

Madrid, 31 de enero de 2011

## Análisis Económico

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com  
+34 91 374 44 32

**María Martínez Álvarez**  
maria.martinez.alvarez@grupobbva.com  
+34 91 537 66 83

**Javier Amador**  
javier.amadord@grupobbva.com  
+52 56 21 7718

**Cristina Varela Donoso**  
cvarela@grupobbva.com  
+34 91 537 7825

**Leanne Ryan**  
leanne.ryan@grupobbva.com

EE.UU.  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com  
+1 713 881 0604

## La deuda: el centro de atención

El mayor consenso a nivel europeo ha dado como resultados un equilibrio positivo entre los países principales, que garantizan la estabilidad del euro a cambio de mayor consolidación fiscal en los países periféricos. Así, creemos que la mejora del EFSF estará sujeto a una gran condicionalidad. En este contexto, la reunión de Zapatero y Merkel y la del Consejo Europeo esta semana tienen lugar en el momento oportuno. España ha hecho parte de sus deberes: el gabinete ha aprobado la reforma de las pensiones y se ha anunciado un nuevo plan que acelerará el proceso de reestructuración del sistema financiero y además, el déficit del gobierno central en 2010 se situó por debajo del objetivo.

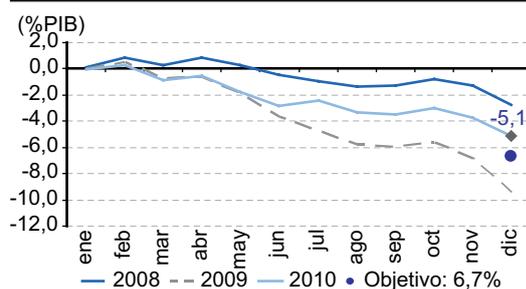
Pero, las preocupaciones con respecto al elevado déficit público se están extendiendo a otras áreas fuera de la UE. En su informe WEO, el FMI señala que: "...la ausencia de una estrategia fiscal creíble a medio plazo podría finalmente impulsar al alza el tipo de interés en EE.UU.". Además, S&P ha rebajado la calificación de Japón debido a su elevado nivel de deuda. También Moody's hizo una advertencia a EE.UU. a causa de su endeudamiento. En EE.UU. hemos visto algunos pasos positivos, ya que su presidente destacó la necesidad de recortar el déficit en su discurso sobre el Estado de la Unión.

## La Fed se centra en los riesgos en crecimiento y otros vigilan la inflación

La última declaración del FOMC no indicaba cambios importantes en la postura actual sobre política monetaria. Los miembros del FOMC señalaron cierta mejora en el consumo, pero también observaron que la inflación subyacente continúa la tendencia a la baja. En cambio, en el Banco de Inglaterra hemos visto algunos movimientos hacia un tono más ortodoxo, pues un nuevo miembro ha votado a favor de una subida de los tipos. En lo que respecta al BCE no esperamos cambios importantes en su discurso. La declaración anterior ya marcaba un cambio de foco, que pasaba de las medidas no convencionales a los riesgos inflacionistas. Su preocupación principal es la inflación y, por tanto, mantendrán un tono ortodoxo. No obstante, no anticipamos que las medidas se endurezcan. Al menos por ahora, la comunicación es el instrumento de política monetaria principal para anclar las expectativas de inflación. Esta semana se publicarán varios indicadores en EE.UU. incluidos los del empleo no agrícola y el ISM.

Gráfico 1

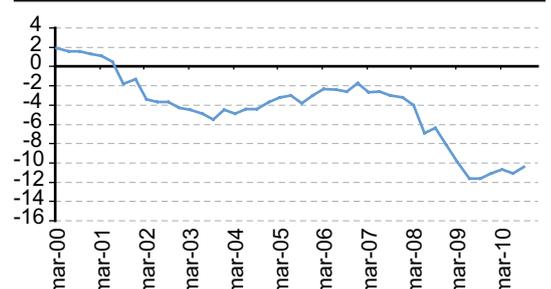
### España: Déficit fiscal del Estado



Fuente: BBVA Research sobre datos de MEH

Gráfico 2

### Déficit fiscal de EE.UU. sobre el PIB (%)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



## Destacados

### Perspectivas de la demanda interna en los países desarrollados

La demanda sostenible liderada por el sector privado está aún en gestación.

### 2011: el riesgo soberano es positivo en la mayor parte de los emergentes

Pero los participantes del mercado deberían comenzar a hacer distinciones.

### Obama promete controlar el déficit y apoyar a las empresas

Se reduce la probabilidad de un escenario adverso en fiscalidad y regulación y se refuerza la confianza empresarial.

