

BBVA

RESEARCH

INFORME TRIMESTRAL
DE RIESGO PAIS
Noviembre

2016

(Datos hasta finales
de Octubre 2016)

Informe de Riesgo País

Resumen

Riesgo País

Agencias de Rating

Mercados Financieros

BBVA Research

Temas Especiales

- Turquía fue rebajada por S&P y Moody's. Hungría y Corea fueron mejoradas por S&P. Islandia y Eslovenia también han mejorado. ➡
- Las tensiones financieras, la Aversión Global al Riesgo y los CDS soberanos continúan su tendencia negativa luego de las turbulencias vividas a principios de año. ➡
- China sufre la mayor presión sobre su rating, que también ha subido de forma importante para Portugal. Los mercados sugieren una posible mejora de rating de India y Chequia. ➡
- De acuerdo a sus fundamentales económicos, existe posibilidad de mejora de los ratings en la periferia Europea por parte de las agencias. ➡
- Los altos niveles de deuda pública en las economías avanzadas y los desequilibrios fiscales en Asia Emergente y Latinoamérica continúan siendo vulnerabilidades importantes ➡
- **La evolución global del apalancamiento es impulsada por China.** Estimamos que el exceso de apalancamiento global (brecha de crédito) alcanzó en 2015 los mismos niveles que en 2009 debido al creciente apalancamiento en China y su creciente contribución a la economía mundial. ➡
- **Los impagos soberanos importan:** Estimamos que, manteniendo todo lo demás constante, el haber pasado recientemente por un incumplimiento soberano implica tener un diferencial de CDS más de dos veces mayor. Del mismo modo, el efecto de un cambio en los diferentes factores determinantes es más del doble si un país tuvo un impago recientemente. ➡

Índice

1. **Actualización de mercados y ratings soberanos**
 - [Evolución de ratings soberanos](#)
 - [Evolución de CDS soberanos por países](#)
 - [Presión bajista/alcista de los mercados sobre ratings](#)
 2. **Tensiones financieras y aversión global al riesgo**
 - [Tensiones financieras](#)
 - [Evolución de la Aversión Global al Riesgo de acuerdo a distintas medidas](#)
 3. **Tema Especial 1: Los efectos de un evento de incumplimiento soberano sobre los CDS (riesgo)**
 4. **Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones**
 - [Ratings BBVA-Research por regiones](#)
 - [CDS de equilibrio por regiones](#)
 - [Radars de vulnerabilidades por regiones](#)
 - [Niveles de deuda pública y privada](#)
 5. **Tema especial 2: Estimación del exceso de endeudamiento global**
 6. **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**

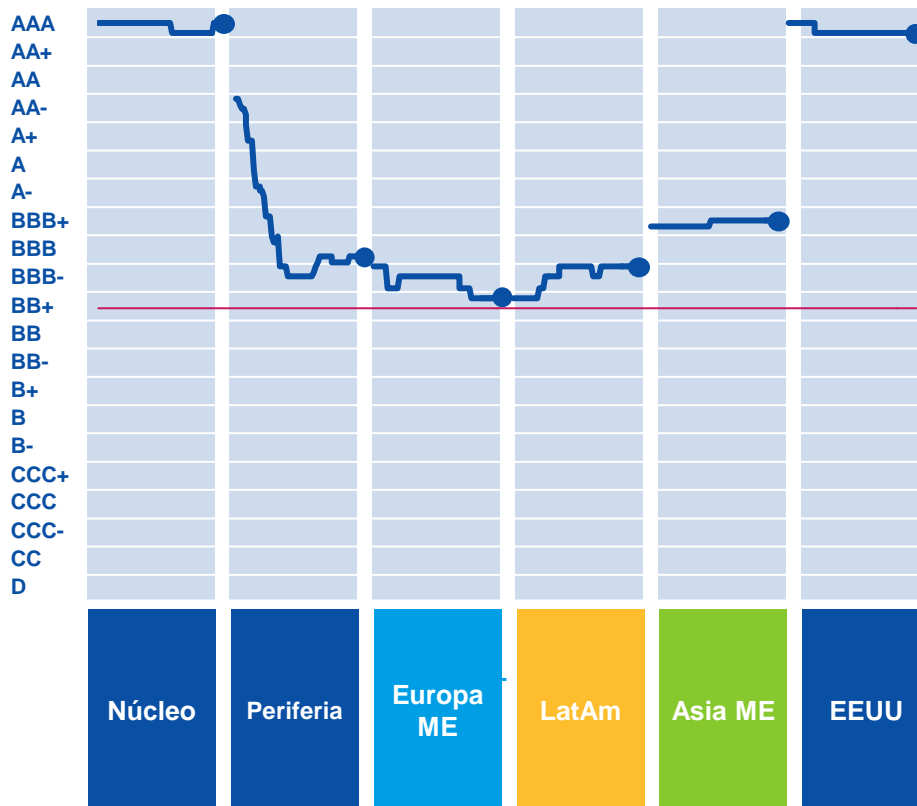
1

Actualización de mercados y ratings soberanos

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

Actualización de mercados y ratings soberanos

Índice de rating soberano 2010-16



- **Turquía** es rebajada por S&P y Moody's. **Hungría** y **Corea** han sido mejorados por S&P. **Eslovenia** e **Islandia** también mejoran

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

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

ECONOMÍAS AVANZADAS

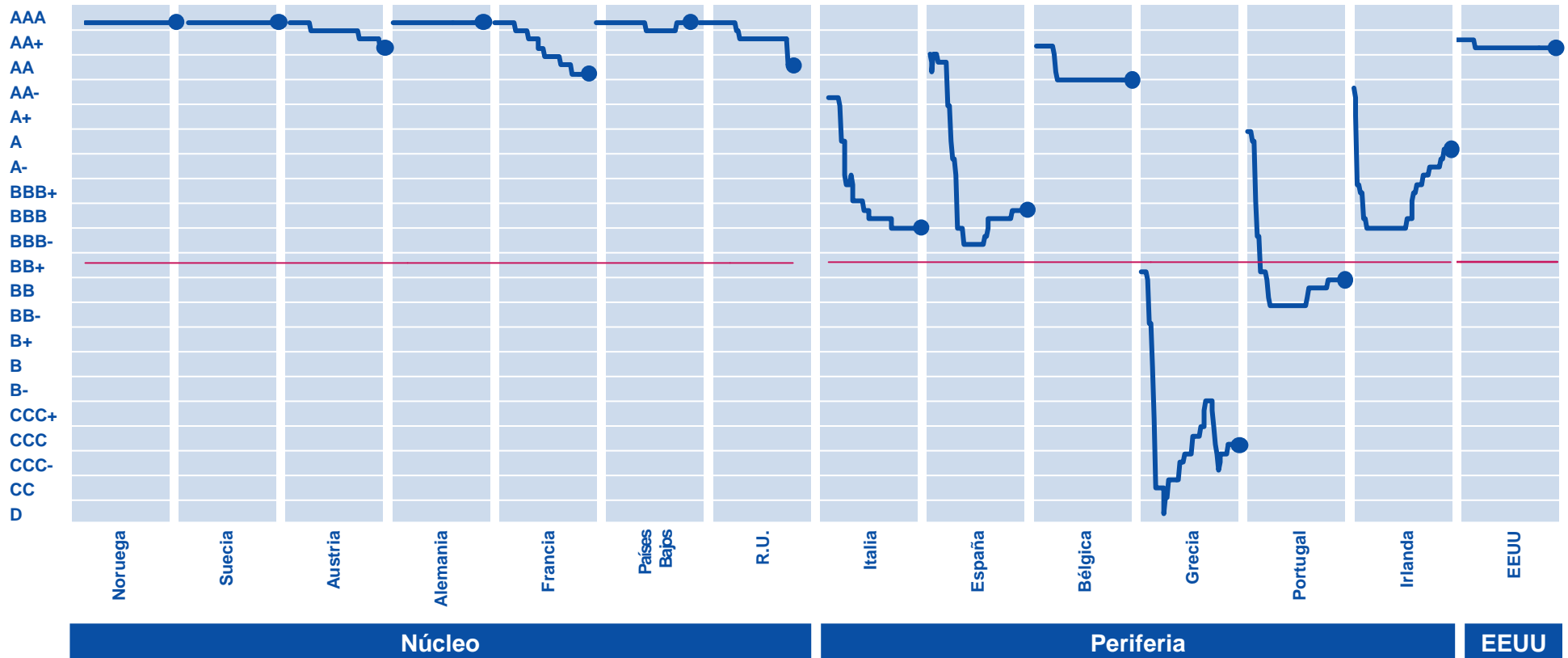
Actualización de mercados y ratings soberanos

