

BBVA Research

# Informe de Riesgo País

Informe Trimestral de Riesgo País – Junio 2016

(Datos hasta finales de Mayo de 2016)

Unidad de Análisis Transversal de Mercados Emergentes



15,34	55,89	11,25
96,66	119,73	90,17
29,52	9,29	100,00
12,55	11,39	1,00
14,85	41,80	27,23
29,73	38,20	26,79
51,65	56,89	43,88
74,73	85,25	26,79
46,27	74,73	25,85
40,00	55,47	25,85
6,25	12,10	5,02
33,77	50,45	25,85

# Informe de Riesgo País

## Resumen

### Actualización de mercados de deuda soberana y agencias de rating

- **Argentina** ha recibido una mejora significativa de rating por parte de las tres agencias después de su regreso a los mercados de bonos. Moody's mejora a **Irlanda**. Fitch rebajó **Brasil** y mejora a **Hungría**.
- **La presión del mercado (rebaja/subida) se ha estabilizado después de un trimestre tranquilo.** Turquía, Chile, Colombia, China y Malasia continúan en el punto de mira.
  - **En los últimos 3 meses hemos revivido el mismo ciclo de agitación-calma experimentada en la segunda mitad del año pasado y el otoño de 2013.** Una vez más, las señales tranquilizadoras de política monetaria de China, la Fed y el BCE y los menores temores a un recesión en EEUU han contribuido a la reducción de la volatilidad en los mercados financieros.
  - Sin embargo, **los mercados financieros se mantienen cautelosos** y una leve salida de capitales de ME ha reaparecido durante el mes de Mayo, como resultado de las perspectivas de subida de los tipos de la Fed. Más recientemente algunas incertidumbres (el referéndum sobre el Brexit) están contribuyendo al regreso de la aversión al riesgo.
- **El nivel de apalancamiento es todavía preocupante en todas las economías desarrolladas**, a pesar del sostenido proceso de desapalancamiento privado.
- **En los ME, la diferenciación importa:** El apalancamiento privado es la mayor vulnerabilidad en Europa emergente, el bajo crecimiento en América Latina y la vulnerabilidad fiscal en Asia.
- **Considerándolo todo, los riesgos más relevantes para el escenario global son:**
  - **El crecimiento ilimitado del endeudamiento en China**
  - **Las consecuencias de la próxima subida de tipos de la Fed**, en el marco de unos balances empresariales maltrechos en algunos MEs.
  - **Adicionalmente, diversos riesgos políticos y geopolíticos podrían surgir**, incluyendo el Brexit y las elecciones políticas en España y los EE.UU

### Nuestra valoración del riesgo país

# Informe de Riesgo País

## Índice

### 1. Actualización de mercados y ratings soberanos

- Evolución de CDS soberanos por países
- Evolución de ratings soberanos
- Presión bajista/alcista de los mercados sobre rating

### 2. Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones

- Ratings BBVA-Research por regiones
- CDS de equilibrio por regiones
- Radares de vulnerabilidades por regiones
- Niveles de deuda pública y privada

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

- Tensiones financieras
- Flujos de capital

### 4. Valoración de desequilibrios financieros y externos

- Crecimiento del crédito privado por países
- Crecimiento de los precios de la vivienda por países
- Sistema de alerta temprana de crisis bancaria por regiones
- Sistema de alerta temprana de crisis cambiarias por regiones

- Datos de indicadores de vulnerabilidad por países
- Apéndice Metodológico

# Informe de Riesgo País

Actualización de mercados y ratings soberanos: CDS soberanos

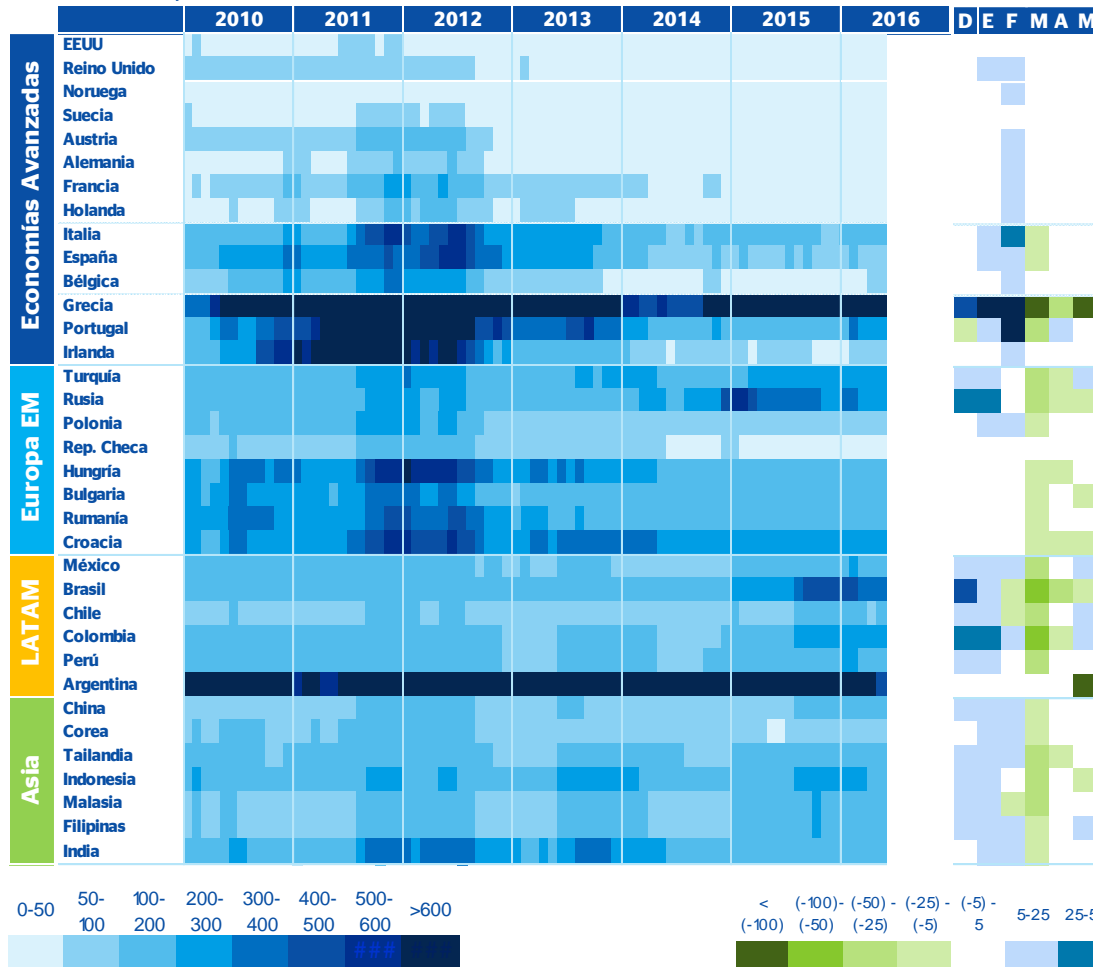
## Disminución global de CDS soberanos, aunque los niveles en MEs se mantienen cerca de máximos post-Lehman

### Diferenciales de CDS soberanos

Fuente: Datastream y BBVA Research

### Cambios

(Últ. 6 meses m/m)



Estabilidad absoluta en los CDS de las economías avanzadas.

Fuerte disminución en CDS griegos. Portugal es el menos beneficiado en la periferia.

La estabilidad continúa en EM Europa entre la reducción global de los diferenciales.

Aguda disminución del CDS de Argentina luego de su regreso a los mercados de deuda. La mayoría de los países de la región retroceden a niveles de Agosto de 2015.

Disminución general de los diferenciales en Asia emergente. China continúa como el país de peor desempeño.

# Informe de Riesgo País

Actualización de mercados y ratings soberanos: ratings de agencias

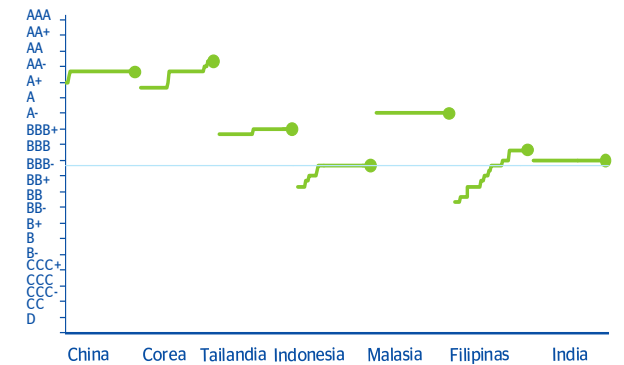
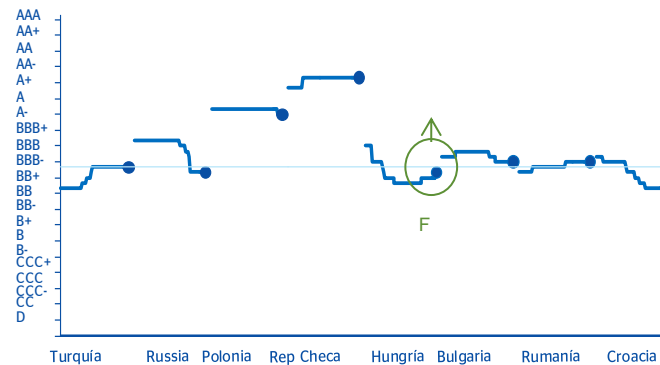
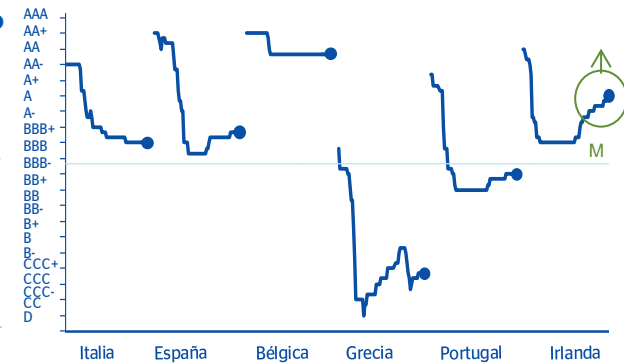
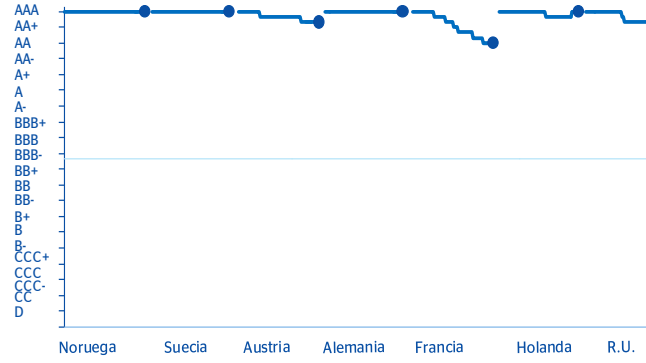
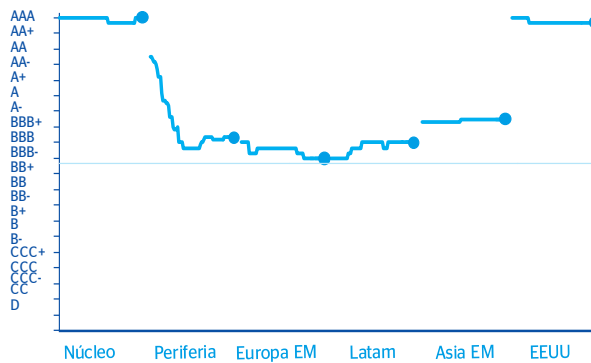
## Argentina es mejorada por las tres agencias. Moody's mejora a Irlanda. Fitch rebaja a Brasil y mejora a Hungría.