**Análisis de Mercados** **Mercados**

*Tipos de Interés Global*  
Jefe Estratega  
**Pablo Zaragoza**  
pzaragoza@grupobbva.com  
+34 91 374 38 64

*Estrategia*  
Jefe Estratega  
**Joaquín García Huerga, CFA**  
jghuerga@grupobbva.com  
+34 91 534 68 30

**FED y BCE: cada cual con su discurso**

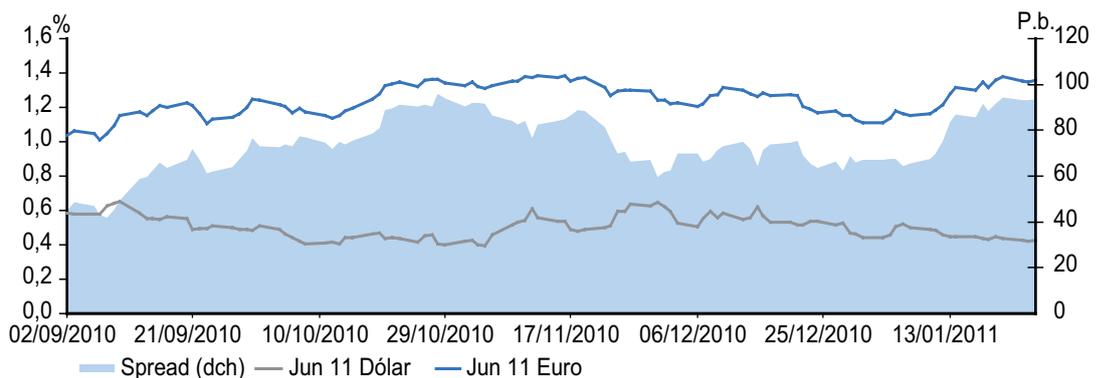
Por un lado, la Fed aprovechó el FOMC para reforzar su disposición a mantener los estímulos monetarios en vigor. El BCE por su parte, ofreció el lado contrario, insistiendo en su predisposición a actuar en caso de que las expectativas de inflación empiecen a reaccionar a la reciente dinámica de precios. El efecto de este mensaje se ha visto a su vez reforzado por los datos de precios de esta semana que han seguido recogiendo el efecto de las materias primas (precios de importación por encima del 12% a/a en Alemania). Estas actitudes diferentes se trasladan al comportamiento relativo entre curvas: algo de dovish flattening en la curva de futuros USD Libor (contratos de final 2011 y 2012) que contrasta con el hawkish steepening que sigue mostrando la de los Euribor (Jun 2012 ya por encima de 2.20%). La continuidad de este comportamiento relativo se ve especialmente condicionada por la estrategia de comunicación de cada Banco Central. El BCE en su reunión del 3 de febrero es muy probable que mantenga su reciente actitud, lo cual puede alimentar a corto plazo los temores más hawkish del mercado. Sin embargo, esta actitud y por tanto la respuesta del mercado puede verse matizada con el tiempo: hay que recordar que el BCE insiste que su foco de atención reside en que "las expectativas de precios sigan ancladas". Desde este punto de vista, a medida que este factor de "inflación importada" tienda a revertir, o en todo caso se acabe confirmando con el tiempo que no necesariamente se va trasladando al resto de componentes del IPC, la preocupación de "alcista" mercado puede ir remitiendo.

**Las bolsas se encuentran en zonas de definición**

Los mercados de renta variable continúan inmersos en un escenario alcista, con los principales índices bursátiles alcanzando zonas de "techo". El S&P 500 y el EuroStoxx 50 están en niveles clave tanto de resistencia técnica como psicológica, los 1.300 y los 3.000 puntos. También el Ibex se ha acercado a un nivel clave, los 11.000 puntos. Los principales drivers continúan siendo los resultados empresariales mejores de lo previsto en EE.UU y un tono macro mundial que sigue apoyando las bolsas. Pero tal vez lo más significativo sea el hecho de que con 165 compañías publicadas en el S&P 500, las ventas están creciendo un 7,3% y/y. Por tanto, asistimos a mejoras de beneficios que ya no vienen sólo por recortes de costes sino por mejoras de ventas, requisito imprescindible en esta fase del ciclo bursátil y económico. En este entorno consideramos que a los principales índices les va a costar trabajo romper las resistencias en un primer intento después del rally acumulado, y en los próximos días podemos ver algunas tomas de beneficios, pero no correcciones de mayor calado. Seguimos confiando más en los índices europeos que en los americanos porque el spread de rentabilidad desde septiembre 2010 sigue siendo grande y los bancos europeos tienen mayor recorrido que los norteamericanos, (a lo que ayuda el proceso de reforma de las Cajas en España). Por último nuestra consideración de que el euro está sobrecomprado respecto al dólar, también sería un soporte adicional en caso de que se produzca una vuelta a la zona del 1,30/25.

