



# Observatorio Económico

## EAGLEs

Madrid, 1 de junio de 2012  
Análisis Económico

Economías Emergentes

Economista Jefe  
**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de  
economías emergentes

Economista Jefe  
**Álvaro Ortiz**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Economista Senior  
**David Martínez Turégano**  
dmartinez@bbva.com

## Transición demográfica de los países EAGLE

### Una prima y un reto al mismo tiempo

- **Una expansión persistente y significativa de la población en edad de trabajar ha sido un factor de apoyo para el crecimiento de las economías emergentes durante décadas, pero el proceso ha empezado a decaer en esta década**

Entre los países EAGLE, Rusia es un caso atípico, con una demografía estancada desde la década de los 90, mientras que Corea y Taiwán empezarán a reducir su población en edad de trabajar en unos años. China sufrirá un repentino empeoramiento a corto plazo. Por el contrario, India, Indonesia, Brasil, México y Turquía seguirán disfrutando de una expansión en las próximas décadas, aunque con menor intensidad.

- **Las economías emergentes deben compensar los cambios demográficos y encontrar otras fuentes para mantener un alto crecimiento**

Los países deben impulsar la productividad y aumentar la contribución del capital al crecimiento, así como incrementar las tasas de actividad si son aún bajas, en especial en el segmento femenino y, en algunos casos, implementar reformas de sus mercados de trabajo para reducir aún más la tasa natural de desempleo. Las presiones migratorias también deberían ser bienvenidas, especialmente para aquellos países con un problema más inminente (Rusia seguida de Corea, Taiwán y, por supuesto, China).

- **La demografía es todavía una prima para muchos países, pero un crecimiento de la población demasiado rápido sigue siendo uno de los retos sociales más importantes**

Una población en edad de trabajar cada vez mayor también requiere una intensa creación de empleo. India, Indonesia, Brasil, México y Turquía necesitarán que su creación de empleo crezca entre un 1 y 2% anualmente en los próximos años para mantener las tasas de desempleo actuales. La perspectiva es aún más complicada para India y Turquía ya que sufren actualmente unas altas tasas de desempleo y unas bajas tasas de actividad. En este sentido, Egipto (que dejó de ser un país EAGLE para incorporarse al grupo de los Nest tras la Primavera Árabe) es el caso más negativo debido a la incapacidad de generar oportunidades de empleo y al conflicto social asociado.

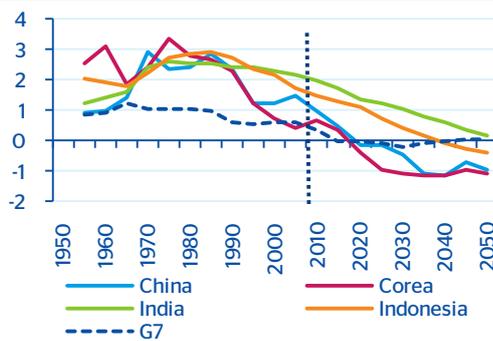
## La demografía no está cambiando solo para los países desarrollados: el envejecimiento es solo cuestión de tiempo para las economías emergentes

Las consideraciones de crecimiento de las economías avanzadas después de la Segunda Guerra Mundial se basaron en la idea de que completar la transición demográfica y alcanzar el status quo de una población relativamente estable era uno de los componentes de la receta del desarrollo. No obstante, los cambios demográficos parece que supusieron una sorpresa para muchos, en especial en lo referente al efecto del envejecimiento de la población sobre el crecimiento potencial, la sostenibilidad fiscal y el comportamiento del ahorro/inversión.

La historia podría terminar repitiéndose para los países emergentes, ya que pocos consideran el envejecimiento como un problema. Sin embargo, será necesario un planteamiento estratégico a largo plazo para evitar problemas similares a los del mundo desarrollado en el futuro. De hecho, los cambios demográficos en algunos de estos países se espera que sean mayores que los ya registrados y previstos para los países desarrollados, de modo que el riesgo para los países emergentes es mayor si no se implementan las políticas adecuadas.