Índice de rating soberano 2010-16

○ Aumento

○ Rebaja

SP: Standard & Pools M: Moody's F: Fitch



MERCADOS EMERGENTES

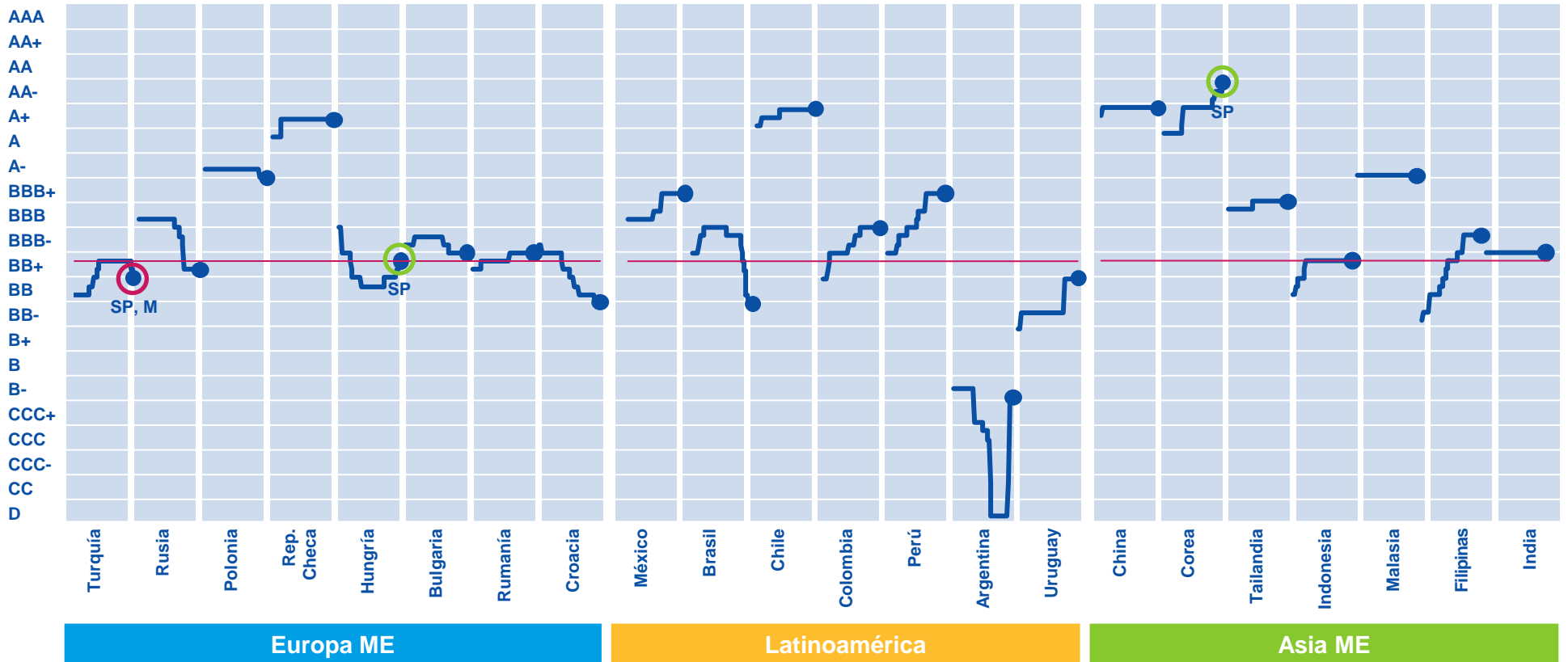
Actualización de mercados y ratings soberanos

Índice de rating soberano 2009-2016

○ Aumento

○ Rebaja

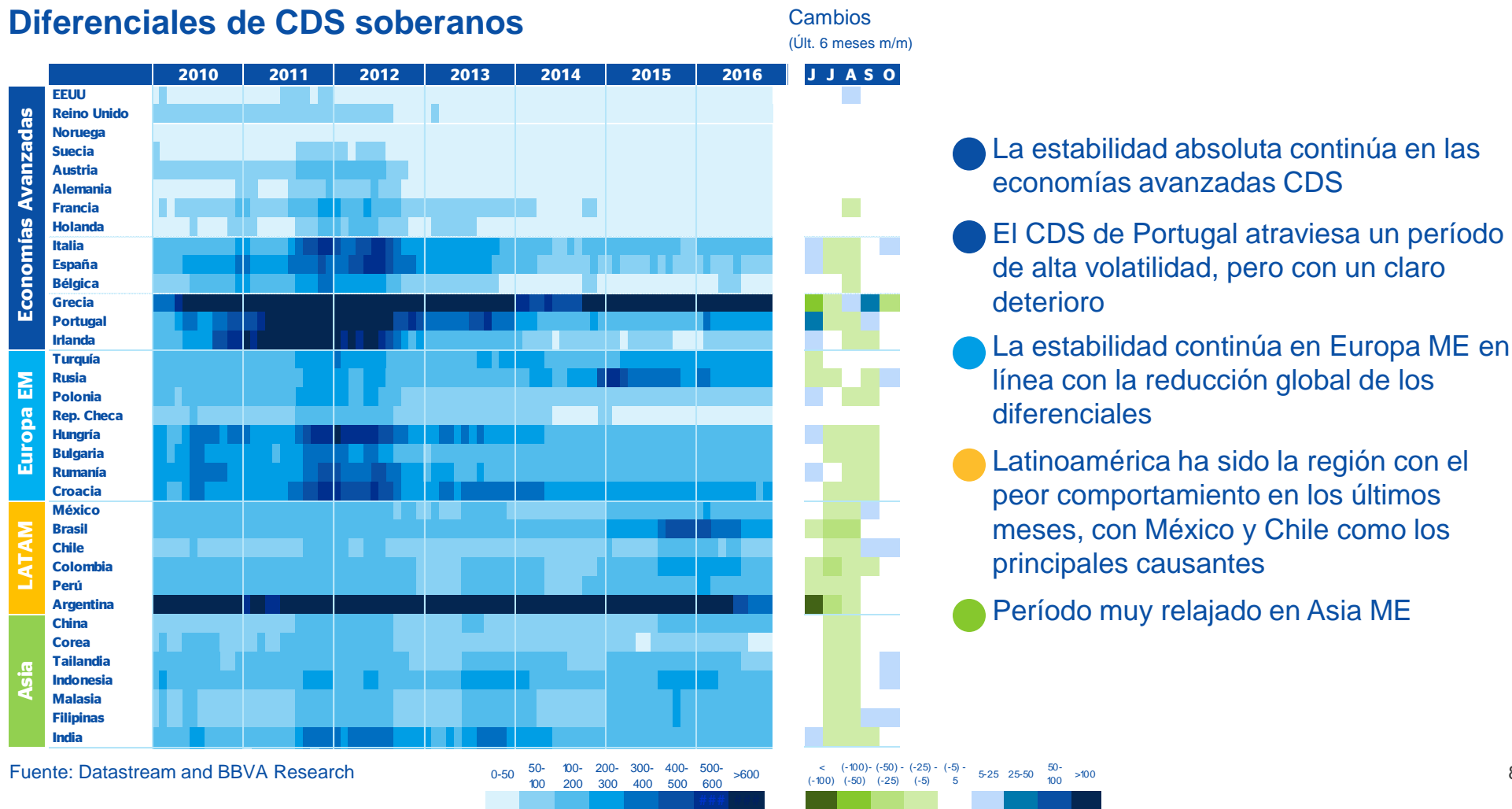
SP: Standard & Pools M: Moody's F: Fitch