### Índice de rating soberano 2009-2016

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

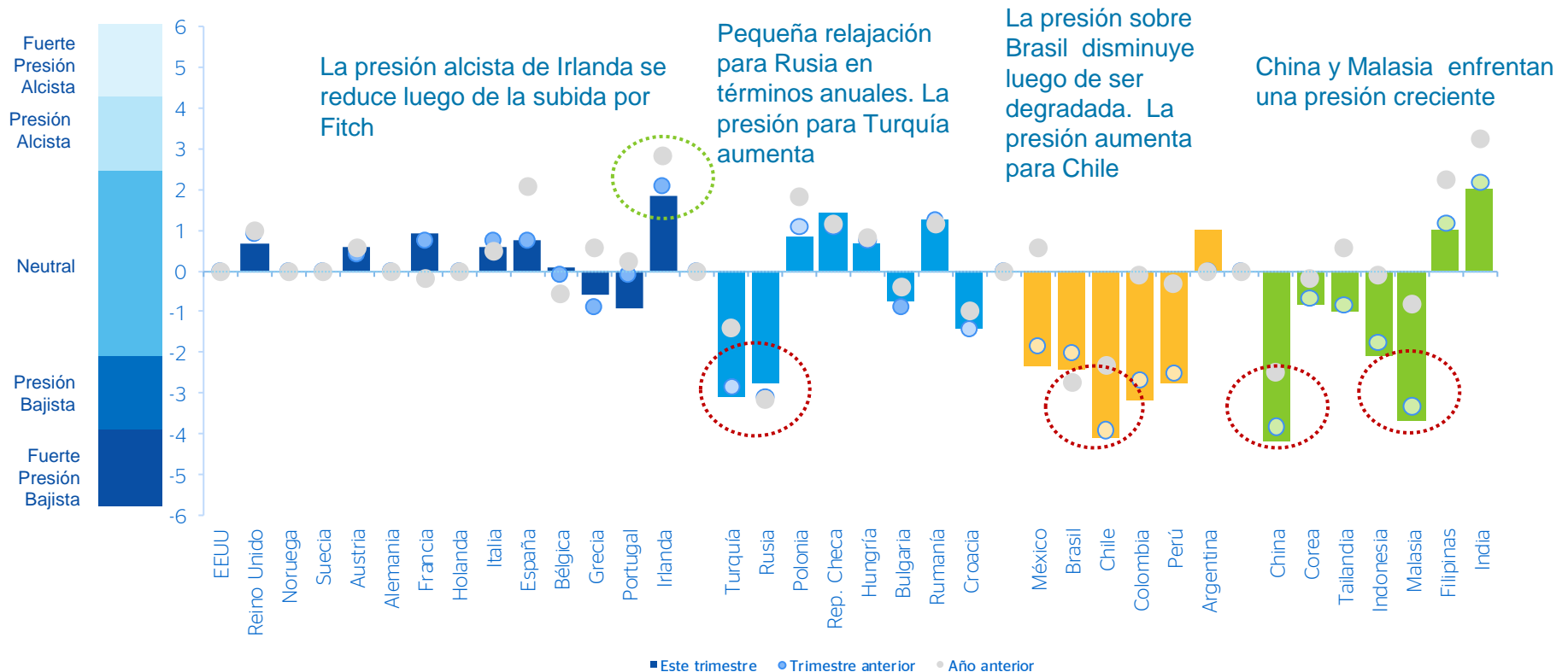
Actualización de mercados y ratings soberanos

**La presión del mercado se estabiliza después de un trimestre tranquilo. Turquía, Chile, Colombia, China y Malasia todavía en el punto de mira**

## Brecha de presión bajista/alcista sobre las agencias de rating (Mayo 2016)

(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

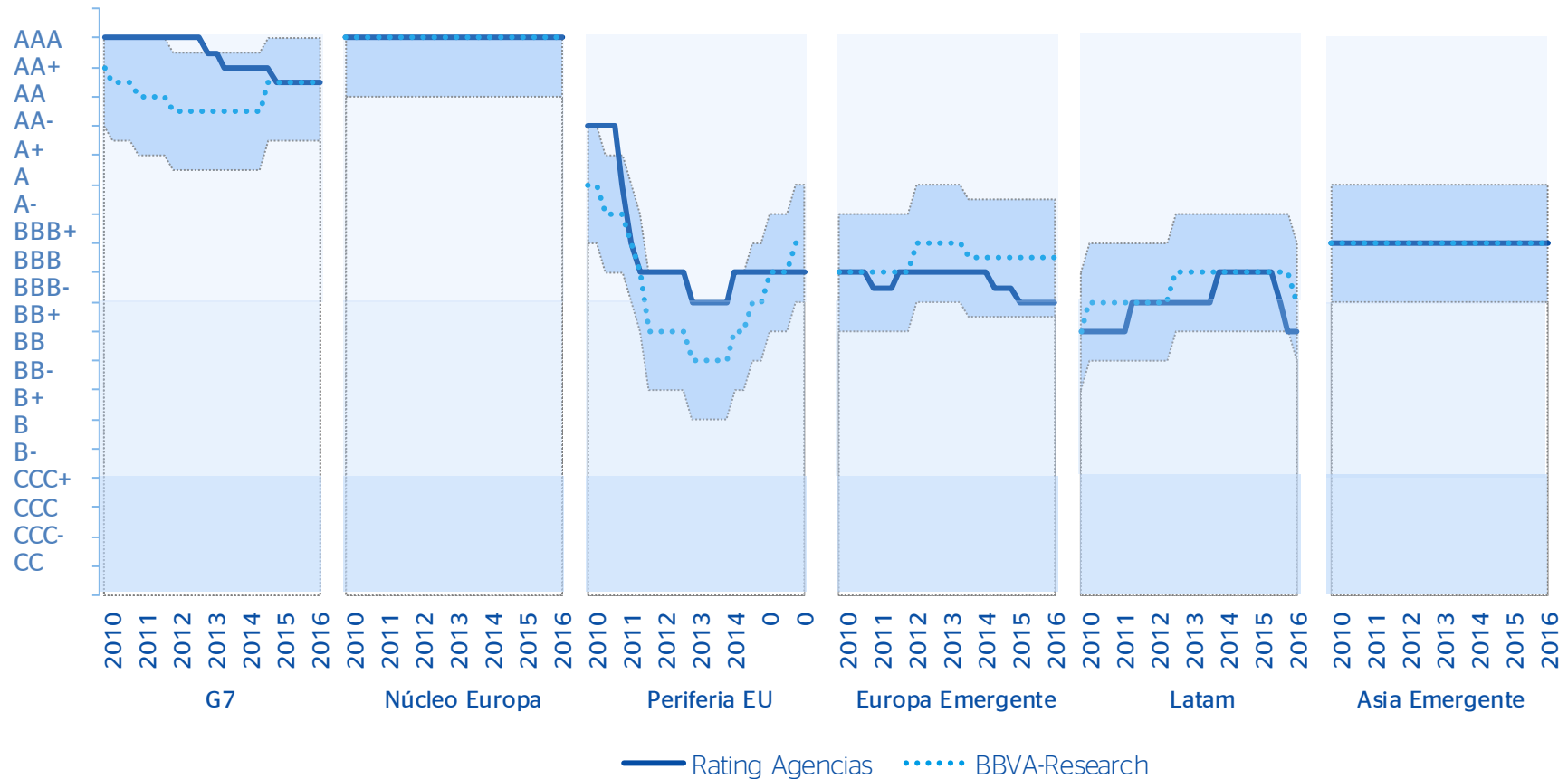
Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo por regiones

## El rating promedio de Latam bajo el umbral de grado de inversión. Periferia de UE y Europa ME continúan por debajo de sus fundamentales