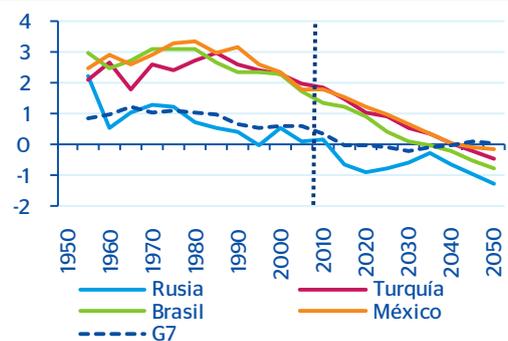
El aumento de la población en edad de trabajar ha sido una de las fuentes más importantes de crecimiento económico de los países EAGLE en las dos últimas décadas, con la excepción de Rusia y, en menor grado, Corea y Taiwán<sup>1</sup> (véanse los Gráficos 1 y 2). Entre los años 50 y 90 el aumento de la población en edad de trabajar fue de unos 2 a 3 puntos porcentuales (pp). No obstante, las previsiones de Naciones Unidas<sup>2</sup> estiman que, en unos 30 años, la población en edad de trabajar empezará a disminuir en casi todos los países EAGLE. Al igual que ocurrió en las economías desarrolladas, el porcentaje de población en edad de trabajar bajará de su máximo histórico en torno al 70% y convergerá a unos valores en el rango del 60-65% en 2050 (véanse los Gráficos 3 y 4).

Gráfico 1  
**Población en edad de trabajar (15-64 años): países EAGLE en Asia (variación anual media en %)**



Fuentes: Naciones Unidas (2010) y BBVA Research

Gráfico 2  
**Población en edad de trabajar (15-64 años): países EAGLE en América Latina y Europa (variación anual media en %)**



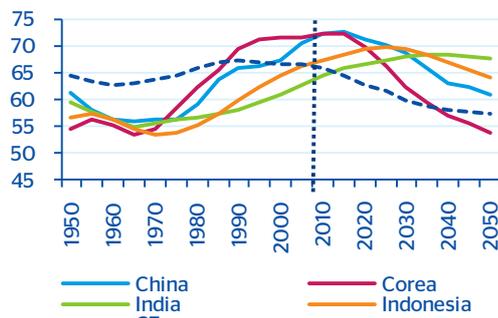
Fuentes: Naciones Unidas (2010) y BBVA Research

1: No se dispone de datos de Taiwán en la ONU, pero la demografía es muy similar a la de Corea, ya que ambas se encuentran entre las economías emergentes más desarrolladas.

2: Nuestro escenario central corresponde a la variante de previsión de "fertilidad media". Los detalles de las hipótesis se pueden encontrar en [http://esa.un.org/wpp/Documentation/pdf/WPP2010\\_ASSUMPTIONS\\_AND\\_VARIANTS.pdf](http://esa.un.org/wpp/Documentation/pdf/WPP2010_ASSUMPTIONS_AND_VARIANTS.pdf)

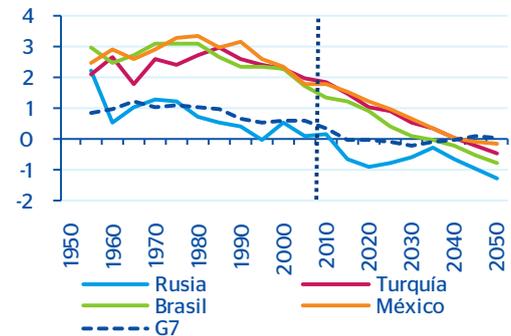
Aunque esta es la tendencia general, existen grandes diferencias entre los países EAGLE. De hecho, podemos diferenciar tres amplios grupos. El primero lo forman India, Indonesia, Brasil, México y Turquía. Todos ellos son casos representativos de las tendencias demográficas de las economías emergentes, con una población en edad de trabajar aún expansiva en las próximas tres décadas. El segundo grupo está integrado por China, Corea y Taiwán, que han convergido más rápido con los estándares de los países desarrollados y cuya población en edad de trabajar empezará a disminuir al final de esta década. Y finalmente tenemos a Rusia, que, como mencionamos anteriormente, es un caso atípico en todos los sentidos. La población en edad de trabajar está estancada en este país y ya ha alcanzado el porcentaje máximo de la población total.