Actualización de mercados y ratings soberanos

Los CDS soberanos se relajaron aún más durante julio y agosto, manteniéndose luego estables. El CDS de Portugal se deteriora

Diferenciales de CDS soberanos

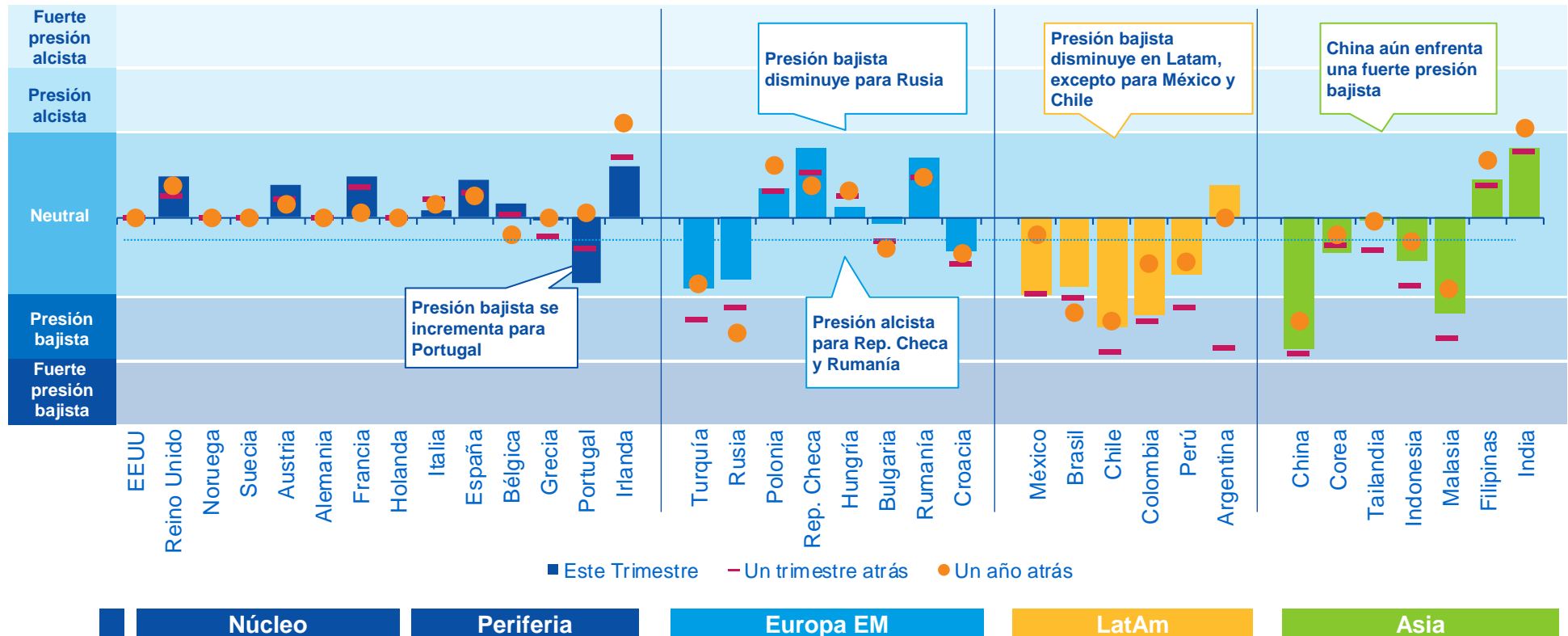


Actualización de mercados y ratings soberanos

Aumento significativo de la presión para Portugal. China continúa con la mayor brecha bajista. Los mercados apuntan a una mejora de Chequia y la India

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

(diferencia entre rating implícito en los CDS y rating soberano real, en escalones)



The background features a stylized globe with a hand pointing at it. The globe is rendered with white lines on a blue background, and the hand is shown in a close-up, pointing towards the right side of the globe. The overall aesthetic is clean and professional.

2 Tensiones financieras y aversión global al riesgo

Índice de Tensiones Financieras

Evolución de la aversión global al riesgo de acuerdo a distintas medidas

Tensiones financieras y aversión global al riesgo

Las tensiones financieras (TF) continuaron cayendo globalmente con un ligero aumento durante Septiembre

Mapa de estrés financiero

Cambios
(Últ. 6 meses m/m)



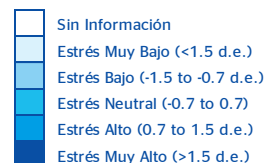
La mayoría de los factores han seguido disminuyendo en Europa y Estados Unidos durante los últimos seis meses. El aumento en la volatilidad de los tipos de interés fue el principal impulsor del crecimiento del ITF en Septiembre en EEUU.

Las tensiones financieras disminuyen en los ME. El ITF de Europa ME ahora en el área de "baja tensión".

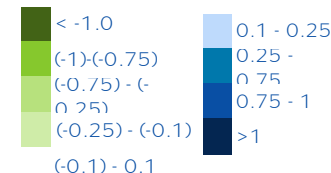
TF también han disminuido LatAm. México ha sido el menos beneficiado con cierta volatilidad en junio y septiembre

Fuerte caída en toda Asia ME. La mayor parte de la región se encuentra en la zona de tensión "muy baja" o "baja".

Escala de colores para Indice



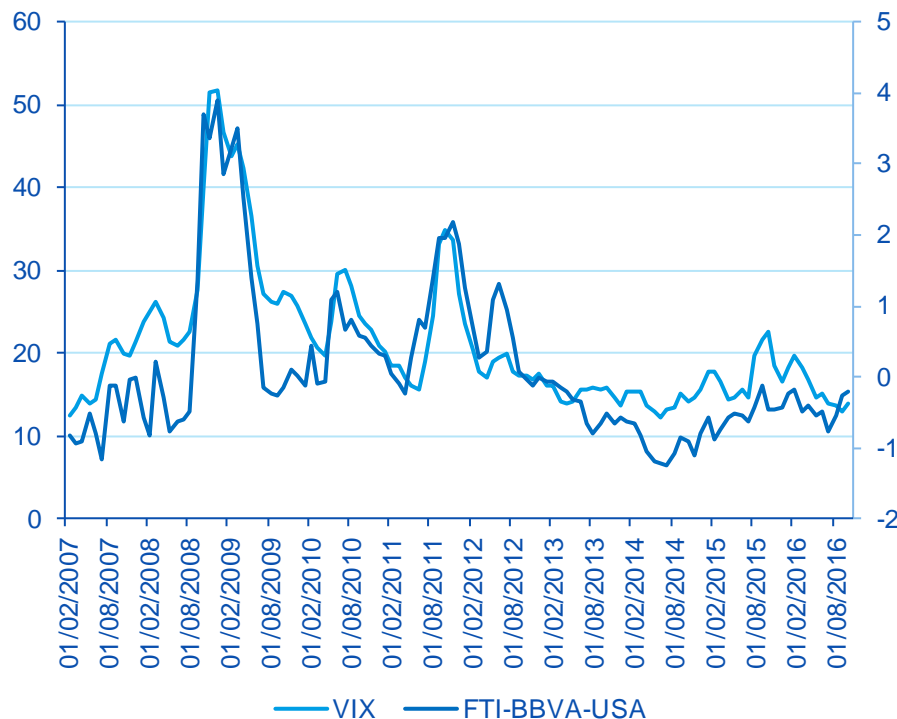
Escala de colores para cambios mensuales



Tensiones financieras y aversión global al riesgo


La aversión al riesgo global (AGR) ha permanecido bastante estable o decreciente desde febrero, según diferentes medidas