### Rating soberano de agencias vs. BBVA Research Junio 2016

(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 por regiones

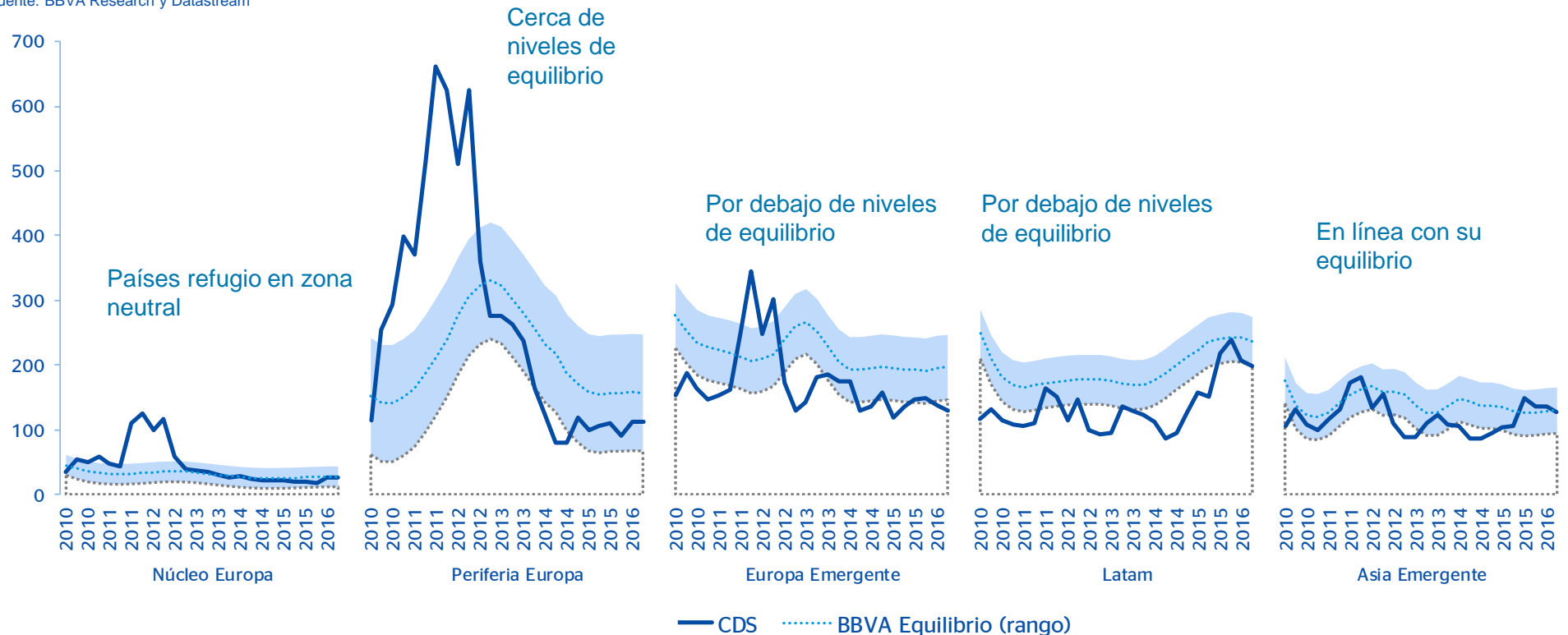
**El CDS promedio en América Latina se ha reducido por debajo de su nivel de equilibrio. CDS de Asia ME ahora en línea con su equilibrio**

## CDS y diferenciales de riesgo de equilibrio Mayo 2016

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

\*Periferia Europa excluye Grecia

Fuente: BBVA Research y Datastream





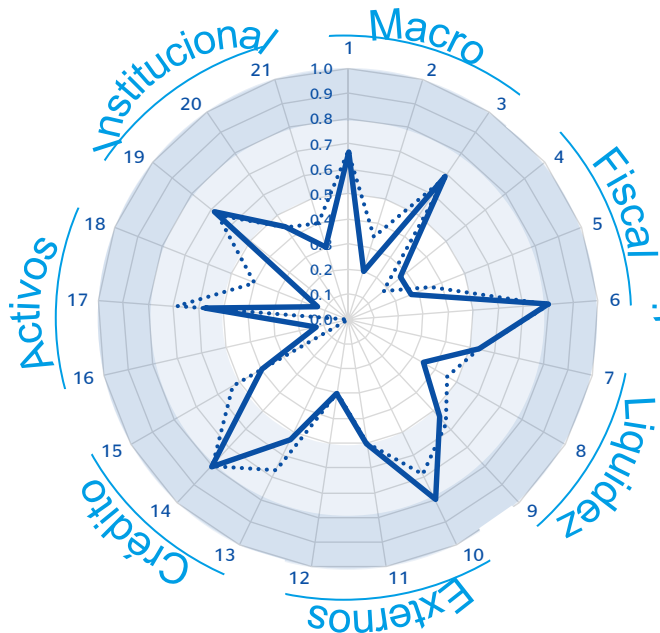
# Informe de Riesgo País

## Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo Apalancamiento privado disminuye en la periferia de Europa. La deuda externa sigue siendo preocupante en todos los MD

### Economías Avanzadas: radar de vulnerabilidad 2016

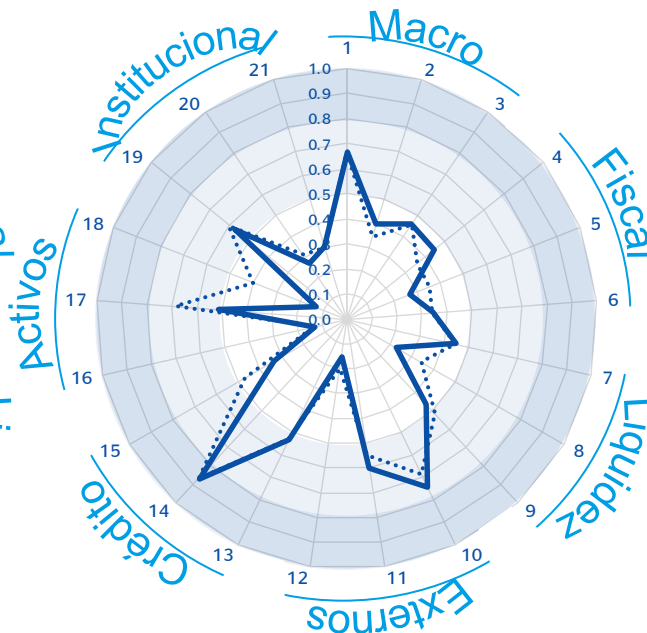
(posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)  
Fuente: BBVA Research

G7



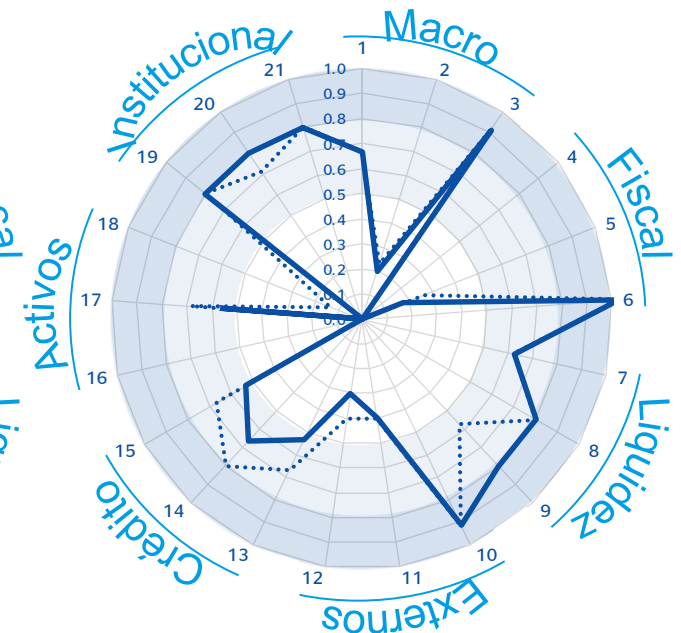
La deuda pública y corporativa son las principales vulnerabilidades

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

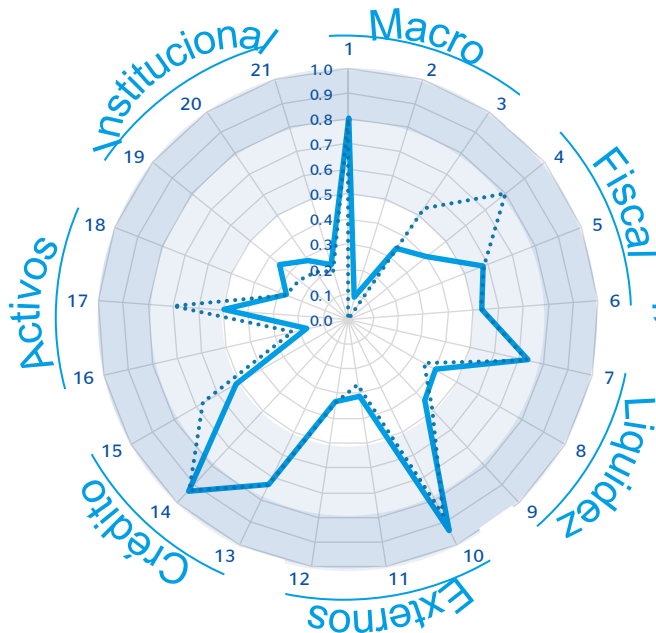
# Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo  
**La deuda externa, la principal vulnerabilidad de Europa ME; el bajo crecimiento el de Latinoamérica, y el déficit fiscal el de Asia ME**

