

# Informe trimestral de Riesgo País

**BBVA Research**

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Junio 2014

# Resumen

## Mercados financieros y aversión global al riesgo

- **Los mercados financieros parecen encontrarse actualmente en un estado generalizado de muy baja aversión al riesgo.** Las tensiones financieras y las primas de riesgo soberano están disminuyendo en todos los mercados desarrollados y emergentes, incluso en países con tensiones políticas o que fueron los más afectados por la reducción de la compra de activos de la FED.
- Los efectos indirectos de la crisis política Ucraniana han disminuido y el golpe militar en Tailandia no ha tenido ningún impacto. **La aversión global al riesgo (VIX) ha ido disminuyendo de manera constante durante los últimos cuatro meses y se encuentra actualmente en niveles no observados desde principios de 2007.**
- **La corrección en activos de mercados emergentes está ya avanzada y ya estamos observando entradas moderadas de capital en MEs,** especialmente por parte de inversores institucionales en renta variable.

## Actualización de mercados de deuda soberana y ratings

- **Las primas de riesgo soberano en muchos mercados desarrollados, entre ellos algunos países periféricos de Europa han alcanzado niveles que no se observaban desde antes del inicio de la crisis financiera de 2008.** Del mismo modo, algunos diferenciales de los CDS de muchos países emergentes se encuentran cercanos a sus mínimos históricos.
- **El ciclo de calificación crediticia positiva en la periferia de la UE se ha fortalecido** con las mejoras de rating de Irlanda, Portugal y España.
- **El desacoplamiento de los ciclos de calificación entre las diferentes regiones emergentes continúa:** Latinoamérica ha sufrido la rebaja de Argentina, Brasil y Venezuela. Dentro de Europa emergente, el rating de Rusia fue rebajado, pero para Rumanía ha mejorado. Por último, el rating de Filipinas mejoró por parte de S & P.

## Nuestra valoración del riesgo país

- **Los factores globales han estado ganando importancia y el apetito por el riesgo aumentó tras el apoyo de las nuevas acciones tomadas por los bancos centrales occidentales (BCE ) y una posición más laxa por parte de la FED. Los bancos centrales emergentes se están uniendo a este estímulo** y algunos ya están relajando la política monetaria. Esto está apoyando una rápida recuperación de los activos financieros, especialmente aquellos de mayor riesgo. **Algunos de ellos están cotizando por encima de sus fundamentales, aumentando el riesgo de una corrección posterior.**
- **A pesar de que la reducción de las tensiones financieras y de que las menores primas de riesgo han apoyado el aumento del apetito por el riesgo, la complacencia está fuera de cuestión.** Las condiciones de liquidez en los mercados extraordinarios no duraran para siempre y pueden revertir. La aversión al riesgo global (VIX) está en niveles históricamente bajos y tarde o temprano volverá a niveles más neutrales una vez que los factores de empuje proporcionados por los grandes bancos centrales comiencen a extinguirse.

# Índice

- 1. Mercados financieros internacionales, aversión global al riesgo y flujos de capital**
- 2. Actualización de mercados y ratings soberanos**
- 3. Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones**

## Anexo

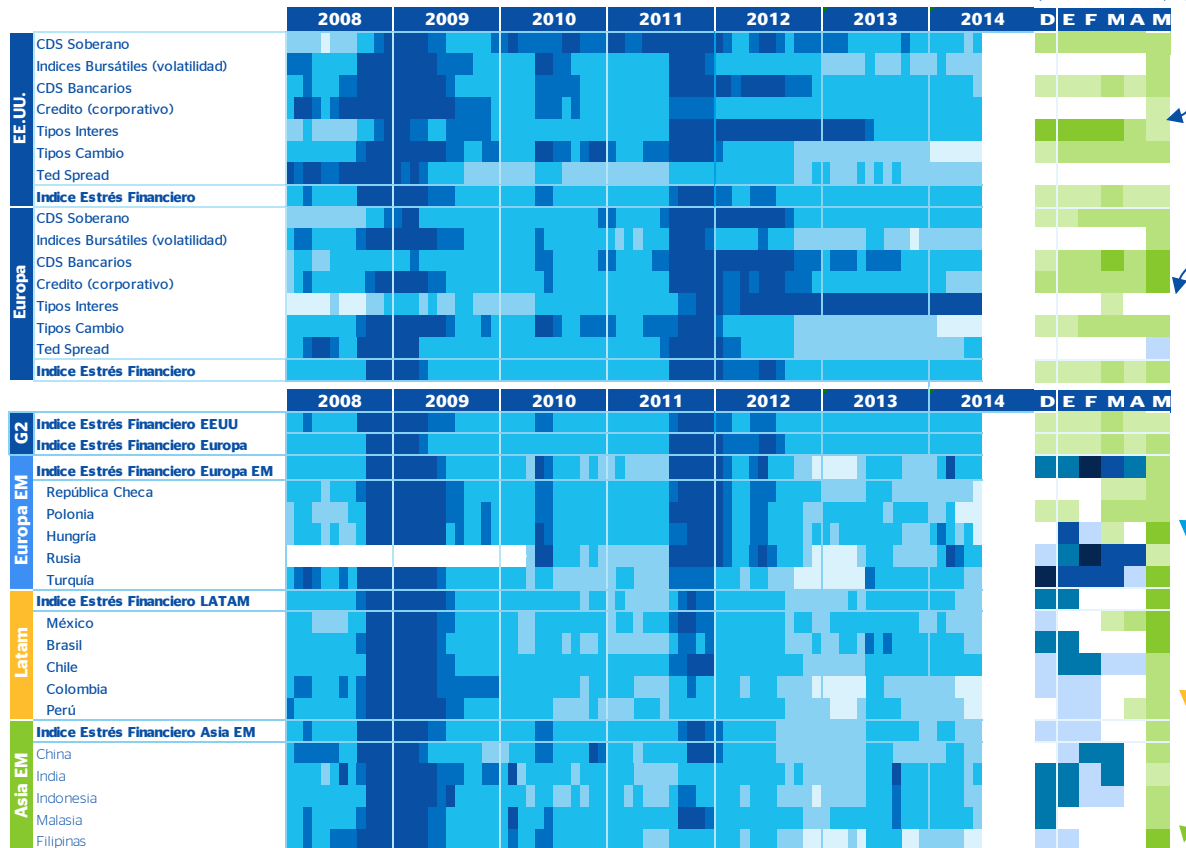
- Metodología

Sección 1

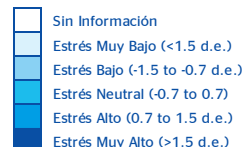
# Estrés de los mercados financieros y aversión global al riesgo

## Mapa de Estrés Financiero

Fuente: BBVA Research



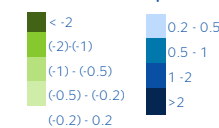
Escala de colores para Indice



### Cambios

(Últ. 6 meses m/m)

Escala de colores para cambios mensuales



Reducción global en las tensiones financieras tanto en mercados Avanzados como en Emergentes en el mes de Mayo.

En Europa, los indicadores financieros están en niveles mínimos. La deuda corporativa y bancaria han sido los más beneficiados.

Las tensiones financieras en Europa EM están retrocediendo lentamente. Rusia empieza a recuperarse, mientras las tensiones en Turquía continúan relajándose.

Las condiciones financieras en Latinoamérica también se mantienen relajadas, siendo México y Brasil los países más beneficiados y Chile el menos.

También parecen disminuir en toda Asia. Filipinas es el más beneficiado.

Sección 1

# Actualización de Flujos de Capital

## Mapa de Flujos de Cartera por país BBVA

(Flujos por país sobre activos)

Fuente: BBVA Research utilizando datos de EPFR



- Durante el 2T de 2014 la reasignación de carteras parece haber finalizado, permitiendo entradas moderadas de flujos de nuevo en MEs. Esta entrada fue especialmente pronunciada durante la primera mitad del trimestre, moderándose a partir de entonces.
- La recuperación de los flujos netos ha sido similar tanto en renta variable como de renta fija. Esta última experimentó una fuerte recuperación durante el mes de Mayo. Los inversores institucionales están detrás de dicho repunte, mientras que los minoristas se encuentran todavía por detrás en este movimiento.
- Los factores globales han sido responsables de aproximadamente dos tercios de este cambio de tendencia en los flujos. La política monetaria y el apetito por el riesgo han sido claves para el aumento, aunque más recientemente su contribución se ha vuelto negativa.

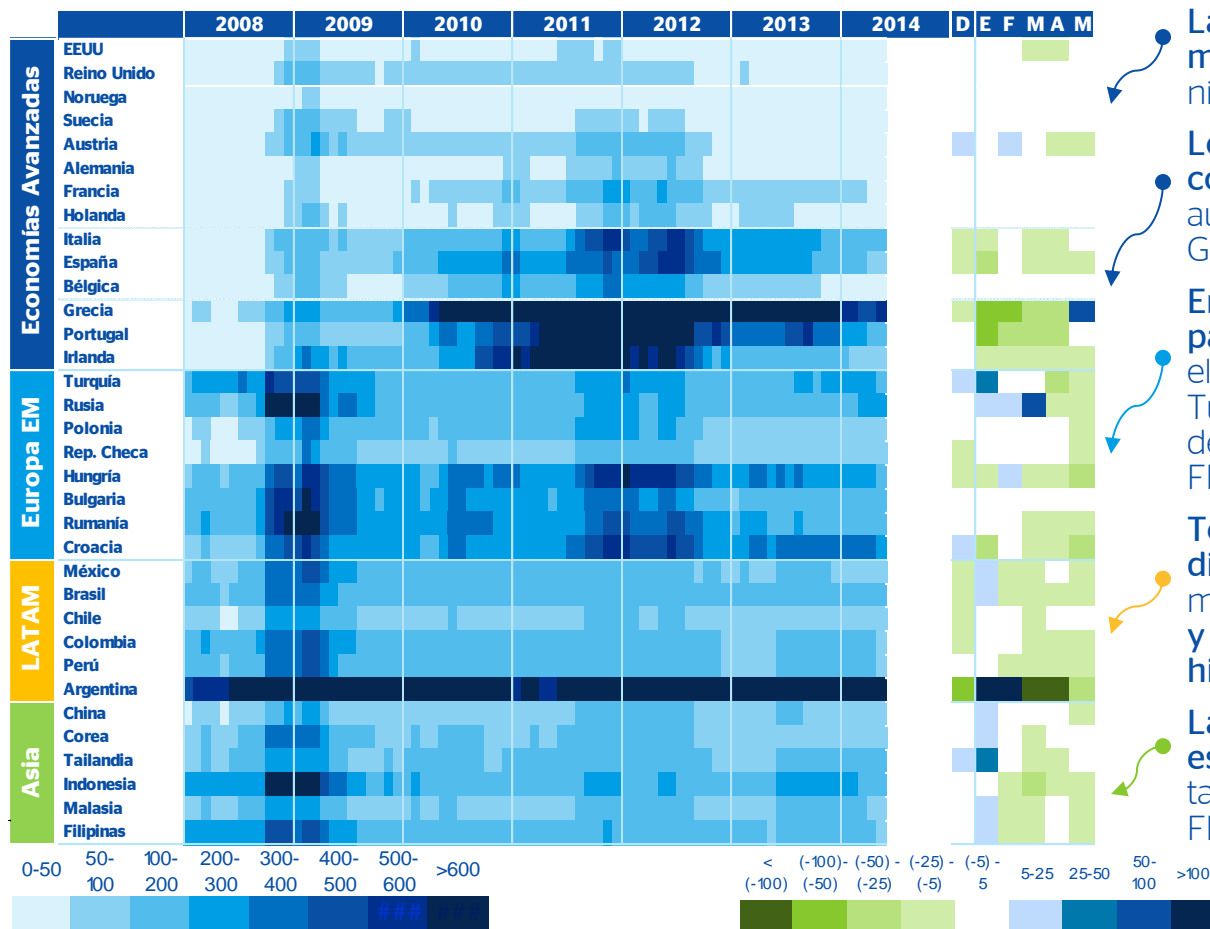
Salida de Capitales Intensa (inferior a -2 %)  
 Salida de Capitales Fuerte (entre -1 % and -2 %)  
 Salida de Capitales Moderada (between 0 and -1 %)  
 Entrada de Capitales Moderada (between 0 and 1 %)  
 Entrada Fuerte de Capitales (between 1 % and 2 %)  
 Entrada de Capitales Intensa (greater than 2 %)