Indicadores de AGR: ITF & VIX



Indicadores de AGR: BAA Spread & componente global en CDS



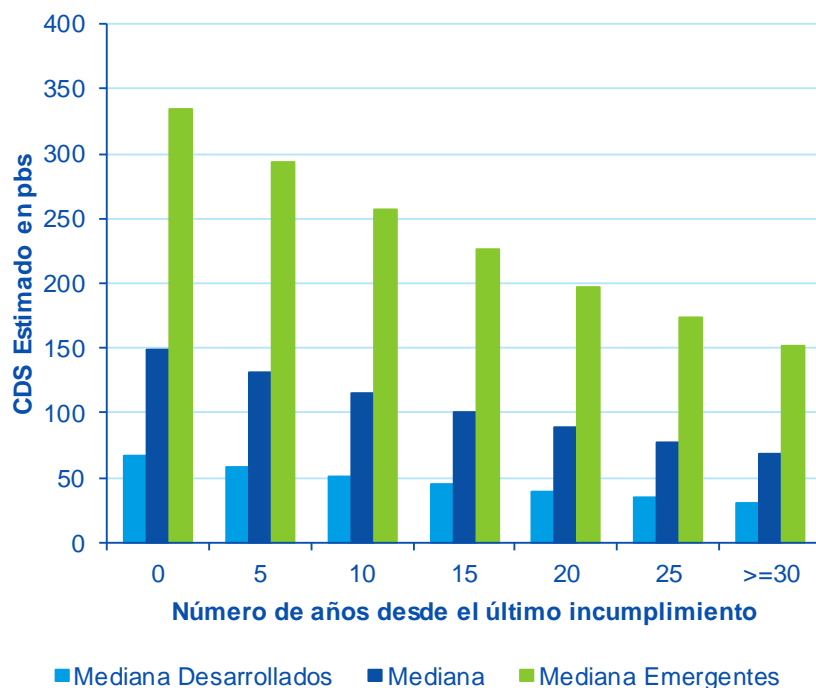
The background of the slide features a stylized globe with a hand pointing at it. The globe is rendered in white lines on a blue background, and the hand is shown in a close-up, pointing towards the right side of the globe. The hand has a red circular highlight on the tip of the index finger, suggesting a digital or interactive element.

3 Tema especial 1: Los efectos prolongados de un incumplimiento soberano en los CDS (riesgo)

Los efectos prolongados de un incumplimiento soberano en los CDS (riesgo)

Los países que han incumplido recientemente tienen un diferencial de CDS más que dos veces el que tendría un país que no ha tenido un incumplimiento por más de 30 años

CDS estimado de acuerdo a los años transcurridos luego de un incumplimiento (*) para un país mediano (**)



Fuente: BBVA Research

(*) Impago total, restructuración de la deuda.

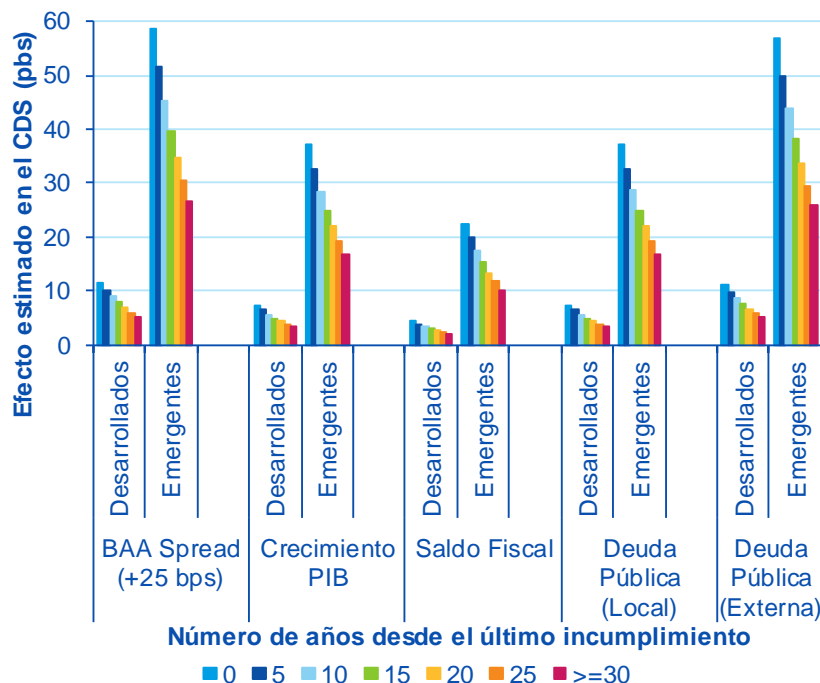
(**) Todos los factores determinantes del CDS se igualan al valor mediano del factor en una muestra de 48 países desarrollados y emergentes

- En nuestro modelo de datos de panel de CDS ahora incluimos una variable que mide el número de años transcurridos desde que un país ha tenido un evento de incumplimiento (*)
- En teoría, después de que un país ha incumplido sus obligaciones soberanas, los acreedores pierden confianza en la capacidad o disposición de ese país para cumplir con dichas obligaciones.
- Tal pérdida de confianza puede ser severa y tardar varios años en desaparecer y puede aumentar significativamente el riesgo percibido (y el costo) de la deuda soberana.
- Hemos estimado que el efecto directo de esta pérdida de confianza podría ser alrededor de 200 pbs para un país emergente típico, o de 75 pbs para un país mediano.
- Obviamente, un país que recientemente ha pasado por un incumplimiento soberano no es un país típico, y otros factores también podrían estar muy deteriorados, lo que debería aumentar mucho más el diferencial de dicho país.

Los efectos prolongados de un incumplimiento soberano en los CDS (riesgo)

Del mismo modo, el efecto de un cambio en los factores determinantes del riesgo es más del doble si un país ha incumplido recientemente

Efecto incremental debido a un cambio en las diferentes variables explicativas (en pbs)



- Dada la no linealidad de nuestro modelo estimado, el efecto de cualquier factor que determina el spread del CDS de un país interactúa indirectamente con el valor de todos los otros factores.
- De esta manera, cuanto mayor sea el efecto de la pérdida de confianza de los acreedores, mayor será el efecto que el deterioro de, por ejemplo, el crecimiento del PIB tiene en el riesgo percibido de tal país.
- Hemos estimado que, por ejemplo, el efecto de un aumento de la deuda pública externa del 5% del PIB tiene un efecto de 25 puntos básicos en un país emergente típico que no ha sufrido un evento durante 30 o más años.
- Sin embargo, el mismo aumento en la deuda externa tiene un efecto de 58 pbs en un país que acaba de pasar por un evento soberano.
- Hemos estimado efectos mayores similares para otras variables como la aversión al riesgo global (BAA spread), el crecimiento del PIB, el saldo fiscal, la deuda pública (local), etc.

