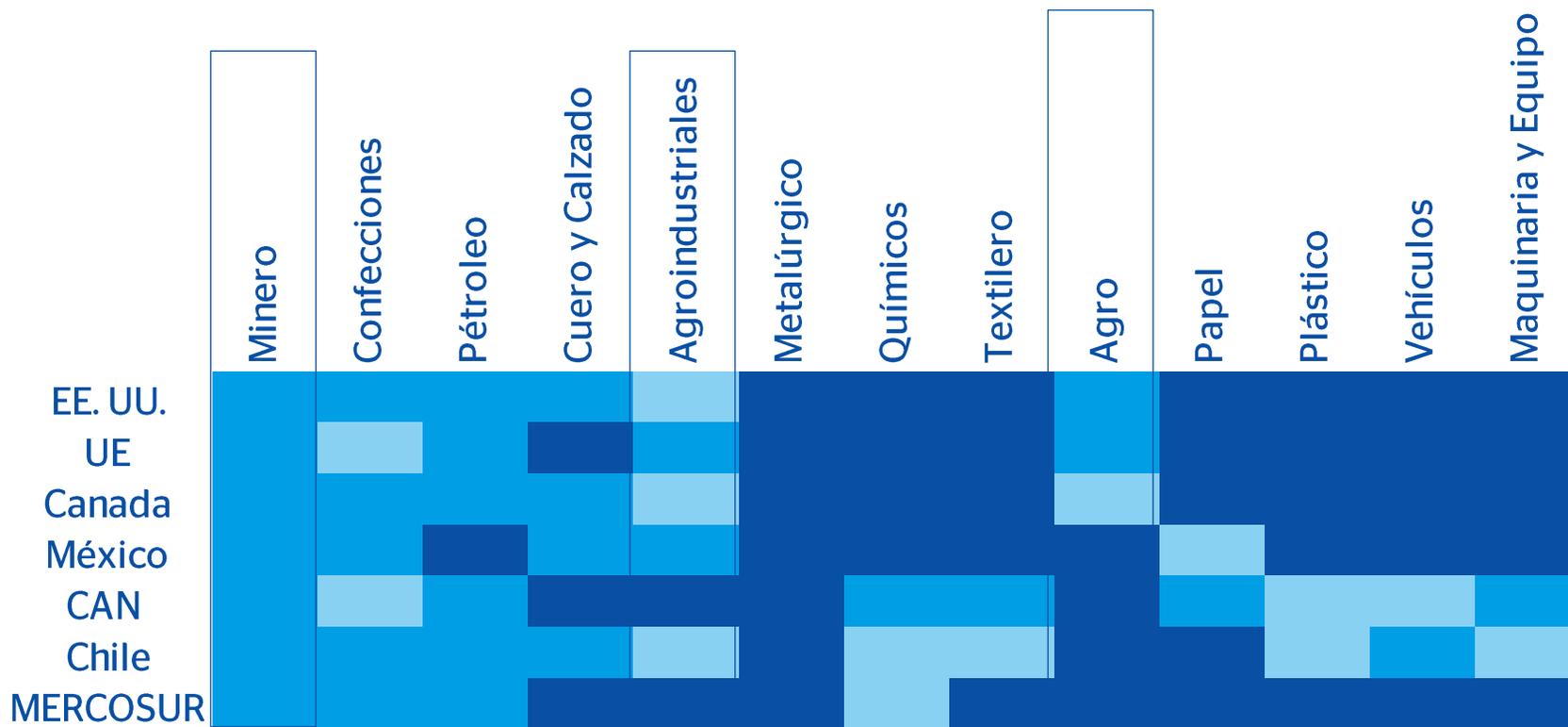


Arancel promedio en EE.UU. a las principales exportaciones Colombianas, excluyendo bienes primarios (%)

