

BBVA Research

Informe de Riesgo País

Informe Trimestral de Riesgo País – Diciembre 2015

Unidad de Análisis Transversal de Mercados Emergentes



US4618581005	15,34	55,89	11,25
US4661271015	99,11	96,66	119,73
US46203R1041	12,55	29,52	9,29
US4824801009	13,14	12,55	11,39
US4987801051	16,10	14,85	41,80
US5128151017	29,77	29,73	38,20
US5327911005	29,77	51,65	56,89
US5356781063	52,98	74,73	85,25
US2944911001	47,10	46,27	74,73
	40,86	40,00	55,47
	6,55	6,25	12,10
		33,77	50,45

Informe de Riesgo País

Resumen

Mercados financieros, aversión global al riesgo y flujos de capital

- Las tensiones financieras retroceden globalmente al moderarse las tensiones en China y al estar ya plenamente incorporado el efecto de la normalización de la FED en los mercados.
- La aversión global al riesgo (VIX) se ha reducido drásticamente reduciendo también la aversión al riesgo en los Mercados Emergentes (MEs). Los flujos de capitales a Mercados Desarrollados (MDs) se mantienen en positivo.
- El alivio de las tensiones no ha sido homogéneo y las salidas de flujos de MEs han continuado pero más moderadamente. La peor situación relativa de América Latina es provocada por los problemas de Brasil y la caída de los precios de las materias primas.

Actualización de mercados de deuda soberana y ratings

- Los CDS soberanos se redujeron de forma general, aunque no lo suficiente para compensar el aumento anterior en los Mercados Emergentes.
- España y los Países Bajos han recibido mejoras de su rating por parte de S&P. Brasil ha sido rebajado por Fitch al rating más bajo dentro del grado de inversión
- Varios países se encuentran bajo una intensa presión bajista en sus ratings después de meses de incrementos en los CDS soberanos en los MEs.

Nuestra valoración del riesgo país

- La reducción de los factores mundiales, es decir, las preocupaciones por China y la normalización de la FED, ha cambiado el enfoque hacia los países con altas vulnerabilidades idiosincráticas. Los menos beneficiados de la disminución de las tensiones globales siguen siendo los exportadores de materias primas, los países con alto apalancamiento corporativo y altos pasivos en moneda extranjera, y los países que enfrentan importantes riesgos políticos y geopolíticos.
- Las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente se incrementaron pero los mercados parecen seguir inmunes al continuar siendo las políticas de los bancos centrales los factores clave

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

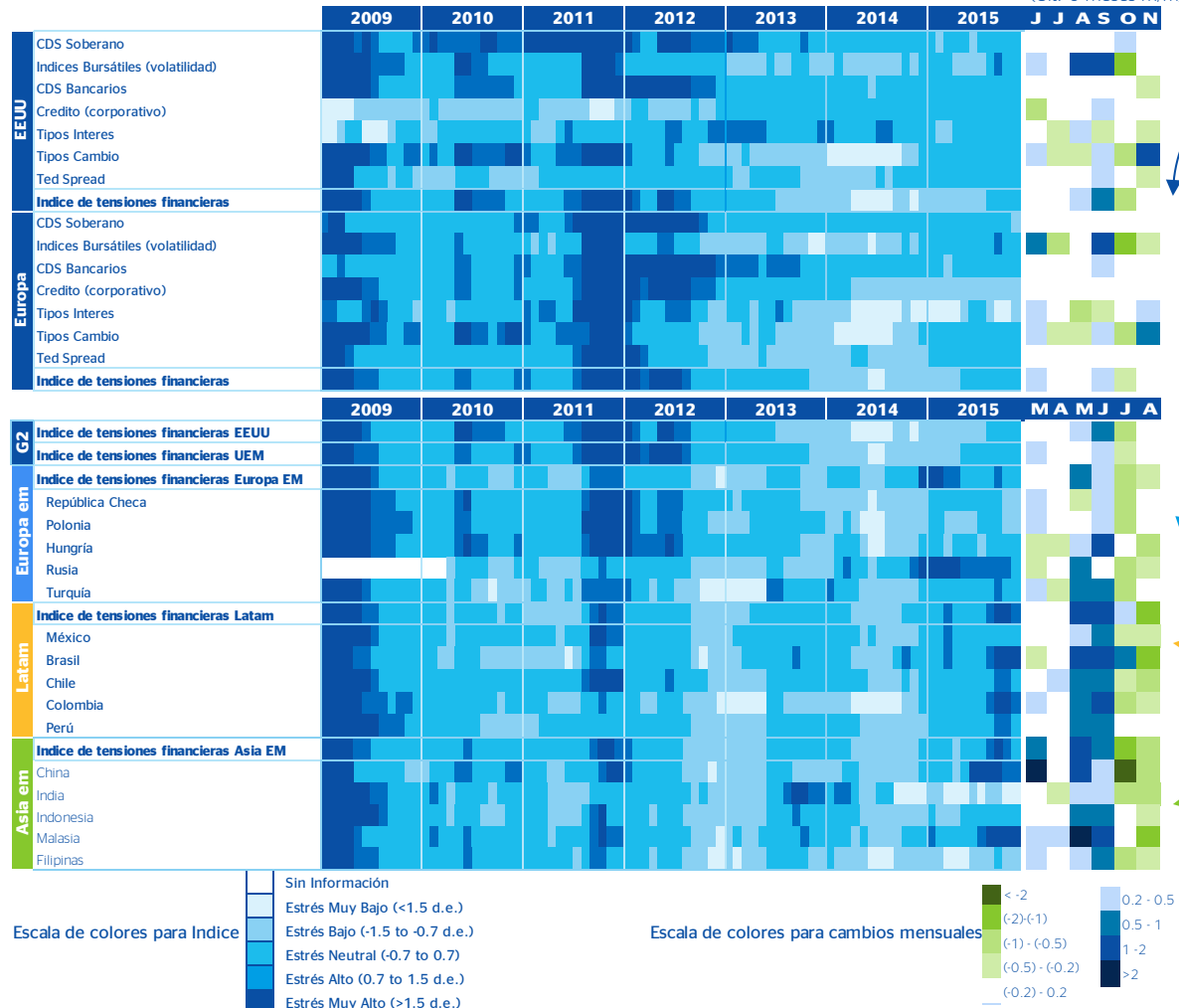
- Metodología

Informe de Riesgo País

Mercados financieros, aversión global al riesgo y flujos de capital Las tensiones financieras retroceden globalmente al reducirse las tensiones en China

Mapa de Estrés Financiero

Fuente: BBVA Research



Las tensiones financieras en Estados Unidos y Europa disminuyen o se mantienen estables, con cierta volatilidad en los tipos de cambio.

Las expectativas de un aumento gradual de las tasas de interés de Estados Unidos ha mantenido la volatilidad en un nivel intermedio "neutral".

El ITF en ME se alejó del nivel de tensión alta que había alcanzado en Agosto.

Las tensiones en Europa ME también retrocede o se mantiene estable

La debilidad de los precios de las materias primas genera un freno a una mayor disminución de las tensiones en América Latina.

La reducción de tensiones fue más intensa en Asia EM y se centró en China.



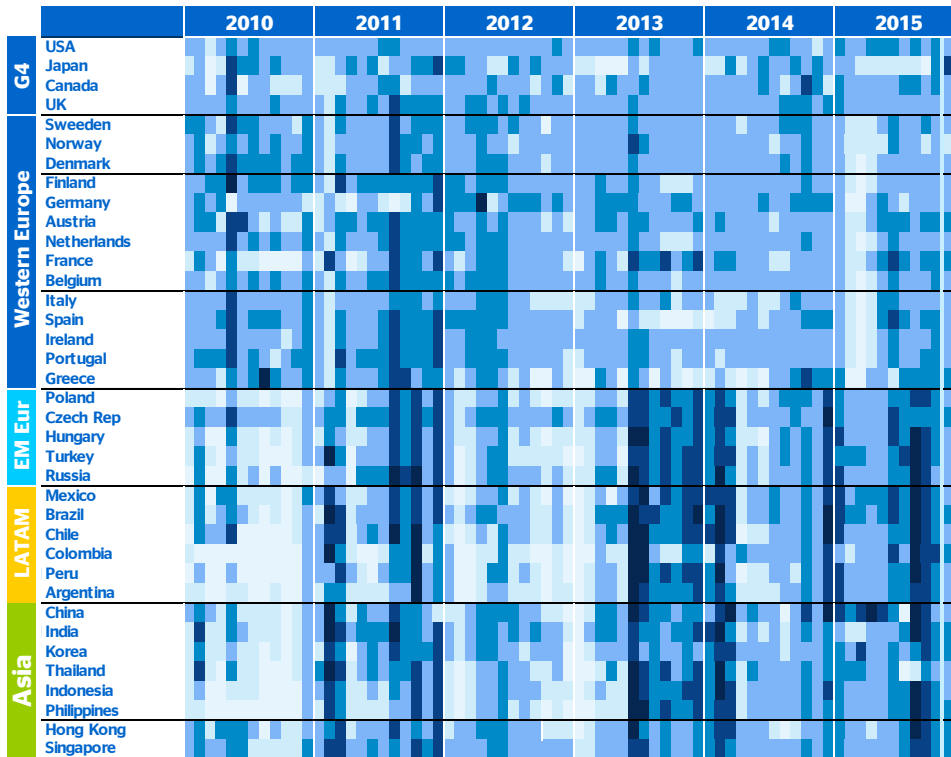
Informe de Riesgo País

Mercados financieros internacionales, aversión al riesgo y flujos de cartera

La moderación del entorno de aversión al riesgo reduce las salidas netas de flujos de Mercados Emergentes

BBVA Mapa de Flujos de Cartera

(% cambio mensual de los pasivos de cada país medida como flujo sobre total de activos en cartera global) Fuente: BBVA Research