Sección 2

# Actualización de Mercados Soberanos

## Diferenciales de CDS soberanos

Fuente: Datastream y BBVA Research



**Cambios**  
(Últ. 6 meses m/m)

La primas de los CDS soberanos de los países más avanzados se mantuvieron estables en niveles mínimos durante el último trimestre.

Los spreads de los CDS de la periferia europea continuaron disminuyendo en el último trimestre, aunque se observó una importante corrección en Grecia durante Mayo.

En Europa Emergente mejoraron en todos los países, aunque el CDS de Rusia permanece elevado debido a la crisis ucraniana. El CDS de Turquía ha retornado a niveles previos al anuncio de la reducción de la expansión monetaria de la FED.

Todos los CDS soberanos latinoamericanos disminuyeron, con la excepción de Chile, que se mantuvo estable. Países como Colombia, México y Perú se encuentran cerca de sus mínimos históricos.

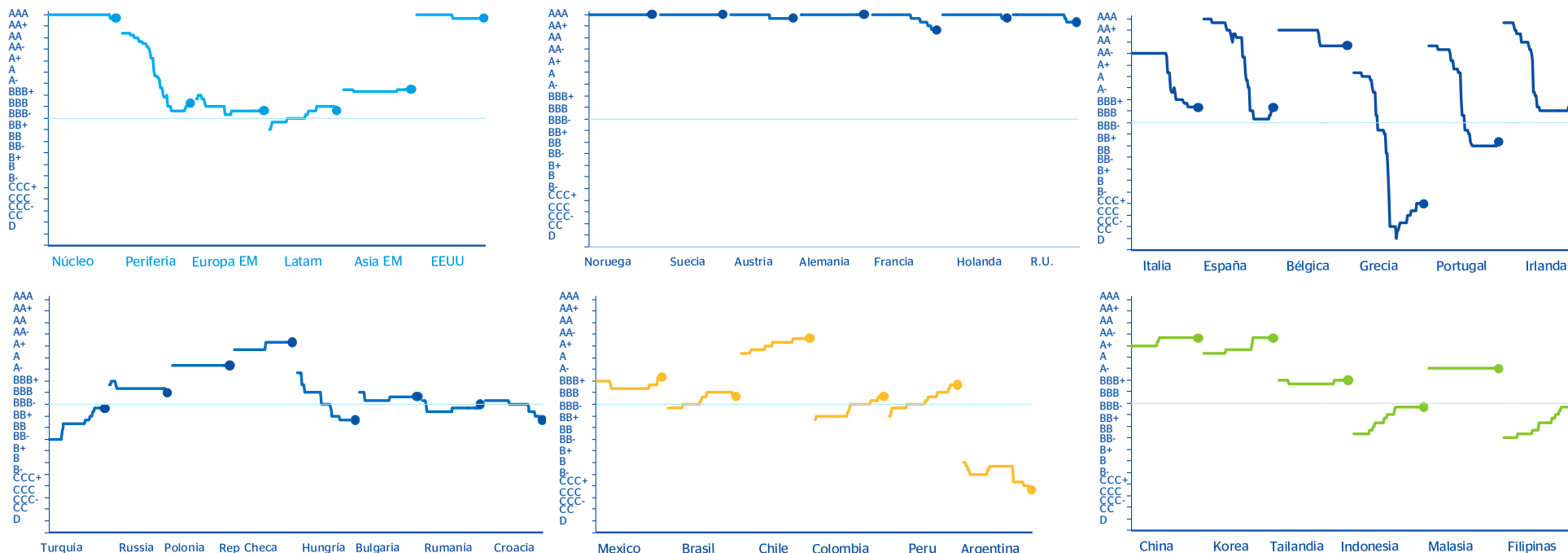
Las primas de riesgo de Asia se mantienen estables o se reducen. El CDS de Indonesia también vuelve a niveles previos al anuncio de la FED.

Sección 2

# Actualización de Ratings de Deuda Soberana

## Índice de rating soberano 2008-2014

Fuente: BBVA Research con datos de S&P, Moodys y Fitch



Índice de rating soberano: Índice que traduce los códigos de letras de las tres agencias importantes (Moody´s, Standard & Poor´s y Fitch) a posiciones numéricas desde 20 (AAA) hasta impago (0) . El índice muestra la media de los tres ratings numéricos

- **Economías desarrolladas:** El ciclo de calificación positivo en la periferia Europea se fortalece. Moody's ha elevado el rating a Portugal e Irlanda y tanto S&P como Fitch elevaron el rating de España en un escalón.
- **Mercados emergentes:** Las perspectivas en los mercados emergentes siguen siendo desiguales. En Latinoamérica, Brasil fue degradada por S & P, Argentina por parte de Moody's y Venezuela por parte de Fitch. Rusia fue degradada por S & P, mientras que Rumania y Filipinas recibieron mejoras también por S & P.

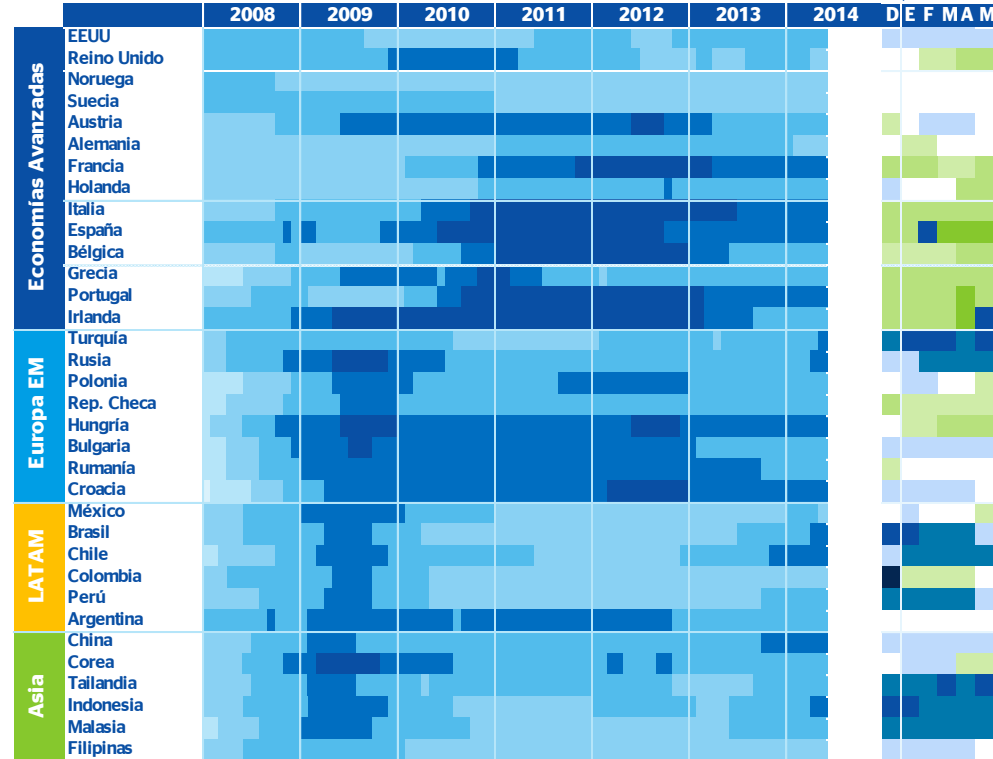
Sección 2

# Mapa de presión bajista sobre el rating

## Mapa de presión bajista de las agencias de rating Cambios Mayo 2014

(rating soberano real menos rating implícito en los CDS, en escalones)

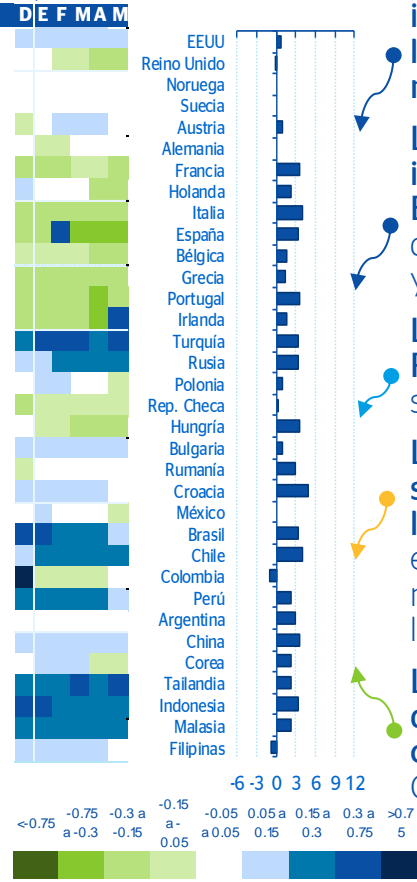
Fuente: BBVA Research



Mapa de presión bajista: El mapa muestra la diferencia entre el índice de ratings actuales (ordenados numéricamente desde impago (0) hasta AAA (20)) y los ratings implícitos en los CDS.