## Economías Emergentes: radar de vulnerabilidad 2016

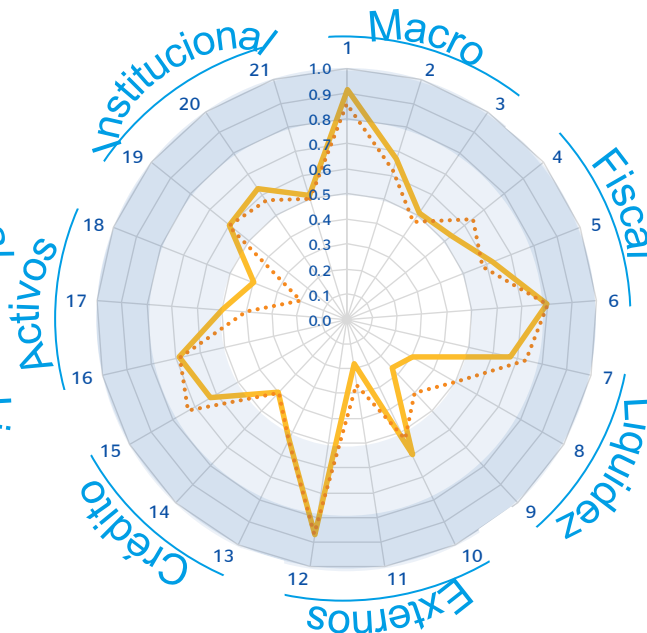
posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)  
 Fuente: BBVA Research

### Europa Emergente



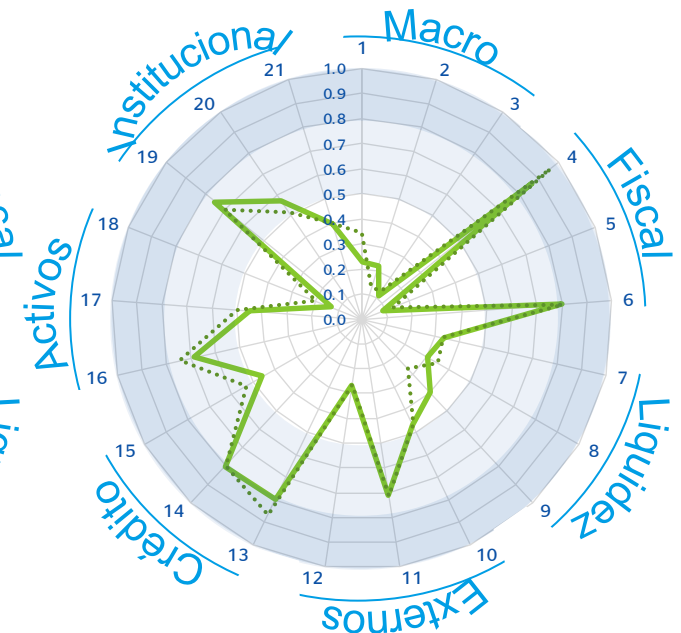
Mejora significativa en los saldos primarios públicos. Altos niveles de deuda corporativa y externa

### Latinoamérica



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

### 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 (%a/a)  
**Institucional:** (19) Estabilidad Política (20) Corrupción (21) Justicia



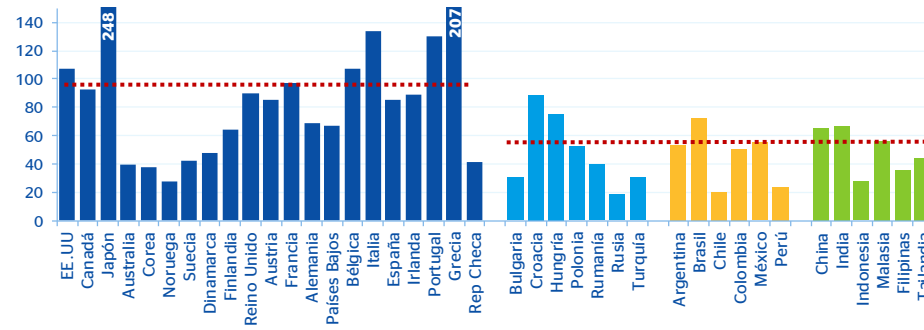
# Informe de Riesgo País

## Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

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

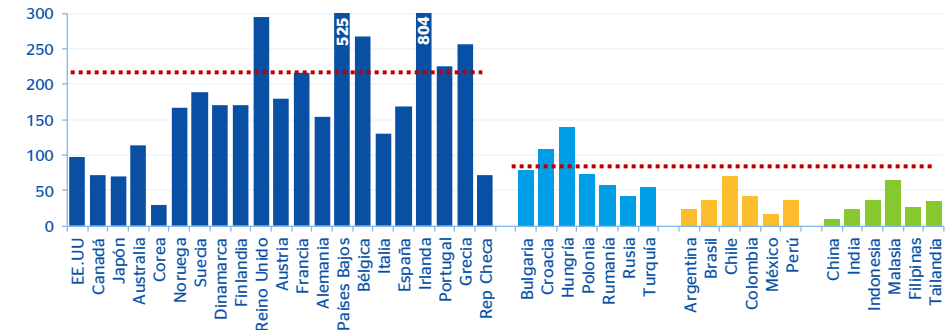
#### Deuda Pública Bruta 2016

(% PIB)  
Fuente: BBVA Research y FMI



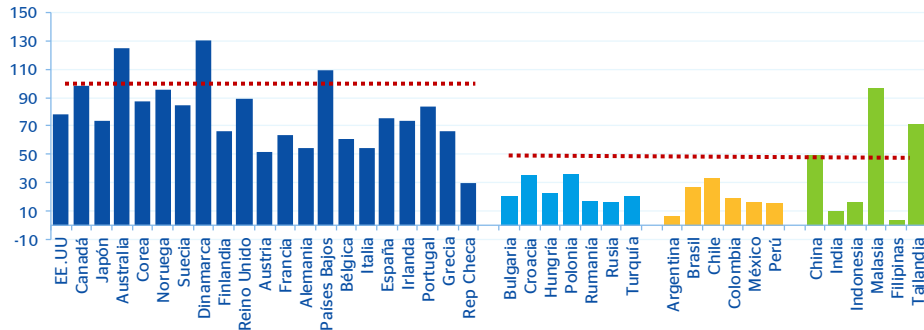
#### Deuda Externa 2016

(% PIB)  
Fuente: BBVA Research y FMI



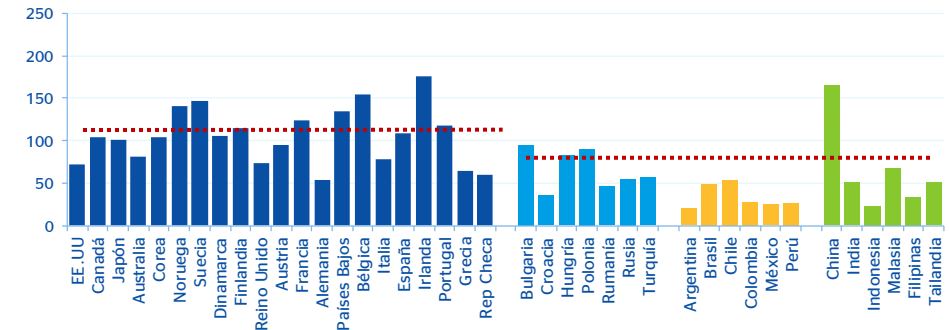
#### Deuda Hogares 2016

(% PIB)  
Fuente: BBVA Research y BIS



#### Deuda Empresas 2016

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

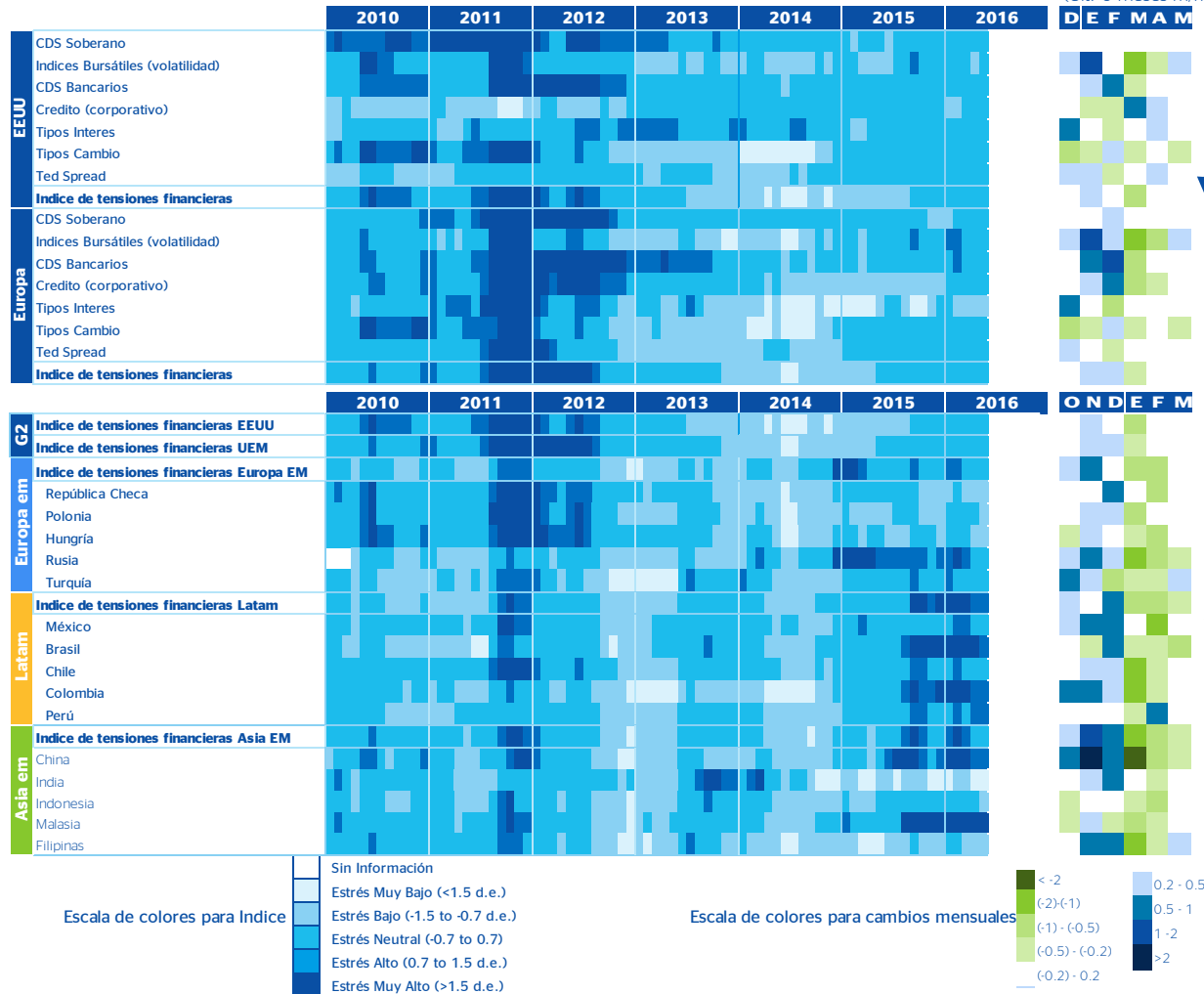


# Informe de Riesgo País

Mercados financieros, aversión global al riesgo y flujos de capital  
**Las tensiones financieras disminuyeron fuertemente en Marzo en todas las geografías y luego se han estabilizado**