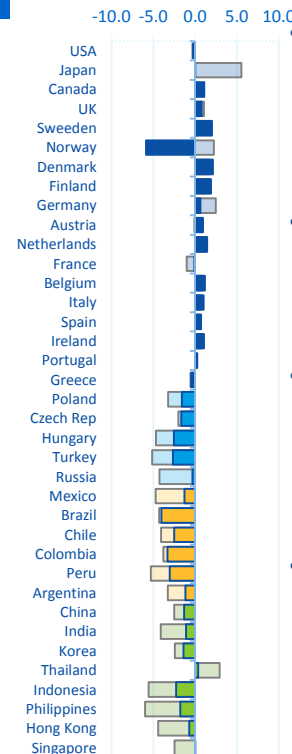


BBVA Research Portfolio Flows Map*

El Mapa de Flujos muestra la evolución mensual de los flujos netos de cartera, en donde los azules oscuros representan salidas fuertes y los colores más claros representan entradas netas

Flujos 4T15 (EST) vs. 2T15 Gráfico y Comentario

(% cambio trimestral de flujos, en gris son valores previos)



- El entorno de aversión al riesgo en MEs se reduce al reducirse las tensiones en China y al incorporarse totalmente el efecto de la normalización de tipos de la FED
- Los flujos de capital a MDs se mantuvieron en positivo en previsión a los cambios de política monetaria en EEUU
- Los inversores minoristas fueron responsables de la reducción de las salidas; Los inversores institucionales permanecieron más estables.
- El deterioro continuo de la financiación de cartera ha incidido en los costes de liquidez en muchos países EMs. Las monedas EMs se depreciaron de forma paralela. Sin embargo, dicha depreciación se ha moderado.

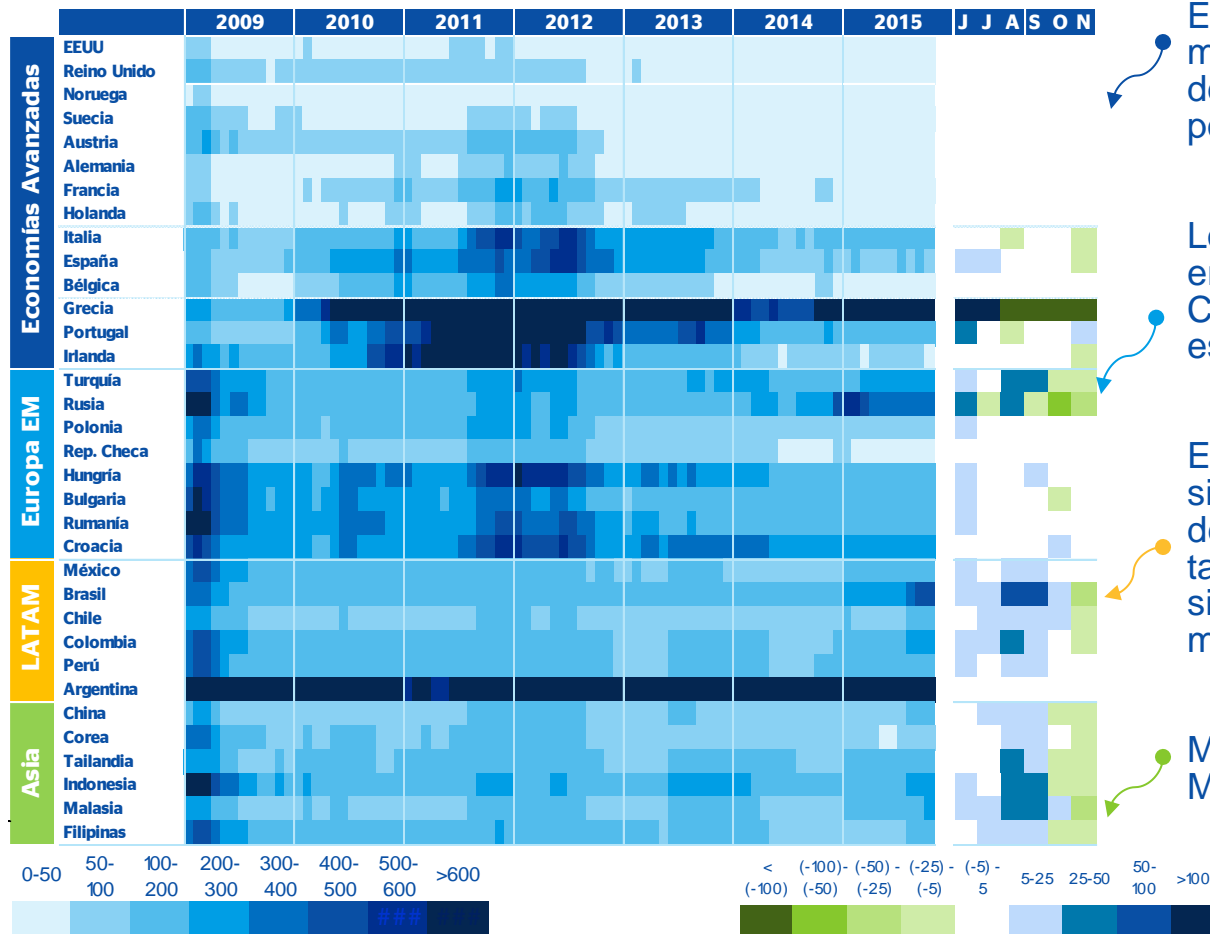
Informe de Riesgo País

Actualización de mercados y ratings soberanos: CDS soberanos

Disminución general de CDS en los últimos dos meses, aunque no lo suficiente para compensar el aumento previo en MEs

Diferenciales de CDS soberanos

Fuente: Datastream y BBVA Research



El CDS griego cae fuertemente. Portugal es el menos beneficiado de la reciente corrección debido a sus recientes acontecimientos políticos.

Los diferenciales de Turquía y Rusia mejoran en concordancia con la reducción global. Los CDS del resto de Europa ME se mantuvo estable.

El CDS de Brasil disminuyó ligeramente, pero sigue estando por encima del nivel de la crisis de Lehman. Los CDS de Chile y Colombia también se han deteriorado de manera significativa en el último semestre, aunque mejoraron ligeramente en el último mes.

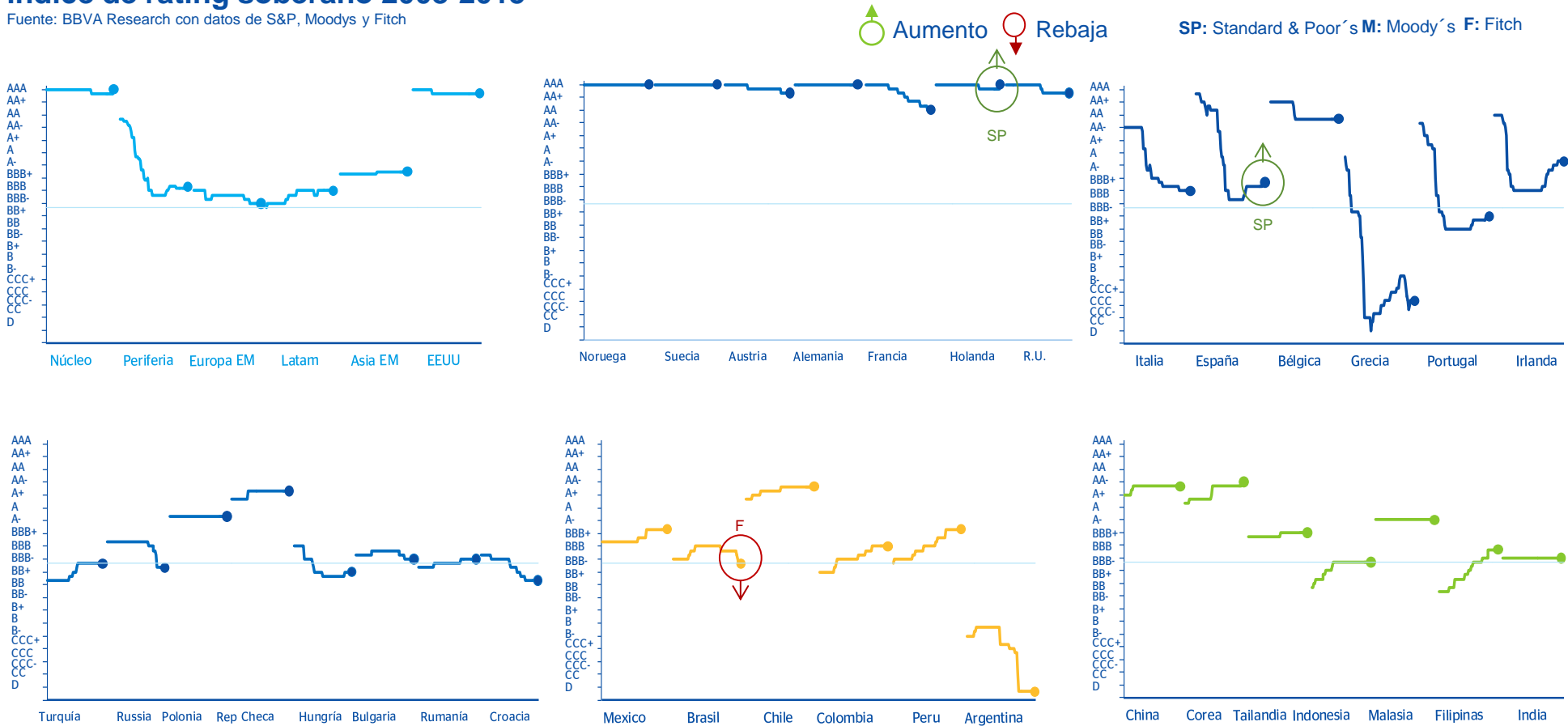
Mejora general de los diferenciales en Asia ME. Malasia, el de peor desempeño en la región.