Gráfico 3  
Población en edad de trabajar (15-64 años): países EAGLE en Asia (porcentaje de la población total)



Fuentes: Naciones Unidas (2010) y BBVA Research

Gráfico 4  
Población en edad de trabajar (15-64 años): países EAGLE en América Latina y Europa (porcentaje de la población total)

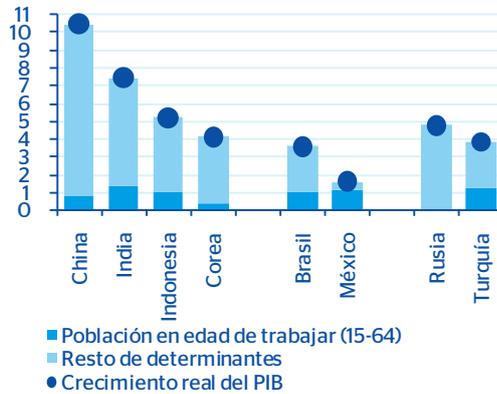


Fuentes: Naciones Unidas (2010) y BBVA Research

## Buscando fuentes de crecimiento más allá de la demografía

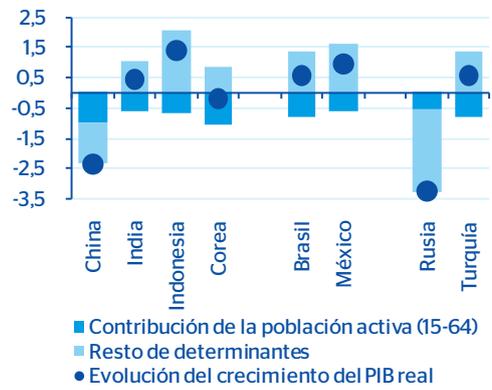
A medida que la población en edad de trabajar pierde impulso, otras fuentes de crecimiento deberán tomar el relevo (véanse los Gráficos 5 y 6). Esto es cierto incluso para los países con la demografía más favorable, los incluidos en el primer grupo definido en la sección anterior (es decir, India, Indonesia, Brasil, México y Turquía), porque también su crecimiento se espera que se acelere en los próximos años respecto a la última década. Esto significa que estos cinco países tendrán que generar nuevo crecimiento en torno a 1,5 pp a partir de otras fuentes fuera de la población en edad de trabajar. Existen tres excepciones a la aceleración del crecimiento: Rusia, China y Corea. En los primeros dos casos, se prevé que otros factores aparte de la demografía reduzcan el crecimiento a largo plazo, mientras que en Corea la economía tendrá que compensar la disminución de la población en edad de trabajar para mantener los registros actuales.

Gráfico 5  
PIB real y contribución de la población en edad de trabajar\* en la década del 2000 (variación media anual porcentual)



\*La contribución se determina a partir de una función de producción, asumiendo una participación del trabajo de 0,65 para todos los países; el resto de los determinantes incluye las tasas de actividad y empleo, el stock de capital y la productividad total de los factores  
Fuentes: Naciones Unidas (2010), FMI y BBVA Research

Gráfico 6  
Evolución prevista del crecimiento del PIB real y contribución de la población en edad de trabajar\* entre las décadas del 2000 y del 2020 (puntos porcentuales)



\*La contribución se determina a partir de una función de producción, asumiendo una participación del trabajo de 0,65 para todos los países; el resto de los determinantes incluye las tasas de actividad y empleo, el stock de capital y la productividad total de los factores  
Fuentes: Naciones Unidas (2010), FMI y BBVA Research

Seguindo la función clásica de producción, dichas fuentes alternativas tendrán que proceder del resto de factores del mercado de trabajo (aumento de las tasas de actividad, reducción del desempleo estructural o incremento de los flujos migratorios), mayor contribución del capital o progreso tecnológico. Si nos centramos en otros factores laborales, será necesaria una reducción de la tasa natural de desempleo en algunos países como India y Turquía en los que son convenientes reformas del mercado de trabajo. Las tasas de actividad también se pueden mejorar, en especial en aquellos países con cifras muy bajas en el segmento femenino, como ocurre de nuevo India y Turquía (véase la Tabla 1). Finalmente, la inmigración podría compensar parcialmente el empeoramiento de la demografía, en especial en lo referente a la población en edad de trabajar, porque es dónde se concentra la inmigración. En este sentido, como muestran algunos casos de las economías desarrolladas, los flujos migratorios son endógenos a la actividad y debemos esperar que las economías emergentes de rápido crecimiento atraigan a población activa extranjera en los próximos años.

