

BBVA Research

# Informe de Riesgo País

Informe Trimestral de Riesgo País - Junio 2015

Unidad de Análisis Transversal de Mercados Emergentes



# Informe de Riesgo País

## Resumen

### Mercados financieros, aversión global al riesgo y flujos de capital

- Los mercados financieros se encuentran en una situación de calma tensa. Las tensiones financieras y la aversión al riesgo global experimentaron pocos cambios durante el trimestre, aunque se acumulan las tensiones en los tipos de cambio y de interés.
- Los riesgos geopolíticos continúan a pesar de ser ignorados por los mercados
- Los flujos de capital disminuyen por debajo de su tendencia de largo plazo. La reasignación de carteras continúa, pero de forma diferenciada y leve.

### Actualización de mercados de deuda soberana y ratings

- En línea con la evolución de los mercados financieros, los diferenciales de CDS soberanos apenas se movieron en los últimos meses, con la excepción de Rusia, cuyo CDS mejoró notablemente.
- Baja actividad de las agencias de calificación. Japón y Grecia han sido rebajados.
- A pesar de todo, la presión del mercado para una nueva rebaja en Rusia continúa, al igual que para China y Brasil. España e Irlanda siguen cotizando una posible mejora.

### Nuestra valoración del riesgo país

- Una política más pesimista de los grandes bancos centrales ha traído cierta estabilidad a los mercados financieros y las agencias de calificación. Sin embargo, esto podría estar generando nuevos riesgos
- Todavía hay preguntas clave por resolver: Grecia, la trayectoria de salida de la FED y las tensiones geopolíticas.
- La alta deuda pública local de China y la disminución de los precios de vivienda (una de las fuentes de ingresos para los gobiernos locales) deben ser controlados.

# Informe de Riesgo País

## 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**
- 4. Geopolítica y riesgo de inestabilidad social**

### Anexo

- Metodología

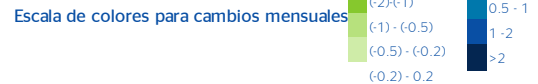
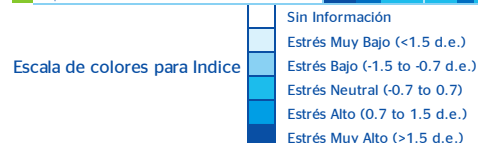
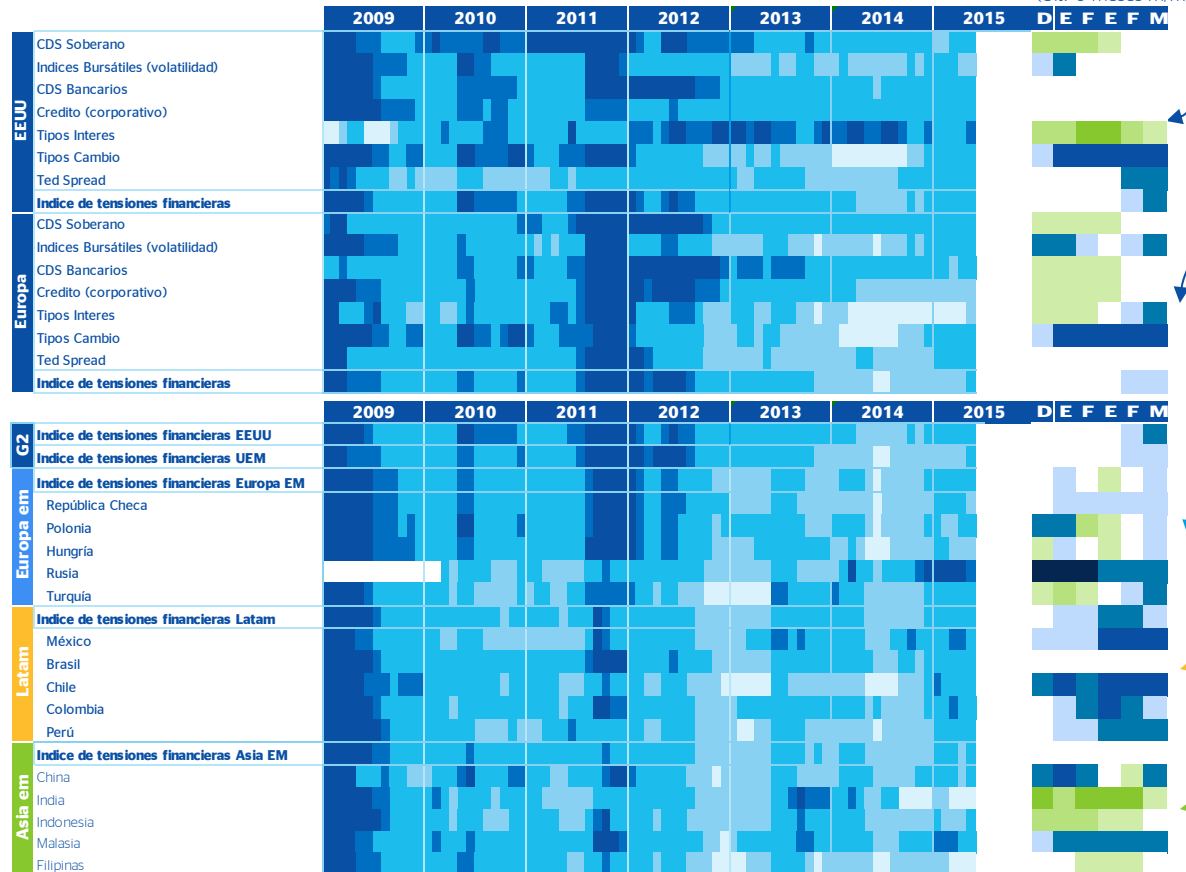
# Informe de Riesgo País

Mercados financieros, aversión global al riesgo y flujos de capital

## Aumento general, pero leve, de las tensiones financieras

### Mapa de Estrés Financiero

Fuente: BBVA Research



Aumento en las tensiones en los tipos de interés y tipos de cambio en EE.UU. (aunque menores que hace un año).

Algunas tensiones en los mercados de renta variable y tipos de interés están empezando a aumentar en Europa, lo que se suma a la tensión existente en los tipos de cambio.

Las tensiones en Rusia parecen estar disminuyendo ligeramente. Evolución mixta en el resto de Europa EM.

Algunas presiones continúan afectando a México, Chile y Colombia. El estrés financiero en Brasil es alto pero estable.

Señales mixtas y volátiles procedentes de Malasia y China. Disminución de las tensiones en el resto de la región..



# Informe de Riesgo País

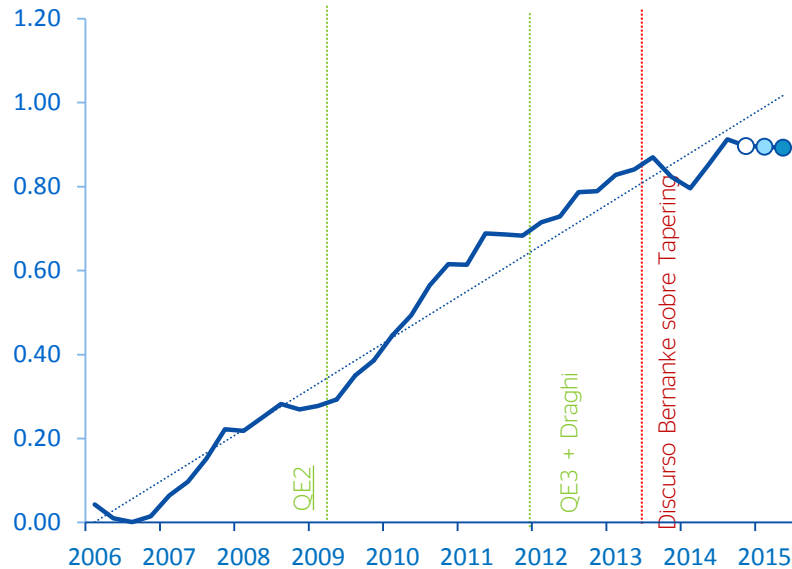
Mercados financieros, aversión global al riesgo y flujos de capital

## Flujos de cartera reaccionan a los mensajes de la FED

### BBVA Flujos de cartera netos acumulados a MEs (BdP)

(Flujos de Cartera sobre total de activos acumulados desde 2005)

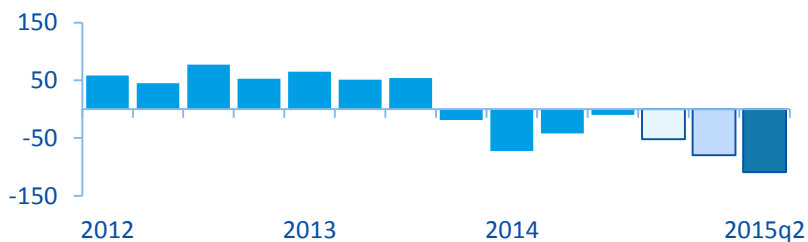
Fuente: BBVA Research & IFS



- Nuevas estimaciones y datos oficiales reiteran evidencia del efecto de la normalización de la FED sobre los flujos de cartera también en 4Q 14 (est.)
- Se mantiene el ajuste de flujos a Mes (est.) (USD895bn en 1Q15 ó -USD1.4bn vs. 4Q14)
- El ajuste continuará en 2Q15 (now-cast) (-USD3.0bn vs 1Q15)

### Estimación de Desequilibrios según datos de BdP

(BOP datos oficiales desviaciones de la tendencia de largo plazo en US\$ bn)