Informe de Riesgo País

Actualización de mercados y ratings soberanos
S&P mejora el rating a España y Países Bajos. Fitch degrada a Brasil al rating más bajo dentro del grado de inversión

Índice de rating soberano 2008-2015

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

Informe de Riesgo País

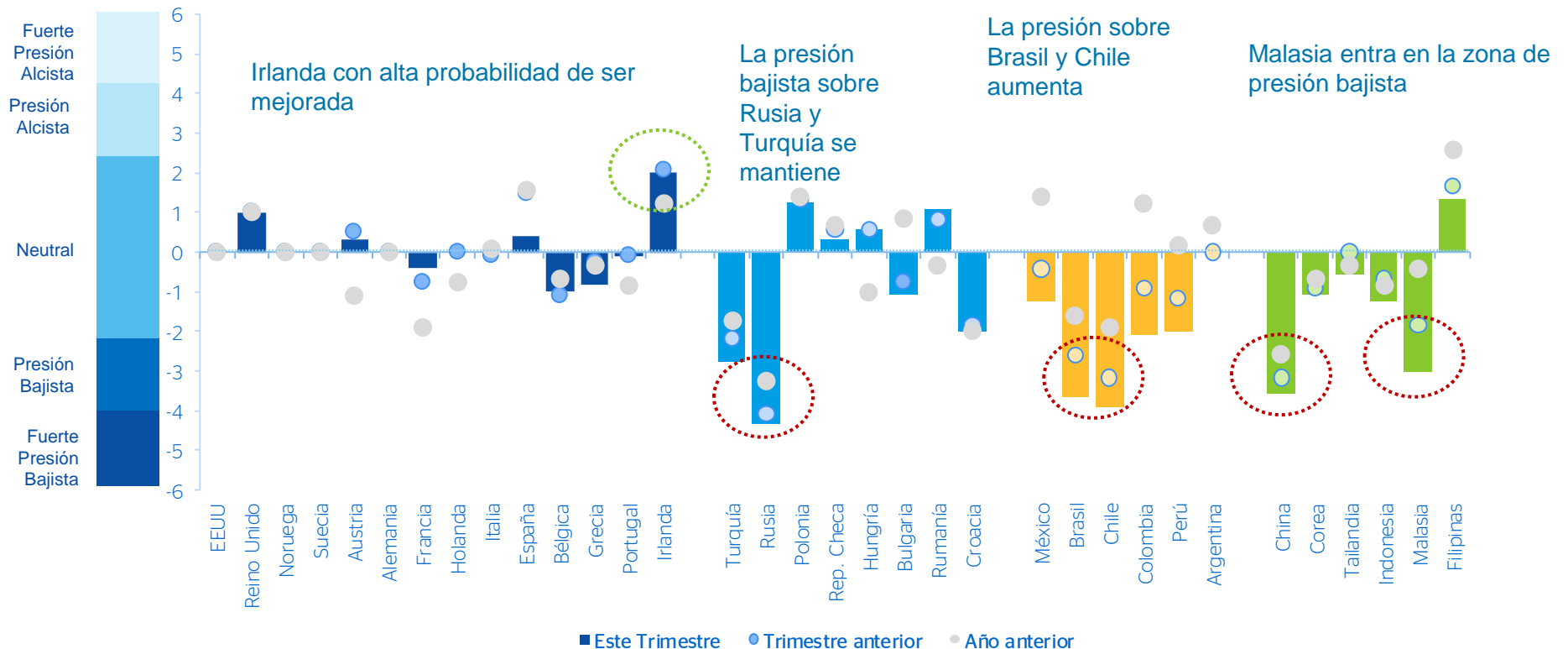
Actualización de mercados y ratings soberanos

Varios países bajo fuerte presión bajista luego de meses de fuertes aumentos en los CDS en MEs

Brecha de presión bajista sobre las agencias de rating (Diciembre 2015)

(diferencia entre rating implícito en los CDS y 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

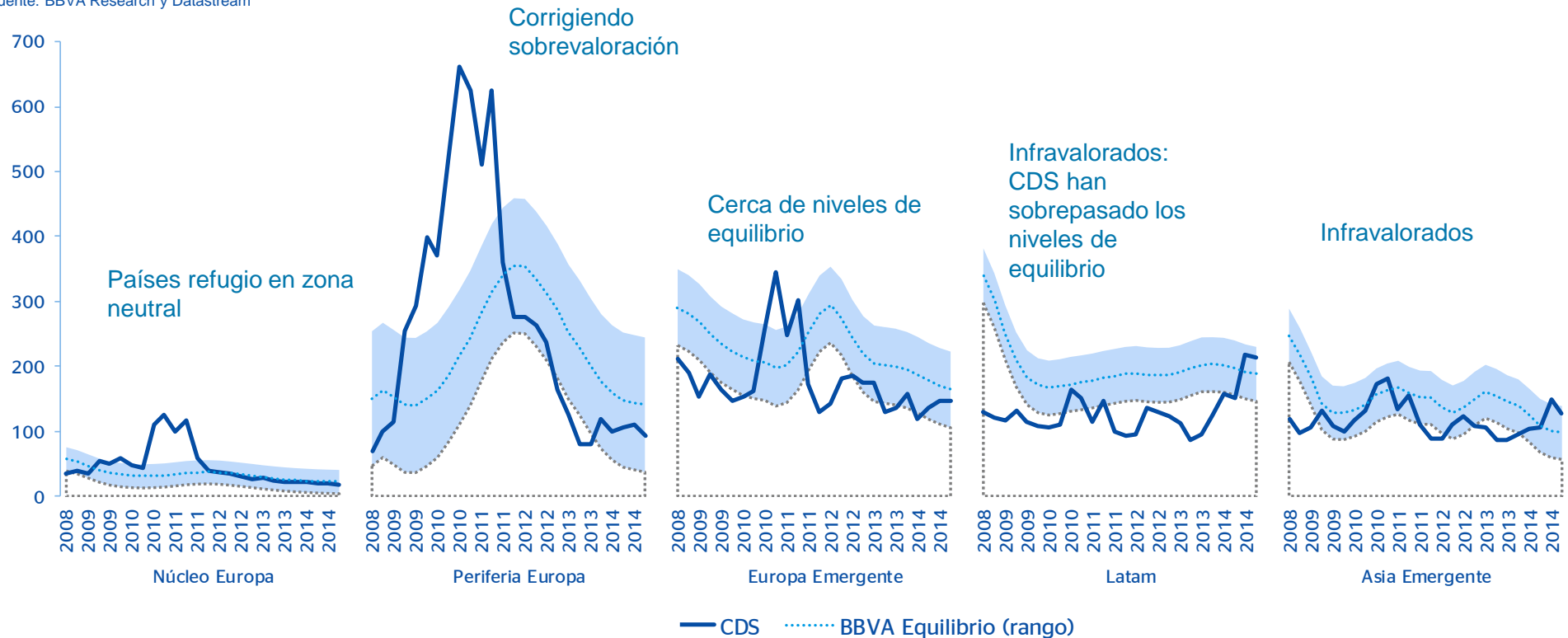
El rebasamiento de los CDS de Asia ME y América Latina por encima de los niveles de equilibrio se ha moderado

CDS y diferenciales de riesgo de equilibrio Diciembre 2015

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

*Periferia Europa excluye Grecia

Fuente: BBVA Research y Datastream





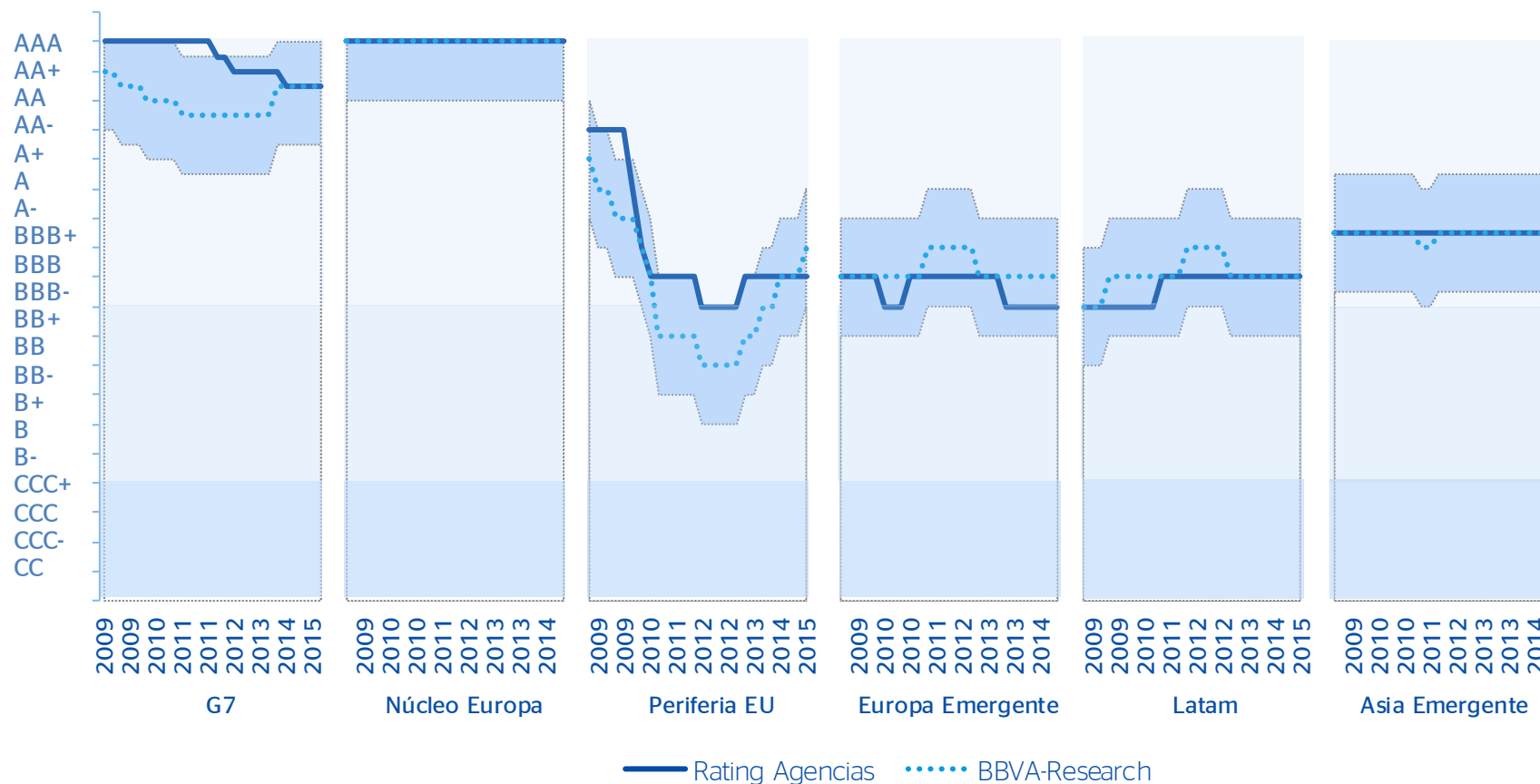
Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo por regiones
A nivel regional, las calificaciones están en línea con los fundamentales