## Mapa de Estrés Financiero

Fuente: BBVA Research



La disminución de la volatilidad de los mercados bursátiles fue el principal impulsor de la reducción de las tensiones financieras en Estados Unidos y Europa.

La mayoría de los factores se han relajado desde marzo, con algo de tensión en los diferenciales de créditos corporativos.

El ITF en MEs regresó una vez más a los niveles anteriores a la reciente agitación en enero y septiembre.

Europa EM continúa siendo la región más estable de los mercados emergentes.

El ITF en Latinoamérica continúa en niveles elevados a pesar de una cierta relajación. Colombia, Brasil y Perú se mantienen en la región de alta tensión.

Malasia y China también se encuentran en la región de alta tensión.



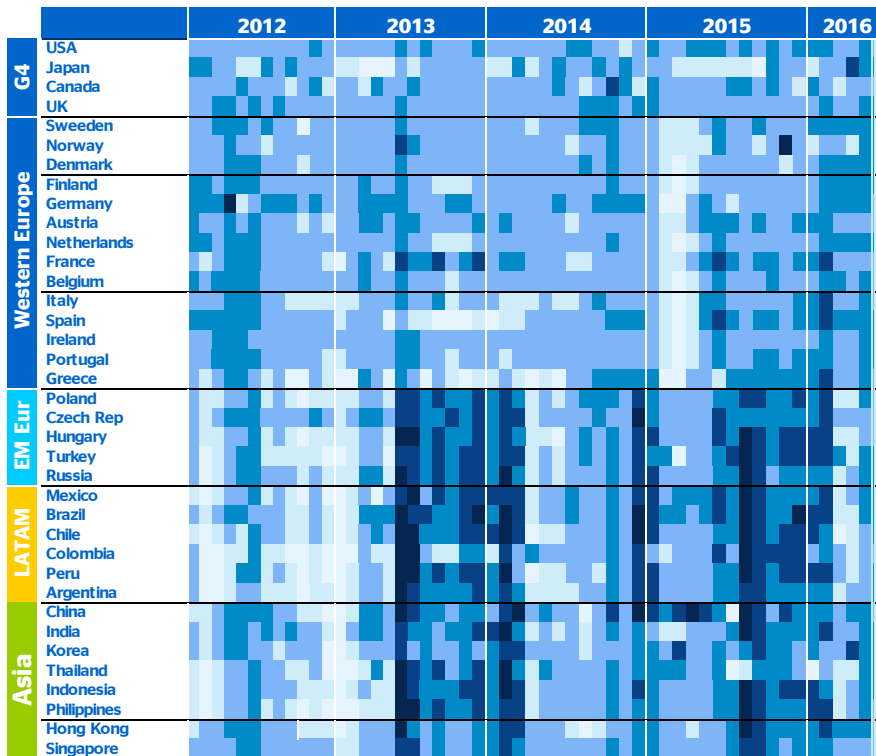
# Informe de Riesgo País

Mercados financieros internacionales, aversión al riesgo y flujos de cartera

## Las expectativas de una temprana subida de tipos de la Fed ha tenido un impacto negativo que se observa en el mes de Mayo

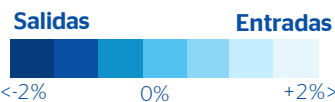
### BBVA Mapa de Flujos de Cartera

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



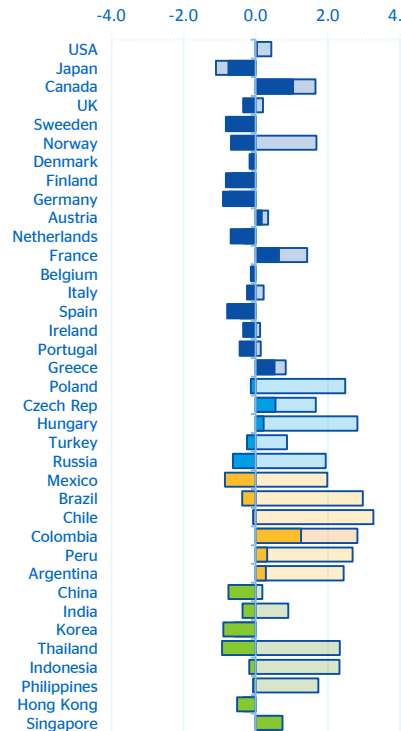
BBVA Research Portfolio Flows Map\*

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 May.-Jun. (est) vs. Mar.-Abr. Gráfico y Comentario

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



- El aumento del apetito por el riesgo experimentado desde Marzo disminuyó en mayo. Los flujos de cartera a MEs retrocedieron de nuevo llevando las variaciones de los flujos mensuales a territorio negativo.
- Esta disminución está vinculada a las expectativas de una subida de tipos de la Fed y no a la aversión al riesgo. Sin embargo, prevalece un contexto de volatilidad.
- En general, el resto del trimestre podría cerrar plano en ME y MD, aunque en términos trimestrales el segundo trimestre registrará entradas positivas en todas las ámbitos.

# Informe de Riesgo País

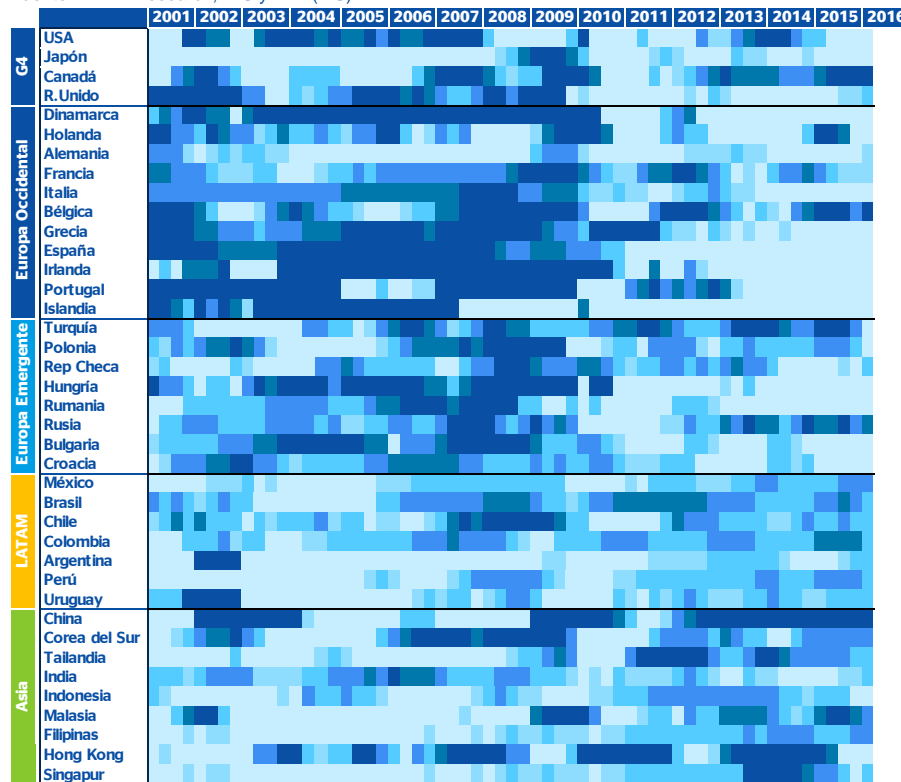
Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

## Turquía entra en desapalancamiento. El crecimiento del crédito en Colombia se enfría. Apalancamiento en China crece sin límite.

### Mapa de crédito al sector privado (2001-2016T1)

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

Fuente: BBVA Research, BIS y FMI (IFS)



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 T1-2016



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

El crecimiento del crédito se modera en Canadá durante el trimestre, pero sigue siendo preocupante a nivel anual. Crecimiento moderado en EE.UU., Japón y Reino Unido.

Fuerte crecimiento trimestral en el norte de Europa. Bélgica muestra signos de excesivo crecimiento

Turquía completa dos trimestres de desapalancamiento. El crecimiento del crédito en Rusia también está perdiendo ritmo.

El crecimiento del crédito en Colombia se está enfriando. El apalancamiento crece moderadamente en toda la región.

El apalancamiento de China no se modera a pesar de consenso acerca de su crecimiento excesivo. El apalancamiento en India se acelera.