## Convertir la demografía expansiva en una prima de crecimiento es un reto para la creación de empleo

La expansión de la población en edad de trabajar se ha considerado tradicionalmente una prima de crecimiento, una visión que supone que la creación de empleo no es una limitación en la función de producción. No obstante, como han demostrado algunos de los escenarios menos favorables de la Primavera Árabe, una cantidad significativa de nueva población activa puede producir presiones en el mercado de trabajo e incluso conflictos si, combinado con un caldo de cultivo social, el mercado de trabajo no es capaz de absorber la nueva población activa. Por consiguiente, tiene gran interés evaluar el reto de la creación de empleo para los países EAGLE en los próximos años.

Para hacerlo, la Tabla 1 resume los principales aspectos que hay que tener en cuenta. En primer lugar, el aumento previsto de la población en edad de trabajar, que define la presión demográfica. En segundo lugar, la tasa de desempleo, que, junto a otros factores sociales, puede ser un indicador de potenciales conflictos. Finalmente, las tasas de actividad son una medida del porcentaje de nueva población en edad de trabajar que se incorpora a la población activa y, por tanto, cuánto trabajo demanda la presión demográfica.

Tabla 1

Valoración de los retos derivados de la dinámica de la demografía y el mercado de trabajo\*

	Crecimiento de la población entre 15-64		Tasa de desempleo	Tasa de actividad		
	2010-2020			TOTAL	Hombres	Mujeres
	% variación anual	% de población activa	2010			
			% de población entre 15-64			
China	0,2	4,1	80,4	85,3	75,2	
India	1,6	9,8	57,7	83,1	30,3	
Indonesia	1,2	6,6	69,7	86,3	53,2	
Corea	0,0	3,4	65,0	75,4	54,3	
Taiwán**	-	4,4	58,1	66,6	50,0	
Brasil	1,1	6,0	74,8	85,4	64,6	
México	1,4	5,2	65,0	83,8	46,9	
Rusia	-0,8	6,6	72,9	78,0	68,2	
Turquía	1,2	9,8	52,8	75,5	30,3	

\*El color más claro (más oscuro) corresponde a cifras significativamente por debajo (por encima) de la media.

\*\*Tasas de actividad de la población a partir de 15 años

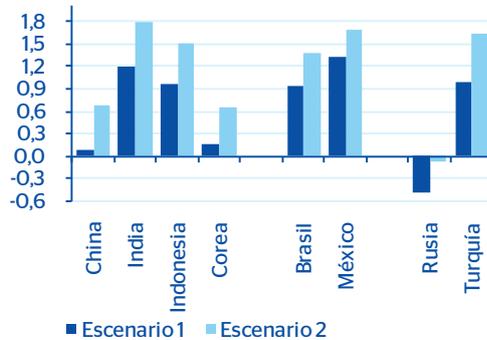
Fuentes: Naciones Unidas (2010), FMI, OIT, Haver y BBVA Research

Según estos indicadores, India y Turquía presentan el escenario más complicado en cuanto al mercado de trabajo a medio plazo. Ambos presentan una previsión de elevado crecimiento de la población en edad de trabajar, pero aún mantienen unas altas tasas de desempleo y unas bajas tasas de actividad (aunque se debe principalmente a muy bajos registros en el segmento femenino). Si observamos las previsiones existentes de población activa hasta 2020<sup>3</sup>, encontramos que, considerado estables otros aspectos, el aumento de la población en edad de trabajar en estos países podría añadir en torno a 1 pp cada año a la tasa de desempleo (véase el Gráfico 7). De este modo, India y Turquía deberían aumentar el empleo anualmente en torno a un 1,3% (véase el Gráfico 8) para evitar un incremento de la tasa de desempleo, a no ser que se implementen reformas labores para solventar unas tasas de desempleo todavía altas y unas bajas tasas de actividad (en especial en el segmento femenino). De hecho, para reducir las tasas de desempleo en 2 pp, y suponiendo que la tasa de actividad aumente en 5 pp hasta 2020<sup>4</sup>, India y Turquía tendrían que crear empleo con una tasa anual del 2,3%. Para poner esto en contexto, en el caso de Turquía, está por encima de la media del periodo 2001-11 (no hay datos disponibles para India).