Gráfico 3

**Tipos 3M descontados para Jun 2011 Euro y Dólar vs Spread**



Fuente: Bloomberg

- Home →
- Destacados →
- Calendario →
- Datos Mercado →

Análisis Económico

Destacados

*Escenarios Financieros*  
**Cristina Varela Donoso**  
cvarela@grupobbva.com  
+34 91 537 7825

*Europa*  
**Agustín García Serrados**  
agustin.garcia@grupobbva.com  
+34 91 5373776

*EE.UU.*  
**Hakan Danis**  
hakan.danis@bbvacompass.com  
+1 713 881 0604

**Jeff Herzog**  
jeff.herzog@bbvacompass.com  
+1 713 881 0604

*Análisis Transversal Economías Emergentes*  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com  
+34 91 537 8351

**Perspectivas de la demanda interna en los países desarrollados**

Las declaraciones de los bancos centrales se han hecho eco de la tendencia positiva de los indicadores económicos internos. Hasta ahora, la mejora se asienta en su mayor parte en los pedidos de demanda externa o en políticas fiscales favorables. En el caso de la zona euro, el ritmo de recuperación del consumo privado es todavía moderado, aunque hay una gran divergencia entre los países centrales y los periféricos. En Alemania en particular, aunque también en Francia, el consumo mostró un crecimiento más fuerte, y la mejora en el mercado de trabajo alemán ofrece más apoyo a un repunte sostenible del consumo en este país. Con respecto a la inversión, en la zona euro la utilización de la capacidad ha alcanzado el 80% y los inventarios están en niveles medios, lo que prepara el terreno para un mayor crecimiento de la inversión. En EE.UU. la recuperación económica se sostiene principalmente sobre la demanda externa y el crecimiento actual del consumo personal. Los consumidores se enfrentan a un entorno impositivo menos incierto que ha impulsado las expectativas de los consumidores. Además, las recientes mejoras de la situación del mercado de trabajo y la fortaleza de las ventas minoristas sugieren un incremento sustancial en el gasto personal y en las importaciones en 2011. No obstante, la recuperación sigue dependiendo en gran medida de los estímulos fiscales y monetarios. El elevado desempleo, las estrictas condiciones crediticias y la reducción de la riqueza de los hogares seguirán limitando el ritmo de crecimiento del consumo y las importaciones. La reposición de inventarios debería impulsar la inversión y conducir a un mayor crecimiento del PIB.

**2011: el riesgo soberano es positivo en la mayor parte de los emergentes**

Nuestras previsiones para la economía mundial en 2011 se inclinan hacia la posibilidad de que veamos un mayor ajuste de las primas de riesgo crediticio en los mercados emergentes. En lo que respecta al riesgo sistemático, mientras que el contagio directo de la crisis europea ha sido limitado, sospechamos que el desarrollo de los acontecimientos ha impedido una mayor reducción de la aversión al riesgo que probablemente se hubiera dado tras el QE2 de la Fed. En consecuencia, cualquier forma de resolución de las dificultades europeas (salvo un escenario catastrófico, que seguimos considerando improbable) podría dar como resultado una mayor presión a la baja en los credit default swaps de los ME. Nuestro modelo de riesgo soberano-país sugiere que unas condiciones macroeconómicas estables pero aún positivas deberían favorecer esta reducción, incluso si algunos países se ven forzados a sacrificar parte de su crecimiento con medidas de ajuste adicionales. En el lado negativo, los países que no consigan frenar la inflación podrían ser especialmente penalizados en 2011, y aquellos con peores condiciones institucionales podrían sufrir recaídas en un escenario de progresiva normalización de los precios de mercado.