# Informe de Riesgo País

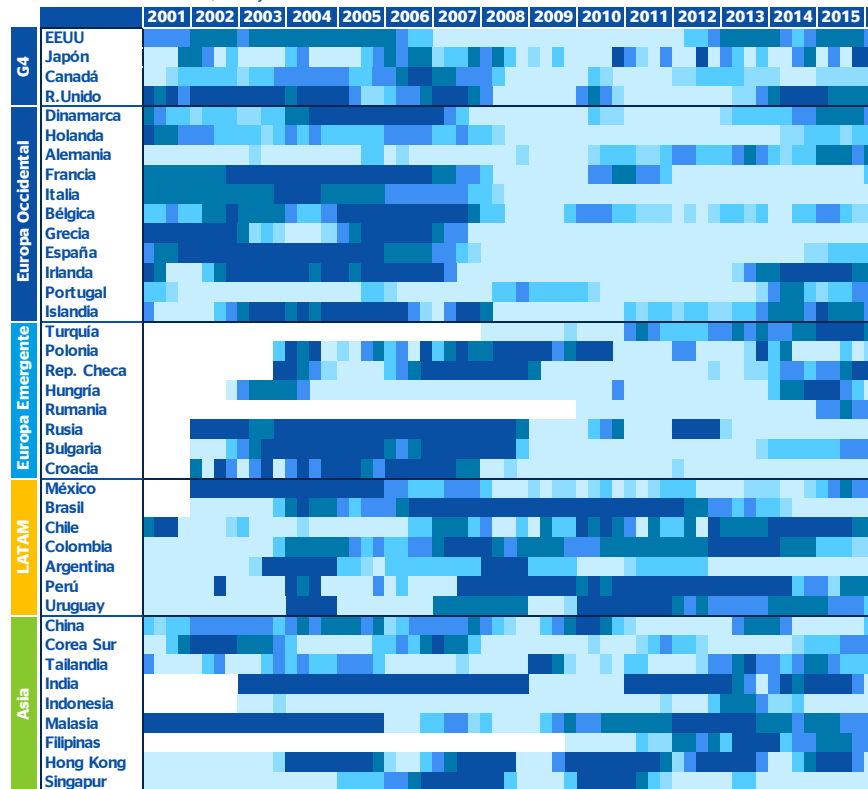
Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

**Los precios de la vivienda parecen estar recuperándose en toda Europa. En Reino Unido e Irlanda crecen muy rápidamente.**

## Mapa de precios reales de la vivienda (2001-2016T1)

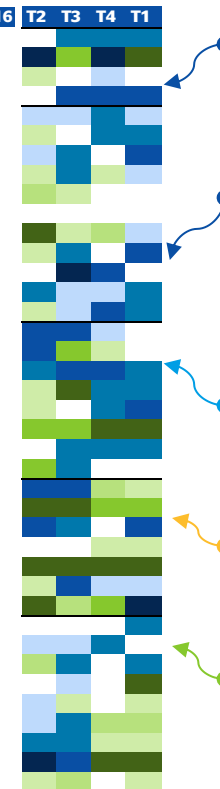
(sobre el cambio anual en precios reales de la vivienda)

Fuente: BBVA Research, BIS y OEF



### Crecimiento T/T

Últ. 4 trimestres hasta T1-2016



**Boom:** Crecimiento precios reales mayor 8%  
**Crecimiento excesivo:** Crecimiento precios reales entre 5% y 8%  
**4 Crecimiento Elevado:** Crecimiento precios reales entre 3% y 5%  
**3 Crecimiento Moderado:** Crecimiento precios reales entre 1% y 3%  
**0.5 Estancamiento:** Crecimiento precios reales entre 0% y 1%  
**-2 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%**

Crecimiento sostenido de los precios en EEUU. Exceso de crecimiento continúa en el Reino Unido. Alta volatilidad en Japón.

Signos de sobrecalentamiento en Irlanda, aunque moderándose. Los precios continúan recuperándose en España y Portugal

Datos mixtos en Europa emergente. Desaceleración en Turquía y aceleración en Rep. Checa. Contracción en Rusia.

Los precios están disminuyendo o creciendo moderadamente en la mayoría de los países de LatAm, siendo niño la clara excepción.

Situación mixta en Asia ME. Los precios en China vuelven a crecer. Fuerte caída en Hong Kong.

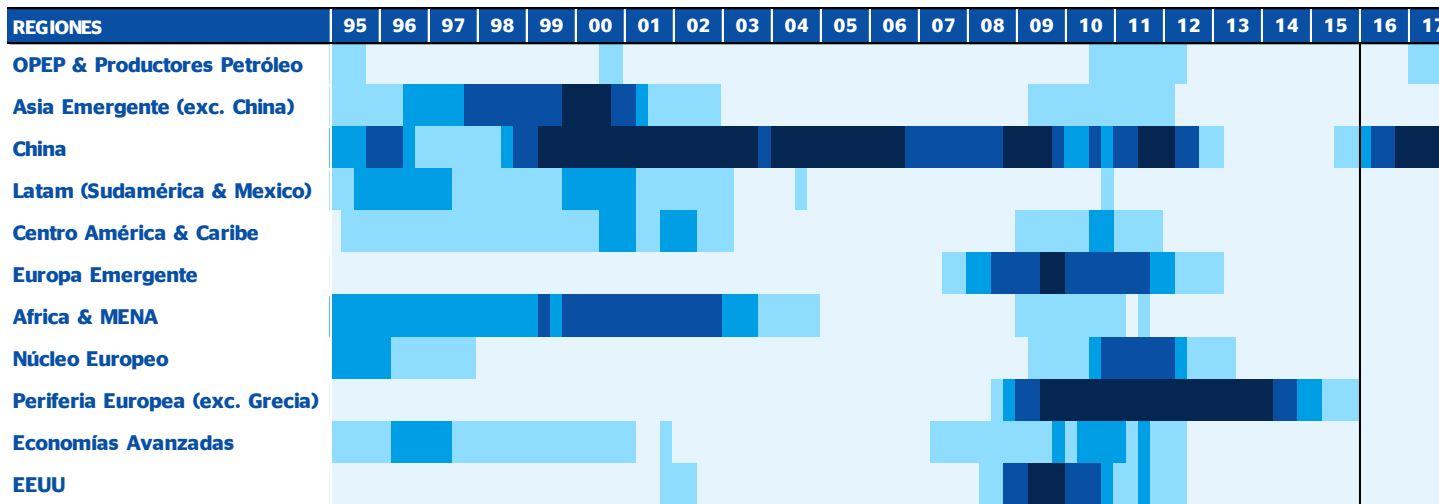
# Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo  
**Algunos productores de petróleo y China, quienes más probabilidades tienen de enfrentar una crisis bancaria en los próximos dos años**

## Sistema de Alerta Temprana SAT de crisis bancarias (1992T1 -2017T4)

Probabilidad de una crisis bancaria sistémica (basada en datos retrasados 8-trimestres\*):

\*La probabilidad de una crisis en el T4-2016 está basada en datos del T4-2014. Fuente: BBVA Research

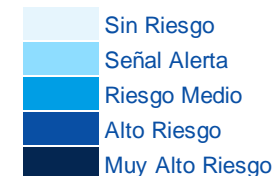


Opep y algunos productores de petróleo pueden enfrentar problemas bancarios bajo el nuevo paradigma de precios

Los desequilibrios bancarios chinos se aceleraran

Los problemas de la periferia Europea (ex Grecia) se relajan

- En este informe trimestral, presentamos nuestro Sistema de Alerta Temprana (SAT) de crisis bancarias a un nivel regional. La ocurrencia de una crisis bancaria sigue la definición descrita por Valencia y Laeven (2012) que se describe en el Apéndice.
- La descripción completa de la metodología puede encontrarse en <https://goo.gl/r0BLbl> o en <https://goo.gl/VA8xXv>.
- Las probabilidades mostradas son el promedio simple de las probabilidades estimadas para cada país dentro de cada región. La definición de los países incluidos en cada región puede verse en el Apéndice.





# Informe de Riesgo País

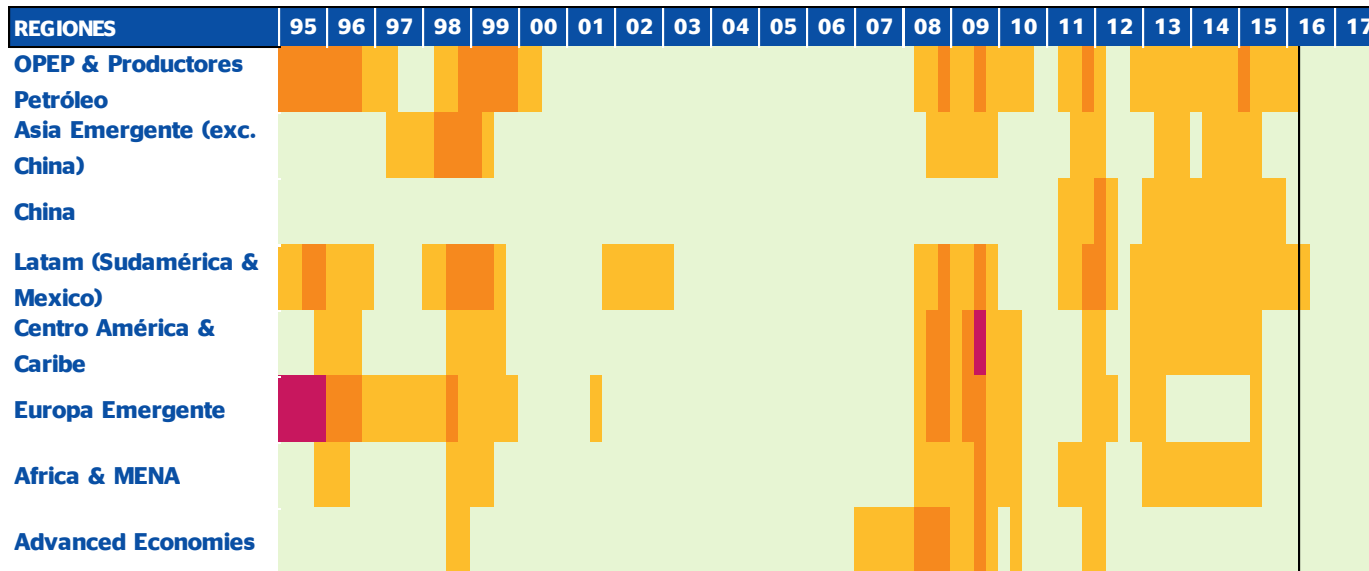
Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