Fuente: Mincomercio y BBVA Research



Patrón de comercio actual pronostica impacto sectorial del TLC



■ Exportador neto
 ■ Neutro
 ■ Importador neto



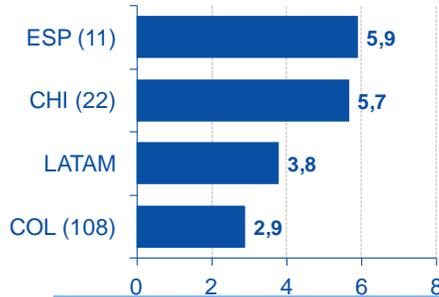
5

Retos para el aprovechamiento del comercio

Rezagos en infraestructura afectan la productividad

Ranking de calidad de la infraestructura vial 2011

Fuente World Economic Forum

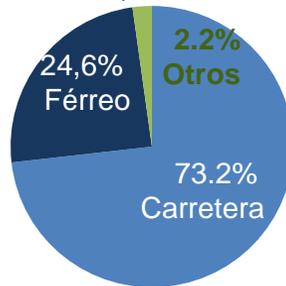


Calidad de las vías

Colombia sólo supera a Bolivia y Paraguay en calidad de las vías. Se ubica por debajo del promedio de LatAm

Distribución de carga por modo de transporte

Fuente MinTransporte

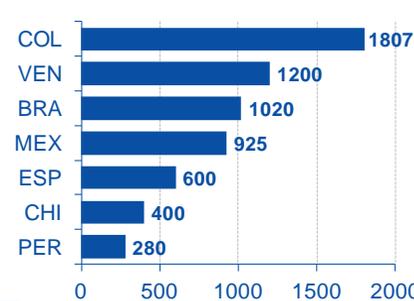


Logística y medios

Entre 1995 y 2011 el volumen transportado aumentó un 128%, mientras que las vías sólo lo hicieron en un 40%. El índice de Ton/km pasó de 3 a 10 en los 15 años.

Costo de transporte por contenedor (USD)

Fuente Banco Mundial

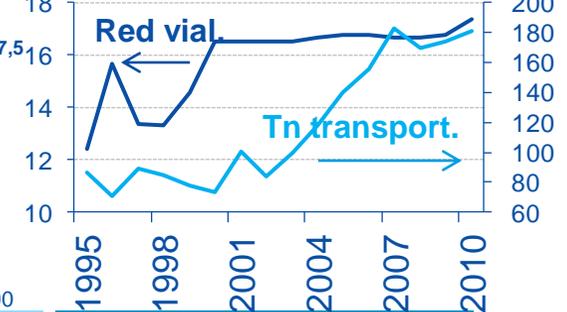


Costos de transporte

Costo interno se ubica en USD 1.808, casi tres veces el promedio de LatAm (USD 687). Temas administrativos y la infraestructura elevan el costo en aduanas y peajes.