**El desajuste se sitúa ahora en por debajo de 100 \$Bn bajo la tendencia de largo plazo (101 US bn in 2Q-2015)**

# Informe de Riesgo País

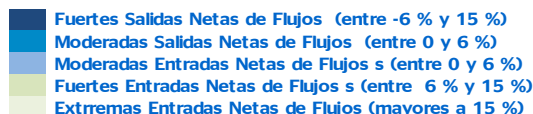
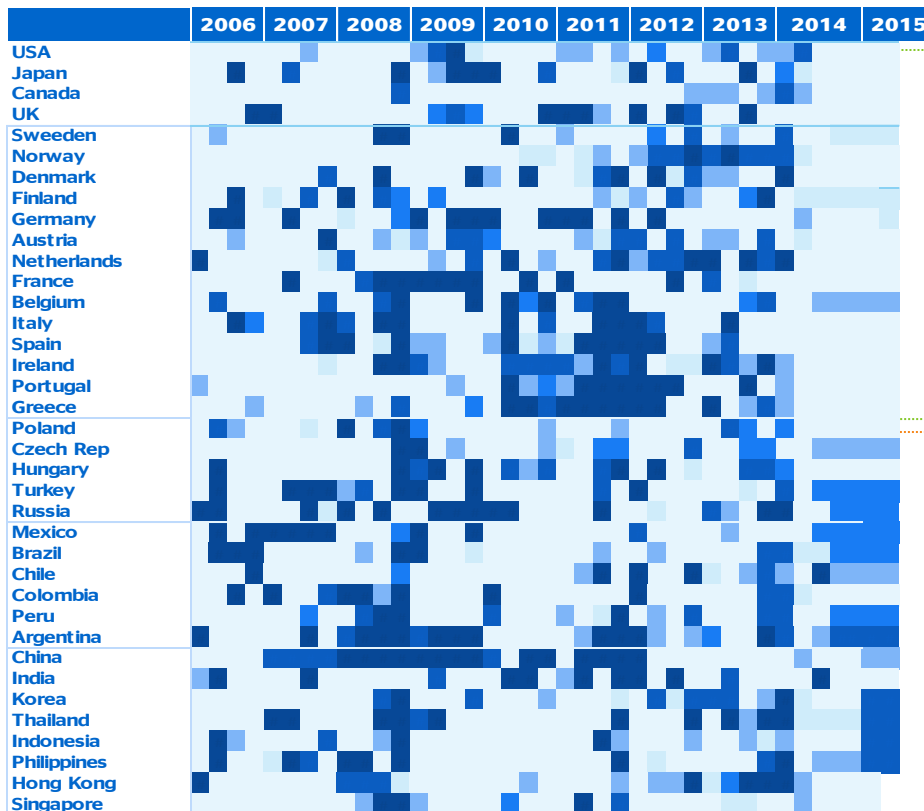
Mercados financieros, aversión global al riesgo y flujos de capital

## La reasignación continúa, Europa EM. & L.América los más afectados

### Actualización de flujos de cartera según BdP

(Datos oficiales de Balanza de Pagos y Estimaciones Propias)

Actualizado el 3 de Junio de 2015, Fuente: BBVA Research



- Se mantiene la rotación de carteras desde Desarrollados a Emergentes, pero se modera frente al trimestre anterior
- Continúa la discriminación en la relocalización de flujos. Factores globales (como la normalización de la política monetaria de la FED) dominan en Latinoamérica y Asia, y factores idiosincráticos, dominan en Europa Emergente
- Políticas divergentes: El BCE comprometido con el programa de compras (60 MM \$ mensuales en renta fija corporativa y soberana). Los efectos de la política de la FED dominarán globalmente aunque el ímpetu del efecto de la Fed será menor de lo inicialmente previsto
- Continuamos avistando un **impacto neto negativo en los flujos de capital a MEs** derivado de las políticas monetarias globales, aunque más tamizado que anteriormente.

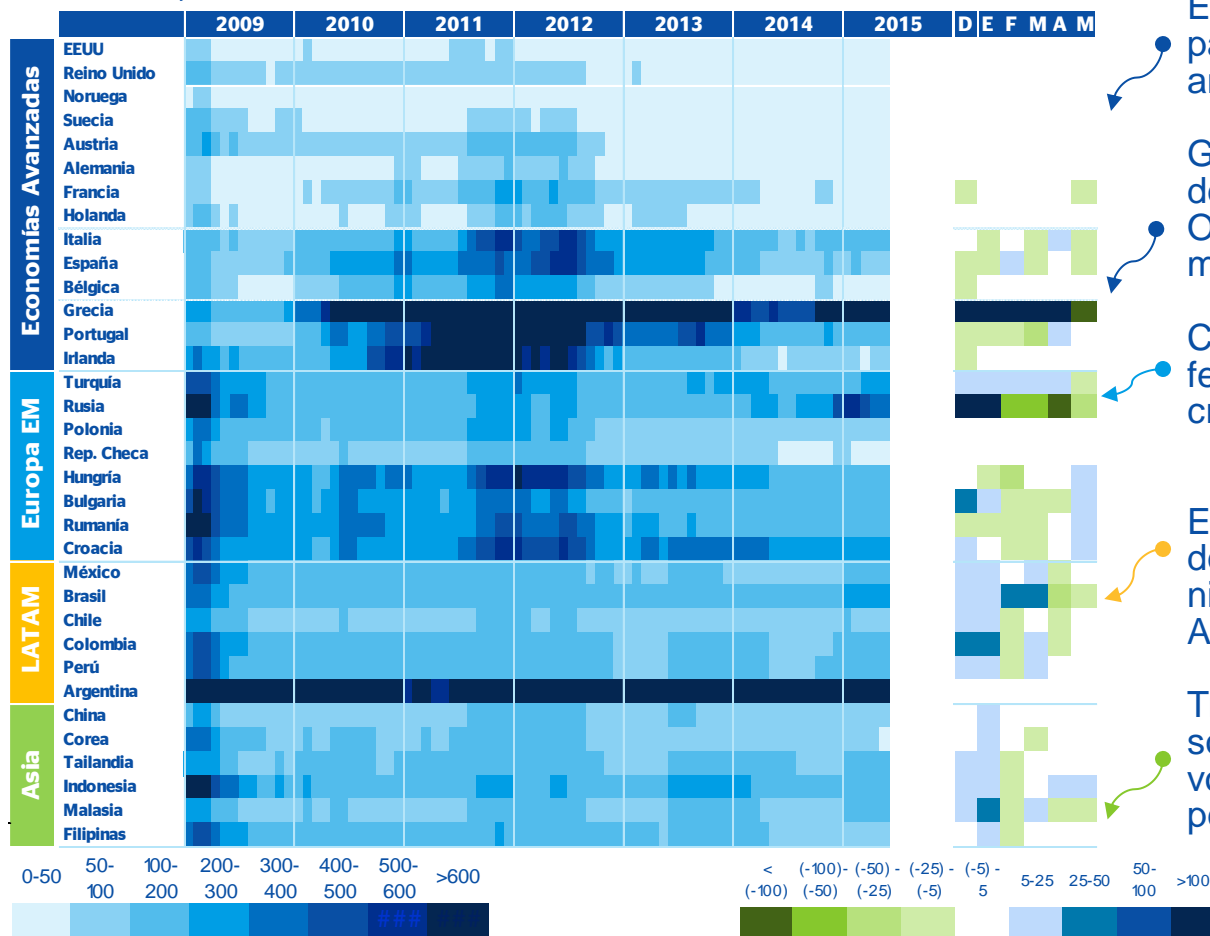
Q4-14: Estimation and Nowcast of BoP Data Using BBVA DFM/FAVAR  
 Q2-15: Forecasting of BoP Data Using BBVA DFM/FAVAR

# Informe de Riesgo País

## Actualización de mercados y ratings soberanos: CDS soberanos Estabilidad general en los CDS soberanos. Buen desempeño de Rusia

### Diferenciales de CDS soberanos

Fuente: Datastream y BBVA Research



En esencia, sin cambios en los CDS de los países más avanzados en los últimos dos años.

Grecia ha vuelto a niveles no observados desde la reestructuración de su deuda en 2012. Otros países de la periferia estables o mejorando.

CDS de Rusia mejorando rápidamente desde febrero. CDS de Turquía en una tendencia creciente durante todo un año.

El spread de Brasil mejora tras la fuerte subida del trimestre anterior, pero aún se encuentra en niveles altos. Otros diferenciales soberanos en América Latina también están mejorando.

Trimestre de tranquilidad en los CDS soberanos asiáticos después de cierta volatilidad anterior. Tailandia y Malasia, los de peor desempeño a lo largo del año.