3: Previsiones de la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

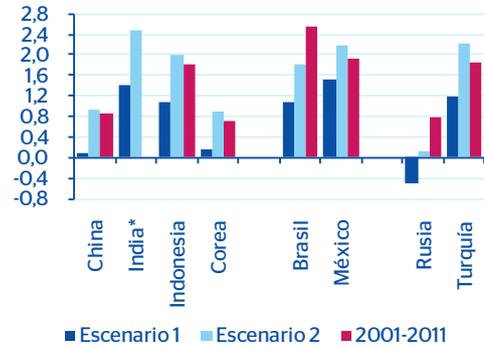
4: Este es un escenario de riesgo común asumido por todos los países de la muestra. Para hacerse una idea de lo estresante que es este escenario, los países EAGLE se espera que aumenten sus tasas de actividad en 0,9 pp de media entre 2010 y 2020, que van desde la estabilidad en China, India e Indonesia, un aumento moderado en Turquía, hasta un crecimiento en torno a 1 pp en Brasil y Corea y por encima de 2 pp en México y Rusia.

Gráfico 7  
**Presión demográfica sobre las tasas de desempleo (variación anual media en pp en 2011-2020)**



Escenario 1: las tasas de actividad corresponden a las previsiones de la OIT  
Escenario 2: las tasas de actividad aumentan en 5 pp durante todo el período  
Fuentes: Naciones Unidas (2010), FMI, OIT, Haver y BBVA Research

Gráfico 8  
**Presión demográfica sobre la creación de empleo (variación anual media porcentual necesaria en 2011-2020)**



Escenario 1: para que la tasa de desempleo mantenga los niveles actuales y las tasas de actividad corresponden a las previsiones de la OIT  
Escenario 2: para reducir la tasa de desempleo en 2 pp considerando que las tasas de actividad aumentan en 5 pp  
Fuentes: Naciones Unidas (2010), FMI, OIT, Haver y BBVA Research

En cuanto a otros países EAGLE también existe un reto para Indonesia, Brasil y México. Estos tres países tienen un crecimiento anual previsto de la población en edad de trabajar superior al 1%, aunque están en mejor situación que India y Turquía gracias a una tasa de actividad mayor y una tasa de desempleo menor.

Finalmente, tenemos los casos de China, Corea, Taiwán<sup>5</sup> y Rusia, en los que la población en edad de trabajar se espera que se estanque o incluso se reduzca en los próximos años. Esto aliviará bastante la presión del mercado de trabajo, en especial en el caso de Rusia en el que se espera que, todo lo demás constante, disminuya la tasa de desempleo. En el caso de Corea y Taiwán, hay margen para que aumente la tasa de actividad, en cuyo caso la creación de empleo tendría que superar la registrada en la última década. No obstante, esto no representa grandes desviaciones de las expectativas, en especial si consideramos la muy baja tasa de desempleo inicial. Consideraciones similares se aplican a China ya que la tasa de desempleo es baja y las tasas de actividad son todavía altas. Por lo tanto, el reto de China no está relacionado con la falta de creación de empleo para la población activa si no con otros problemas asociados al envejecimiento (los pasivos contingentes relacionados con las pensiones y servicios sanitarios son un buen ejemplo).

## ¿Qué ocurre con la población joven?

La estructura de edad de la población también es importante. Se debe poner especial atención en la gente joven (entre 15 y 24 años), los recién llegados al mercado de trabajo y el grupo más propenso a mostrar su descontento si no se cumplen sus aspiraciones laborales, en especial cuando están mejorando los índices de matriculación en la educación secundaria y terciaria. Un modo ilustrativo de analizar esto es comprobar las pirámides de población. Encontramos un buen ejemplo en Egipto, el ángel caído del grupo de países EAGLE y uno de los líderes de la Primavera Árabe. Su pirámide de población (véase el Gráfico 12) muestra una presión significativa para el empleo juvenil ya que un gran porcentaje de la población se concentra en el segmento de los menores de 35 años. Este país presentaba una tasa de desempleo juvenil del 25% en 2007, más del doble del índice de desempleo general (el 48% para las mujeres).<sup>6</sup> Para poner esto en contexto,

5: No se calculan escenarios cuantitativos para Taiwán ya que no se dispone de datos ni previsiones de la OIT.

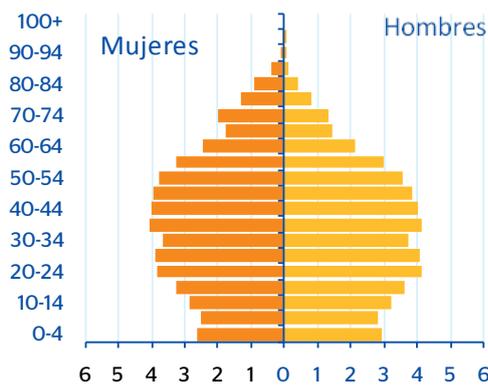
6: Las tasas de desempleo juvenil son las que figuran en la base de datos de Indicadores de Desarrollo del Banco Mundial, excepto en el caso de Taiwán (Oficina de Estadísticas).