Rating soberano de agencias vs. BBVA Research Diciembre 2015

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

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



Informe de Riesgo País

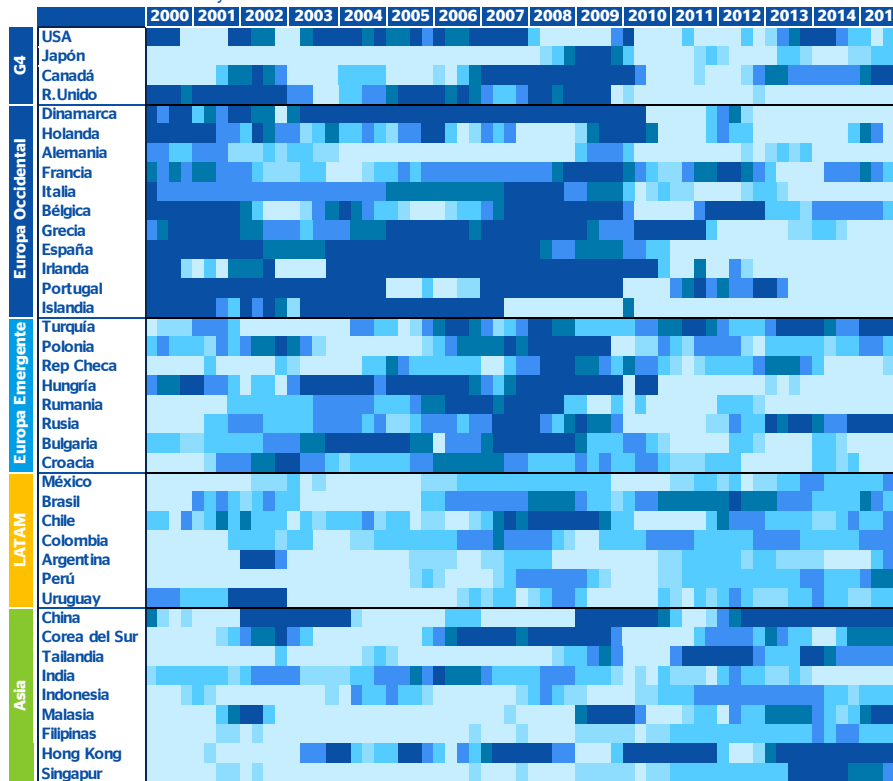
Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

Alerta moderada por exceso de apalancamiento en Latinoamérica. Canadá muestra signos de alerta, y China y Turquía continúan en el radar

Mapa de crédito al sector privado (2000-2015T3)

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

Fuente: BBVA Research y Haver



Crecimiento T/T
Últ. 4 trimestres
hasta T3-2015



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 > 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%

Signos crecientes de sobrecalentamiento en Canadá. Crecimiento moderado en EEUU y Japón

El ciclo de desapalancamiento en Europa occidental no parece haber tocado fondo.

El apalancamiento de Turquía continúa creciendo, aunque el crecimiento del crédito muestra signos claros de moderación. Rusia vuelve al crecimiento en términos trimestrales

El apalancamiento crece en toda América Latina. Chile, Colombia y Perú cerca de niveles de alerta.

El apalancamiento de China no se modera a pesar de consenso acerca de su crecimiento excesivo. Hong Kong e India en proceso de desapalancamiento.

Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

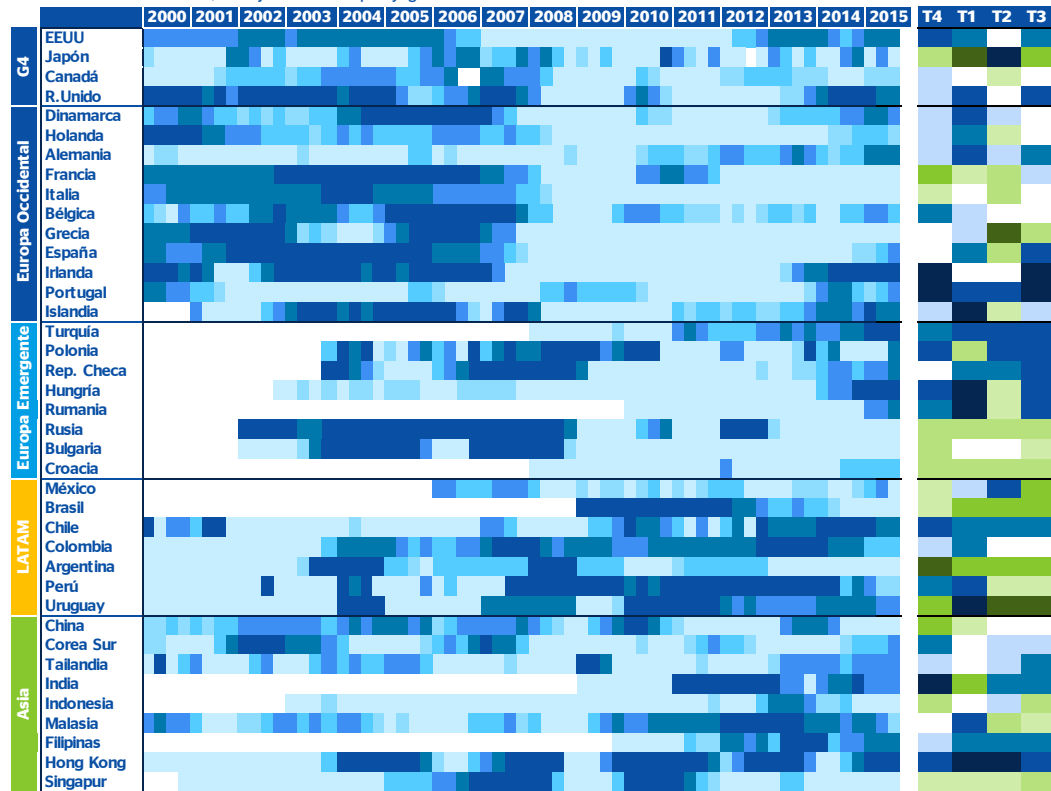
Evolución mixta en MEs y MDs y dentro de las distintas regiones. HK, Turquía, Irlanda, Chile y Filipinas deben ser monitoreados

Mapa de precios reales de la vivienda (2000-2015 T3)

(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 T3-2015



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%

Moderado crecimiento trimestral en EEUU. El crecimiento se acelera de nuevo en Reino Unido y disminución en Japón y Canadá.

Signos incipientes de sobrecalentamiento en Irlanda. Los precios se están recuperando en España y Portugal

Aceleración en Europa ME. Turquía y Hungría crecen rápidamente. Rusia, Bulgaria y Croacia en contracción

Reducción general de precios en América Latina, con la excepción de Chile, donde crecen rápidamente, pero a menor ritmo

Situación mixta en Asia ME. Los precios en China se estancan. Claro sobrecalentamiento en HK

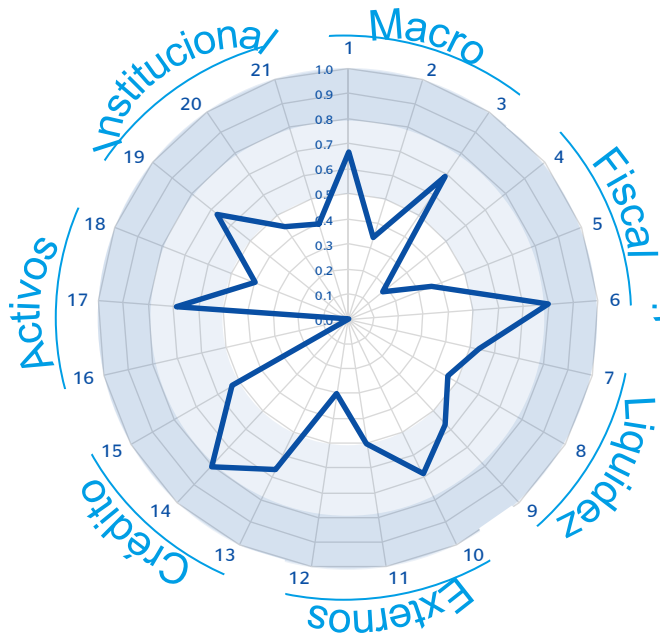
Informe de Riesgo País

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

Economías Avanzadas: radar de vulnerabilidad 2015

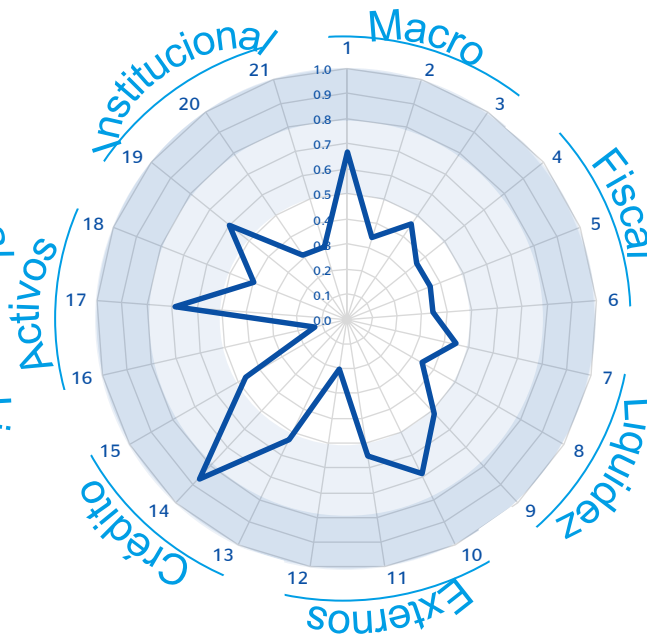
(posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)
 Fuente: BBVA Research