# Informe de Riesgo País

## Actualización de mercados y ratings soberanos

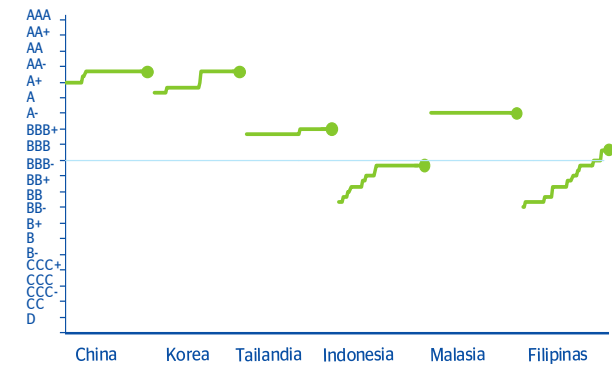
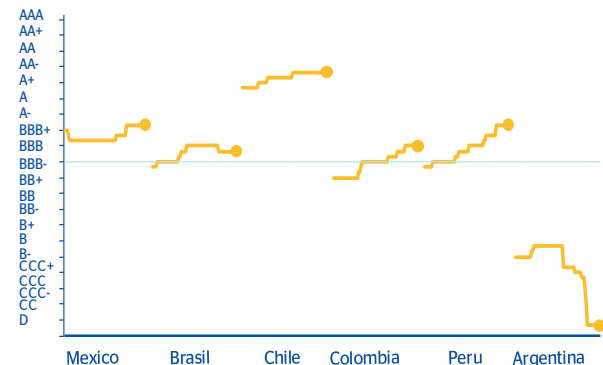
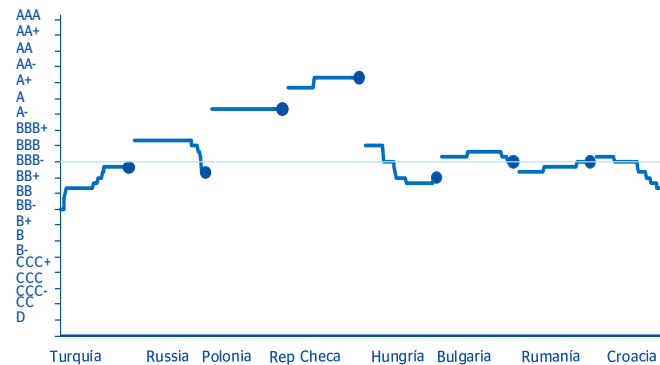
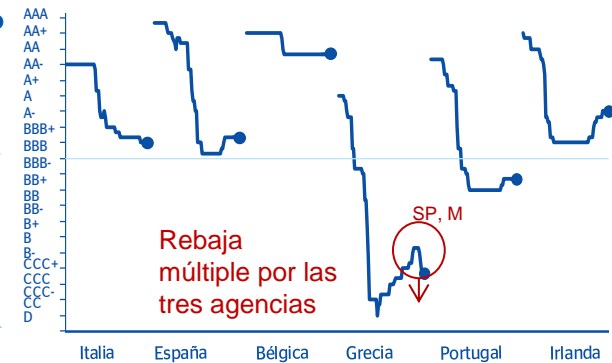
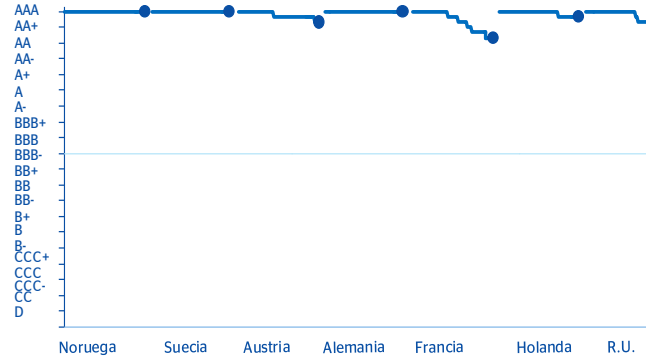
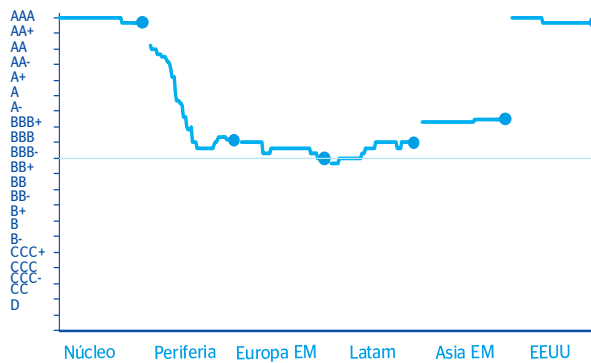
### Rebaja de Japón. Grecia retrocede aún más

### Índice de rating soberano 2008-2015

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

▲ Aumento ▼ Rebaja

SP: Standard & Poor's M: Moody's F: 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





# Informe de Riesgo País

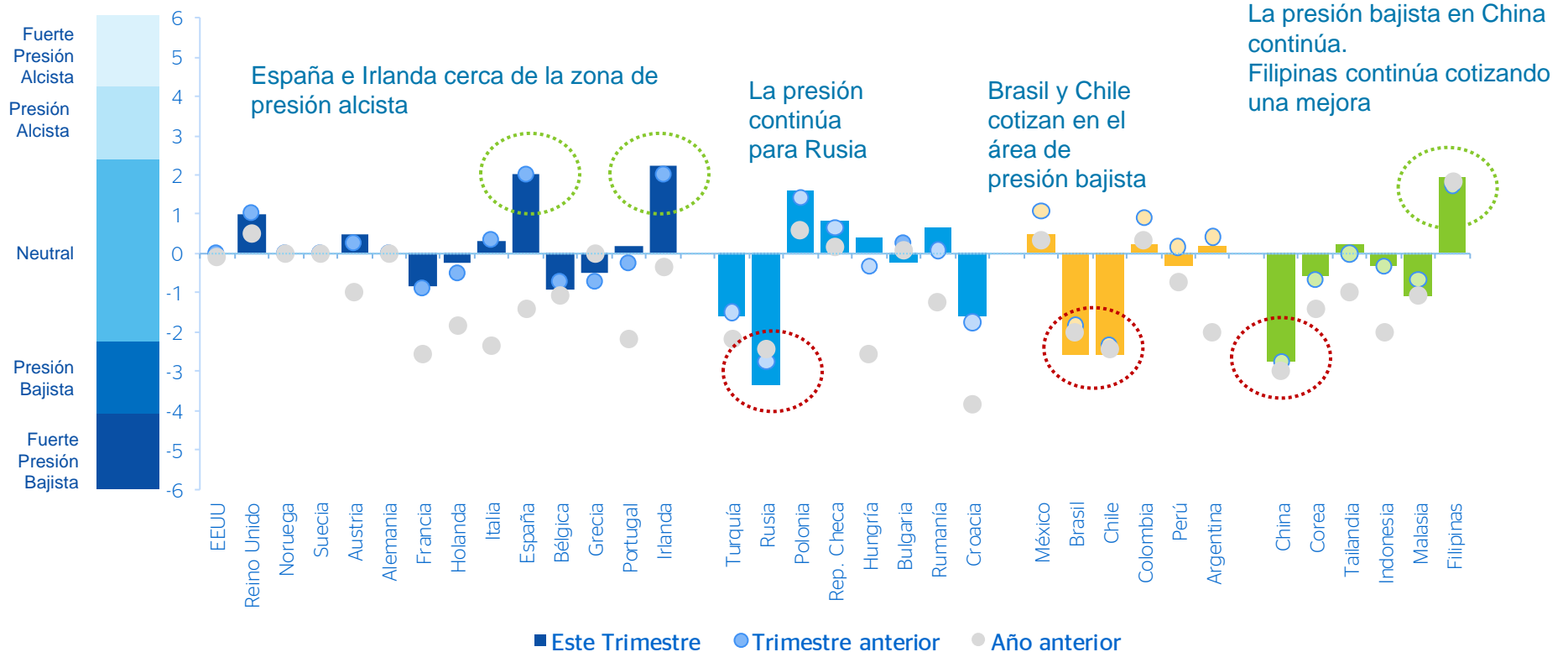
## Actualización de mercados y ratings soberanos

### España e Irlanda cotizan subidas. Aumenta la presión para Brasil

#### Brecha de presión bajista de las agencias de rating (Mayo 2015)

(rating implícito en los CDS menos rating soberano real, 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.



# Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo por regiones

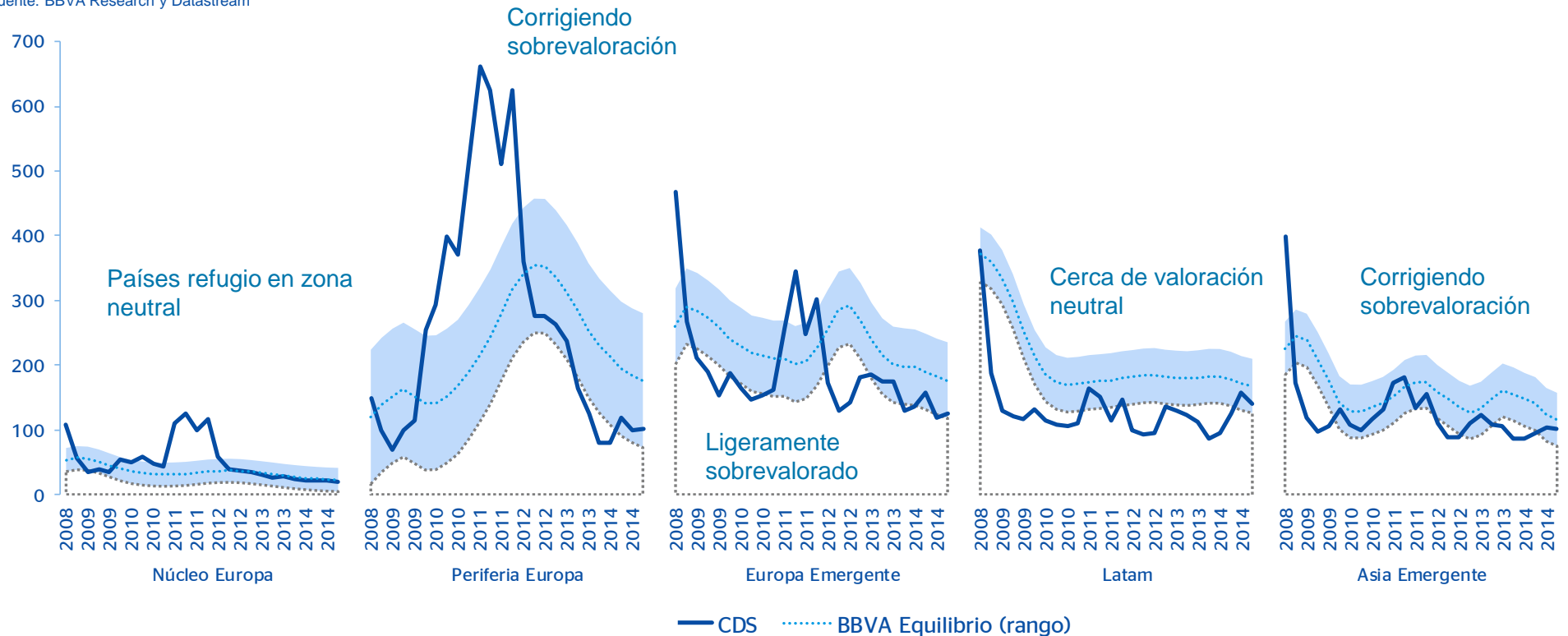
## La mayoría de las regiones se encuentran algo sobrevaloradas, aunque no muy lejos del equilibrio

### CDS y diferenciales de riesgo de equilibrio

(equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas)