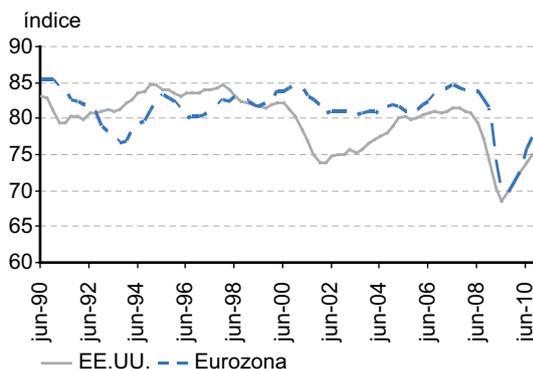
**Obama promete controlar el déficit y apoyar a las empresas**

El discurso del Estado de la Unión aportó más claridad a la comunidad empresarial. Obama se comprometió a reducir los excesos normativos y los impuestos de sociedades sin incrementar el déficit. El presidente hizo hincapié en su deseo de recortar el déficit y colaborar con la oposición. Es muy alentador que ambas partes hayan llegado a un acuerdo sobre los recortes, aunque aún no se sabe dónde se efectuarán. Obama quiere redoblar el esfuerzo en infraestructuras invirtiendo en energía y ferrocarriles de alta velocidad, y atrayendo la inversión privada, entre otras medidas. Los objetivos del presidente en cuanto a las reformas estructurales son ambiciosos y, de lograrse, mejorarían sustancialmente la competitividad de EE.UU. En líneas generales, el discurso de Obama redujo el riesgo de cola de las posibles noticias negativas sobre los impuestos y la regulación y reforzó la confianza empresarial, lo que es probable que desemboque en una recuperación más fuerte.

- Home →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos Mercado →

Gráfico 4

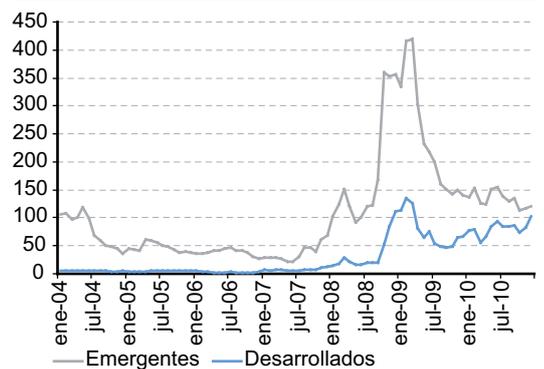
**Utilización de la capacidad**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5

**Convergencia de las primas de riesgo \***



\* (USD) Economías emergentes  
Fuente: CMA

## Análisis Económico

## Europa

**Agustín García Serrador**  
+34 91 374 79 38  
agustin.garcia@grupobbva.com

## Elvira Prades

elvira.prades@grupobbva.com  
+34 91 537 79 36

## EE, UU,

**Hakan Danis**  
hakan.danis@bbvacompass.com  
+1 713 843 538

## Asia

**Fielding Chen**  
fielding.chen@bbva.com.hk  
+852 2582 3297

## Xia Lee

xia.lee@bbva.com.hk  
+852 2582 3132

## Calendario: Indicadores

## Zona euro: tasa de desempleo (diciembre, 1 de febrero)

Previsión: 10,1%	Consenso: 10,1%	Anterior: 10,1%
------------------	-----------------	-----------------

**Comentario:** se prevé que la tasa de desempleo se habrá mantenido estable en diciembre, en línea con lo que se ha observado desde el inicio de este año, respaldada por el impulso económico positivo que se ha mantenido en el 4T. Según la encuesta de la CE, las intenciones de contratación han mejorado de nuevo en diciembre y han continuado la tendencia alcista observada desde finales de 2009, especialmente en el sector industrial, aunque los niveles siguen siendo muy bajos. En cambio, las expectativas de empleo de los consumidores se han estabilizado en los últimos meses, interrumpiéndose así la tendencia positiva observada en los meses precedentes. Como media, la tasa de desempleo de 2010 podría haberse incrementado alrededor de 0,5 pp con respecto a la media del 9,5% registrada en 2009. Prevemos que en los próximos meses la tasa de desempleo se mantendrá más o menos estable en su nivel actual, en línea con un escenario de menor actividad. **Repercusión en los mercados:** no se esperan sorpresas de calado. Una sorpresa negativa se interpretaría como una señal de nuevas presiones bajistas sobre la actividad económica.

## EE.UU.: empleo privado no agrícola (enero, 4 de febrero)

Previsión: 140K, 150K	Consenso: 130K, 150K	Anterior: 103K, 113K
-----------------------	----------------------	----------------------