G7



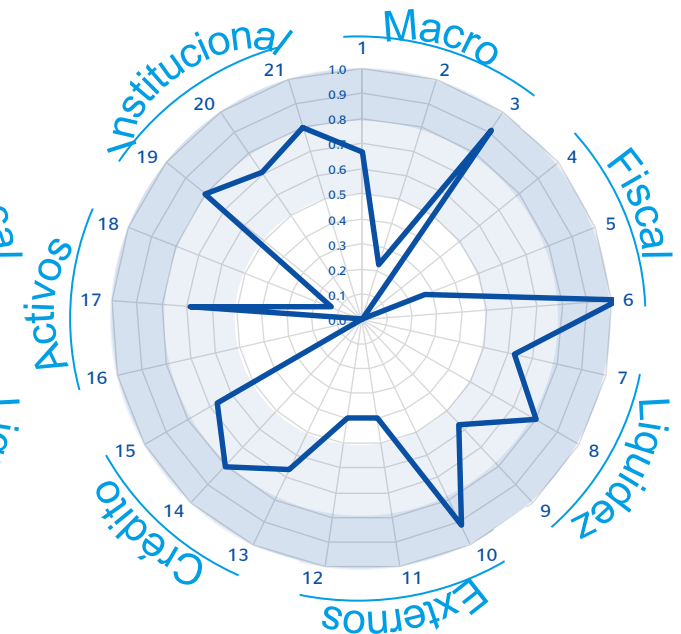
La deuda pública y corporativa son las principales vulnerabilidades

Núcleo Europa



La deuda corporativa es la principal vulnerabilidad

Europa Periférica



El desempleo, la deuda pública, deuda corporativa y deuda externa en niveles de alerta.

- 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

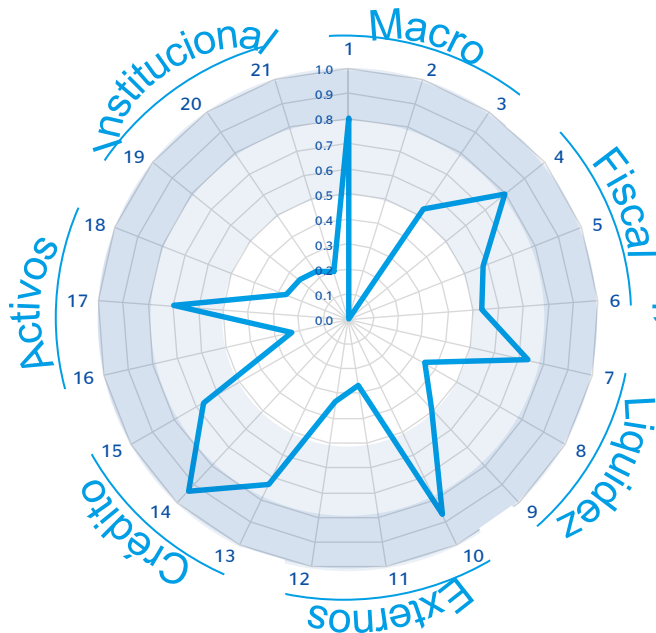
Informe de Riesgo País

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

Economías Emergentes: radar de vulnerabilidad 2015

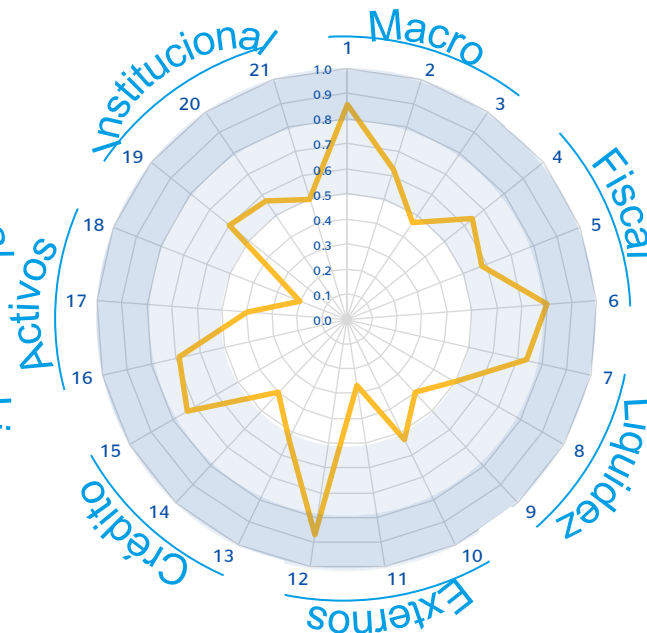
posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)
 Fuente: BBVA Research

Europa Emergente



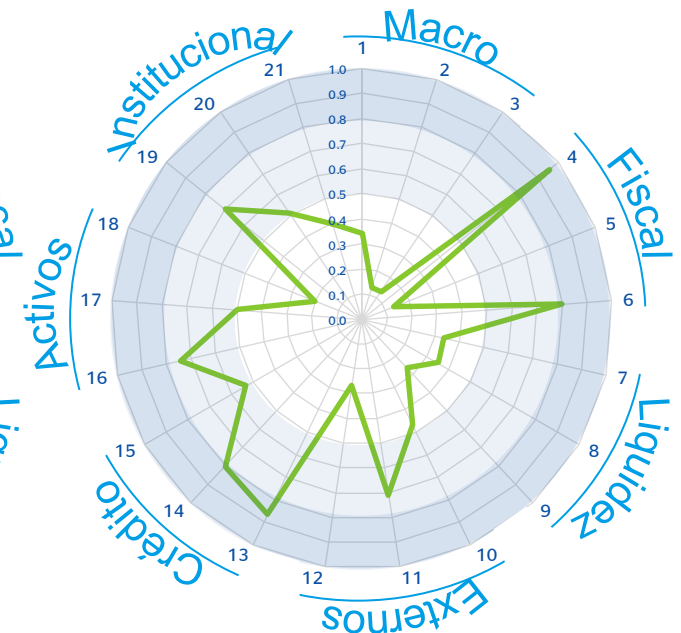
Nuevamente, la deuda externa es la mayor vulnerabilidad junto a la deuda corporativa

Latinoamérica



El déficit por cuenta corriente y el bajo crecimiento del PIB en niveles de alta vulnerabilidad.

Asia Emergente



El deterioro de los balances y la deuda pública elevada aumentan la vulnerabilidad fiscal. Endeudamiento privado también aumenta

- 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

Country Risk Report

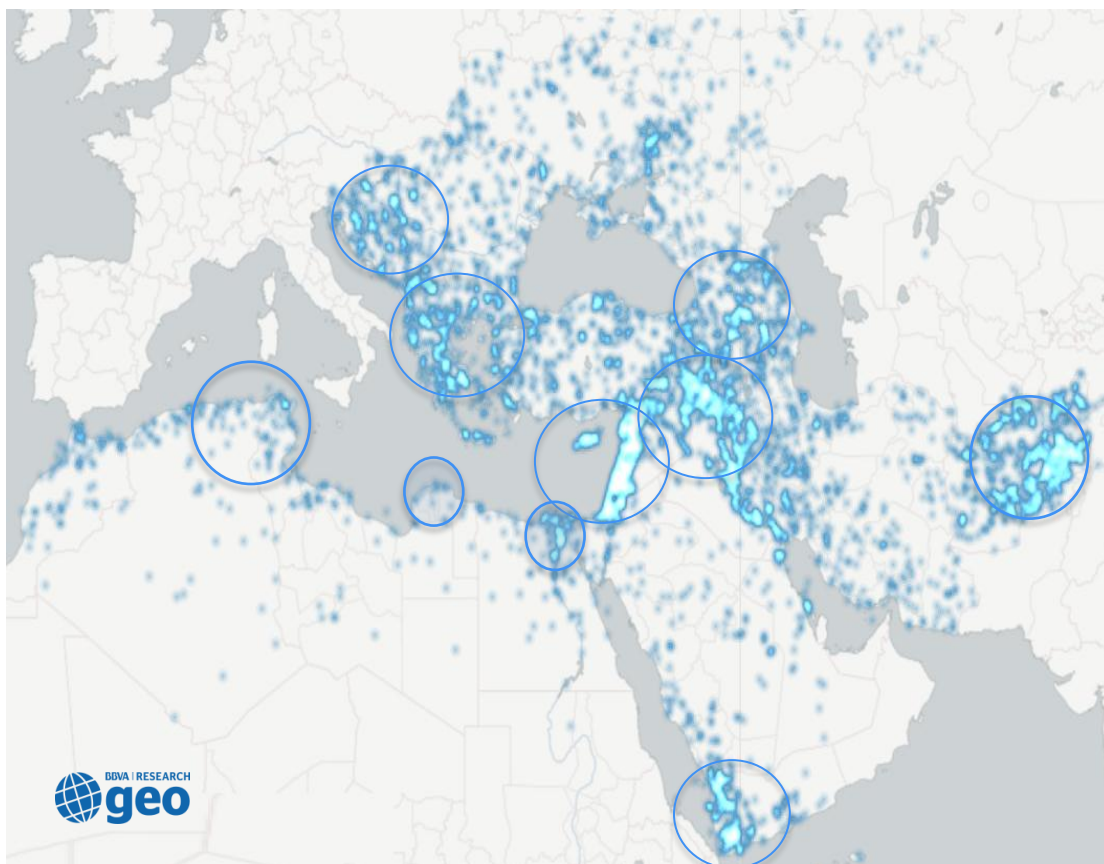
Geopolitical Risks

El conflicto de Oriente Medio se está convirtiendo en una crisis compleja

BBVA-Research Mapa de intensidad de Conflictos 2015

(Número de conflictos / Eventos totales)

Fuente: www.gdelt.org & BBVA Research



La situación en Siria sigue siendo compleja y sin ningún plan de transición

La tensión entre Rusia y Turquía se intensifica

Irak continúa en una situación muy frágil

ISIS intenta desestabilizar a los estados fallidos en algunas regiones

La guerra por el poder continúa en Yemen

La crisis de los refugiados plantea algunos riesgos para Europa.