\*Periferia Europa excluye Grecia

Fuente: BBVA Research y Datastream





# Informe de Riesgo País

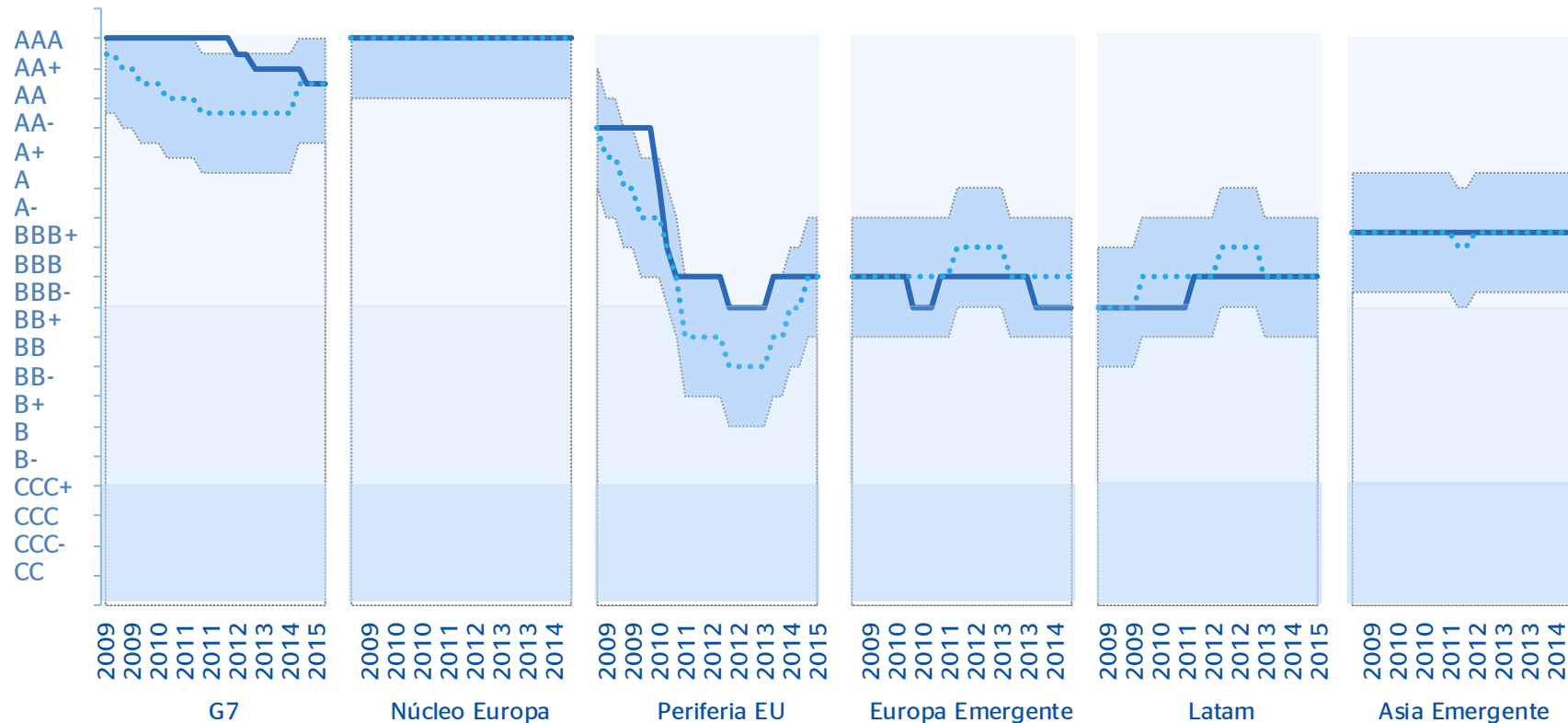
Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo por regiones

## A nivel regional, la perspectiva de calificaciones parece bastante estable

### Rating soberano de agencias vs. BBVA Research

(Rating de agencias y de BBVA Research +/-1 desv. est.)

Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch and BBVA Research



— Rating Agencias    ..... BBVA-Research

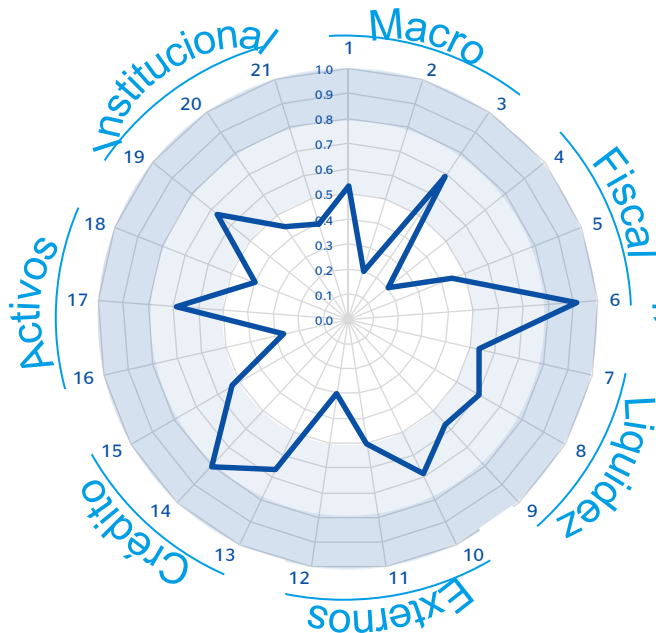
# Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo  
**La vulnerabilidad fiscal, el endeudamiento privado y los riesgos externos continúan elevados**

## Economías Avanzadas: radar de vulnerabilidad 2015

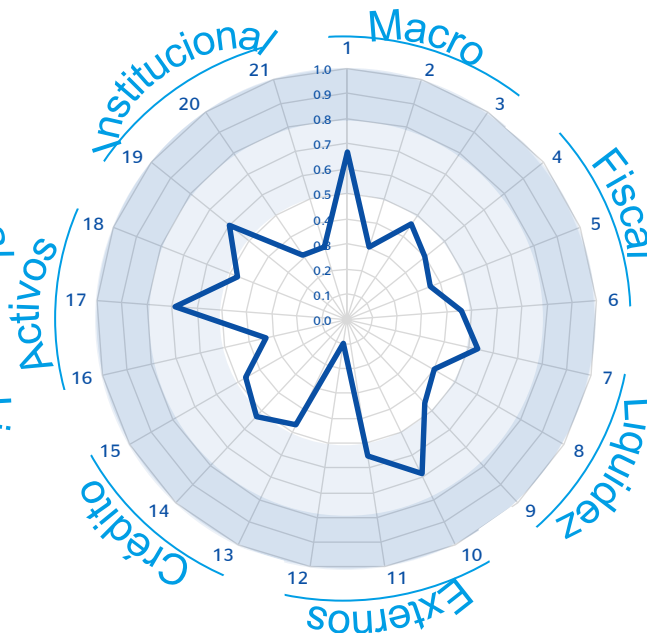
(posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)  
 Fuente: BBVA Research

### G7



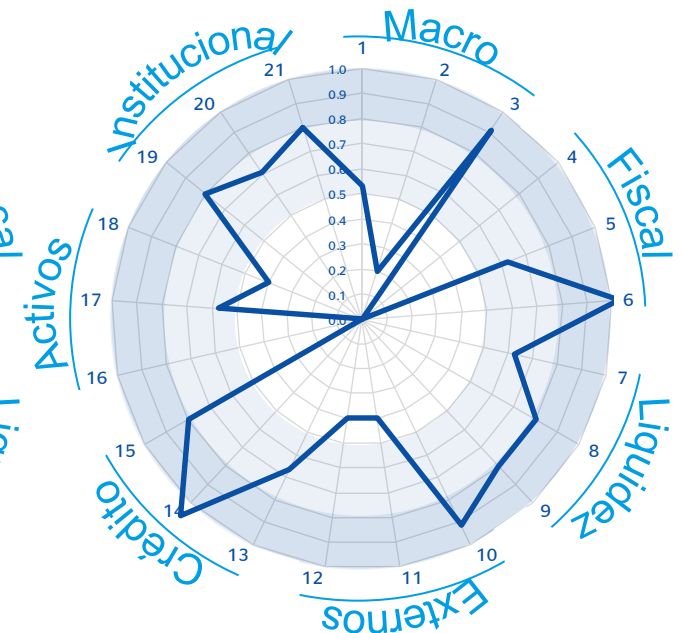
La deuda pública y corporativa continúan como principales vulnerabilidades

### Núcleo Europa



La mayoría de vulnerabilidades bajo control. La vulnerabilidad por los precios de la vivienda aumenta

### Europa Periférica



El desempleo, la deuda pública y la deuda corporativa todavía en niveles preocupantes.

- Riesgo Alto
- Riesgo Moderado
- Riesgo Bajo

**Macro:** (1) PIB (%a/a) (2) IPC (% a/a) (3) Desempleo (%)

**Fiscal:** (4) Déficit Ajustado Ciclo (%PIB) (5) Dif. Tipo Interés – Crec. PIB 2014-19 (6) Deuda Pública (% PIB)

**Liquidez:** (7) Deuda Manos No Residentes (%total) (8) Necesidades Fin. (%PIB) (9) Presiones Deuda C/P (% PIB)

**Externos:** (10) Deuda Externa (%PIB) (11) Tipo de cambio real (%a/a) (12) Déficit Cuenta Corriente (% PIB)

**Crédito:** (13) Hogares (%PIB) (14) Empresas No Fin. (%PIB) (15) Crédito/Depósitos (%)

**Activos:** (16) Crédito Privado / PIB (%a/a) (17) Precio Real Vivienda (%a/a) (18) Mercado Valores (%)

**Institucional:** (19) Estabilidad Política (20) Corrupción (21) Justicia

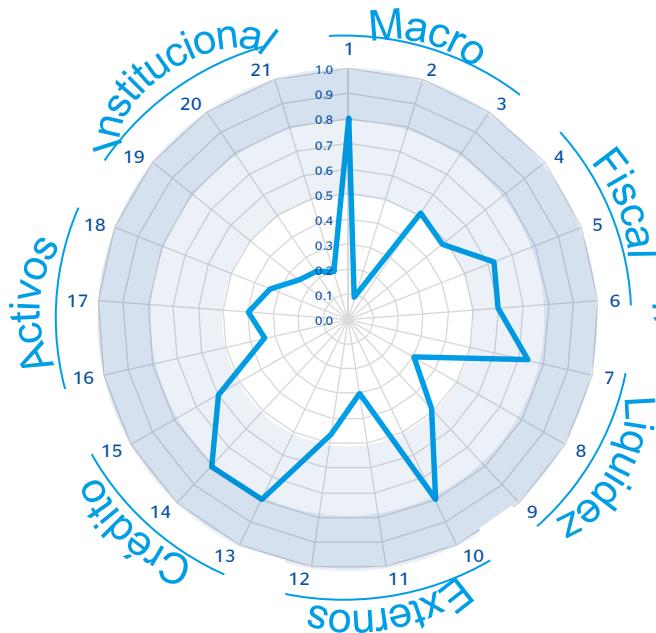
# Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo  
**La vulnerabilidad de Europa EM elevada pero mejorando.**  
**Preocupación por vulnerabilidad externa en LatAm y fiscal en Asia**