Últ. 6M  
M / M

Fin de Mes



Las divergencias entre los ratings implícitos en las cotizaciones de los CDS y los de las agencias se encuentran en niveles mínimos en los países desarrollados.

Las brechas en los ratings observados e implícitos en los países de la periferia Europea continúan reduciéndose a pesar de las mejoras de rating de Irlanda, Portugal y España.

La presión bajista está aumentando en Rusia, Croacia y Turquía, aunque sigue siendo un riesgo menor.

La presión bajista en América Latina sigue siendo pequeña, aunque ha aumentado en los dos últimos trimestres. Sin embargo, esperamos que disminuya en los próximos meses gracias al efecto de la disminución en los CDS.

La situación es similar en Asia Emergente, donde la presión bajista es pequeña, pero continúa aumentando, especialmente en China y en menor medida en Indonesia.



Sección 3

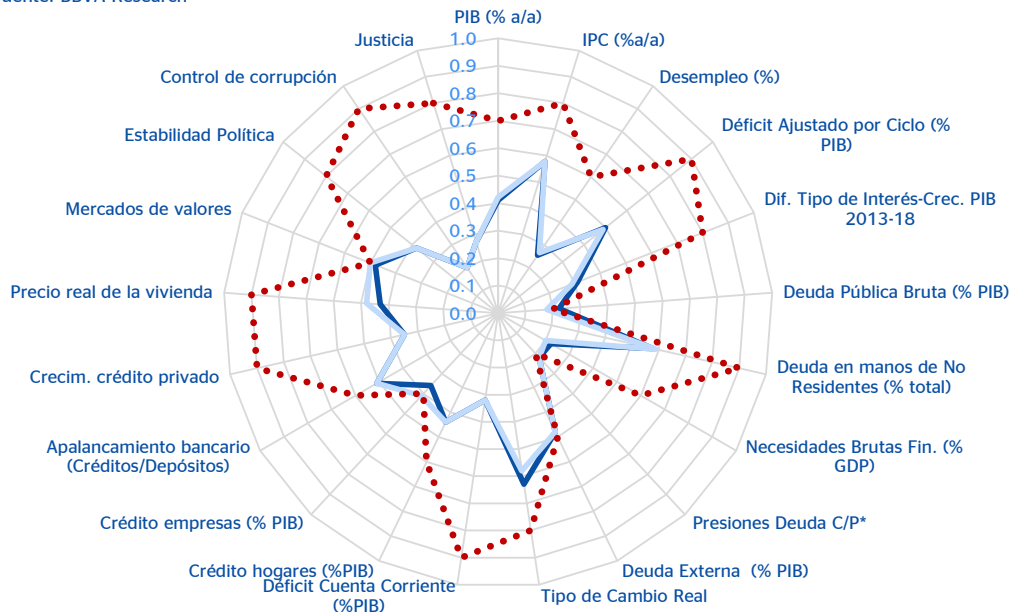
# Actualización de Riesgo Regional: Núcleo Europeo

## Núcleo europeo: radar de vulnerabilidad 2014

posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

\*Incluye Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Dinamarca, Noruega y Suecia

Fuente: BBVA Research



Desarrollados: (Deuda pública a corto plazo/Total deuda pública)

Emergentes: (Reservas frente a deuda externa a corto plazo)

1: Vulnerabilidad alta

0: Vulnerabilidad baja

— Núcleo Europeo 2014

- - - Núcleo Europeo 2013

..... Umbrales de Riesgo Desarrollados 2014



Todos los indicadores de vulnerabilidad por debajo de los umbrales de riesgo. Pocos cambios con respecto a 2013.



El crecimiento de los mercados de valores se encuentra en el nivel del umbral de riesgo generando dudas sobre las valoraciones



Los niveles de deuda externa y deuda pública deben ser vigilados

**Radar de vulnerabilidad:** Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos

Sección 3

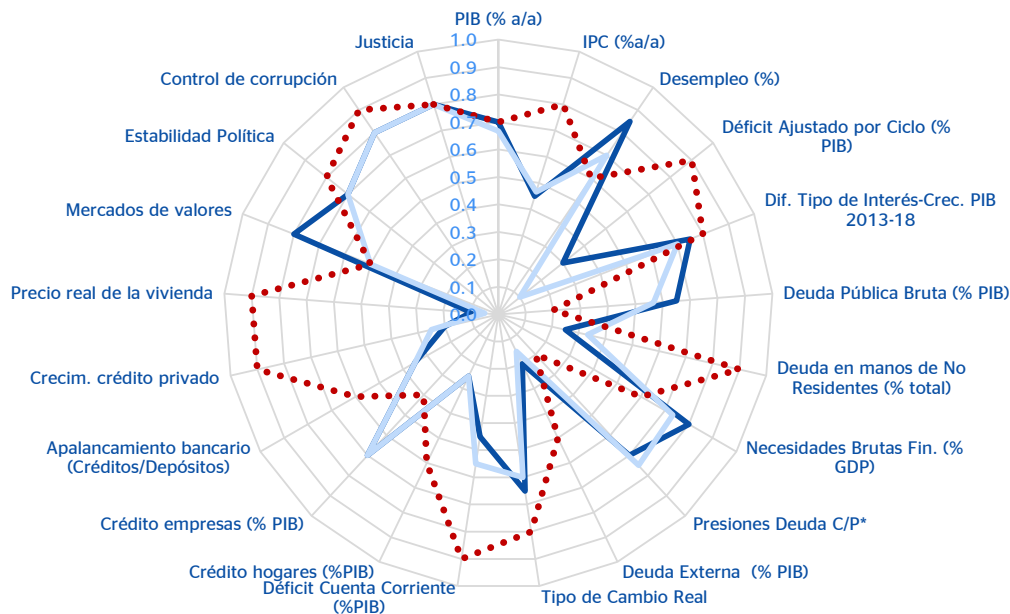
# Actualización de Riesgo Regional: Europa Periférica I

## Periferia Europea I: radar de vulnerabilidad 2014

posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

\*Incluye España e Italia

Fuente: BBVA Research



**Desarrollados: (Deuda pública a corto plazo/Total deuda pública)**  
**Emergentes: (Reservas frente a deuda externa a corto plazo)**  
**1: Vulnerabilidad alta**  
**0: Vulnerabilidad baja**

— Europa Periférica I 2014  
 - - - Europa Periférica I 2013  
 . . . . Umbrales de Riesgo Desarrollados 2014

**Radar de vulnerabilidad:** Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos



Los saldos estructurales públicos, el crecimiento de los precios de la vivienda, y el crecimiento del crédito continúan mejorando.



El alto crecimiento de los precios de los activos podría generar algunos riesgos.



La actividad y el empleo siguen siendo débiles; los niveles de deuda pública siguen aumentando.

Sección 3

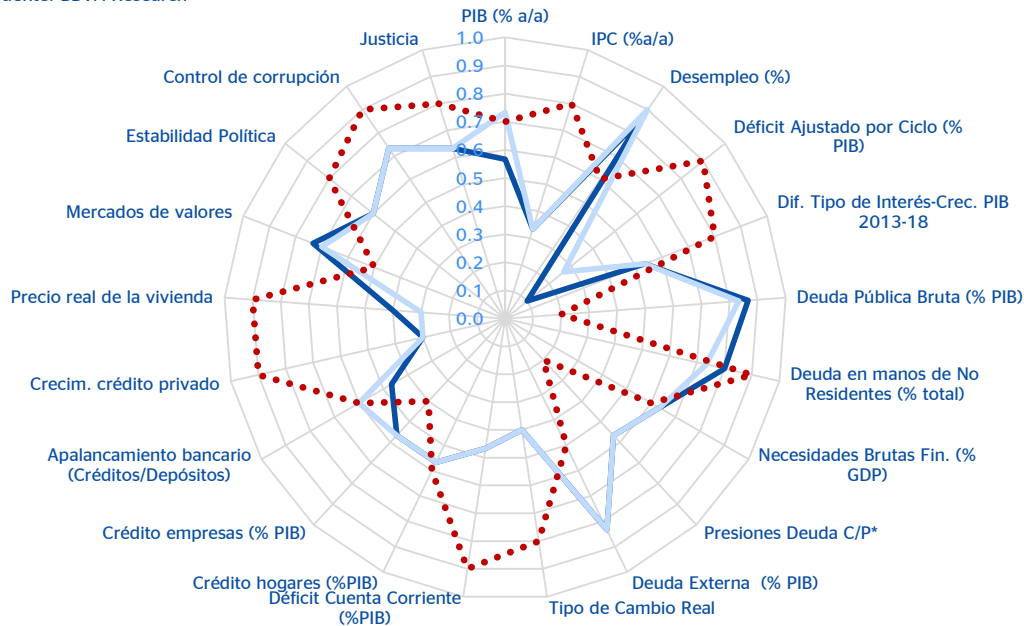
# Actualización de Riesgo Regional: Europa Periférica II

## Periferia Europea II: radar de vulnerabilidad 2014

posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

\*Incluye Grecia, Irlanda y Portugal

Fuente: BBVA Research



**Desarrollados: (Deuda pública a corto plazo/Total deuda pública)**  
**Emergentes: (Reservas frente a deuda externa a corto plazo)**  
**1: Vulnerabilidad alta**  
**0: Vulnerabilidad baja**

— Europa Periférica II 2014  
 — Europa Periférica II 2013  
 ..... Umbrales de Riesgo Desarrollados 2014

**Radar de vulnerabilidad:** Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos



Los déficit públicos estructurales y los balances privados mejoran gradualmente.