Country Risk Report

Geopolitical Risks

La crisis de refugiados continúa en Europa

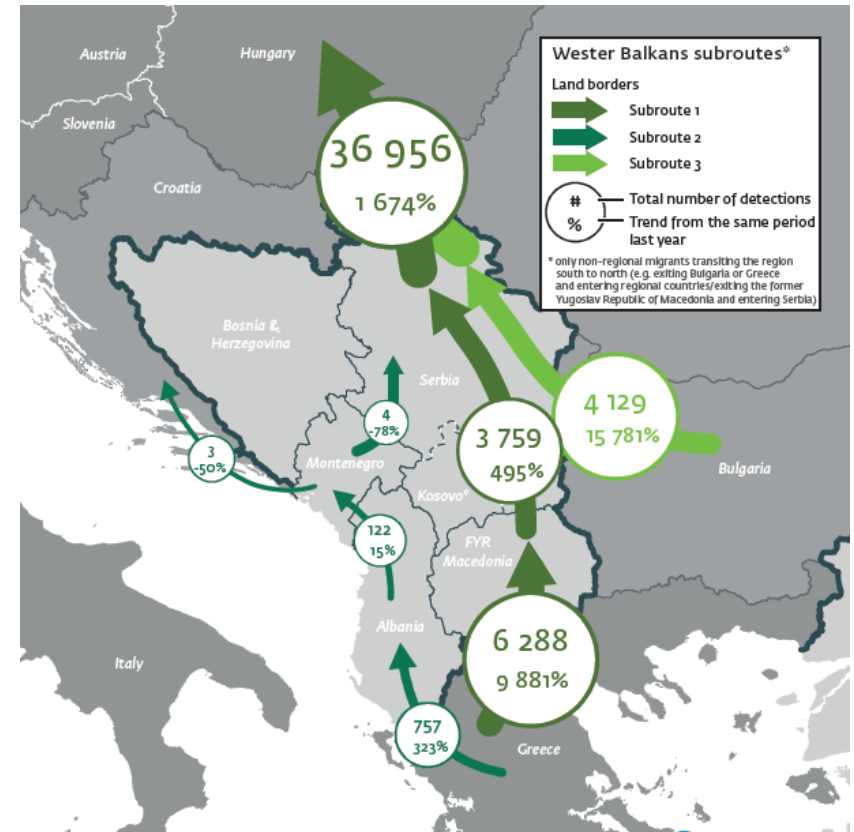
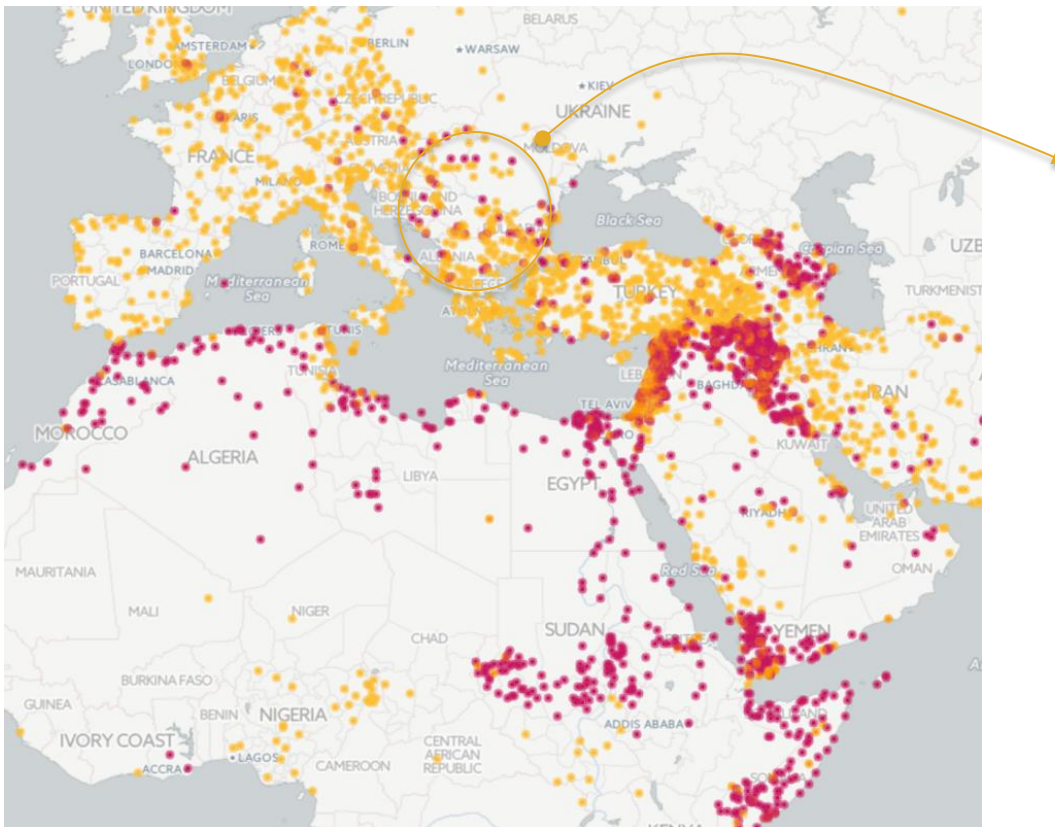
BBVA Research Mapa de flujos de refugiados en 2015

(Número de citas en la prensa sobre flujos de refugiados)

Fuente: www.gdelt.org & BBVA Research

Principales sub-rutas utilizadas por los migrantes no regionales a través de los Balcanes Occidentales

Fuente: Frontex



* This designation is without prejudice to positions on status, and is in line with UNSCR 1244 and the ICJ Opinion on the Kosovo declaration of independence.



Country Risk Report

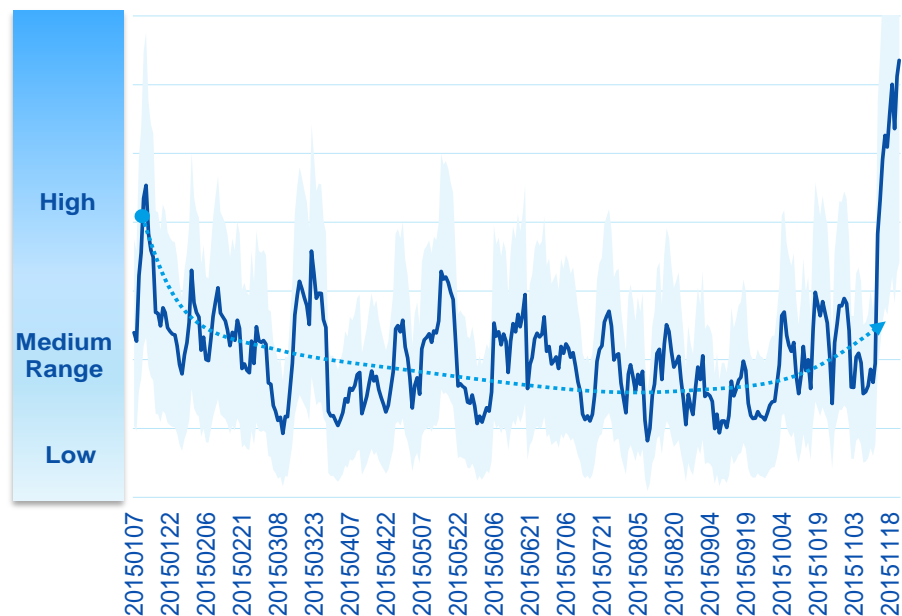
Geopolitical Risks

Mientras otras cuestiones de seguridad se vuelven críticas

Europa: Índice de intensidad de conflictos 2015

(Número de conflictos / Eventos totales)