## Economías Emergentes: radar de vulnerabilidad 2015

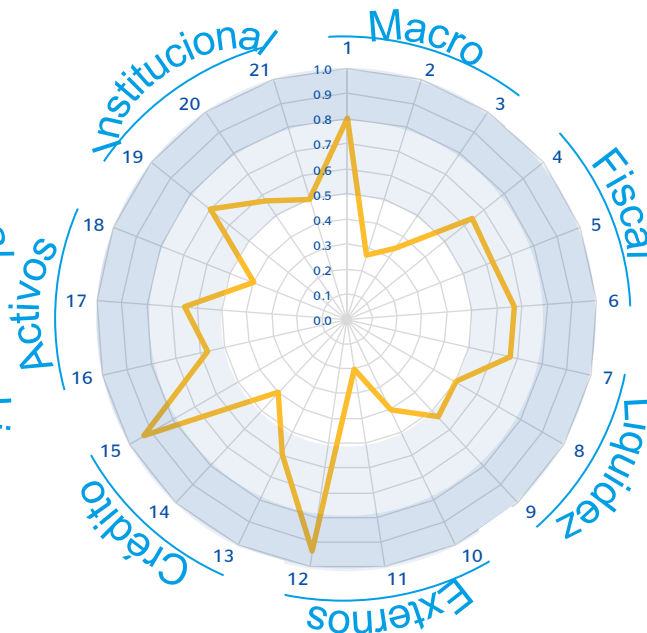
posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)  
 Fuente: BBVA Research

### Europa Emergente



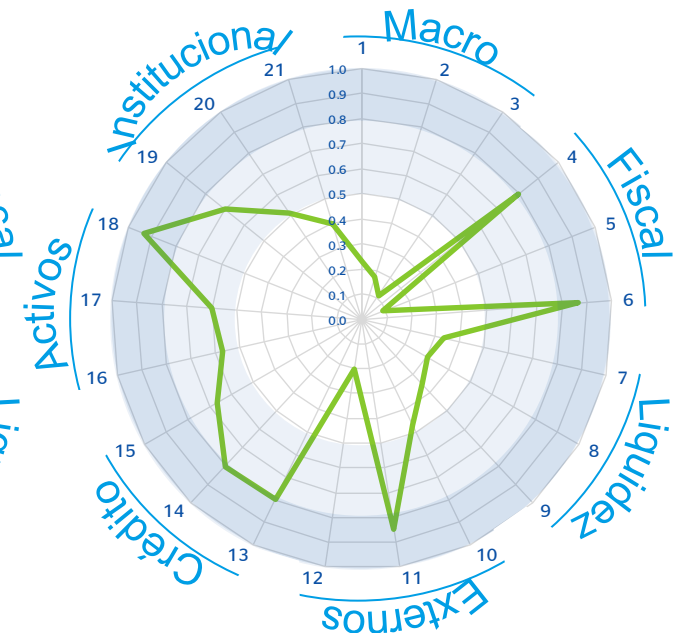
Se reduce la vulnerabilidad externa en comparación a años anteriores

### Latinoamérica



El déficit por cuenta corriente y el ratio de crédito a depósitos en niveles de alta vulnerabilidad.

### Asia Emergente



El crecimiento del mercado de valores debe ser vigilado. El deterioro de los balances y la deuda pública elevada aumentan la vulnerabilidad fiscal

- Riesgo Alto
- Riesgo Moderado
- Riesgo Bajo

**Macro:** (1) PIB (%a/a) (2) IPC (% a/a) (3) Desempleo (%)  
**Fiscal:** (4) Déficit Ajustado Ciclo (%PIB) (5) Dif. Tipo Interés – Crec. PIB 2014-19 (6) Deuda Pública (% PIB)  
**Liquidez:** (7) Deuda Manos No Residentes (%total) (8) Necesidades Fin. (%PIB) (9) Presiones Deuda C/P (% PIB)  
**Externos:** (10) Deuda Externa (%PIB) (11) Tipo de cambio real (%a/a) (12) Déficit Cuenta Corriente (% PIB)  
**Crédito:** (13) Hogares (%PIB) (14) Empresas No Fin. (%PIB) (15) Crédito/Depósitos (%)  
**Activos:** (16) Crédito Privado / PIB (%a/a) (17) Precio Real Vivienda (%a/a) (18) Mercado Valores (%)  
**Institucional:** (19) Estabilidad Política (20) Corrupción (21) Justicia

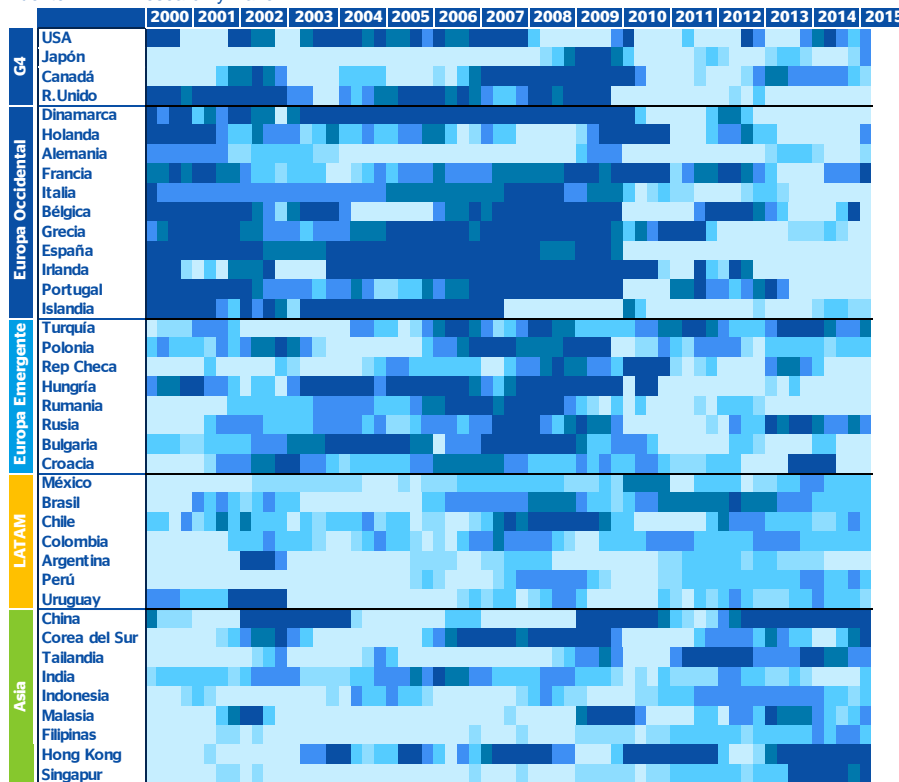
# Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo  
**Crecimiento del crédito lento o moderado en la mayoría de regiones. China y Hong Kong siguen apalancándose**

## Mapa de crédito al sector privado (2000-2015 T1)

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

Fuente: BBVA Research y Haver



Boom: Crecimiento Crédito/PIB mayor 7%  
 Crecimiento excesivo: Crecimiento Crédito/PIB entre 5% y 7%  
 Crecimiento Elevado: Crecimiento Crédito/PIB entre 3% y 5%  
 Crecimiento Moderado: Crecimiento Crédito/PIB entre 1% y 3%  
 Estancamiento: Crecimiento Crédito/PIB entre 0% y 1%  
 Desapalancamiento: Contracción Crédito/PIB  
 ... No disponible

## Crecimiento T/T

Últ. 4 trimestres hasta T1-2015



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%

Crecimiento del crédito moderado en EEUU y algo más elevado en Japón. Desapalancamiento en R.U. y Canadá

Pocos cambios en Europa Periférica. Francia, Bélgica y Holanda con algunas señales de sobrecalentamiento.

El apalancamiento privado de Turquía se acelera nuevamente. Por el contrario, en Rusia disminuye.

Apalancamiento estable o crecimiento moderado en América Latina.

China, Singapur y Hong Kong continúan aumentando su apalancamiento rápidamente.

# Informe de Riesgo País

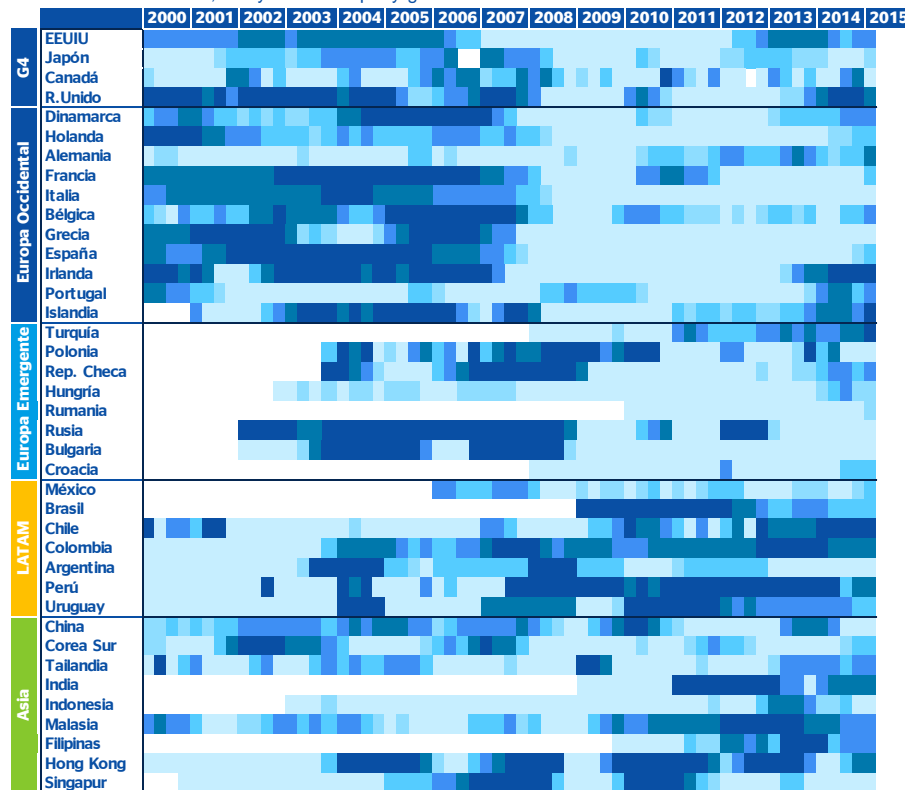
Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

## Fuerte crecimiento real de los precios de la vivienda en Europa. La corrección continúa en China, aunque no en Hong Kong

### Mapa de precios reales de la vivienda (2000-2015 T1)

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

Fuente: BBVA Research, BIS y Global Property guide



Crecimiento T/T  
Últ. 4 trimestres  
hasta T1-2015



**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 > 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%

Rápido crecimiento de precios en EEUU y Reino Unido, mientras caen en Canadá y se mantienen estables en Japón.