4 Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones

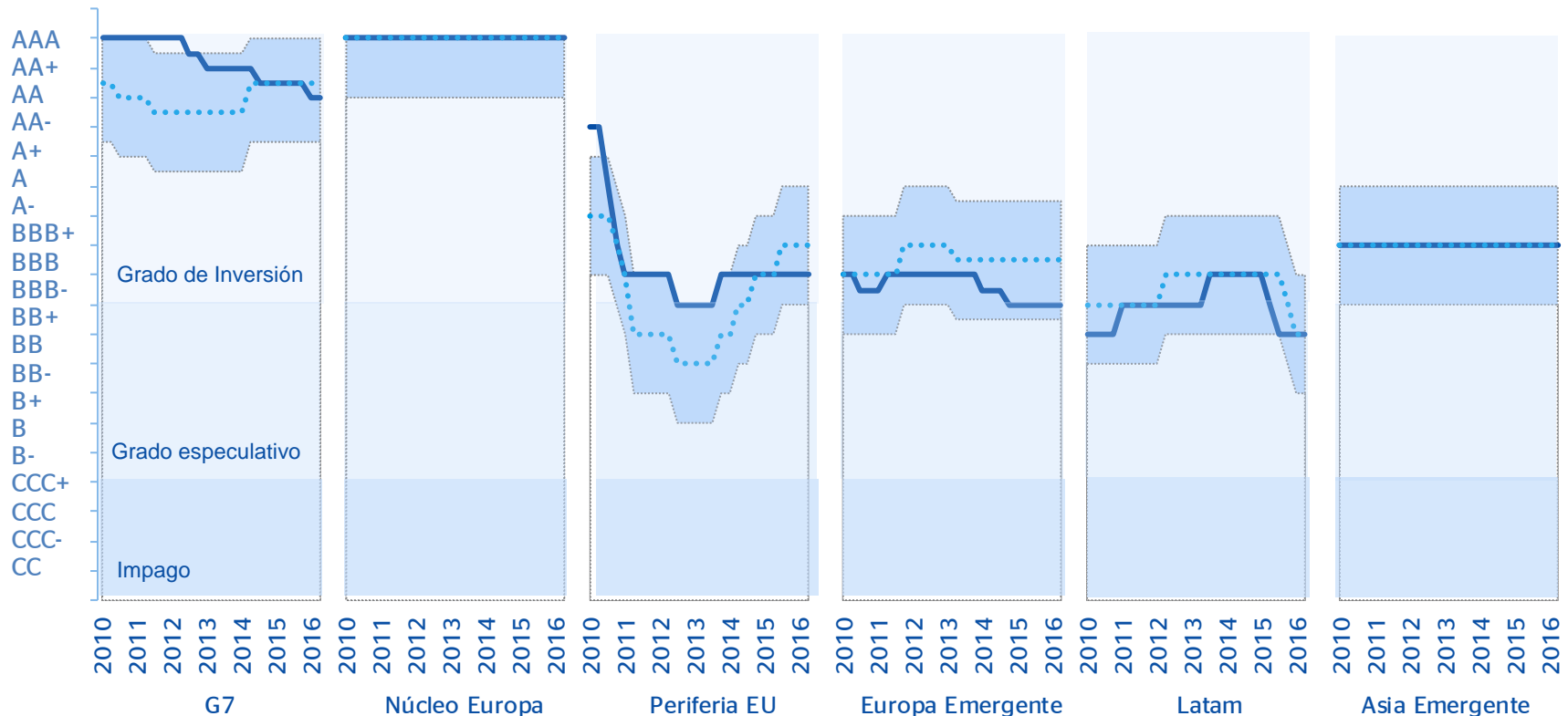
Ratings BBVA-Research por regiones
CDS de equilibrio por regiones
Radares de vulnerabilidades por regiones
Niveles de deuda pública y privada

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

La calificación promedio de LatAm por debajo del umbral de grado de inversión. Las calificaciones de la periferia Europea y de Europa ME siguen por debajo de los fundamentales

Rating soberano de agencias vs. BBVA Research Octubre 2016

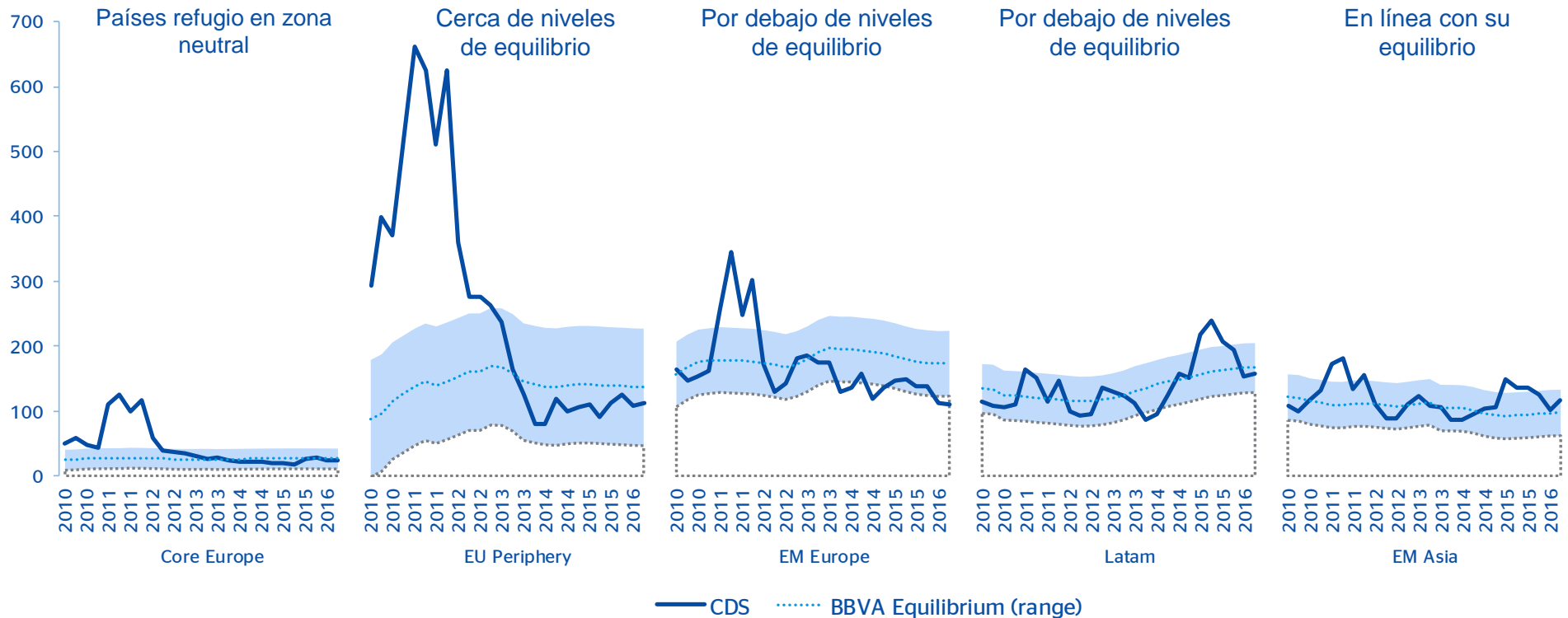
(Rating de agencias y de BBVA Research +/-1 desv. est.)



Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

El CDS promedio de Latinoamérica ha caído por debajo de su nivel de equilibrio. Asia ME ahora se encuentra en línea con su equilibrio

CDS y diferenciales de riesgo de equilibrio Octubre 2016



*Periferia Europa excluye Grecia
Fuente: BBVA Research y Datastream

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

El apalancamiento privado ha disminuido significativamente en la Periferia Europea. Los niveles de deuda pública siguen siendo preocupantes en todas las economías desarrolladas