La deuda en manos de no residentes aumenta con respecto a 2013. Alto crecimiento del mercado bursátil



Los niveles de deuda externa y deuda pública siguen estando muy por encima de los umbrales de riesgo. El Desempleo continúa siendo elevado

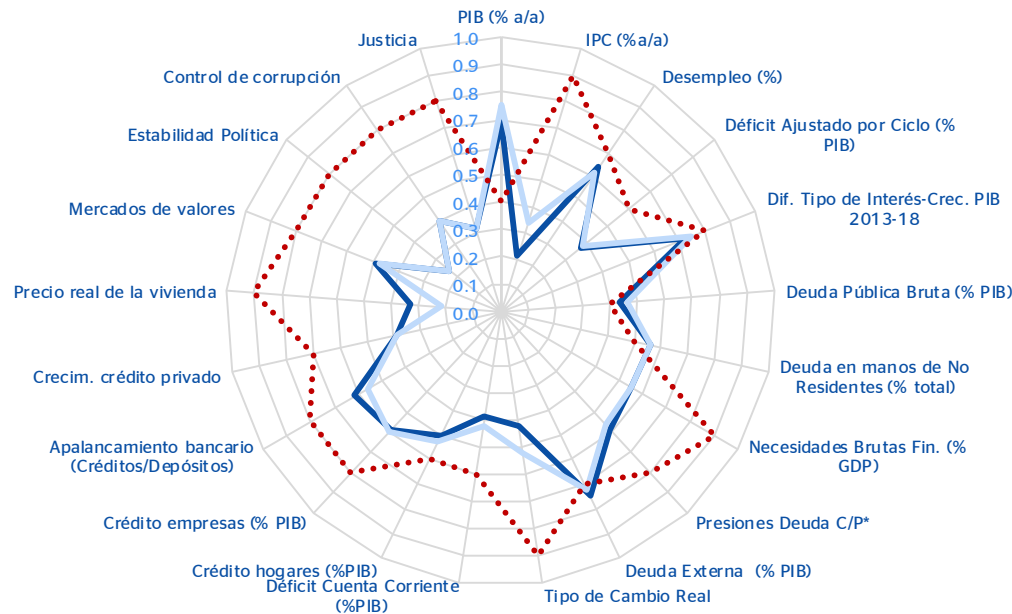
Sección 3

# Actualización de Riesgo Regional: Europa Emergente

## Europa emergente: radar de vulnerabilidad 2014

posición relativa de economías emergentes, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

Fuente: BBVA Research



Desarrollados: (Deuda pública a corto plazo/Total deuda pública)  
Emergentes: (Reservas frente a deuda externa a corto plazo)  
1: Vulnerabilidad alta  
0: Vulnerabilidad baja

— Europa Emergente 2014  
- - - Europa Emergente 2013  
..... Umbrales de Riesgo Emergentes 2014



Balances estructurales y crédito privado a niveles bajos de riesgo. La mayoría de las vulnerabilidades en niveles bajos de riesgo.



Liquidez financiera vulnerable a cambios de confianza de los inversores



Niveles de deuda pública y externa aún por encima de los umbrales de riesgo. Bajo crecimiento económico

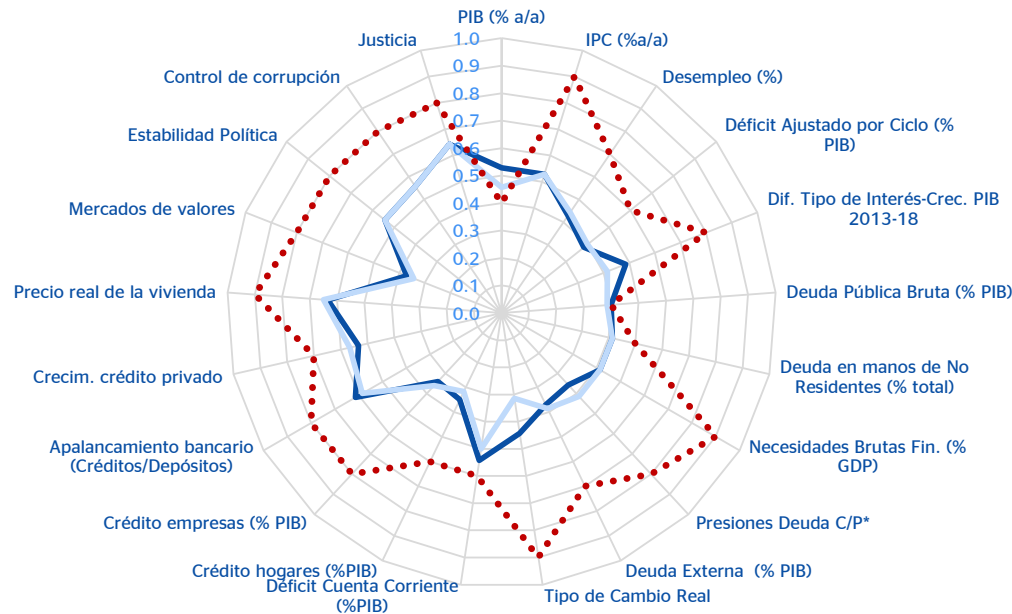
**Radar de vulnerabilidad:** Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos

Sección 3

# Actualización de Riesgo Regional: América Latina

## América Latina: radar de vulnerabilidad 2014

posición relativa de países de economías emergentes ,máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)  
Fuente: BBVA Research



Desarrollados: (Deuda pública a corto plazo/Total deuda pública)  
Emergentes: (Reservas frente a deuda externa a corto plazo)  
1: Vulnerabilidad alta  
0: Vulnerabilidad baja

— Latam 2014  
— Latam 2013  
..... Umbrales de Riesgo Emergentes 2014



Todos los indicadores de vulnerabilidad están lejos de los umbrales de riesgo



Deterioro leve en las necesidades de financiación y en el diferencial de tipos de interés- crecimiento del PIB



Crecimiento económico más débil en algunos países. Déficits por cuenta corriente relativamente altos en algunos países

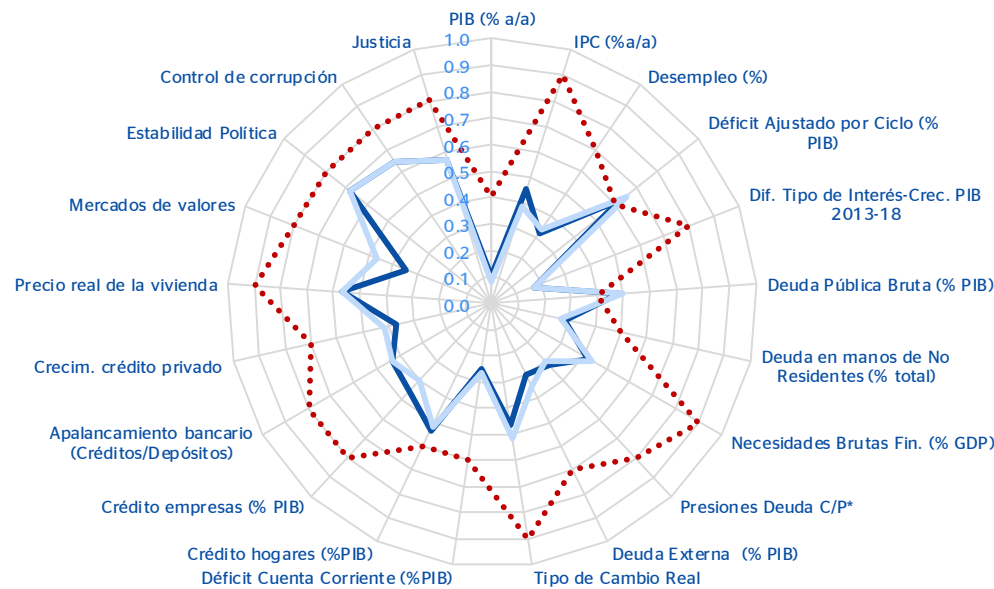
**Radar de vulnerabilidad:** Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos

Sección 3

# Actualización de Riesgo Regional: Asia

## Asia emergente: radar de vulnerabilidad 2014

posición relativa de países de economías emergentes ,máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)  
Fuente: BBVA Research



Desarrollados: (Deuda pública a corto plazo/Total deuda pública)  
Emergentes: (Reservas frente a deuda externa a corto plazo)  
1: Vulnerabilidad alta  
0: Vulnerabilidad baja

— Asia Emergente 2014  
— Asia Emergente 2013  
..... Umbral de Riesgo Emergentes 2014

**Radar de vulnerabilidad:** Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos



Los indicadores de actividad aún entre los más sólidos de los mercados emergentes



El endeudamiento privado y los precios de la vivienda continúan creciendo rápidamente en China



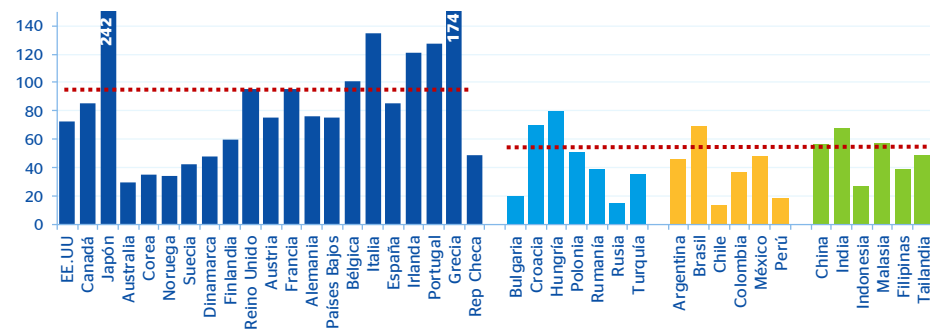
Los déficits ajustados por ciclo y los niveles de deuda pública por encima de los umbrales de riesgo en algunos países