Fuerte crecimiento real de los precios en muchos países Europeos. En España empiezan a ganar terreno en términos reales.

Turquía, Polonia, Hungría y Rumanía creciendo rápidamente.

Crecimiento en Chile continúa pero a menor ritmo. México acelera su ritmo.

La corrección de China continúa pero se desacelera. El crecimiento sigue siendo fuerte en Hong Kong e India.



# Informe de Riesgo País

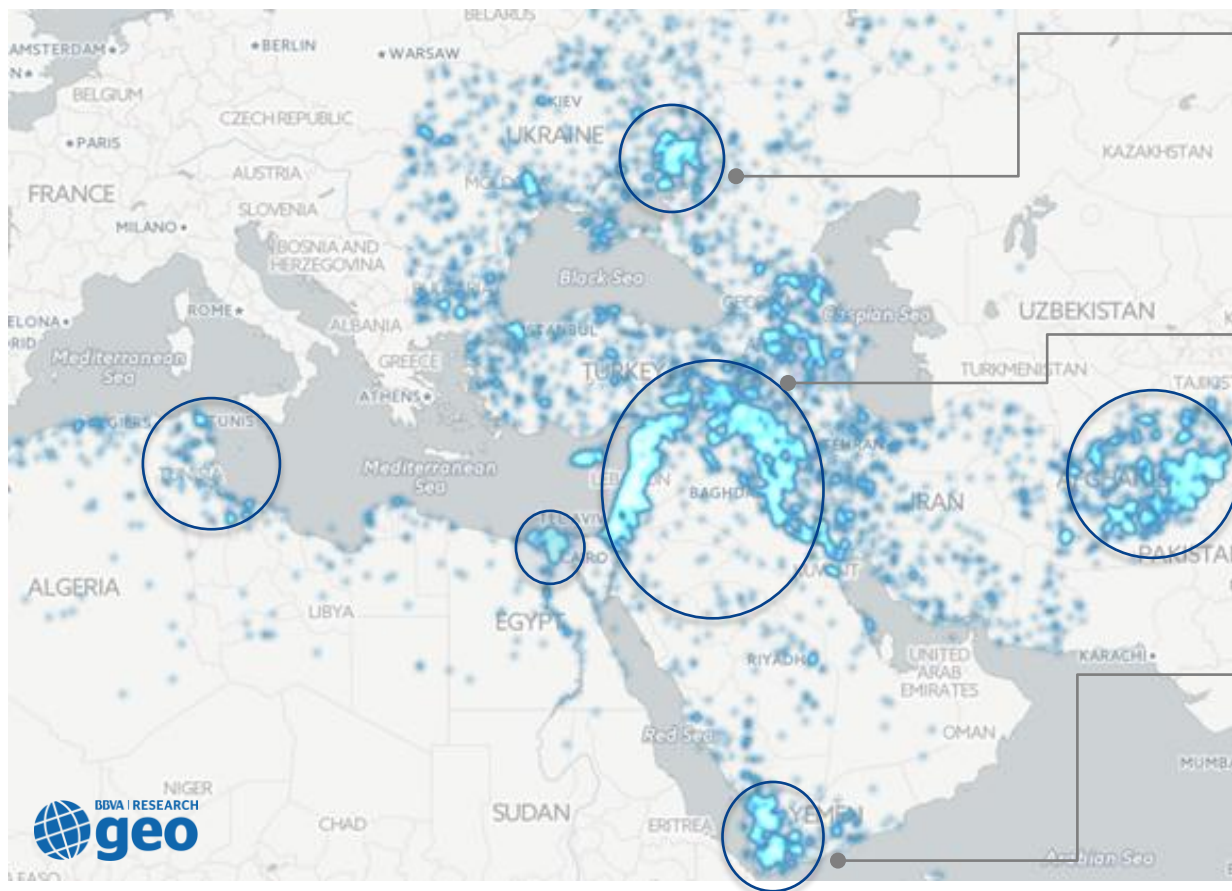
## Riesgos Geopolíticos

### Conflictos Geopolíticos continúan incrementando los riesgos potenciales...

#### BBVA-Research Mapa de intensidad de Conflictos (4Q14 a Jun 15)

(Número de conflictos / Eventos totales)

Fuente: www.gdelt.org & BBVA Research



#### Conflicto Ucrania-Rusia

Situación todavía incierta, con potencial de extenderse al área de los Balcanes - Cáucaso

#### ISIS expandió su territorio en Oriente Medio

ISIS se expandió también en Norte de África y Afganistán, incrementando la presión sobre Estados fallidos

#### Guerra de poder en Yemen

La lucha continúa y es probable que se prolongue en el tiempo



# Informe de Riesgo País

## Riesgos Geopolíticos

### ... y definiendo la hoja de ruta geoestratégica en Oriente Medio

## La Geopolítica de Oriente Medio

Fuente: BBVA Research

Aún pendiente de definir

Turquía

Jugando fuerte para evitar el acuerdo

Irán

Ganando influencia en la región (Persa)  
(Irak, Siria, Líbano, Palestina y Yemen bajo su influencia)

USA Girando a Asia

(el movimiento hacia Asia está generando un vacío de poder)

Irán & P5+1  
Adaptación de King Salman

Guerra de Poder en Yemen

Nueva Fuerza Árabe

Financiado por Hombres

Arabia S. EAU Kuwait  
Egipto Jordania Marruecos Sudán

Libano

Siria

Irak

Jordania

Gaza

Israel

Egipto

Arabia Saudita

Se vuelve más activa para contrarrestar a Irán (Árabes)