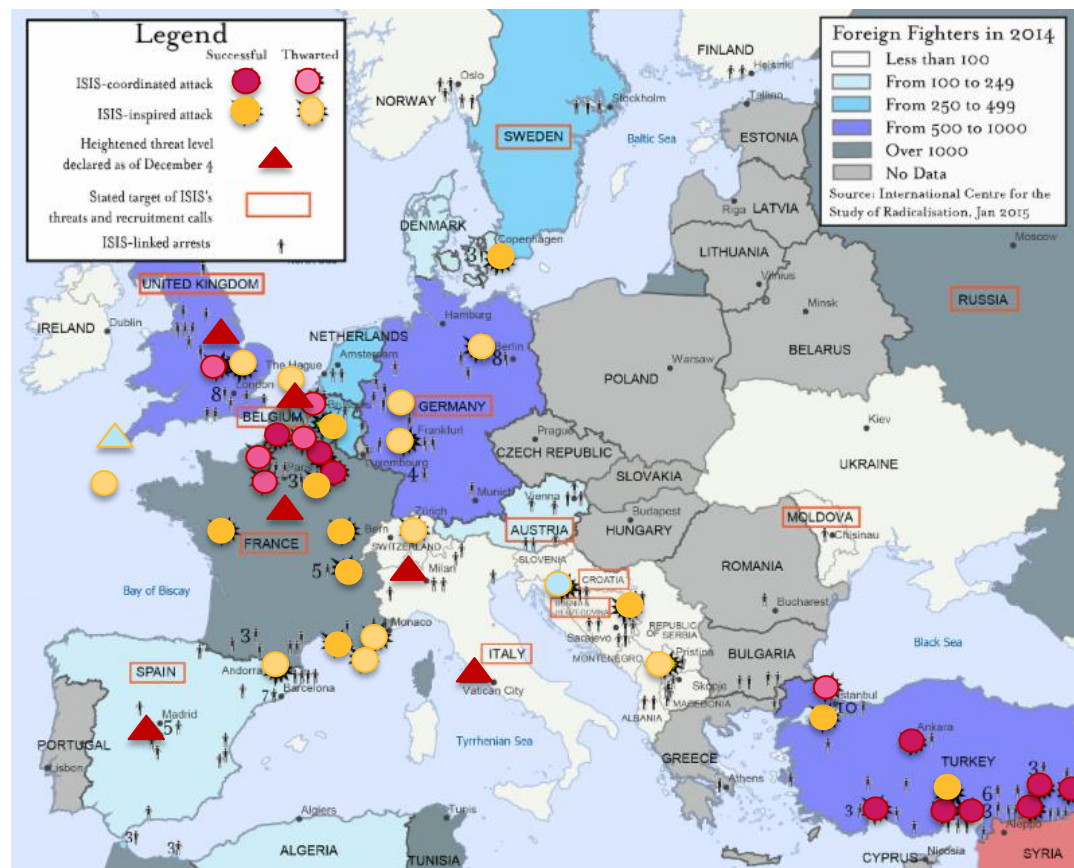
Fuente: www.gdelt.org & BBVA Research



* Este mapa fue elaborado utilizando el Sistema Global de Análisis de Medición de Contenidos (GCAM) de GDELT que procesa cada noticia monitoreada por GDELT través de una serie de instrumentos de análisis de contenido para capturar más de 2.230 dimensiones latentes, reportando la densidad y una puntuación para cada dimensión. Posteriormente se evalúa la dimensión de "Amenaza" y "Miedo" para cada área geolocalizada en Europa en los últimos dos meses, ubicando en el mapa las observaciones relevantes.

Eventos relacionados con ISIS en Europa (Ene. – Dec. 2014)

Fuente: ISW





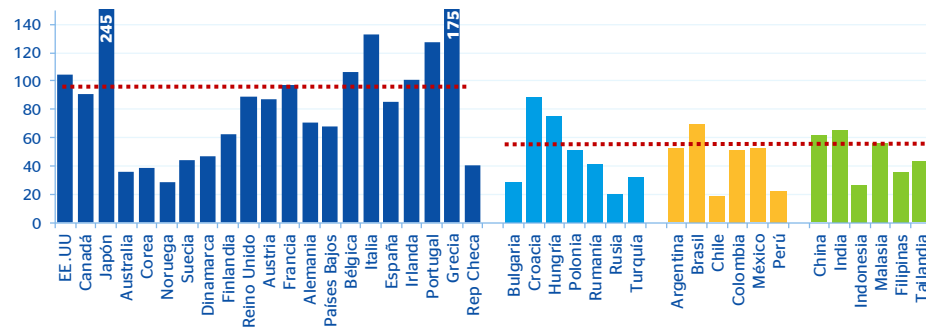
Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