**Exportadores de petróleo y algunos latinoamericanos los más vulnerables a shocks cambiarios. Las probabilidades de crisis disminuyen luego de fuertes correcciones**

## Sistema de alerta temprana SAT de crisis cambiarias: probabilidad de tensiones de tipo de cambio

La probabilidad de crisis está basada en datos rezagados 4 trimestres, p.e. la probabilidad en el T4-2016 está basada en datos del T4-2015

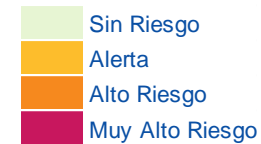
Fuente: BBVA Research



→ La presión sobre los exportadores de petróleo se disipa

→ La probabilidad de fuertes presiones cambiarias aún persisten en algunos países latinoamericanos

- Hemos desarrollado un Sistema de Alerta Temprana SAT de crisis cambiarias que nos permite estimar la probabilidad de ocurrencia de una crisis cambiaria, que se define como una fuerte depreciación y caída de las reservas internacionales en un país.
- De forma similar, las probabilidades mostradas son el promedio simple de las probabilidades individuales de cada país dentro de cada región. La lista de indicadores adelantados utilizada en la estimación de la probabilidad y la lista de países incluidos en cada región puede encontrarse en el Apéndice.



# Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

## Indicadores de vulnerabilidad: Economías desarrolladas

### Indicadores de vulnerabilidad\* 2016: 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 2015-19	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	-1.4	-1.2	107	-2.8	98	13.2	20	15	34	2.5	1.3	4.8	-3.5	4.4	-0.5	78	71	63	-0.6	-1.3	-1.6
Canadá	-1.4	-0.8	92	-3.5	72	-11.5	12	13	22	1.5	1.4	7.3	10.0	10.8	-9.4	98	104	136	-1.2	-1.8	-1.9
Japón	-4.4	-0.6	249	3.8	71	-3.4	41	19	8	0.5	-0.2	3.3	-3.4	0.6	-12.7	74	101	50	-1.0	-1.7	-1.6
Australia	-0.7	-0.5	39	-3.6	114	-5.8	4	8	66	2.5	2.5	5.9	7.7	7.2	-12.1	125	80	137	-1.1	-1.9	-1.9
Corea	0.4	0.7	37	8.2	30	0.0	2	10	13	2.7	1.7	3.5	3.6	3.1	-2.2	87	104	97	-0.2	-0.5	-1.0
Noruega	-10.6	-0.6	28	6.5	166	-9.9	0	30	34	1.0	2.5	4.6	15.3	1.5	-7.9	95	140	124	-1.1	-2.2	-2.0
Suecia	-1.1	-2.4	43	5.8	189	-5.2	6	12	46	3.7	1.4	6.8	-6.1	12.2	-18.1	85	147	199	-1.1	-2.1	-2.0
Dinamarca	-1.6	-1.1	47	6.6	170	-0.9	7	24	43	1.6	0.8	6.0	-5.8	3.2	-0.6	130	105	323	-0.9	-2.3	-2.1
Finlandia	-0.7	-1.1	64	0.0	170	-1.7	8	8	79	0.9	0.8	9.3	-1.3	4.4	-11.3	66	115	136	-1.3	-2.2	-2.1
Reino Unido	-1.4	-1.0	90	-5.4	295	0.1	10	6	28	1.8	0.7	5.0	-5.1	7.1	-8.8	90	73	59	-0.4	-1.7	-1.9
Austria	0.5	-0.4	86	3.6	180	0.4	6	6	76	1.2	1.8	6.2	1.4	3.1	-9.5	52	95	98	-1.3	-1.4	-2.0
Francia	-0.5	-0.9	97	-0.3	217	-2.5	14	11	61	1.3	0.1	10.1	-3.0	1.0	-12.9	64	124	109	-0.4	-1.3	-1.5
Alemania	1.8	-1.3	69	8.0	153	-2.4	4	4	61	1.7	0.0	4.6	-1.8	5.6	-16.7	54	53	93	-0.9	-1.8	-1.9
Países Bajos	0.6	-1.3	67	10.6	551	-1.2	8	12	52	1.8	0.5	6.4	-8.1	1.3	-10.1	109	134	98	-1.0	-2.0	-2.0
Bélgica	-0.2	-0.5	107	0.5	268	-1.3	18	16	59	1.2	0.6	8.3	-3.3	0.5	-7.0	61	154	54	-0.7	-1.6	-1.5
Italia	2.9	0.9	133	2.6	130	-2.6	18	16	36	1.0	0.1	11.4	-3.5	-1.7	-21.8	54	78	108	-0.5	0.1	-0.3
España	0.4	-1.7	85	2.1	169	-2.8	18	16	43	2.7	-0.3	19.8	-14.2	2.8	-24.3	75	108	112	-0.3	-0.5	-0.9
Irlanda	1.9	-1.6	89	4.0	781	-4.1	7	6	62	5.0	0.5	8.3	-46.2	7.5	4.8	73	176	58	-1.1	-1.6	-1.8
Portugal	2.9	0.8	130	1.3	225	-0.7	18	16	72	1.4	0.5	11.6	-14.8	4.9	-6.3	84	117	137	-0.8	-0.9	-1.1
Grecia	3.2	-1.8	207	-0.2	257	-4.3	15	6	82	-0.6	0.2	25.0	-2.2	-5.1	-25.6	67	65	154	0.0	0.2	-0.3

\*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\* 2016: 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 2015-19	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	-0.9	0.4	30	1.7	79	-2.1	4	2.4	44	2.3	1.1	8.6	-3.0	4.2	-13.2	21	95	82	-0.1	0.3	0.1
Rep Checa	-0.8	-1.4	41	0.6	71	-2.7	8	14	32	2.5	1.5	4.7	-3.2	9.7	-12.9	30	59	86	-1.0	-0.3	-1.1
Croacia	0.6	0.9	89	2.7	108	-1.6	19	3.7	37	1.9	0.8	16.4	-3.8	-1.3	-2.5	35	35	100	-0.6	-0.2	-0.3
Hungría	1.0	-0.3	75	5.4	140	-4.4	19	2.7	61	2.3	1.2	6.7	-10.8	-5.2	26.1	23	83	93	-0.7	-0.1	-0.5
Polonia	-1.2	-1.8	52	-1.8	73	-5.0	10	2.5	57	3.6	0.5	6.9	1.5	0.7	-9.4	36	90	111	-0.9	-0.6	-0.8
Rumanía	-1.5	-1.8	40	-1.7	57	-2.4	9	3.4	49	4.2	1.5	6.4	-1.9	3.9	-4.8	17	47	91	-0.1	0.1	-0.1
Rusia	-3.6	1.6	18	4.2	42	-23.2	5	4.3	15	-1.8	7.9	6.5	2.6	-17.6	15.1	16	55	105	0.8	0.9	0.7
Turquía	0.3	-2.2	31	-3.6	55	0.6	5	16.1	34	3.8	9.8	10.8	3.4	6.7	3.0	21	57	124	1.1	0.1	0.0
Argentina	-4.4	-1.2	53	-3.5	24	-32.6	9	1.8	59	-0.4	32.0	7.7	1.4	-31.5	19.9	6	19	66	-0.1	0.6	0.9
Brasil	-0.5	3.4	73	-2.1	37	-9.8	18	7.3	17	-3.0	6.8	8.8	3.3	-13.1	-2.1	27	49	112	0.0	0.4	0.1
Chile	-2.3	-1.2	21	-1.8	70	-2.3	3	5.8	16	1.7	3.2	6.8	2.1	6.8	0.5	34	54	148	-0.5	-1.5	-1.4
Colombia	-0.2	1.9	51	-6.3	42	-25.8	5	3.6	25	2.0	6.2	10.7	5.4	0.5	-1.3	19	27	109	1.1	0.4	0.3
México	-0.4	0.2	55	-3.1	17	-14.8	10	6.7	34	2.2	2.9	4.2	3.8	3.1	4.4	16	25	82	0.8	0.7	0.5
Perú	-0.8	-1.8	24	-3.4	37	-3.5	4	3.1	34	3.6	2.9	6.3	3.4	6.1	-1.4	15	26	96	0.5	0.6	0.6
China	-2.2	-5.0	65	2.6	9	5.8	4	5.7	..	6.5	1.8	4.1	17.3	1.4	-18.3	49	165	86	0.5	0.3	0.3
India	-2.4	-4.0	66	-1.5	23	8.6	11	4.5	7	7.6	5.1	5.5	-0.1	-4.0	-9.4	10	51	83	1.0	0.5	0.1
Indonesia	-1.2	-3.3	28	-2.6	37	5.0	5	2.5	56	5.3	4.5	5.9	0.5	-0.7	-12.2	16	22	97	0.4	0.6	0.3
Malasia	-1.9	-2.7	56	2.3	65	-7.2	10	1.9	28	4.4	3.1	3.2	6.5	3.2	-6.2	96	--	106	-0.3	-0.5	-0.6
Filipinas	1.4	-3.6	36	2.6	26	3.3	7	5.6	31	6.5	2.9	6.0	3.2	3.6	-8.5	3	34	62	0.7	0.4	0.3
Tailandia	0.5	-2.4	44	8.0	35	-1.4	6	3.1	12	3.5	1.6	0.8	2.9	2.0	-6.5	71	50	98	0.9	0.4	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). 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
<b>Problemas de liquidez</b>				
Necesidades de financiación brutas	17,0	21,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Deuda en manos de no residentes	84,0	40,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/101
Presión de deuda a corto plazo				
Deuda pública a c/p % de la deuda pública total (Desarrollados)	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
<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. La estimación proviene de Oxford Economics Forecasting (OEF) para la mayoría de los países. Para los países que no son analizadas por OEF, se estiman modelos individuales OLS similares.