Kuwait

Bahréin

Qatar

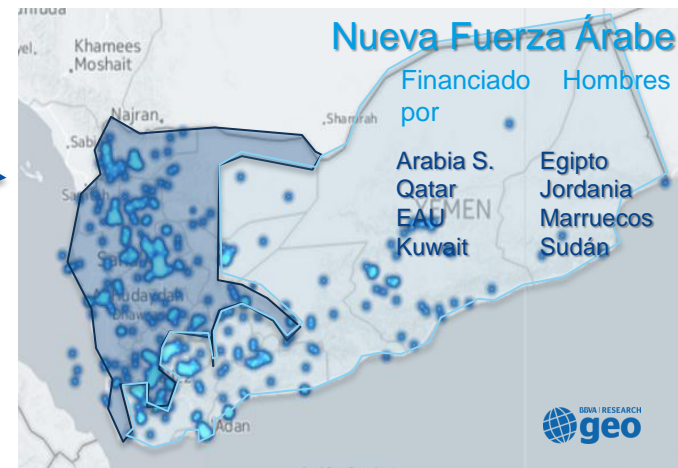
EAU

Yemen

Omán

Mayormente Suni

Mayormente Chiita





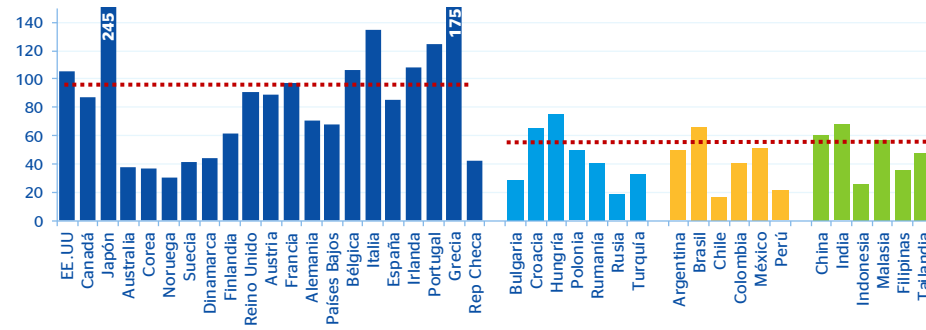
# Informe de Riesgo País

## Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

### Ratios de deuda pública y privada todavía elevados en algunos desarrollados

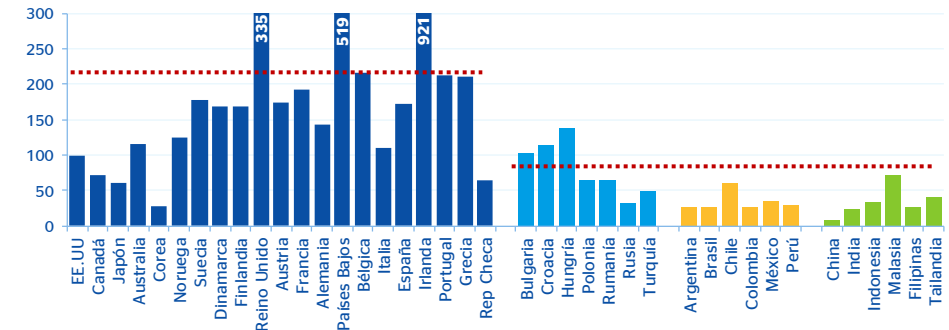
#### Deuda Pública Bruta 2015

(% PIB)  
Fuente: BBVA Research y FMI



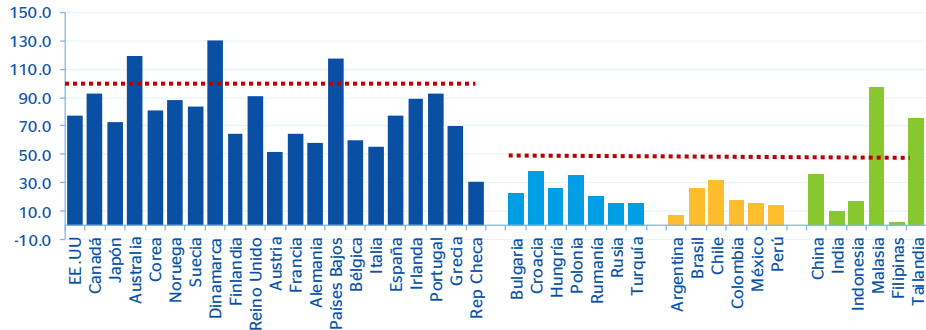
#### Deuda Externa 2015

(% PIB)  
Fuente: BBVA Research y FMI



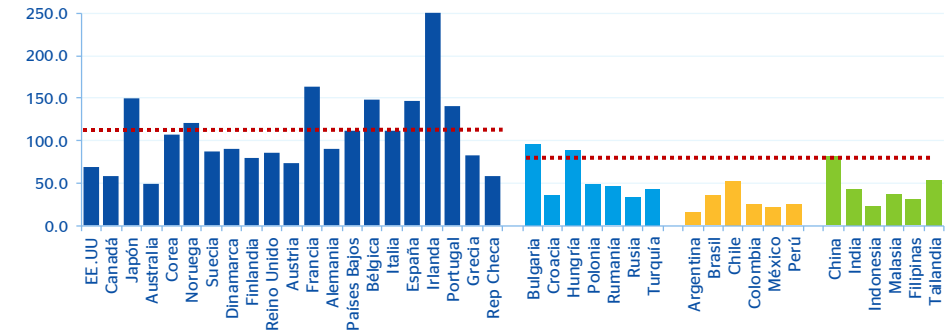
#### Deuda Hogares 2015

(% PIB)  
Fuente: BBVA Research y BIS



#### Deuda Empresas 2015

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



# Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

## Indicadores de vulnerabilidad: Economías desarrolladas

### Indicadores de vulnerabilidad\* 2015: 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 2014-19	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	-1.8	-1.3	105	-3.3	98	16.0	20	14	34	2.9	0.5	5.3	3.6	4.9	7.5	77	68	61	-0.6	-1.3	-1.6
Canadá	-1.3	-0.1	87	-3.5	72	-12.3	12	12	22	2.2	1.0	7.0	2.2	0.5	7.4	93	57	132	-1.0	-1.9	-1.8
Japón	-5.4	-0.8	246	1.5	60	-16.7	53	18	8	1.0	0.9	3.7	3.7	-3.1	7.1	73	150	49	-1.0	-1.6	-1.3
Australia	-1.7	0.1	38	-2.7	116	-7.2	6	6	66	2.8	2.6	6.4	10.9	4.7	0.7	119	48	134	-1.0	-1.8	-1.7
Corea	-0.2	-1.2	37	7.5	28	11.2	3	9	13	3.3	2.6	3.6	7.6	1.7	-4.8	81	107	99	-0.2	-0.5	-1.0
Noruega	-9.5	-0.5	30	5.7	125	-9.7	-6	8	34	1.0	2.3	3.8	15.0	5.2	4.0	88	120	121	-1.3	-2.3	-1.9
Suecia	-1.1	-2.1	41	5.3	178	-9.0	7	12	45	2.7	0.4	7.7	0.6	8.8	9.9	84	87	204	-1.1	-2.3	-1.9
Dinamarca	-1.2	-0.9	44	6.4	169	-3.4	9	26	43	1.6	0.8	6.2	-3.9	4.0	20.9	130	90	329	-0.9	-2.4	-1.9
Finlandia	-0.4	-0.7	62	6.4	169	-3.9	8	9	79	0.8	1.2	8.7	10.0	0.5	5.7	65	80	142	-1.4	-2.2	-1.9
Reino Unido	-2.8	-0.8	91	-5.1	311	9.9	12	7	28	2.5	0.3	5.4	-6.1	7.5	-2.7	91	85	57	-0.5	-1.7	-1.7
Austria	0.9	0.7	89	2.3	175	-1.7	7	5	76	0.9	1.1	5.1	2.2	3.3	-15.2	51	73	102	-1.3	-1.5	-1.8
Francia	-0.3	-0.8	97	-0.9	193	-4.8	17	13	61	1.1	0.1	10.1	8.0	2.2	-0.5	65	163	111	-0.4	-1.3	-1.4
Alemania	2.0	-1.0	71	7.7	143	-4.7	6	6	61	1.9	0.3	4.9	0.4	6.1	2.7	58	90	95	-0.9	-1.8	-1.6
Países Bajos	1.3	-0.8	68	10.8	481	-3.8	11	12	52	1.6	0.4	7.2	3.1	2.0	5.6	117	112	100	-1.1	-2.0	-1.8
Bélgica	0.3	-0.1	107	0.4	216	-4.9	20	16	59	1.3	0.5	8.4	0.0	4.7	11.1	60	149	51	-0.9	-1.6	-1.4
Italia	4.0	0.8	134	2.1	110	-4.7	21	19	36	0.7	0.0	12.6	-1.0	-2.9	0.2	55	112	110	-0.5	0.0	-0.4
España	0.9	0.1	85	0.9	173	-4.5	22	16	42	3.0	-0.2	22.3	-10.0	2.5	3.7	77	147	126	0.0	-0.8	-1.0
Irlanda	1.0	-1.0	108	4.9	842	-8.5	10	6	62	3.9	0.3	9.8	-27.2	17.3	15.1	89	251	66	-0.9	-1.5	-1.7
Portugal	4.0	0.8	124	1.3	213	-3.4	20	17	72	2.1	0.2	13.1	-9.2	3.5	-21.1	93	141	153	-0.7	-0.9	-1.0
Grecia	5.7	-1.8	173	0.6	210	-7.4	10	4	82	2.5	0.1	24.8	-0.4	-2.7	-28.9	70	83	124	0.2	0.1	-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

# Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo por regiones

## Indicadores de vulnerabilidad: Economías emergentes

### Indicadores de vulnerabilidad\* 2015: 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 2014-19	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	-1.8	0.4	29	0.6	103	-4.1	4	1.6	44	1.2	0.3	10.9	-8.5	-4.2	6.2	23	96	91	-0.2	0.3	0.1
Rep Checa	0.2	-1.0	42	-0.5	63	-7.9	8	16	32	2.5	0.8	6.1	-0.5	3.5	-4.3	31	58	81	-1.1	-0.2	-1.0
Croacia	0.1	1.7	65	2.2	115	-3.1	11	3.5	34	0.5	-0.6	17.3	-1.9	1.2	-2.7	38	35	91	-0.6	-0.1	-0.2
Hungría	1.2	0.0	75	4.2	137	-6.1	23	2.8	61	2.7	1.7	7.6	-4.2	0.2	-10.4	26	89	115	-0.8	-0.3	-0.6
Polonia	-0.7	-0.7	49	-1.8	64	-2.0	11	3.0	57	3.5	0.4	8.0	2.8	-0.7	0.3	36	49	104	-0.9	-0.5	-0.7
Rumanía	-0.1	-1.4	41	-1.2	64	-1.5	8	1.5	49	2.7	2.2	6.7	-2.9	0.6	9.1	20	47	95	-0.2	0.2	0.0
Rusia	-2.0	-1.0	19	4.5	31	-20.4	5	7.2	15	-3.8	12.0	6.5	3.6	-6.1	-7.1	15	34	118	0.8	1.0	0.8
Turquía	1.5	0.0	33	-4.2	50	0.6	6	0.9	36	3.1	7.0	11.4	5.9	11.1	26.4	16	43	121	1.2	-0.1	0.0
Argentina	-1.6	-10.5	49	-1.1	25	-5.0	11	1.5	59	0.0	25.1	7.8	-1.0	-28.4	59.1	7	15	72	-0.1	0.5	0.7
Brasil	1.6	4.0	66	-4.2	25	-15.5	13	7.1	17	-0.7	7.6	5.6	2.9	1.0	-2.9	26	36	121	0.3	0.1	0.1
Chile	-0.4	-0.6	16	1.0	61	-2.9	3	1.0	16	2.9	3.6	6.5	1.7	10.5	4.1	32	53	153	-0.4	-1.5	-1.4
Colombia	-0.4	1.4	41	-5.8	26	-21.7	6	3.7	25	3.4	3.4	9.0	2.4	5.9	-11.0	18	25	176	1.3	0.4	0.4
México	-1.3	-0.4	51	-2.6	35	-5.1	10	1.8	33	2.5	2.8	4.7	2.1	2.5	1.9	16	22	76	0.7	0.5	0.6
Perú	-0.1	-1.1	21	-4.6	30	-8.7	3	8.9	40	3.8	2.5	6.0	2.9	5.0	-6.1	14	25	96	0.8	0.4	0.6
China	-1.1	-6.4	61	3.4	8	14.9	4	5.8	...	7.0	1.2	4.1	10.7	-7.1	35.6	36	81	164	0.5	0.4	0.5
India	-2.1	-3.8	68	-1.5	23	14.0	11	3.7	7	7.6	5.8	5.5	1.1	5.2	29.9	9	43	80	1.2	0.6	0.1
Indonesia	-1.0	-5.0	26	-2.9	34	0.0	4	2.4	56	5.2	5.4	5.8	1.0	-0.3	22.3	17	22	99	0.5	0.6	0.6
Malasia	-1.9	-3.0	57	3.8	71	-1.8	9	1.4	28	4.8	2.7	3.0	3.5	4.4	-5.7	97	--	102	-0.1	-0.4	-0.5
Filipinas	0.9	-2.7	35	4.5	26	13.0	7	7.6	31	6.7	2.4	6.2	1.2	3.5	22.8	3	30	62	1.1	0.4	0.5
Tailandia	-0.6	-3.0	48	3.7	41	9.7	10	2.3	12	3.7	2.1	0.8	3.2	4.1	15.3	75	54	100	1.3	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

# Informe de Riesgo País

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.)
- **Brecha de presión de ratings implícitos:** La brecha muestra la diferencia entre los ratings implícitos en los CDS y el índice de ratings reales (ordenados numéricamente desde impago (0) hasta AAA (20)). Calculamos probabilidades implícitas de impago (PD) a partir de los CDS observados. 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. La brecha muestra la diferencia entre el rating implícito del CDS y el índice de rating soberano. Una mayor diferencia positiva indica presiones alcistas sobre el rating y diferencias negativas indican un potencial bajista. Consideramos un rango de +/- 2 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 normalizan los valores de cada variable respecto a un umbral de riesgo, calculado en base a nuestro propio análisis o tomando como fuente otra literatura empírica. Si el valor de la variable es igual al umbral de riesgo, toma un valor de 0.8 en el radar.