Ratios de deuda pública y privada todavía elevados en algunos desarrollados

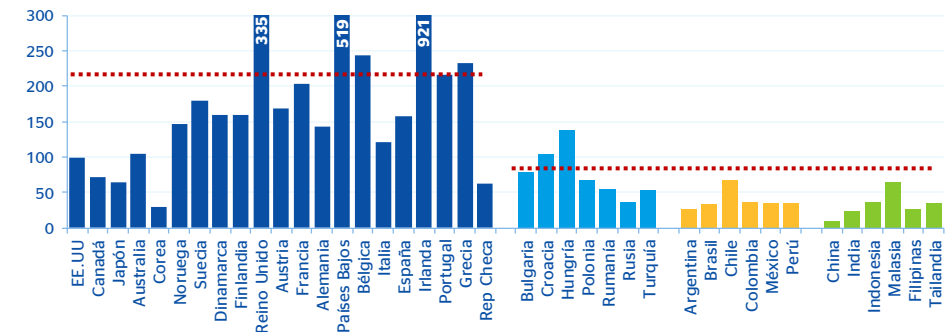
Deuda Pública Bruta 2015

(% PIB)
Fuente: BBVA Research y FMI



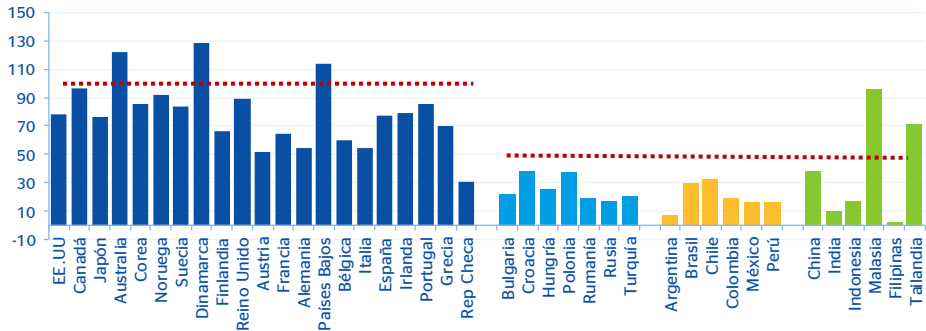
Deuda Externa 2015

(% PIB)
Fuente: BBVA Research y FMI



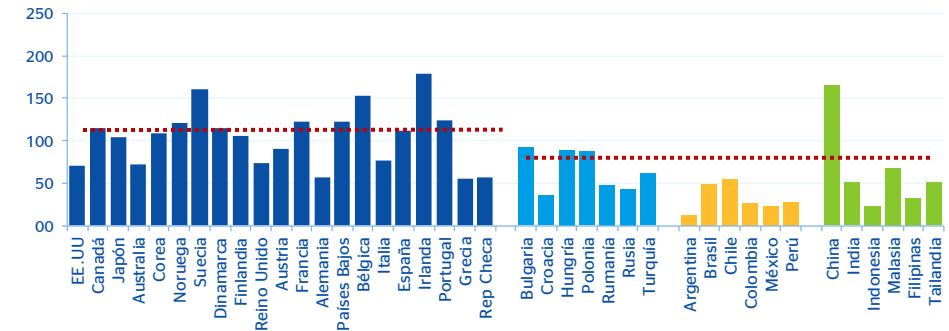
Deuda Hogares 2015

(% 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	-1.1	-1.3	105	-2.7	99	14.8	20	15	34	2.5	0.2	5.3	1.4	5.6	-4.4	78	71	62	-0.6	-1.3	-1.6
Canadá	-0.8	-0.1	90	-2.9	72	-13.2	12	12	22	1.0	1.1	6.8	8.3	-3.5	-11.1	96	114	135	-1.0	-1.9	-1.8
Japón	-5.0	-0.8	246	3.0	64	-11.6	53	18	8	0.6	0.1	3.5	2.1	0.4	7.5	76	103	49	-1.0	-1.6	-1.3
Australia	-0.8	0.1	36	-4.0	104	-9.9	6	8	66	2.4	2.4	6.3	8.2	2.4	-4.5	122	73	135	-1.0	-1.8	-1.7
Corea	-0.9	-1.2	38	7.1	30	6.2	3	10	13	2.7	1.3	3.7	4.7	3.3	-2.8	86	109	96	-0.2	-0.5	-1.0
Noruega	-9.6	-0.5	28	7.0	147	-11.6	-9	0	34	0.9	2.3	4.2	17.2	4.1	-7.2	92	120	127	-1.3	-2.3	-1.9
Suecia	-1.2	-2.1	44	6.7	180	-7.8	7	13	46	2.8	0.4	7.7	-8.6	11.2	1.0	83	160	200	-1.1	-2.3	-1.9
Dinamarca	-1.8	-0.9	47	7.0	159	-2.4	9	26	43	1.6	0.5	6.2	-13.7	4.6	20.9	128	114	320	-0.9	-2.4	-1.9
Finlandia	-0.7	-0.7	62	-1.1	159	-2.8	8	8	79	0.4	0.4	9.5	-18.6	2.2	0.2	66	105	137	-1.4	-2.2	-1.9
Reino Unido	-2.0	-0.8	89	-5.2	306	9.4	12	7	28	2.4	0.1	5.6	-5.7	5.2	-8.5	89	73	57	-0.5	-1.7	-1.7
Austria	0.5	0.7	87	1.6	169	-1.0	8	6	76	0.8	1.2	5.8	1.0	3.9	1.2	52	91	100	-1.3	-1.5	-1.8
Francia	-0.7	-0.8	97	-0.9	204	-3.9	17	14	61	1.1	0.1	10.2	-0.6	-3.4	0.9	64	122	111	-0.4	-1.3	-1.4
Alemania	1.7	-1.0	71	7.6	143	-3.6	6	8	61	1.6	0.2	4.7	-8.4	5.1	2.0	54	56	93	-0.9	-1.8	-1.6
Países Bajos	0.9	-0.8	68	9.6	511	-2.7	11	12	52	1.8	1.2	7.2	-11.1	0.8	0.0	114	122	96	-1.1	-2.0	-1.8
Bélgica	0.3	-0.1	107	2.1	244	-3.0	20	16	59	1.3	1.3	8.5	3.6	2.4	2.3	60	153	50	-0.9	-1.6	-1.4
Italia	3.3	0.8	133	2.0	121	-3.6	21	14	36	0.8	1.9	12.2	-5.8	-2.6	1.9	54	77	109	-0.5	0.0	-0.4
España	1.2	-2.3	85	1.5	158	-4.4	22	16	43	3.2	-0.4	22.2	-16.8	4.1	-11.7	78	112	118	0.0	-0.8	-1.0
Irlanda	1.3	-1.0	101	3.2	800	-7.0	10	6	62	4.8	0.2	9.6	-29.9	9.1	26.5	79	178	62	-0.9	-1.5	-1.7
Portugal	3.1	0.8	128	0.5	215	-2.3	20	12	72	1.5	0.5	12.3	-13.2	4.2	-9.0	86	123	145	-0.7	-0.9	-1.0
Grecia	2.7	-1.8	197	0.7	233	-5.9	15	6	82	-2.3	1.5	26.8	-6.2	-4.7	-38.4	70	55	157	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	-0.7	0.4	29	1.0	79	-4.0	4	2.1	44	1.7	0.3	10.3	-9.2	-3.4	-18.1	21	92	87	-0.2	0.3	0.1
Rep Checa	-0.8	-1.0	41	1.7	63	-4.4	8	14	32	3.9	0.5	5.2	-1.6	5.7	-2.0	30	56	88	-1.1	-0.2	-1.0
Croacia	-0.9	1.7	89	1.7	105	-3.1	21	3.5	37	0.8	0.4	16.6	-1.1	1.2	-12.1	38	35	101	-0.6	-0.1	-0.2
Hungría	1.1	0.0	75	5.0	138	-6.8	23	2.8	61	3.0	2.0	7.3	-11.1	9.5	16.8	26	89	98	-0.8	-0.3	-0.6
Polonia	-0.9	-0.7	51	-0.5	68	-4.8	11	3.0	57	3.5	0.1	7.5	2.3	7.2	-9.2	37	88	116	-0.9	-0.5	-0.7
Rumanía	-0.2	-1.4	41	-0.7	54	-2.8	8	1.6	49	3.4	-0.5	6.9	-2.2	7.5	-3.9	18	47	96	-0.2	0.2	0.0
Rusia	-3.8	-1.0	20	5.0	36	-17.7	5	5.0	15	-3.8	13.5	6.0	8.4	-12.8	16.4	17	42	109	0.8	1.0	0.8
Turquía	1.4	-1.6	32	-4.5	53	0.6	6	0.9	34	3.0	7.4	10.8	9.0	11.2	-1.0	21	62	124	1.2	-0.1	0.0
Argentina	-2.8	-10.5	52	-1.8	26	-0.1	11	1.5	59	0.4	15.9	7.6	-0.3	-14.4	-21.8	7	12	69	-0.1	0.5	0.7
Brasil	0.7	4.0	70	-3.8	33	-20.6	13	7.0	17	-2.5	10.0	8.3	4.9	-8.1	-16.7	30	49	119	0.3	0.1	0.1
Chile	-1.2	-1.6	18	0.3	68	-8.4	2	1.0	20	2.1	4.3	6.4	2.7	7.8	-6.6	32	54	156	-0.4	-1.5	-1.4
Colombia	-0.2	1.4	51	-6.2	37	-28.0	6	3.6	25	2.6	4.3	9.0	3.5	2.7	-31.8	19	27	180	1.3	0.4	0.4
México	-1.0	-0.4	52	-2.9	34	-10.0	10	1.8	33	2.5	2.3	4.6	2.0	-0.5	-6.9	16	23	76	0.7	0.5	0.6
Perú	-0.1	-1.1	22	-3.7	35	-3.9	3	8.4	40	2.2	3.4	6.0	5.6	0.5	-37.0	16	28	99	0.8	0.4	0.6
China	-1.1	-6.4	61	3.1	10	10.1	4	5.8	..	6.8	1.8	4.1	12.0	-4.0	23.6	38	165	85	0.5	0.4	0.5
India	-2.7	-3.8	65	-0.7	23	8.8	11	3.7	7	7.3	5.1	5.5	-1.9	5.0	-1.8	10	51	79	1.2	0.6	0.1
Indonesia	-1.0	-5.0	27	-2.0	36	2.0	4	2.3	56	4.8	6.0	5.8	1.0	-2.2	-17.8	17	23	98	0.5	0.6	0.6
Malasia	-1.6	-3.0	56	2.2	64	-10.9	9	1.6	28	4.7	2.4	3.0	6.5	0.3	-12.2	95	--	105	-0.1	-0.4	-0.5
Filipinas	2.0	-2.7	36	5.0	26	4.5	7	7.6	31	6.0	3.1	6.3	2.7	6.3	-5.3	3	32	63	1.1	0.4	0.5
Tailandia	-0.1	-3.0	44	6.2	35	-0.2	10	3.1	12	2.5	-0.3	0.8	4.2	4.0	-14.9	71	51	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
Macroeconómica				
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
Vulnerabilidad Fiscal				
Déficit ajustado por el ciclo ("Déficit estructural")	-4,2	-1,0	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	50,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Problemas de liquidez				
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)	15,0		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
Vulnerabilidad Externa				
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
Balances del sector privado				
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
Crédito y Activos				
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
Instituciones				
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 (+/- 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

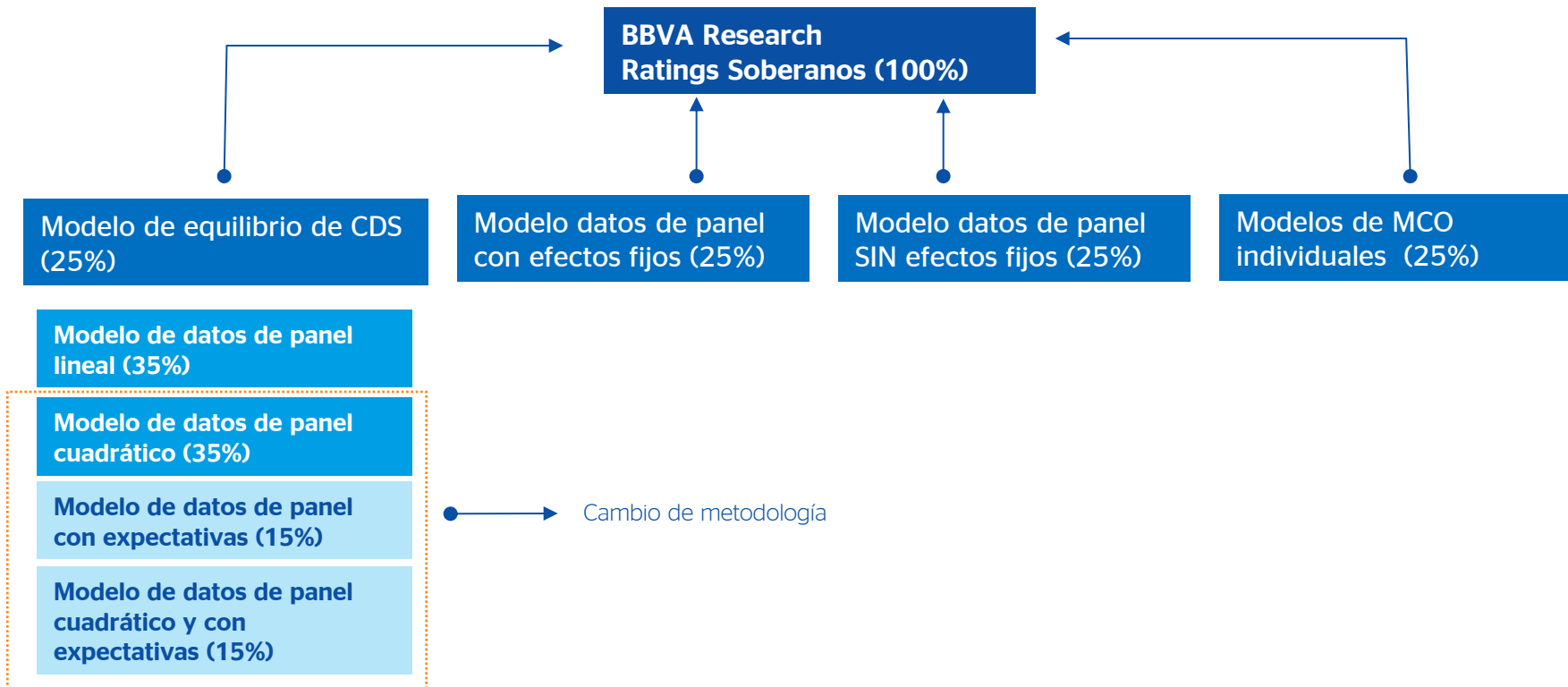
Informe de Riesgo País

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), 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.



AVISO LEGAL

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

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

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

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

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

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

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

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

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

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

BBVA 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
alfonso.ugarte@bbva.com

Tomasa Rodrigo
+3491 537 8840
tomasa.rodrigo@bbva.com



18,02	17,13	0,16	23,34	US4581401001	Inte	18,02	17,13	0,16	23,34		
18,81	23,53	23,13	0,92	US4612021034	Inte	18,81	23,53	23,13	0,92		
1,66	46,41	44,9	0,1	US46185R1005	Inte	1,66	46,41	44,9	0,1		
24,44	0,28	41,9	12,0	60,3	US4661211016	Inte	24,44	0,28	41,9	12,0	60,3
10,8	35,7	169,2	18,8	35,7	US4820181041	Inte	10,8	35,7	169,2	18,8	35,7
44,4	13,0	76,3	14,3	40,7	US4987801051	Inte	44,4	13,0	76,3	14,3	40,7
15,34	55,89	119,73	20,38	15,34	US5128151017	Inte	15,34	55,89	119,73	20,38	15,34

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia Serrano

Economías Desarrolladas:
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

EEUU
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbva.com

Economías Emergentes:

Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Le Xia
le.xia@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación Latam
Juan Manuel 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
Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.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

Regulación Digital
Álvaro Martín
alvarojorge.martin@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación & Procesos
Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com