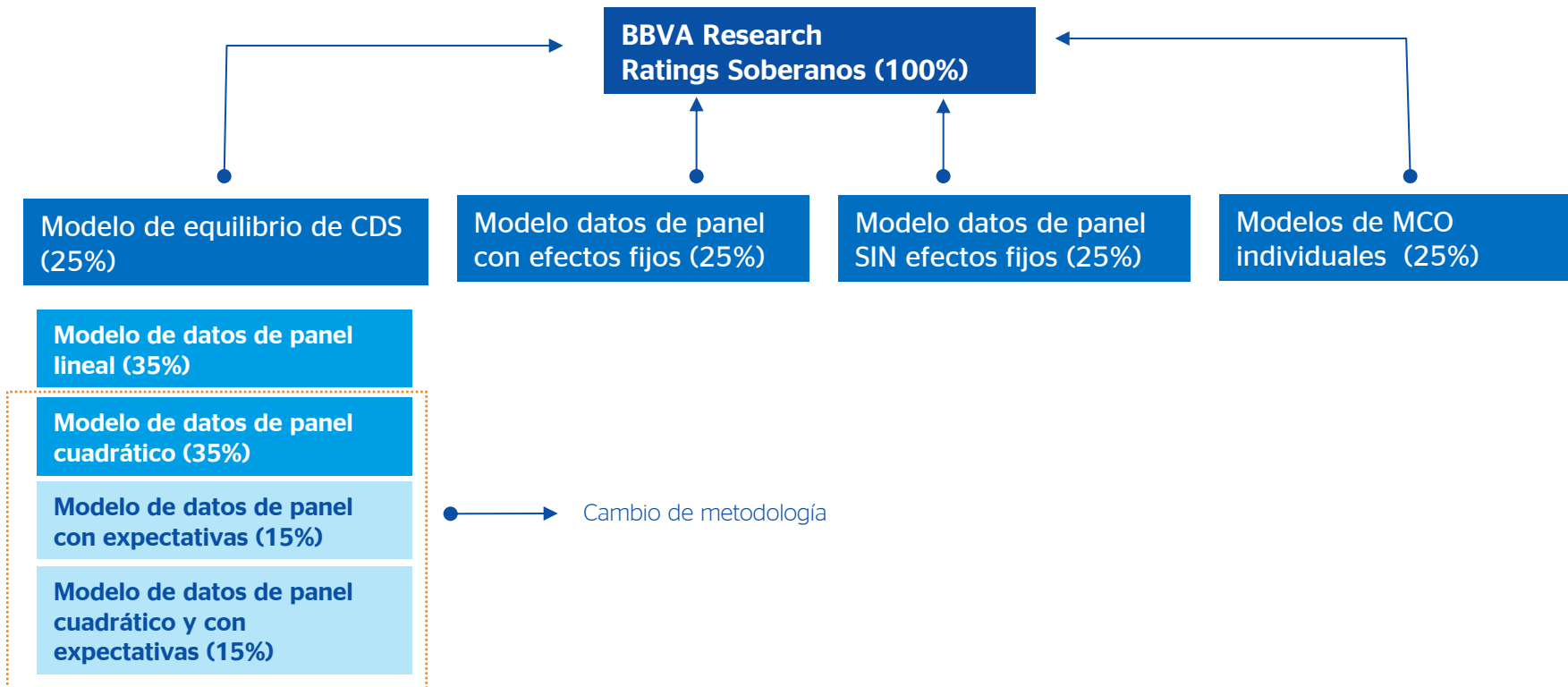
# Informe de Riesgo País

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: Sistemas de Alerta Temprana

### SAT de crisis bancarias:

La descripción completa de la metodología puede encontrarse aquí: <https://goo.gl/r0BLbl> y aquí: <https://goo.gl/VA8xXv>. Una crisis bancaria sistémica se define si se cumplen los siguientes criterios: 1) signos significativos de tensión financiera en el sistema bancario (corridas bancarias significativas, fuertes pérdidas en el sistema bancario, y / o liquidaciones bancarias), 2) intervenciones públicas en el sistema bancario en respuesta a pérdidas significativas. La probabilidad de una crisis se estima utilizando un modelo logit en datos de panel con datos anuales para 68 países entre 1990 y 2012. El modelo estimado se aplica luego a datos trimestrales. La probabilidad es una función de los siguientes indicadores (con un retraso de 2 años):

- Brecha del ratio Crédito a PIB (Desviación del nivel observado frente a un nivel estructural estimado)
- Balance de cuenta corriente sobre PIB
- Tipos de interés de corto plazo (desviación con respecto al tipo de EEUU)
- Tipo de interés Libor
- Ratio de crédito a depósitos
- Ratio de capital regulatorio a Activos ponderados por riesgo

### SAT de crisis cambiarias:

Se estima la probabilidad de una crisis cambiaria (un evento de fuerte caída del tipo de cambio y de las reservas) a través de un modelo logit en datos de panel con datos trimestrales para 78 países entre 1980T1 a 2015T4, como una función de las siguientes variables (con un retraso de 4 trimestres):

- Brecha del ratio Crédito a PIB (Desviación sobre la tendencia de un filtro Hodrick-Prescott)
- Inflación
- BAA Spread
- Cuenta corriente cíclica (Desviación sobre la tendencia de un filtro Hodrick-Prescott)
- Tipos de interés de corto plazo (desviación con respecto al tipo de EEUU)
- Tipo de interés Libor
- Tipo de cambio efectivo real
- Ratio de inversión a PIB
- Tasa de crecimiento real del PIB (tendencia estructural y desviación cíclica estimadas por un filtro Hodrick-Prescott)
- Ratio de comercio total a PIB (Exportaciones + Importaciones)/PIB



# Informe de Riesgo País

Anexo

## Metodología: Sistemas de Alerta Temprana

### Definición de regiones en el análisis SAT de crisis bancarias:

- **OPEP y otros exportadores de petróleo:** Argelia, Angola, Azerbaiyán, Bahrein, Canadá, Ecuador, Nigeria, Noruega, Qatar, Rusia y Venezuela
- **Asia Emergente:** Bangladesh, China, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Filipinas, Tailandia y Vietnam.
- **Sudamérica & México:** Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay
- **Centroamérica & Caribe:** Bolivia, Costa Rica, Rep. Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá
- **África & MENA:** Botsuana, Egipto, Israel, Marruecos, Namibia y Sudáfrica.
- **Europa Emergente:** Armenia, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Chipre, Republica Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Eslovenia, Turquía y Ucrania
- **Europa Central:** Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Holanda, Suecia y Reino Unido.
- **Periferia Europea:** Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España
- **Economías Avanzadas:** Australia, Japón, Corea, Singapur, Islandia, Nueva Zelanda y Suiza.

### Definición de regiones en el análisis SAT de crisis cambiarias:

- **OPEP y otros productores de petróleo :** Argelia, Angola, Azerbaiyán, Bahrein, Nigeria, Noruega, Omán, Qatar, Rusia, Trinidad and Tobago, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela
- **Asia Emergente:** Bangladesh, China, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Filipinas, Tailandia y Vietnam.
- **Sudamérica & México:** Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay
- **Centroamérica & Caribe:** Bolivia, Costa Rica, Rep. Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, Nicaragua y Panamá
- **África & MENA:** Botsuana, Egipto, Israel, Marruecos, Namibia, Sudáfrica y Túnez.
- **Europa Emergente:** Armenia, Bielorrusia, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Chipre, Republica Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Eslovenia, Turquía y Ucrania
- **Economías Avanzadas:** Australia, Japón, Canadá, Corea, Singapur, Islandia, Nueva Zelanda y Suiza.

# 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.



## 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.



ISIN	Company Name	Industry	Market Cap	Revenue	Profit	EPS	Dividend	P/E Ratio	Dividend Yield
US4581401001	Inte	Inte	18,02	17,13	0,16	23,34	0,82	23,13	0,92
US4612021034	Intal	Intal	18,81	23,53	23,13	0,92	0,1	1,66	46,41
US46185R1005	Invitrogn	Invitrogn	1,66	46,41	44,9	0,1	24,44	0,28	88,07
US4661211016	IDS Uniphase	IDS Uniphase	41,9	41,9	41,9	41,9	41,9	41,9	41,9
US4820181041	Juniper Networks	Juniper Networks	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
US4824801009	KLA Tenaca	KLA Tenaca	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
US4987801051	Kidzney	Kidzney	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2
USS128151017	Lumen	Lumen	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2
USS127911001	Lumen	Lumen	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2

**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
18,81	23,53	23,13	0,92	US4612021034	Inte	18,81	23,53
1,66	46,41	44,9	0,1	US46185R1005	Inte	1,66	46,41
22,44	0,28	41,9	12,0	US4661211016	Inte	22,44	0,28
10,8	35,7	10,8	35,7	US4820181041	Inte	10,8	35,7
169,2	44,4	169,2	44,4	US4824801009	Inte	169,2	44,4
13,0	13,0	13,0	13,0	US4987801051	Inte	13,0	13,0
76,3	76,3	76,3	76,3	US5128151017	Inte	76,3	76,3
40,7	40,7	40,7	40,7	US5127911002	Inte	40,7	40,7

## 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