# Informe de Riesgo País

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	-1,0	Más bajo	Baldacci et al (2011). Assessing 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). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Deuda pública bruta	73,0	50,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing 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). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Deuda en manos de no residentes	84,0	40,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/101
Presión de deuda a corto plazo				
Deuda pública a c/p % de la deuda pública total (Desarrollados)	15,0		Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Reservas sobre deuda a corto plazo (Emergentes)		0,6	Más bajo	Baldacci et al (2011). Assessing 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	24,0	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	53,0	Más alto	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & Comisión UE (2012)
Apalancamiento bancario (Crédito/Depósitos)	150,0	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	1 (9th percentil)	-0.6 (8th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Control de la corrupción	1 (9th percentil)	-0.6 (8th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Justicia	1 (8th percentil)	-1 (8 th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial

# Informe de Riesgo País

Anexo

## Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

- **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 plazo 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

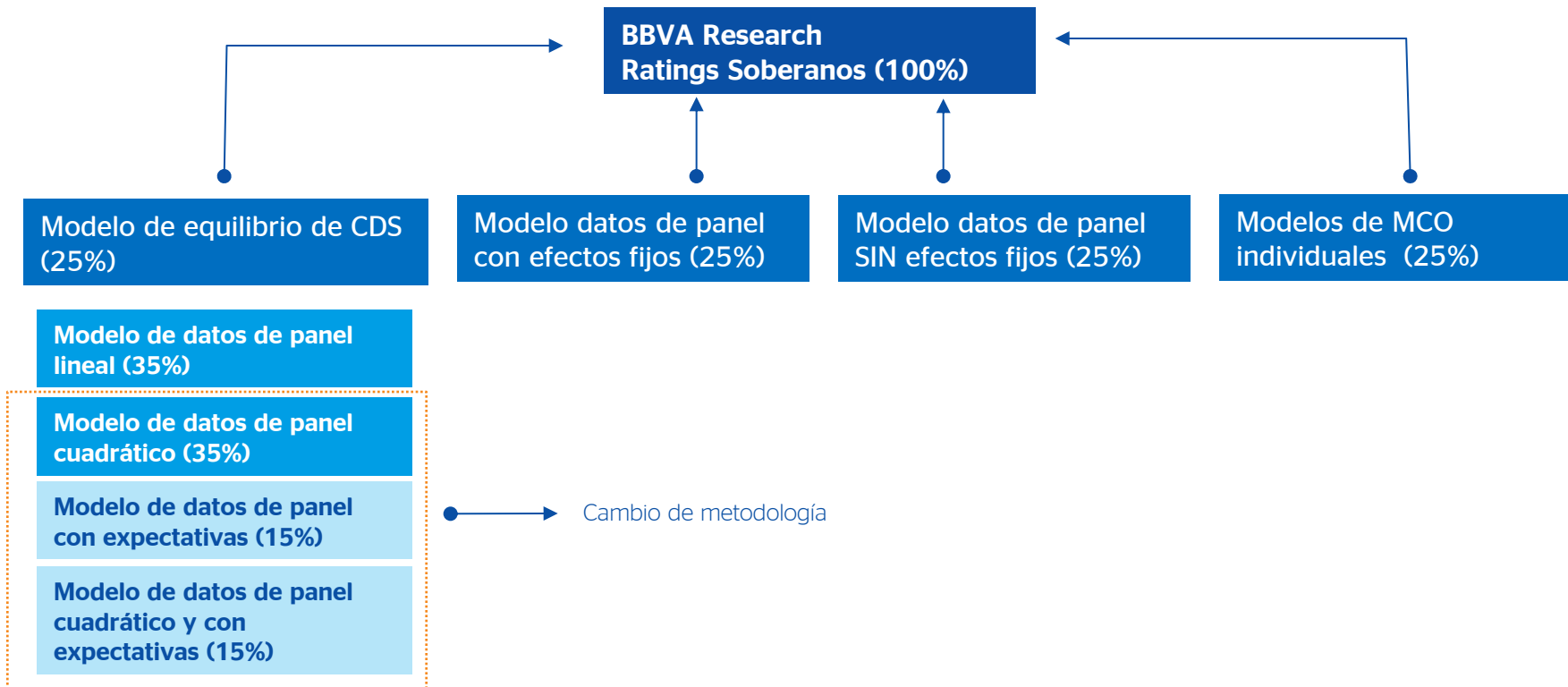
# Informe de Riesgo País

Anexo

## Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

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

Fuente: BBVA Research





# Informe de Riesgo País

Anexo

## Metodología: Seguimiento de protestas y conflictos

Hemos elaborado unos índices de seguimiento de las protestas y los conflictos de todos los países del mundo desde el 1 de enero de 1979 al día de hoy en frecuencia diaria, mensual, trimestral y anual. Para construirlos, utilizamos una rica base de datos de eventos internacionales (GDELT en [www.gdelt.org](http://www.gdelt.org)), que supervisa los eventos del mundo incluidos en los medios de comunicación noticias de casi todos los rincones del mundo en formatos de impresión, difusión y web, en más de 100 idiomas, cada momento de cada con actualizaciones diarias.

- **BBVA Índice de Intensidad Protesta:** Recopilamos toda protesta registrada en el mundo durante un tiempo determinado teniendo en cuenta una **amplia variedad de manifestaciones** como: protestas y manifestaciones en general, protestas para el cambio de líder, protestas para cambio de política, manifestarse a favor de los derechos, manifestarse a favor de cambios en las instituciones y el régimen, llevar a cabo una huelga de hambre para el cambio de liderazgo, llevar a cabo una huelga de hambre para el cambio de políticas, llevar a cabo una huelga de hambre por los derechos, llevar a cabo una huelga de hambre para el cambio en las instituciones y el régimen, llevar a cabo una huelga de hambre por otro tema no especificado antes, realizar huelga o boicot para el cambio de liderazgo, realizar huelga o boicot para el cambio de políticas, realizar huelga o boicot de los derechos, realizar huelga o boicot para el cambio en las instituciones y el régimen, llevar a cabo una huelga o boicot no especificado anteriormente, obstruir el paso o bloquear, obstruir el paso para exigir un cambio de liderazgo, obstruir el paso para exigir un cambio de política, obstruir paso para exigir derechos, obstruir el paso para exigir cambios en las instituciones y el régimen, protestar con violencia o disturbios, participar en la protesta violenta para el cambio de liderazgo, participar en la protesta violenta para el cambio de políticas, participar en la protesta violenta por los derechos, participar en la protesta violenta para el cambio en instituciones y régimen, participar en cualquier disidencia política no especificada antes.
- **BBVA índice de intensidad del conflicto:** de la misma manera, recogemos todos los conflictos registrados en el mundo por un tiempo determinado teniendo en cuenta una **amplia variedad de conflictos** como: imponer restricciones a las libertades políticas, la prohibición de los partidos políticos o políticos, imponer el toque de queda, imponer el estado de emergencia o la ley marcial, conducta suicida, llevar a cabo los atentados suicidas, llevar a cabo atentado con coche bomba, llevar a cabo bombardeos en carretera, atentado con vehículo u otro atentado no militar que no se haya especificado antes, utilizar como escudo humano, uso de la fuerza militar convencional no especificado antes, imponer el bloqueo, restringir el movimiento, ocupar el territorio, luchar con artillería y tanques, el empleo de armas aéreas, violar alto el fuego, participar en la expulsión masiva, participar en asesinatos en masa, participar en la limpieza étnica, utilizar la violencia masiva no convencional no especificado antes, utilizar armas químicas, biológicas o radiológicas, detonar armas nucleares, usan armas de destrucción masiva no comentadas anteriormente.

Usando esta información, construimos un índice de intensidad para ambos eventos. **El número de protestas y conflictos cada mes se dividirá por el número total de todos los eventos registrados en GDELT ese mes para crear un índice de protesta y de conflicto** que rastrea cuán prevalente ha sido la protesta y el conflicto mes a mes en el último trimestre, corrigiendo de esta manera por el aumento exponencial de los medios de comunicación en los últimos 30 años y por la naturaleza imperfecta de procesamiento informático de las noticias.



Symbol	Price	Change	Volume	Market Cap	PE Ratio	Dividend Yield
US4581401001	15.34	-0.12	1,234,567	1.2B	12.5	2.5%
US4612021034	55.89	+0.45	987,654	2.5B	15.2	3.1%
US46185R1005	119.73	-1.20	543,210	3.8B	18.7	4.2%
US4661211016	23.13	+0.18	765,432	1.8B	10.1	1.8%
US46203R10A1	46.41	-0.80	654,321	2.1B	14.3	2.9%
US4824801009	23.53	+0.10	876,543	1.5B	11.8	2.2%
US4987611051	44.9	-0.50	432,109	2.3B	16.4	3.5%
US5128131012	17.13	+0.25	912,345	1.1B	9.5	1.5%
US5172111005	25.44	-0.30	678,901	1.6B	13.2	2.7%

## 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,*  
*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

**Alfonso Ugarte**  
+ 34 91 537 37 35

**Tomasa Rodrigo**  
+3491 537 8840  
tomasa.rodrigo@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 Ruiz**

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.domelech@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