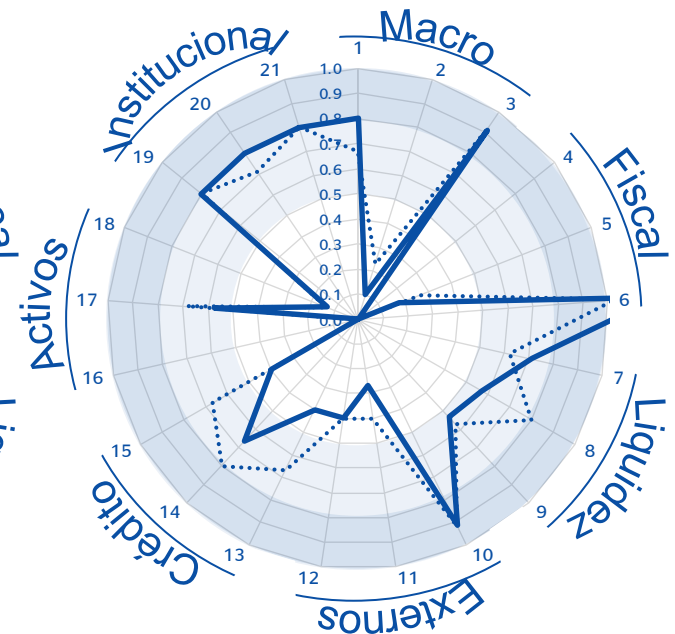
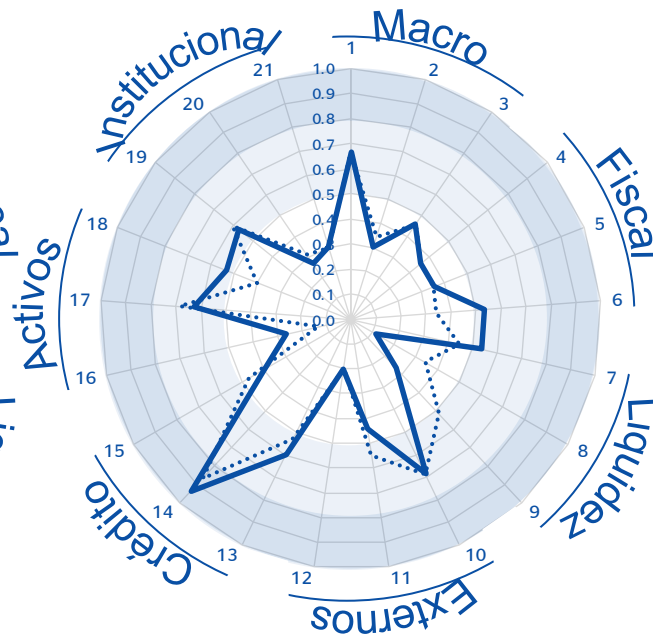
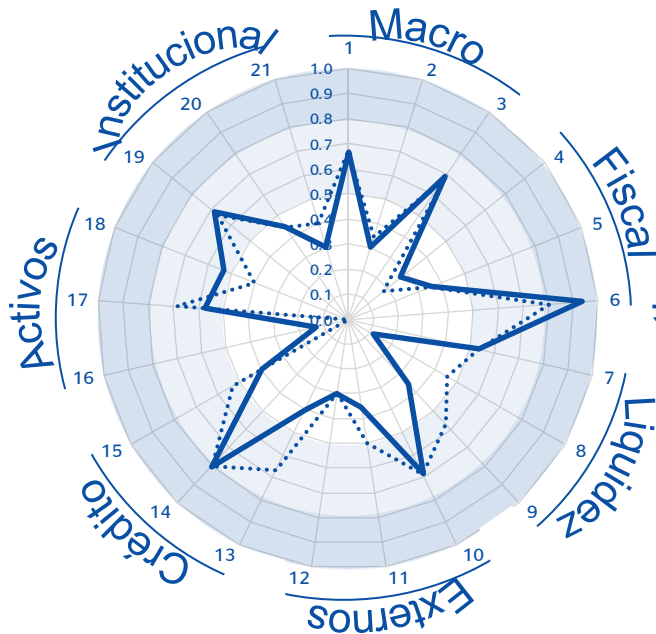
Economías Avanzadas: radar de vulnerabilidad 2016

Posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0. La línea punteada corresponde a los datos del año anterior

G7: La vulnerabilidad fiscal aumenta debido al incremento de la deuda pública

Núcleo Europa: El endeudamiento corporativo no retrocede y es todavía elevado

Periferia EU: El crecimiento de la deuda pública incrementa aún más la vulnerabilidad fiscal



Riesgo alto
 Riesgo moderado
 Riesgo bajo

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

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

Líquidez: (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

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

El bajo crecimiento del PIB aumenta la vulnerabilidad en Europa Emergente y Latinoamérica. La vulnerabilidad fiscal continúa siendo elevada en Asia Emergente.

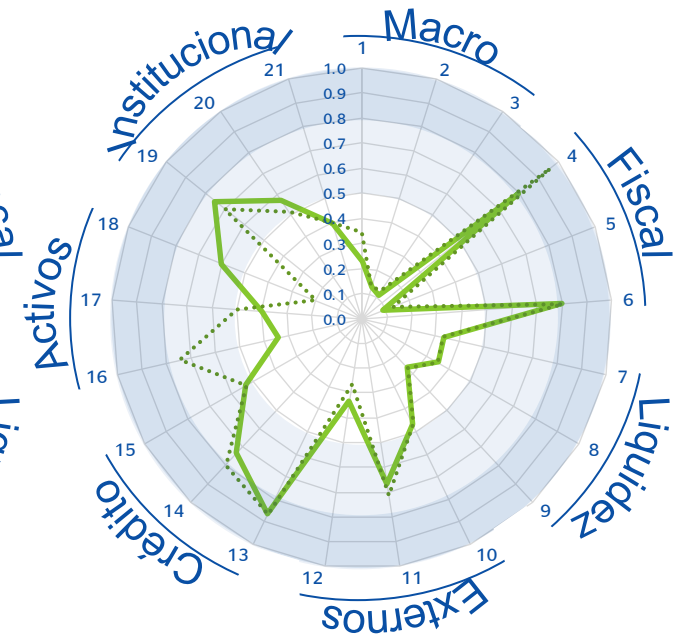
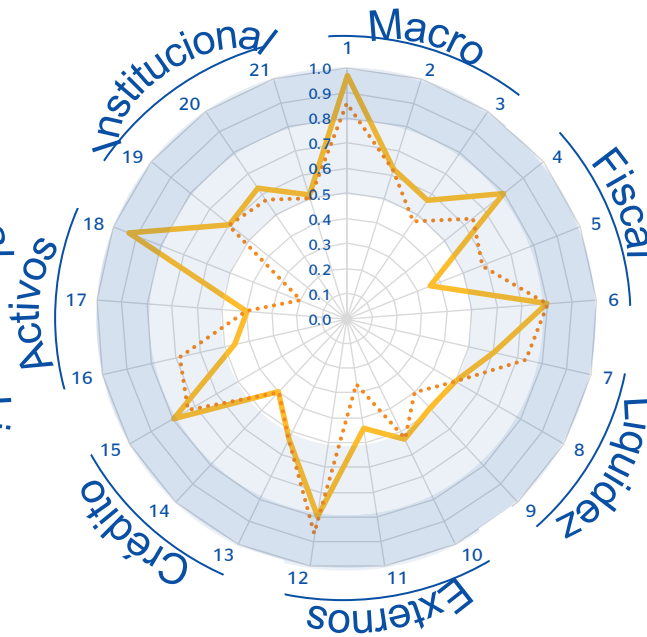
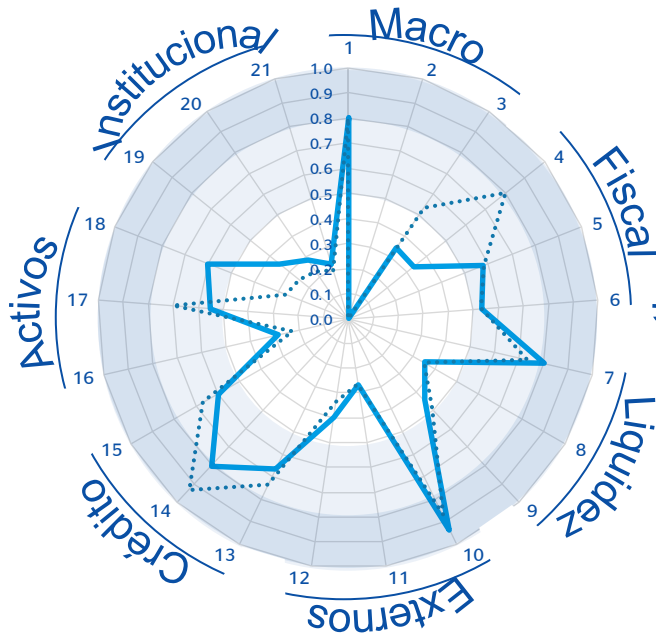
Economías Emergentes: radar de vulnerabilidad 2016

Posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0. La línea punteada corresponde a los datos del año anterior

Europa ME: Mejora significativa en los saldos fiscales primarios. Altos niveles de deuda corporativa y externa