Sección 3

# Deuda Pública y Privada

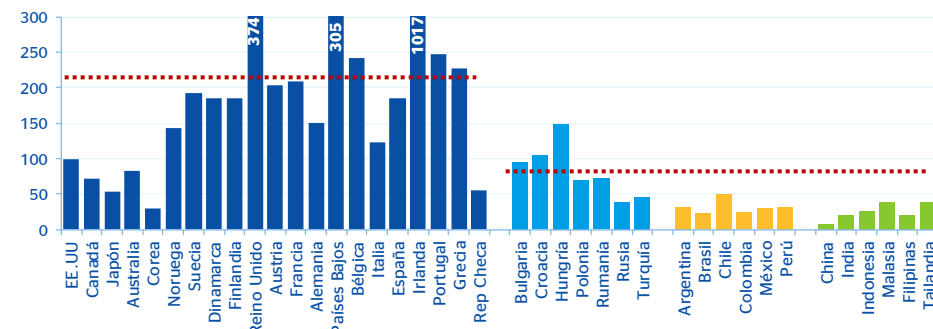
## Deuda Pública Bruta 2014

(% PIB)  
Fuente: BBVA Research y FMI



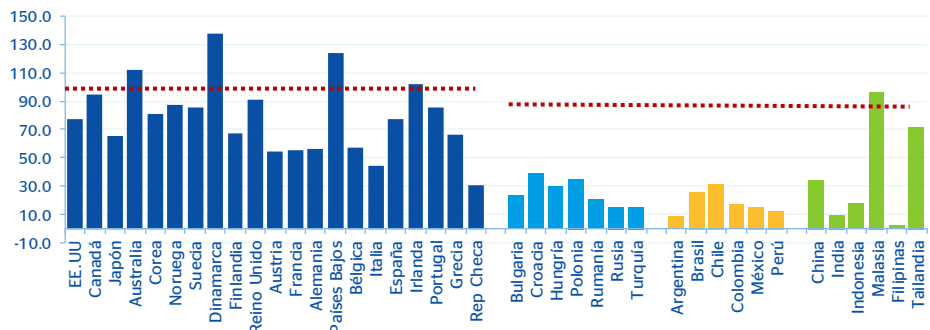
## Deuda Externa 2014

(% PIB)  
Fuente: BBVA Research y FMI



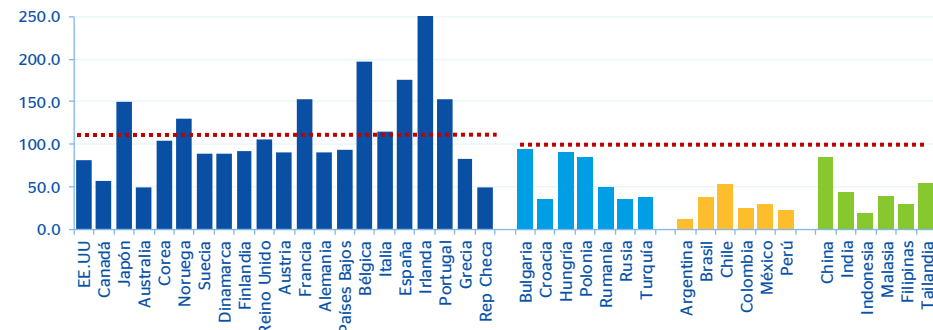
## Deuda Hogares 2014

(% PIB)  
Fuente: BBVA Research y BIS



## Deuda Empresas 2014

(% PIB, excluyendo emisiones de bonos)  
Fuente: BBVA Research y BIS



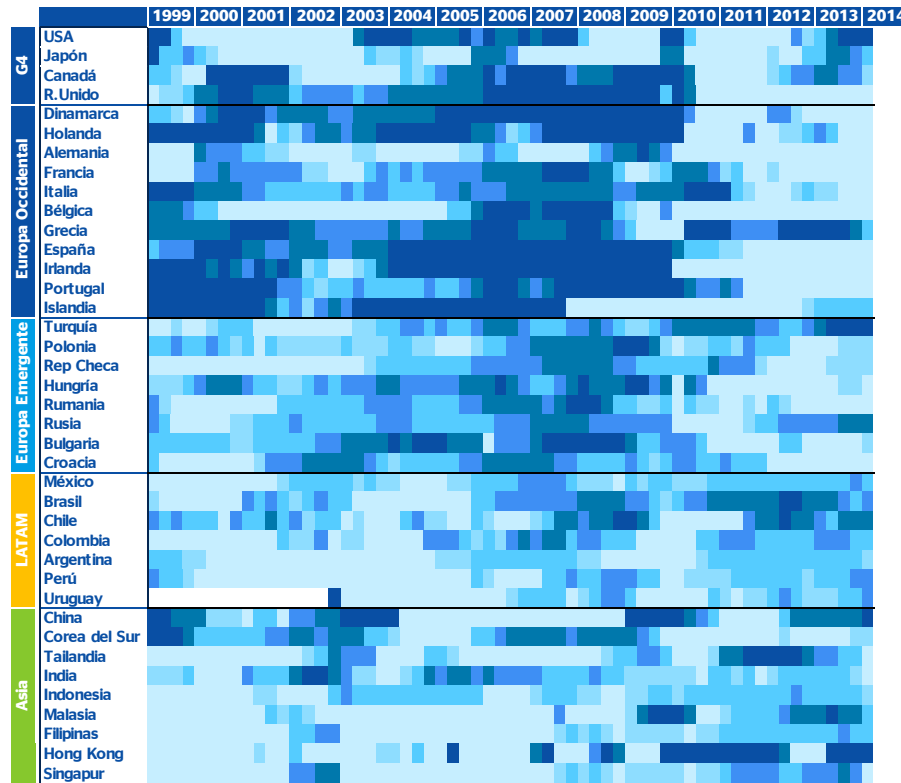
Sección 3

# Pulso del crédito privado

## Mapa de crédito al sector privado (1999-2014 T1)

(sobre el cambio anual en la ratio crédito/PIB)

Fuente: BBVA Research y Haver



Boom: Crecimiento Crédito/PIB mayor 5%  
 Crecimiento excesivo: Crecimiento Crédito/PIB entre 3% y 5%  
 Crecimiento Elevado: Crecimiento Crédito/PIB entre 2% y 3%  
 Crecimiento Moderado: Crecimiento Crédito/PIB entre 1% y 2%  
 Estancamiento: Crecimiento Crédito/PIB entre 0% y 1%  
 Desapalancamiento: Contracción Crédito/PIB  
 ... No disponible

## Crecimiento T/T

Últ. 4 trimestres hasta T1-2014



Crecimiento T/T > 5%  
 Crecimiento T/T entre 3 y 5%  
 Crecimiento T/T entre 1.5% y 3%  
 Crecimiento T/T entre 0.5% y 1.5%  
 Crecimiento T/T entre -0.5% y 0.5%  
 Crecimiento T/T entre -0.5% y -1.5%  
 Crecimiento T/T entre -1.5% y -3%  
 Crecimiento T/T entre -3% y -5%  
 Crecimiento T/T < -5%

El ratio crédito-PIB sigue aumentando rápidamente en EE.UU., aunque su ritmo se desacelera en el último trimestre. El proceso de desapalancamiento es más fuerte en el Reino Unido, Dinamarca e Irlanda. En el resto de los países se está estabilizando.

En Europa Emergente el crecimiento del crédito está perdiendo fuerza en Turquía y Rusia, aunque todavía es alto en la primera. Por otra parte, el desapalancamiento continúa en el resto de los países o el crecimiento es nulo.

El crecimiento del crédito privado está siendo poco importante en América Latina. En la mayoría de los países el apalancamiento no está creciendo, con la excepción de Brasil, donde se ha recuperado fuerza en el primer trimestre.

En China el crecimiento del ratio de crédito se ha acelerado en el primer trimestre después de una pausa en el trimestre anterior. No hay signos de crecimiento excesivo del crédito en el resto de los países.



Sección 3

# Pulso de los precios de la vivienda

## Mapa de precios reales de la vivienda (1997-2013 T4)

(sobre el cambio anual en precios reales de la vivienda)

Fuente: BBVA Research, BIS y Global Property guide



Boom: Crecimiento precios reales mayor 8%  
 Crecimiento excesivo: Crecimiento precios reales entre 5% y 8%  
 Crecimiento Elevado: Crecimiento precios reales entre 3% y 5%  
 Crecimiento Moderado: Crecimiento precios reales entre 1% y 3%  
 Estancamiento: Crecimiento precios reales entre 0% y 1%  
 Desapalancamiento: contracción de los precios reales  
 No disponible

## Crecimiento T/T

Ult. 4 trimestres hasta T1-2014



Crecimiento T/T > 3.5%  
 Crecimiento T/T entre 2% y 3.5%  
 Crecimiento T/T entre 1% y 2%  
 Crecimiento T/T entre 0.5% y 1%  
 Crecimiento T/T entre -0.5% y 0.5%  
 Crecimiento T/T entre -0.5% y -1%  
 Crecimiento T/T entre -1% y -2%  
 Crecimiento T/T entre -2% y -3.5%  
 Crecimiento T/T < -3.5%

Los precios reales de la vivienda de Estados Unidos han estado creciendo rápidamente durante más de un año. El crecimiento real de los precios en Reino Unido se está acelerando. En el resto de Europa, el ajuste de precios continúa.

Los precios de la vivienda siguen creciendo rápidamente en Turquía y Hungría. Por el contrario, los precios están estancados o en descenso en el resto de países de Europa Emergente.

En América Latina, los precios están estancados o en declive en Argentina y Uruguay. Por el contrario, los precios reales de la vivienda siguen creciendo rápidamente en Colombia y Perú, aunque en los últimos trimestres se está desacelerando su ritmo.

El crecimiento de precios de la vivienda no parece disminuir en China, a pesar de que sí lo está haciendo en Hong Kong. El crecimiento de los precios se está acelerando en Filipinas, mientras que no tiene una clara tendencia en el resto de la región.

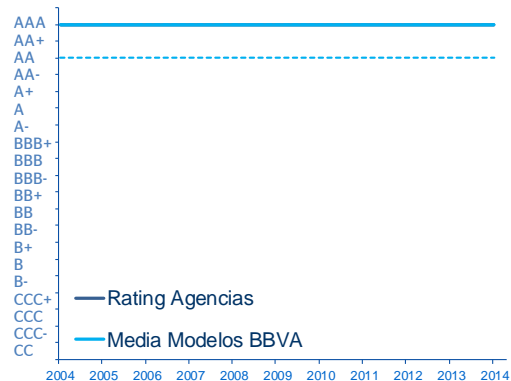
Sección 3

# Actualización de Riesgo Regional: Riesgo Soberano

## Países Centrales de Europa: Rating soberano

(Puntuación de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

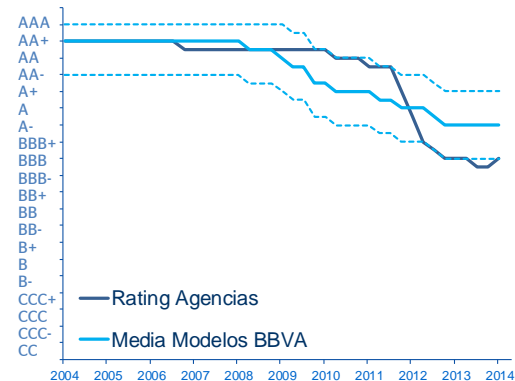
Fuente: Standard & Pools, Moody's, Fitch y BBVA Research



## Periferia Europea I: Rating soberano

(Puntuación de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

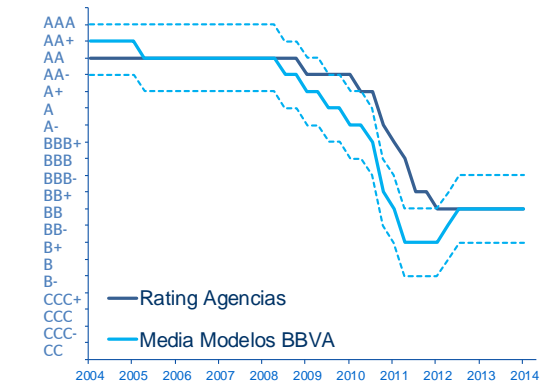
Fuente: Standard & Pools, Moody's, Fitch y BBVA Research