Egipto debería crear 700.000 nuevos puestos de trabajo para mantener constante la tasa de desempleo y necesitaría un crecimiento anual del PIB de un 7% para reducirla<sup>7</sup>.

Si comparamos estas cifras con las de los países EAGLE de 2010, la tasa de desempleo juvenil más alta corresponde a Indonesia y Turquía (22% en 2010) seguidos de Brasil (18%) y Rusia (17%). El índice de desempleo juvenil de Taiwán es significativamente inferior a estas cifras (13%), y es incluso menor para México y Corea (10%). No existen datos recientes comparables para India (la última cifra fue 11% en 2005) y China.

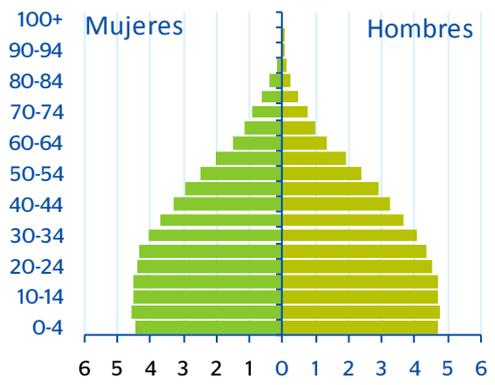
Entre Egipto y el ejemplo contrario de los países del G7 (véase el Gráfico 11) tenemos las pirámides de los países EAGLE. Existe un grupo de economías (India, Indonesia, Brasil, México y Turquía) en el que la estructura de población es más similar (aunque no tan preocupante) a la de Egipto, y donde podría producirse presión por el desempleo juvenil (véase Gráfico 10). Por el contrario, China y Corea y Rusia sufren de una estructura de población más envejecida, aunque aún está lejos de la de los países del G7 (véase Gráfico 9). En este caso, disminuirá la presión por el desempleo juvenil. No obstante, afrontarán otros problemas como la disminución de la población activa y presiones de los sistemas de pensiones y de salud.

Gráfico 9  
**Pirámide de población media de los países EAGLE con una estructura similar a los países del G7 (China, Corea y Rusia)\* (% de la población total) (2010)**



\*China, Corea y Rusia  
Fuentes: Naciones Unidas (2010) y BBVA Research

Gráfico 10  
**Pirámide de población media de los países EAGLE con una estructura típica de los países emergentes\* (India, Indonesia, Brasil, México y Turquía) (% de la población total en 2010)**



\*India, Indonesia, Brasil, México y Turquía  
Fuentes: Naciones Unidas (2010) y BBVA Research

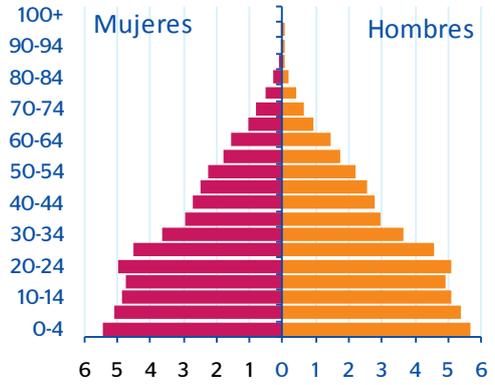
7: Kinninmont, J. (2011). Bread and Dignity. "Middle East: The World Today". Volumen 67 8/9. Chatham House ([www.chathamhouse.org/sites/default/files/twt08911kinninmont.pdf](http://www.chathamhouse.org/sites/default/files/twt08911kinninmont.pdf))

Gráfico 11  
Pirámide de población media de los países del G7  
(% de la población total) (2010)



Fuentes: Naciones Unidas (2010) y BBVA Research

Gráfico 12  
Pirámide de población de Egipto (% de la  
población total) (2010)



Fuentes: Naciones Unidas (2010) y BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, 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 publicación 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 tomados en consideración para la elaboración del presente informe.** Por lo tanto, debe tomar 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 ni 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. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.**

BBVA o cualquier otra entidad filial, 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 o de sus filiales 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 filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse 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.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. 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 sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: [www.bbva.com / Corporate Governance](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)".**

BBVA es un banco sujeto a la supervisión del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) española, y está inscrito en el Banco de España con el número 0182.