Miles Kms de carreteras y MTn transportadas por carretera

Fuente MinTransporte



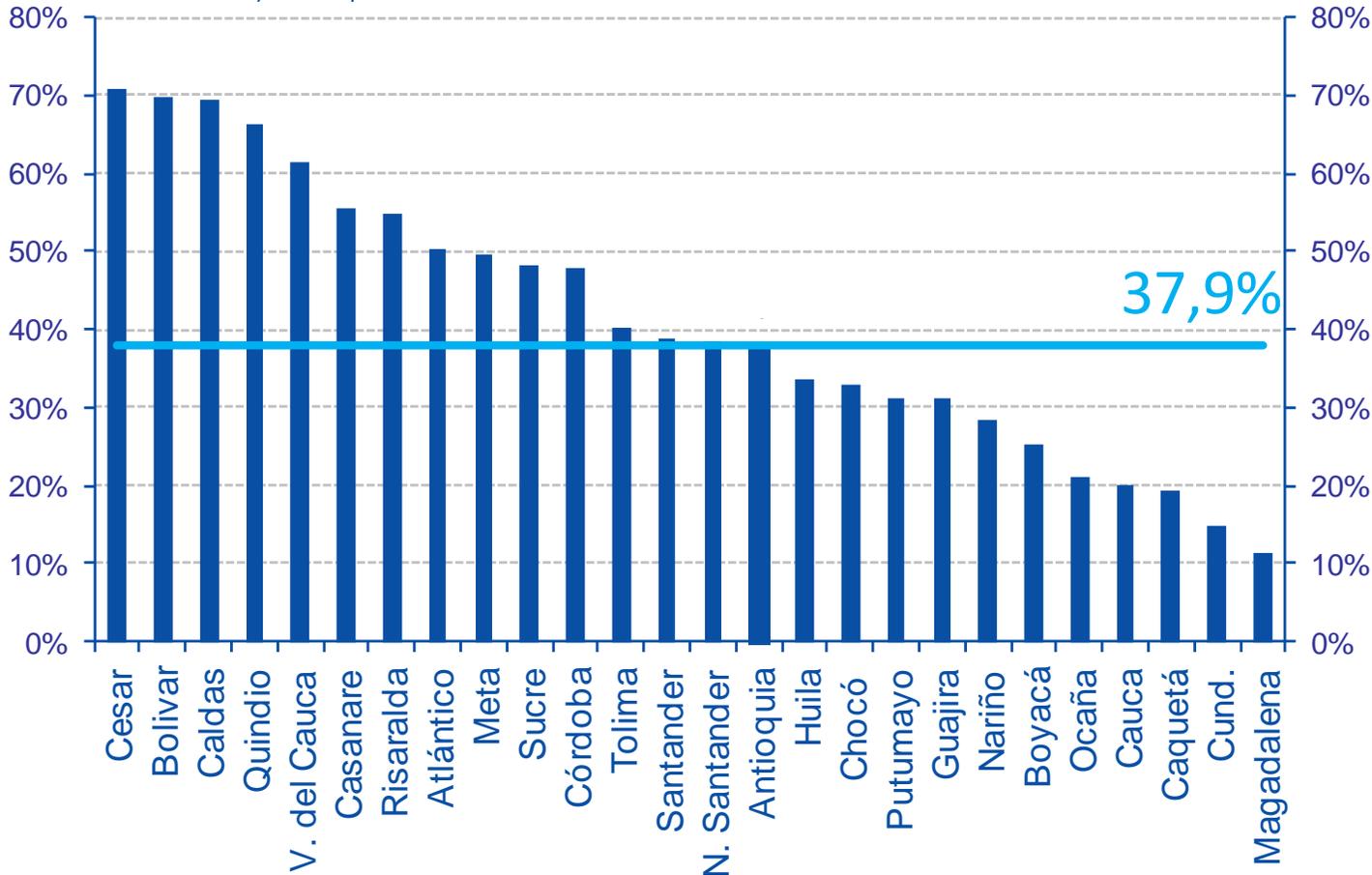
Carga logística

Incremento significativo en las toneladas transportadas, con un rezago en el tamaño de la red vial. Mayor presión por kilómetro de carretera.

Deterioro de las vías primarias difiere por departamento

Porcentaje de kilómetros administrados por la nación (INVIAS) en estado “muy bueno” o “bueno”