## Periferia Europea II: Rating soberano

(Puntuación de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

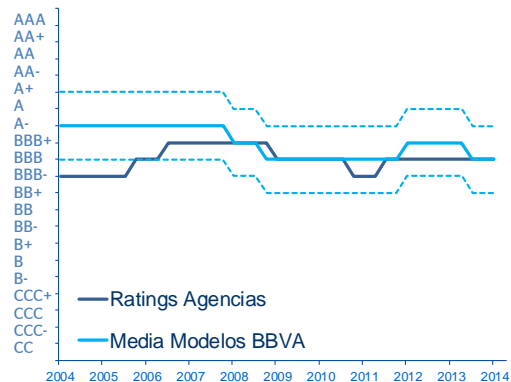
Fuente: Standard & Pools, Moody's, Fitch y BBVA Research



## Europa Emergente: Rating soberano

(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

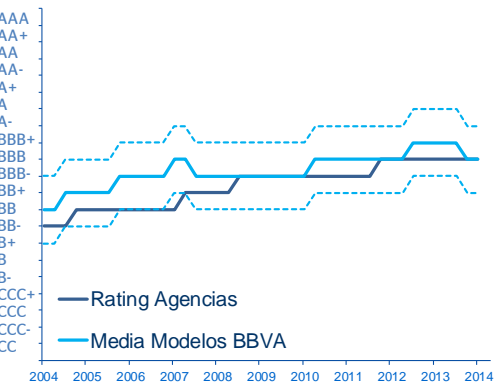
Fuente: Standard & Pools, Moody's, Fitch y BBVA Research



## América Latina: Rating soberano

(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

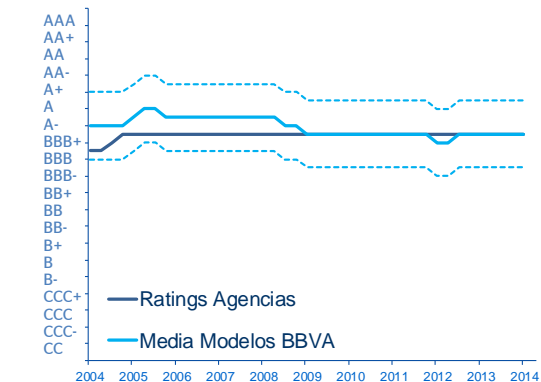
Fuente: Standard & Pools, Moody's, Fitch y BBVA Research



## Asia Emergente: Rating soberano

(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

Fuente: Standard & Pools, Moody's, Fitch y BBVA Research

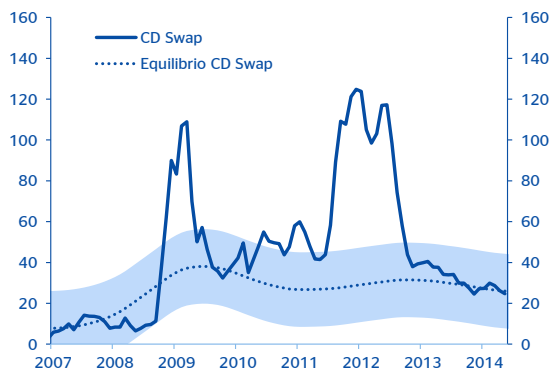


Sección 3

# Riesgo Regional: Actualización CD Swaps

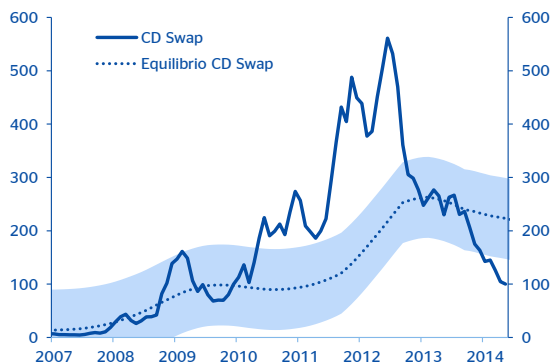
## Países Centrales de Europa: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



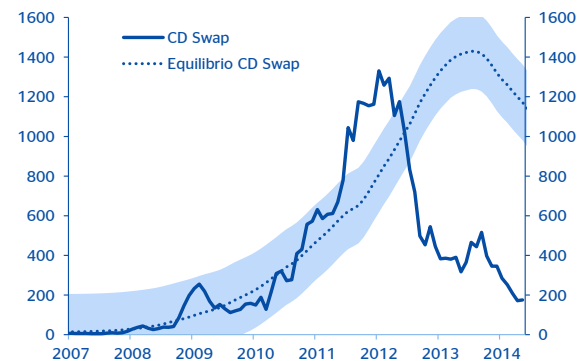
## Periferia Europea I: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



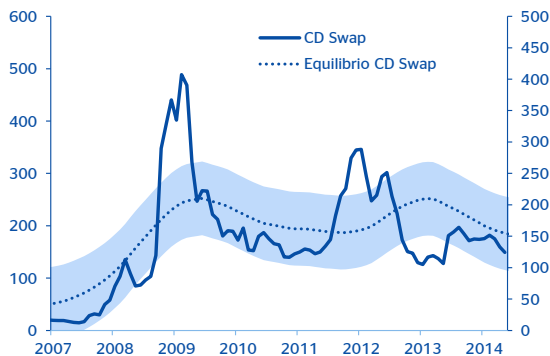
## Periferia Europea II: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



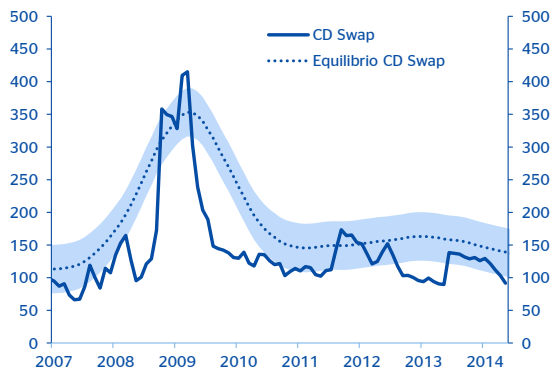
## Europa Emergente: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



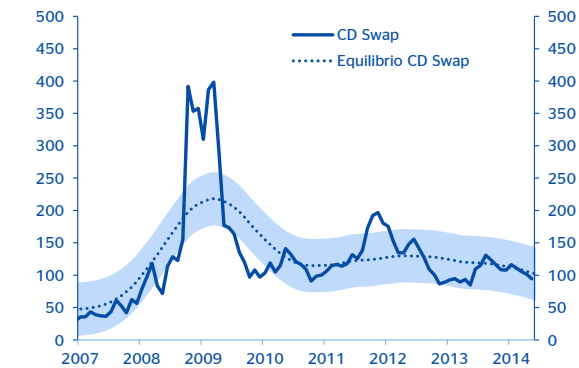
## LATAM: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



## Asia Emergente: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



Sección 3

# Indicadores de vulnerabilidad: Economías desarrolladas

## Indicadores de vulnerabilidad\* 2014: Países desarrollados

Fuente: BBVA Research, Haver, BIS, FMI y Banco Mundial

	Sostenibilidad fiscal			Sostenibilidad exterior			Manejo de liquidez			Datos macroeconómicos			Crédito y vivienda			Deuda privada			Instituciones		
	Balance primario estructural (1)	Dif. Tipo de Interés-Crec. PIB 2013-17	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidades Brutas Fin. (1)	Deuda pública a corto plazo (3)	Deuda en manos de no residentes (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempleo (5)	Crecim. del crédito privado sobre PIB (4)	Crecim. precios reales de la vivienda (4)	Crecim. Mercado de valores (4)	Crédito hogares (1)	Crédito empresas no financieras (1)	Apalancamiento bancario (6)	Estabilidad política BM (7)	Control de la corrupción BM (7)	Justicia BM (7)
EE.UU	-1.2	-1.1	73	-1.9	99	1.2	24	18	34	2.5	1.8	6.6	11.5	6.2	12.9	77	81	58	-0.6	-1.4	-1.6
Canadá	-1.8	0.0	86	-3.5	72	-8.4	17	13	25	1.5	1.5	7.3	0.3	-0.3	12.4	95	57	108	-1.1	-1.9	-1.8
Japón	-6.0	-1.4	242	0.1	54	-20.8	58	49	8	1.1	2.8	3.6	1.5	-3.3	19.6	66	149	48	-0.9	-1.6	-1.3
Australia	-1.6	-0.6	29	-2.4	82	-3.9	6	3	55	2.6	2.3	5.9	2.1	4.7	8.5	112	49	122	-1.0	-2.0	-1.7
Corea	1.1	-1.6	35	5.6	30	8.8	1	3	14	3.7	1.8	3.2	0.7	-0.3	-1.0	80	104	130	-0.2	-0.5	-1.0
Noruega	-8.4	-2.0	34	8.5	143	-3.3	-7	4	42	1.9	2.0	3.3	-0.8	2.5	18.2	87	130	110	-1.3	-2.2	-1.9
Suecia	-1.2	-1.4	42	5.9	193	-2.0	5	4	54	2.1	0.4	7.8	0.3	-2.0	13.6	85	88	298	-1.2	-2.3	-1.9
Dinamarca	0.1	1.1	48	6.0	185	1.2	10	7	41	1.5	1.5	5.8	-6.3	1.6	31.4	137	89	395	-0.9	-2.4	-1.9
Finlandia	-0.6	-1.0	60	6.0	185	3.1	8	6	92	1.5	1.5	5.8	1.7	-3.1	19.8	67	92	156	-1.4	-2.2	-1.9
Reino Unido	-1.8	-0.2	95	-2.8	374	6.1	12	6	33	2.8	1.9	3.2	-18.2	5.4	2.9	91	106	103	-0.4	-1.6	-1.7
Austria	0.1	0.0	75	3.4	204	3.0	9	6	83	1.5	1.8	4.9	-3.4	2.2	7.3	55	91	141	-1.3	-1.3	-1.8
Francia	-0.3	-0.5	96	-1.7	208	1.1	17	13	61	0.9	1.1	9.9	-2.6	-2.2	17.7	55	153	137	-0.6	-1.4	-1.4
Alemania	2.5	0.3	76	6.7	150	2.0	7	7	60	1.8	1.3	6.6	-7.5	2.1	22.6	57	90	64	-0.8	-1.8	-1.6
Países Bajos	1.2	0.4	76	9.5	305	3.5	12	9	56	0.8	0.8	8.9	-9.9	-2.6	15.8	124	93	115	-1.2	-2.1	-1.8
Bélgica	1.3	1.1	101	-0.9	243	1.4	19	16	60	1.2	1.0	8.6	-2.8	-0.3	26.3	57	197	72	-0.9	-1.6	-1.4
Italia	3.9	2.2	135	1.1	124	1.7	28	26	36	0.7	0.7	12.9	-4.3	-4.3	41.4	45	115	86	-0.5	0.0	-0.4
España	-1.0	2.5	85	1.4	185	1.3	21	14	37	1.1	0.3	25.0	-17.1	-4.6	30.6	77	175	129	0.0	-1.0	-1.0
Irlanda	0.7	0.8	121	4.3	1017	0.6	11	5	66	1.7	0.6	11.4	-23.9	7.4	26.2	102	282	113	-0.9	-1.4	-1.7
Portugal	2.3	1.3	127	0.8	247	0.1	21	17	65	1.2	0.2	15.3	-12.8	-0.9	27.7	86	153	148	-0.7	-0.9	-1.0
Grecia	5.4	1.0	174	1.0	228	-1.3	25	17	80	-0.3	-0.4	27.0	1.4	-7.1	53.7	66	83	112	0.2	0.3	-0.4