LatAm: Crecimiento y las vulnerabilidades externas empeoran con respecto a 2015. Alto crecimiento de los mercados de capital (promedio)

Asia EM: Saldos fiscales muy deficitarios y deuda pública elevada. El endeudamiento de los hogares también en niveles de riesgo



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)

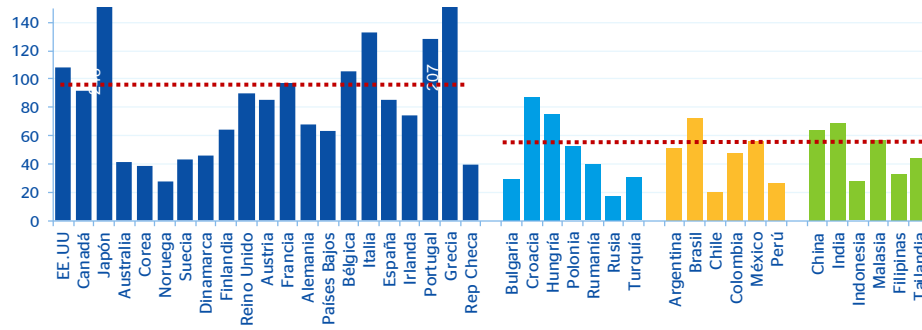
Crédito: (13) Hogares (%PIB) (14) Empresas No Fin. (%PIB) (15) Crédito/Depósitos (%)
Activos: (16) Crédito Privado / PIB (%a/a) (17) Precio Real Vivienda (%a/a) (18) Mercado Valores (%)
Institucional: (19) Estabilidad Política (20) Corrupción (21) Justicia

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

Ratios de deuda pública y privada todavía elevados en algunos desarrollados

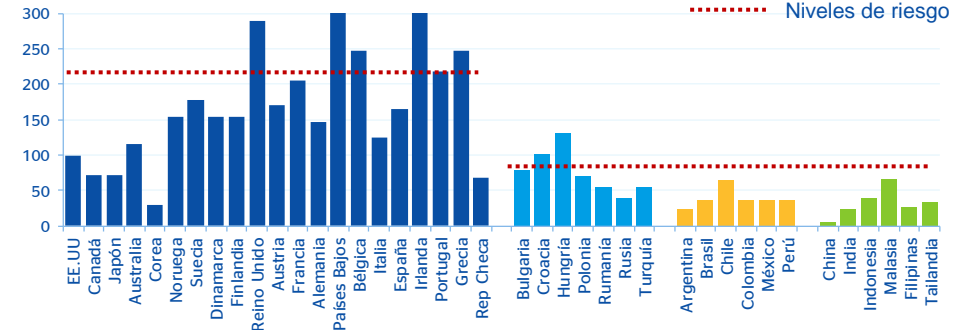
Deuda Pública Bruta 2016

(% PIB)



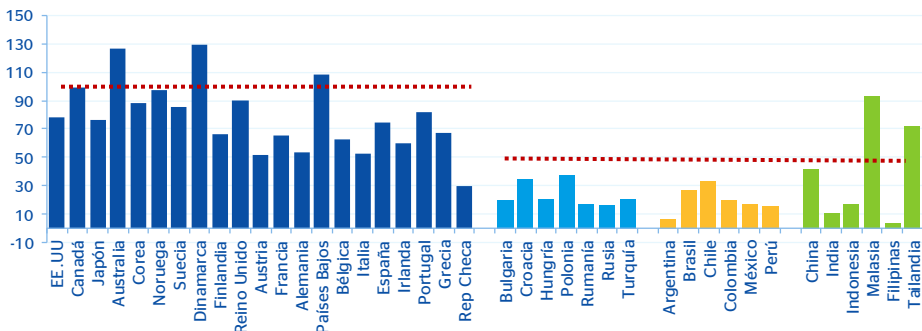
Deuda Externa 2016

(% PIB)



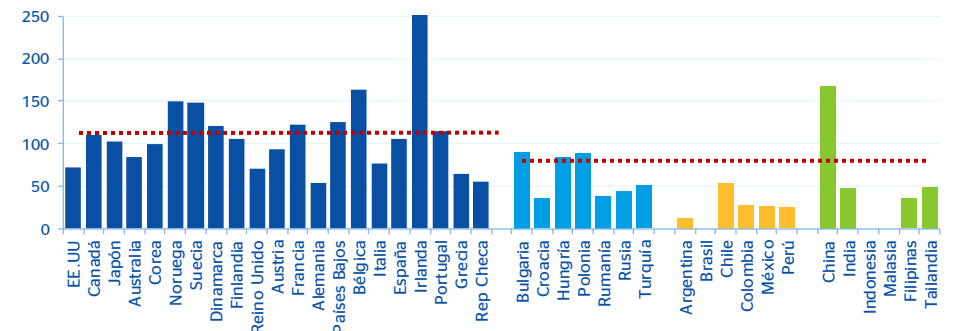
Deuda Hogares 2016


(% PIB)



Deuda Empresas 2016

(% PIB, excluyendo emisiones de bonos)





5 Tema Especial 2: Exceso de endeudamiento global estimado

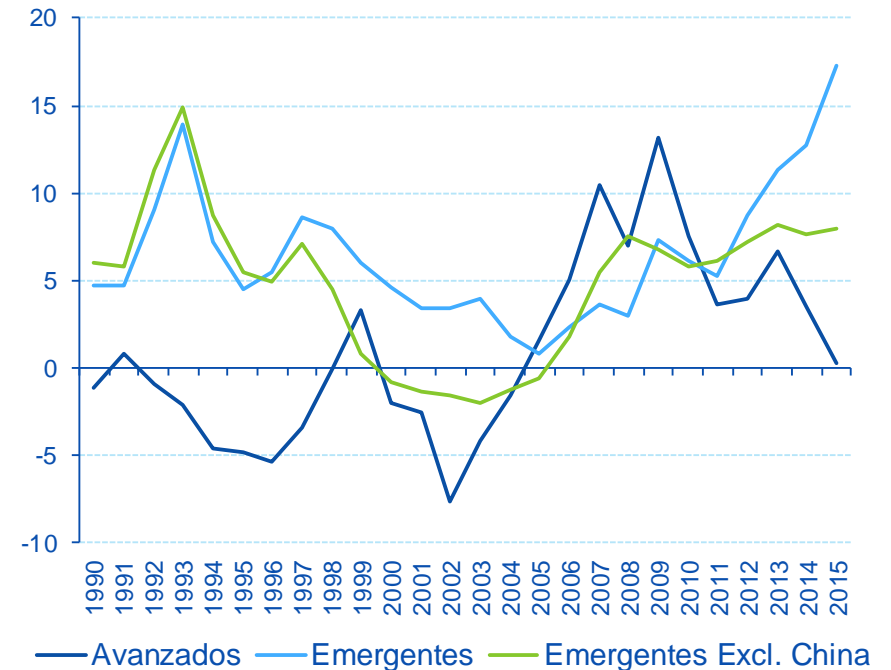
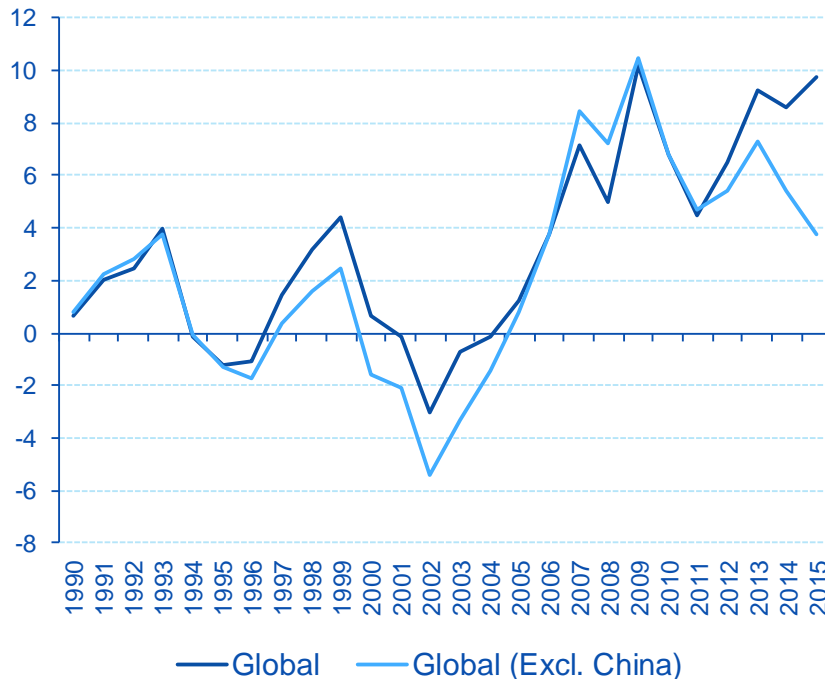
Tema especial 2: Exceso de endeudamiento global estimado (brecha de crédito)