Fuente: BBVA Research y Mintransporte

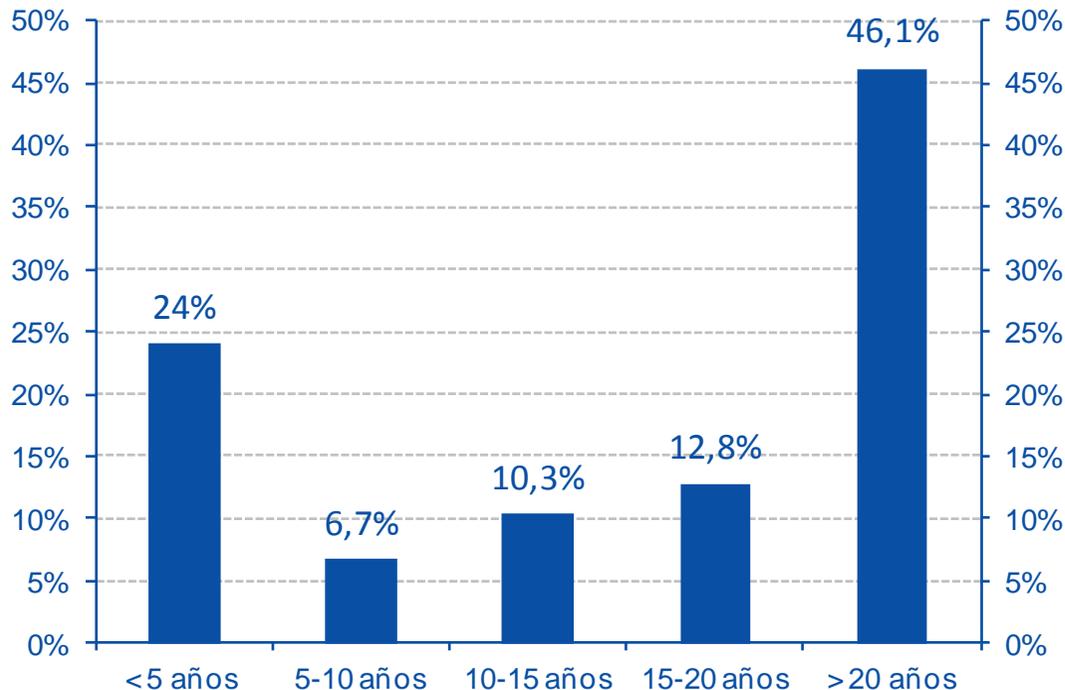


Concesiones podrían reducir la carga sobre la nación

Rezago en la calidad del parque automotor

Edad del parque automotor de carga (% del total)

Fuente: DNP y BBVA Research



La calidad del parque automotor introduce costos adicionales

- Mediana alta de la edad del parque automotor incrementa los costos de transporte.
- Costos en tiempo y el riesgo de retrasos en el transporte agravan problema de infraestructura vial.
- Gobierno busca emitir reglamentación que incentive la renovación del parque automotor.

Previsiones de la economía colombiana

	2010	2011	2012	2013
PIB (USD Miles de Millones)	286,6	333,4	373,5	405,9
PIB (% a/a)	4,0	5,9	4,1	4,4
Consumo Privado (% a/a)	5,0	6,5	4,1	4,5
Consumo Público (% a/a)	5,5	2,6	3,3	3,5
Inversión Privada (% a/a)	7,4	20,5	9,4	5,5
Inversión Residencial (% a/a)	-2,0	5,1	9,0	3,5
Inversión Pública (% a/a)	-2,0	6,7	2,7	10,8
Inflación (% a/a, fdp)	3,2	3,7	3,0	3,2
Inflación (% a/a, promedio)	2,3	3,4	3,3	3,0
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1926	1934	1800	1810
Tasa de Cambio (vs. USD, promedio)	1899	1848	1778	1760
Tasa REPO (% fdp)	3,00	4,75	4,75	5,25
Déficit Fiscal (% PIB)	-3,9	-2,9	-2,5	-2,1
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,1	-3,0	-3,0	-2,4

Fuente: DANE, Superfinanciera, Banco de la República, Ministerio de Hacienda y BBVA Research

Gracias

Contactos

Colombia**Juana Téllez**

Economista Jefe

juana.tellez@bbva.com

Equipo

Mauricio Hernández Monsalvemauricio.hernandez@bbva.com**María Claudia Llanes**maria.llanes@bbva.com**Julio César Suárez**julio.suarezl@bbva.com

Estudiantes de economía en práctica profesional

Paola Andrea Angulo Ealopaolaandrea.angulo@bbva.com.co**Juan Felipe Duarte**juanfelipe.duarte@bbva.com**www.bbva.com**

Aviso legal

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos. BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él.

Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

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.