\*Indicadores de vulnerabilidad: (1) %PIB, (2) Desviación de la media móvil de 4 años, (3) % de la deuda total, (4)% año a año, (5) % Fuerza laboral total, (6) Créditos sobre depósitos del sistema financiero, (7) Indicadores de gobernanza del Banco Mundial

Sección 3

# Indicadores de vulnerabilidad: Economías emergentes

## Indicadores de vulnerabilidad\* 2014: Países emergentes

Fuente: BBVA Research, Haver, BIS, FMI y Banco Mundial

	Sostenibilidad fiscal			Sostenibilidad exterior			Manejo de liquidez			Datos macroeconómicos			Crédito y vivienda			Deuda privada			Instituciones		
	Balance primario estructural (1)	Dif. Tipo de Interés-Crec. PIB 2013-17	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidades Brutas Fin. (1)	Reservas sobre deuda exterior a c/p (3)	Deuda en manos de no residentes (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempleo (5)	Crecim. del crédito privado sobre PIB (4)	Crecim. precios reales de la vivienda (4)	Crecim. Mercado de valores (4)	crédito hogares (1)	Crédito empresas no financieras (1)	Apalancamiento bancario (6)	Estabilidad política BM (7)	Control de la corrupción BM (7)	Justicia BM (7)
Bulgaria	-0.1	1.9	19	1.9	96	0.2	2	1.5	44	1.7	-0.4	12.4	0.7	-6.5	56.2	23	94	97	-0.3	0.2	0.1
Rep Checa	-0.3	0.1	49	-1.7	55	-6.7	12	8	32	2.6	1.0	7.6	0.6	2.8	4.5	30	49	82	-1.0	-0.2	-1.0
Croacia	-2.8	1.7	70	-0.8	105	-0.4	11	2.3	34	-0.4	0.5	20.8	-2.8	-14.6	-12.4	39	36	106	-0.6	0.0	-0.2
Hungría	1.8	1.6	80	1.6	148	-3.8	20	1.5	63	2.4	0.9	8.8	-4.7	7.9	-1.8	30	90	143	-0.7	-0.3	-0.6
Polonia	-0.2	-0.2	50	-1.3	70	0.8	9	1.2	53	2.9	1.5	12.9	1.0	-1.3	16.0	36	84	103	-1.0	-0.6	-0.7
Rumania	0.4	-0.9	38	-1.4	71	2.4	10	1.9	56	2.6	2.2	5.0	-3.6	-0.8	12.2	21	49	105	-0.1	0.3	0.0
Rusia	0.5	-2.1	15	1.6	39	-5.1	2	5.0	24	0.3	5.9	6.8	6.5	-6.0	-4.8	15	35	120	0.8	1.0	0.8
Turquía	1.2	2.4	35	-5.8	46	0.6	26	1.0	31	1.5	7.9	9.3	9.4	5.3	-18.8	15	37	126	1.2	-0.2	0.0
Argentina	-0.6	-14.6	46	-0.8	31	-27.2	11	1.2	36	-0.5	36.5	8.1	0.9	1.0	88.5	9	--	76	-0.1	0.5	0.7
Brasil	2.0	3.0	69	-3.7	22	-4.3	19	10.9	5	2.0	6.2	5.4	3.8	1.9	-10.5	26	37	133	-0.1	0.1	0.1
Chile	-0.5	0.1	13	-3.7	49	-7.3	1	2.5	17	3.4	3.3	5.7	6.0	5.2	-14.9	32	52	180	-0.3	-1.6	-1.4
Colombia	0.1	-0.1	36	-3.3	24	-4.7	4	3.8	30	4.7	3.4	9.5	2.6	8.3	-2.2	17	25	180	1.4	0.4	0.4
México	-1.4	-0.1	48	-1.6	30	2.4	10	2.3	37	2.5	3.7	5.1	2.6	1.3	-6.8	16	29	76	0.7	0.4	0.6
Perú	0.5	-2.2	19	-5.1	31	7.2	1	10.8	60	5.2	3.0	5.9	3.5	14.4	-28.0	12	22	89	0.9	0.4	0.6
China	-0.4	-6.3	56	2.2	7	6.1	6	6.4	...	7.2	2.6	4.0	10.1	6.7	-19.1	34	85	160	0.5	0.5	0.5
India	-3.3	-4.0	68	-2.4	21	-8.1	12	3.0	8	5.2	8.5	11.8	-0.9	-9.4	18.8	10	44	79	1.2	0.6	0.1
Indonesia	-0.9	-4.1	27	-2.7	27	-8.6	4	2.0	59	5.4	6.3	6.0	0.5	1.7	-3.5	18	18	95	0.6	0.7	0.6
Malasia	-2.1	-2.1	57	4.1	38	-0.9	10	2.7	30	5.2	3.3	3.1	2.8	4.9	10.6	96	--	91	0.0	-0.3	-0.5
Filipinas	0.5	-2.1	39	4.0	20	2.5	8	9.2	...	6.5	4.4	7.5	2.4	13.6	-6.1	2	29	57	1.2	0.6	0.5
Tailandia	-2.5	-4.4	48	2.7	38	0.8	9	2.2	13	2.5	2.3	0.4	-9.8	3.0	-11.8	72	53	99	1.2	0.3	0.2

\*Indicadores de vulnerabilidad: (1) %PIB, (2) Desviación de la media móvil de 4 años, (3) % de la deuda total, (4)% año a año, (5) % Fuerza laboral total, (6) Créditos sobre depósitos del sistema financiero, (7) Indicadores de gobernanza del Banco Mundial

## Anexo

# Metodología: indicadores y mapas

- **Mapa de estrés financiero:** Señala los niveles de estrés respecto a los movimientos de series temporales normalizados. Las unidades estándar positivas más altas (1,5 o superiores) señalan altos niveles de estrés (azul oscuro), y las desviaciones estándar más bajas (-1,5 o inferiores) indican niveles más bajos de estrés del mercado (colores más claros)
- **Índice de rating soberano:** Índice que traduce los códigos de letras de las tres agencias importantes (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) a posiciones numéricas desde 20 (AAA) hasta impago (0) . El índice muestra la media de los tres ratings numéricos
- **Mapa de CDS soberanos:** Mapa de colores con 6 rangos de cotización de CDS (más oscuro >500 p.b., 300 a 500, 200 a 300, 100 a 200, 50 a 100 p.b. y más claro por debajo de 50 p.b.)
- **Mapa de presión de ratings implícitos:** El mapa muestra la diferencia entre el índice de ratings actuales (ordenados numéricamente desde impago (0) hasta AAA (20)) y los ratings implícitos en los CDS. Calculamos probabilidades implícitas de impago (PD) a partir de los CDS observados y el diferencial de equilibrio estimado. Para el cómputo de estos PD seguimos una metodología estándar como la descrita en Chan-Lau (2006) y asumimos una pérdida en caso de impago constante de 60% (tasa de recuperación igual a 40%) para todos los países de la muestra. Analizamos por grupos las PD obtenidas para clasificar cada país en cada momento del tiempo en una de 20 categorías distintas (ratings) equivalente a las mismas 20 categorías utilizadas por las agencias de calificación. El mapa y la gráfica muestran la diferencia entre el índice de rating soberano y el rating implícito del CDS en categorías. Una mayor diferencia positiva indica presiones bajistas sobre el rating y diferencias negativas indican un potencial alcista. Consideramos un rango de +- 3 categorías como neutral
- **Radars de Vulnerabilidad & mapa de umbrales de riesgo:**
  - Un **Radar de Vulnerabilidad** muestra la vulnerabilidad de varios países de forma estática. Para ello usamos diferentes dimensiones de vulnerabilidad, cada una compuesta por tres indicadores. Las dimensiones incluidas son: macroeconomía, fiscal, liquidez, sector exterior, exceso de crédito y activos, balances del sector privado y la dimensión institucional. Una vez recopilados los datos los países se reordenan de acuerdo al percentil que ocupan en relación a su grupo (desarrollados o emergentes), partiendo desde 0 (el valor más bajo entre el grupo) hasta 1 (máxima vulnerabilidad). Las posiciones interiores (más cercanas a 0) en el radar muestran un nivel de vulnerabilidad bajo mientras que las más alejadas del centro (cercanas a 1) representan una mayor vulnerabilidad. Además se comparan las posiciones del país con el umbral de riesgo (línea roja), calculado en base a nuestro propio análisis o tomando como fuente otra literatura empírica
  - **Distancia al mapa de riesgo:** Sintetiza en un mapa de colores la vulnerabilidad mostrada en los radares, Los colores más oscuros representan indicadores por encima de los umbrales de riesgo (desarrollado o emergente). Los colores más claros representan valores más seguros en el sentido de que se encuentran más alejados del umbral. Las dimensiones son la media de los tres indicadores que componen cada una de ellas