**Comentario:** en diciembre, el empleo no agrícola total y privado aumentó en 103.000 y 113.000 puestos de trabajo respectivamente. La mayor parte de la creación de empleo se produjo en los sectores proveedores de servicios, donde el total de los sectores de servicios privados crearon 115.000 puestos nuevos en diciembre. La creación de empleo en los sectores de la minería y la producción manufacturera fue limitada. En línea con el estancamiento de la actividad de inversión residencial, el empleo de la construcción se redujo en 16.000 puestos. Por otro lado, la tasa de desempleo cayó 0,4 pp, hasta el 9,4%, debido al descenso de la tasa de participación y de la población activa. Según nuestras previsiones el empleo de los sectores no agrícolas volverá a tomar impulso en 2011. Sin embargo, aunque el crecimiento del empleo sea fuerte, se prevé que la tasa de desempleo se mantendrá elevada en 2011 debido al posible aumento de la población activa y de la tasa de participación. **Repercusión en los mercados:** si la creación de empleo resultara más fuerte de lo previsto en enero, sería un indicio significativo de la mejora de las condiciones del mercado de trabajo y tendría muy buena acogida en los mercados financieros y en la Fed.

## China: índice de gerentes de compras (enero, 1 de febrero)

Previsión: 54,0	Consenso: 53,5	Anterior: 53,9
-----------------	----------------	----------------

**Comentario:** los últimos indicadores apuntan a un impulso de crecimiento más fuerte de lo previsto, que se ha puesto de manifiesto en el rápido crecimiento del PIB en el 4T y en el aumento de los préstamos nuevos, que continúan subiendo por encima del rango meta establecido por las autoridades. Sin lugar a dudas, la actividad manufacturera crecerá con fuerza en enero. **Repercusión en los mercados:** dadas las preocupaciones acerca del recalentamiento, un resultado más fuerte de lo previsto aumentaría las expectativas de que se adelanten las medidas de ajuste, así como las probabilidades de que el BPC decida un nuevo e inminente movimiento alcista de los tipos, lo que podría debilitar aún más la confianza de los mercados financieros.

---

[Home](#)



---

[Mercados](#)



---

[Destacados](#)



---

[Datos Mercado](#)


## Datos de los Mercados

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,30	0	0	6
		Tipo 2 años	0,59	-2	-4	-22
		Tipo 10 años	3,42	2	7	-17
	EMU	3-meses Euribor	1,06	4	5	40
		Tipo 2 años	1,43	15	55	32
		Tipo 10 años	3,20	3	19	1
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,371	1,0	4,0	-1,3
		Libra-Euro	0,86	1,5	1,2	-0,6
		Franco Suizo-Euro	1,29	-0,5	3,4	-12,1
	América	Argentina (peso-dólar)	4,00	0,4	0,4	4,2
		Brasil (real-dólar)	1,67	0,1	-0,2	-11,2
		Colombia (peso-dólar)	1852	0,6	-4,8	-6,6
		Chile (peso-dólar)	483	-1,7	3,0	-7,9
		México (peso-dólar)	12,03	-0,4	-2,7	-7,6
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,77	0,1	-1,1	-2,9
		Japón (Yen-dólar)	82,30	-0,5	0,6	-9,0
	Asia	Corea (KRW-dólar)	1111,90	-0,7	-2,7	-4,1
		Australia (AUD-dólar)	0,998	0,9	-1,8	12,3
	MMPP (Var %)		Brent de petróleo (\$/b)	97,5	-0,1	3,5
		Oro (\$/onza)	1318,0	-1,8	-6,6	21,9
		Metales	603,6	1,2	4,1	27,1
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10854	0,2	8,7	-0,9
		EuroStoxx 50	2990	0,7	5,2	7,7
	América	EE.UU. (S&P 500)	1302	1,5	3,4	21,3
		Argentina (Merval)	3622	-0,7	2,8	57,6
		Brasil (Bovespa)	67692	-2,1	-1,8	3,5
		Colombia (IGBC)	15104	1,0	-2,8	30,8
		Chile (IGPA)	22440	-2,6	-1,7	27,5
		México (CPI)	37448	0,3	-2,0	23,2
		Perú (General Lima)	22504	3,9	-2,9	55,8
	Asia	Venezuela (IBC)	66098	0,2	1,4	11,5
		Nikkei225	10360	0,8	0,2	1,6
		HSI	23617	-1,1	2,8	17,4
	Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	100	0	-6
Itraxx Xover			412	1	-27	-42
Riesgo Soberano		CDS Alemania	60	4	2	26
		CDS Portugal	459	21	-40	299
		CDS España	276	10	-74	152
		CDS EE.UU	50	2	9	---
		CDS Emergentes	209	7	7	-64
		CDS Argentina	558	14	-43	-469
		CDS Brasil	115	6	3	-29
		CDS Colombia	115	5	1	-53
		CDS Chile	82	2	-5	5
		CDS México	117	4	3	-33
		CDS Perú	109	2	-5	-36

Fuente: Bloomberg y Datastream

**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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001,

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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",**