Anexo

# Metodología : Indicadores y Mapas

**Tabla Umbrales de Riesgo**

Dimensiones de vulnerabilidad	Umbral de riesgo países desarrollados	Umbral de riesgo países emergentes	Dirección del riesgo	Fuente
<b>Macroeconómica</b>				
PIB	1.5	3.0	Más bajo	BBVA Research
Inflación	4.0	10.0	Más alto	BBVA Research
Desempleo	10.0	10.0	Más alto	BBVA Research
<b>Vulnerabilidad Fiscal</b>				
Déficit ajustado por el ciclo ("Déficit estructural")	-4.2	-0.5	Más bajo	Baldacci et Al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Diferencial esperado tipos de interés-crecim. PIB a 5 años vista	3.6	1.1	Más alto	Baldacci et Al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Deuda pública bruta	73.0	43.0	Más alto	Baldacci et Al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
<b>Problemas de liquidez</b>				
Necesidades de financiación brutas	17.0	21.0	Más alto	Baldacci et Al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Deuda en manos de no residentes	84.0	40.0	Más alto	Baldacci et Al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/101
Presión de deuda a corto plazo				
Deuda pública a c/p % de la deuda pública total (Desarrollados)	9.1		Más alto	Baldacci et Al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Reservas sobre deuda a corto plazo (Emergentes)		0.6	Más bajo	Baldacci et Al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
<b>Vulnerabilidad Externa</b>				
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	4.0	6.0	Más bajo	BBVA Research
Deuda Externa(% PIB)	200.0	60.0	Más alto	BBVA Research
Tipo de cambio real (Desviación de la media móvil de 4 años)	5.0	10.0	Más alto	Comisión UE (2012) y BBVA Research
<b>Balances del sector privado</b>				
Deuda hogares (% PIB)	84.0	84.0	Más alto	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & Comisión UE (2012)
Deuda empresas no financieras (% PIB)	90.0	90.0	Más alto	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & Comisión UE (2012)
Apalancamiento bancario (Crédito/Depósitos)	130.0	130.0	Más alto	Comisión UE (2012) y BBVA Research
<b>Crédito y Activos</b>				
Crédito privado sobre PIB (cambio anual)	8.0	8.0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
Crecimiento de los precios reales de la vivienda (% a/a)	8.0	8.0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
Crecimiento de los mercados de valores (% a/a)	20.0	20.0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
<b>Instituciones</b>				
Estabilidad política	0.2 (percentil 9)	-1.0 (percentil 8)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Control de la corrupción	0.6 (percentil 9)	-0.7 (percentil 8)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Justicia	0.6 (percentil 8)	-0.6 (percentil 8)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial

## Anexo

# Metodología: Indicadores y Mapas

- **Metodología de los ratings soberanos de BBVA Research:** Elaboramos nuestros ratings soberanos tomando la media de cuatro modelos de ratings desarrollados por BBVA Research:
  - **Modelo de panel CDS de equilibrio:** Este modelo estima los niveles actuales y realiza previsiones de los niveles de equilibrio de los CDS para 40 países tanto desarrollados como emergentes. Los CDS de equilibrio a largo plazo son el resultado de cuatro modelos de panel diferentes. La media de los cuatro se transforma en un rating soberano de acuerdo a una escala que va de 1 a 20. Los CDS de equilibrio se calculan de acuerdo a una media ponderada (35% para el modelo lineal y el cuadrático, 15% para cada uno de los modelos con expectativas para introducir el problema de incertidumbre). Además se incluye un intervalo de confianza ( $\pm 0.5$  desviaciones típicas) para el rating final. Los modelos son los siguientes:
    - **Modelo lineal (35%):** Modelos de datos de panel con efectos fijos que incluye la aversión global al riesgo, crecimiento del PIB, inflación, deuda pública y un índice institucional para economías desarrolladas, además de deuda externa y el ratio reservas sobre importaciones para economías emergentes
    - **Modelo cuadrático (35%):** Es similar al modelo de panel lineal pero incluyendo un término cuadrático para la deuda pública (desarrollados y emergentes) y deuda externa (emergentes)
    - **Modelo con expectativas (15%):** Es similar al modelo de panel lineal pero incluyendo el valor esperado de la deuda pública y externa a un año
    - **Modelo con expectativas cuadráticas(15%):** Es similar al modelo con expectativas pero incluyendo un término cuadrático para el valor esperado de la deuda pública y externa
  - **Modelo de datos de panel en Probit ordenado de ratings soberanos con efectos fijos:** El modelo calcula un índice de ratings soberanos (un índice de escala numérica de 0 a 20 de las tres agencias de rating soberano) mediante técnicas de datos de panel en Probit ordenado. Este modelo tiene en cuenta ratios de sostenibilidad de stock y flujos fundamentales idiosincráticos que permiten efectos fijos, incluyendo así efectos idiosincráticos específicos de países
  - **Modelo de datos de panel en Probit ordenado de ratings soberanos sin efectos fijos:** El modelo calcula un índice de ratings soberanos (un índice de escala numérica de 0 a 20 de las tres agencias de rating soberano) mediante técnicas de datos de panel en Probit ordenado. Este modelo tiene en cuenta ratios de sostenibilidad de stocks y flujos fundamentales idiosincráticos sin incluir efectos fijos, por lo que todos los países se tratan de forma simétrica sin incluir los efectos fijos a largos plazos específicos de países
  - **Modelos OLS (Ordinary Least Squares) individuales de rating soberano:** Estos modelos calculan el índice de ratings soberanos (un índice de escala numérica de 0 a 20 de las tres agencias de rating soberano) individualmente. Además, se estiman parámetros de distintos indicadores de vulnerabilidad teniendo en cuenta la historia del país con independencia del resto de los países

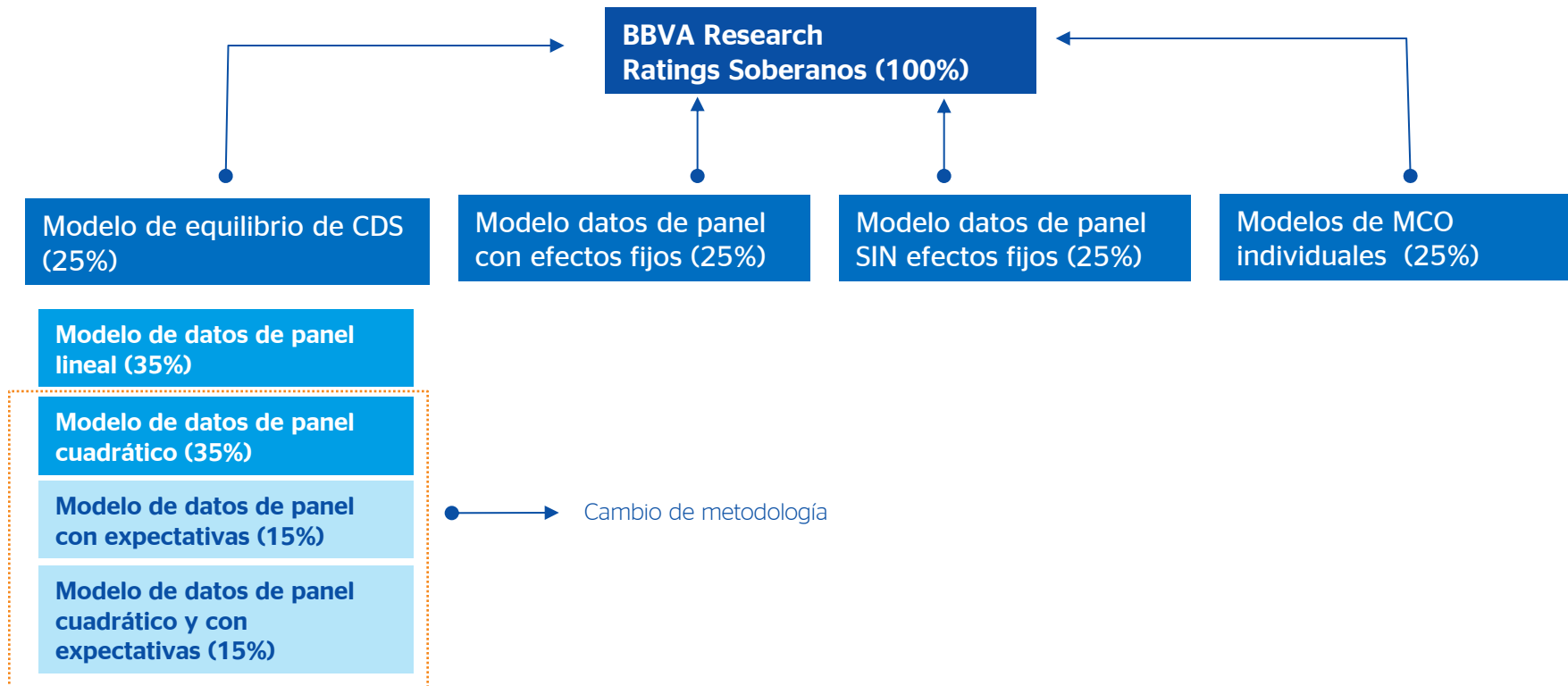


Anexo

# Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

## Diagrama con metodología de estimación de ratings soberanos de BBVA Research

Fuente: BBVA Research



## 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 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.

## Este informe ha sido elaborado por la unidad de Análisis Transversal Economías Emergentes

---

*Economista Jefe, Economías Emergentes*

**Alicia García-Herrero**

+852 2582 3281

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

*Economista Jefe,*

*Análisis Transversal de Economías Emergentes*

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

+34 630 144 485

alvaro.ortiz@bbva.com

**Gonzalo de Cadenas**

+34 606 001 949

gonzalo.decadenas@bbva.com

**David Martínez**

+34 690 845 429

dmartinez@bbva.com

**Alfonso Ugarte**

+ 34 91 537 37 35

**Rodrigo Falbo**

Rodrigo.falbo@bbva.com

Con la colaboración de:

**Carrie Liu**

carrie.liu@bbva.com

**Edward Wu**

edward.wu@bbva.com

## BBVA Research

### *Economista Jefe del Grupo*

**Jorge Sicilia**

#### *Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal de Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

México

**Carlos Serrano**

carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam

**Juan Ruíz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**

hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo.lopez@bbva.com

#### *Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

#### *Áreas Globales:*

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

#### *Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

**José Carlos Pardo**

josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

**Matías Viola**

matias.viola@bbva.com

### Interesados dirigirse a:

#### BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel. + 34 91 374 60 00 y+ 34 91 537 70 00

Fax. +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com

#### BBVA Research Asia

43/F Two International Finance Centre

8 Finance Street Central

Hong Kong

Tel: +852 2582 3111

E-mail: research.emergingmarkets@bbva.com.hk