Nuestra medida estimada de exceso de apalancamiento global (agregado) ha alcanzado los mismos niveles que en 2009 debido al rápido apalancamiento de China y a su cada vez mayor peso en la economía mundial

Exceso de apalancamiento (brecha de crédito) agregado mundial (% del PIB, 1990-2015)

Desviación del ratio observado de Deuda/PIB con respecto a su tendencia estructural estimada de largo plazo:

Promedios ponderados utilizando la participación de cada país en el PIB mundial medida en dólares ajustados por PPP



6

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

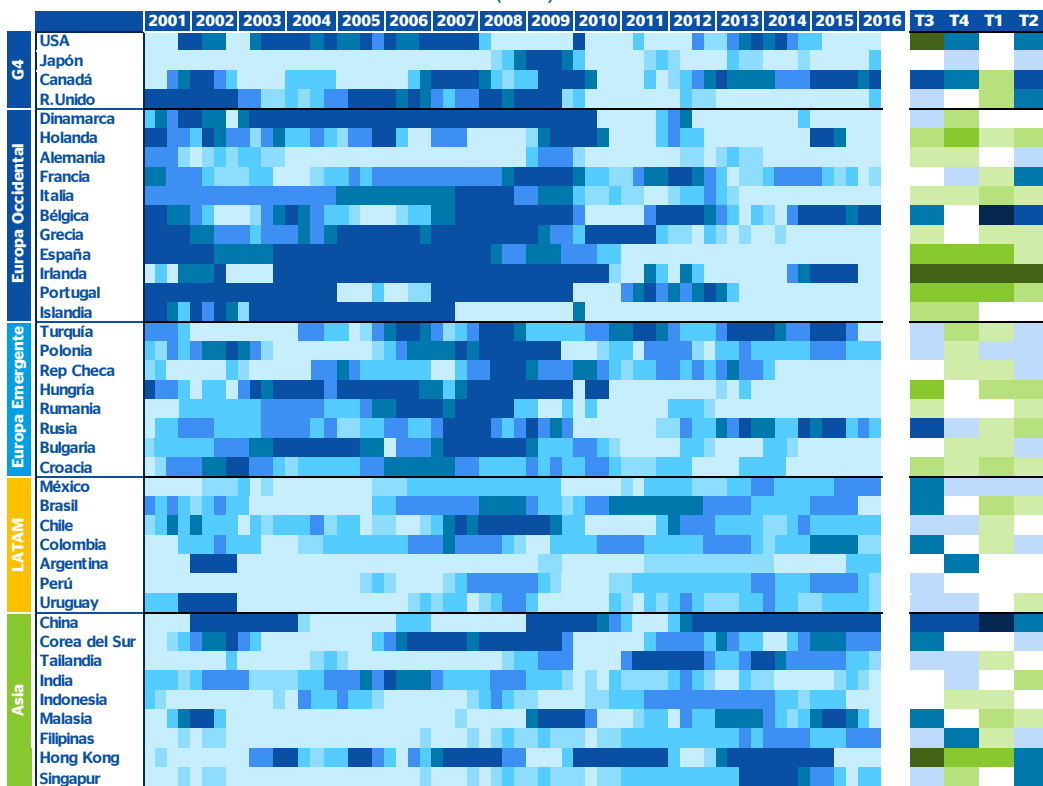
Valoración de desequilibrios financieros y externos

El crecimiento excesivo del apalancamiento en China continúa por otro trimestre más. Bélgica y Canadá también siguen mostrando signos de crecimiento excesivo

Mapa de crédito al sector privado (2001-2016 T2)

Cambios anuales en el ratio crédito/PIB (A/A)

Crecimiento T/T
Últ. 4 trimestres
hasta T2-2016



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%

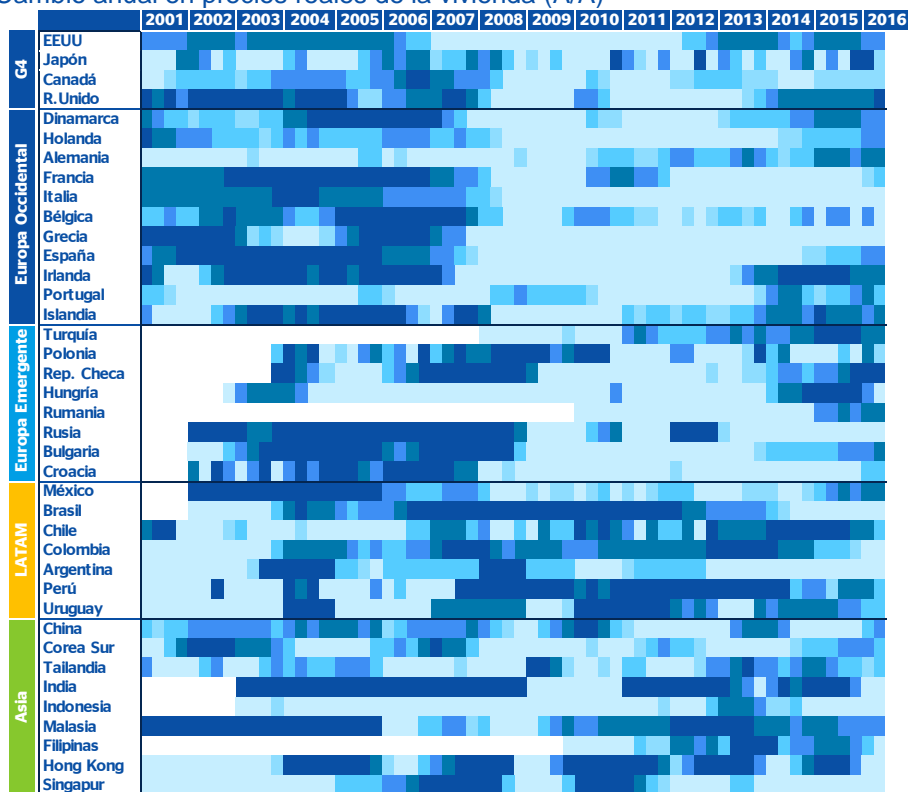
- El crecimiento del apalancamiento acelera de nuevo en Canadá. Crecimiento moderado en EE.UU., Japón y Reino Unido. Bélgica muestra claras señales de un boom de crédito. El resto de la región continúa en desapalancamiento
- El crecimiento del crédito en la mayoría de los países de Europa es débil o negativo.
- El crecimiento del crédito también se ha moderado en toda Latinoamérica
- El proceso de apalancamiento de China no se modera a pesar del consenso sobre su exceso. El crecimiento del crédito en la India está ganando ritmo.

Valoración de desequilibrios financieros y externos

Evolución errática de los precios de la vivienda en los dos últimos trimestres tanto en Europa desarrollada como en Europa emergente.

Mapa de precios reales de la vivienda (2001-2016T2)

Cambio anual en precios reales de la vivienda (A/A)



Crecimiento T/T
Últ. 4 trimestres
hasta T2-2016



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%

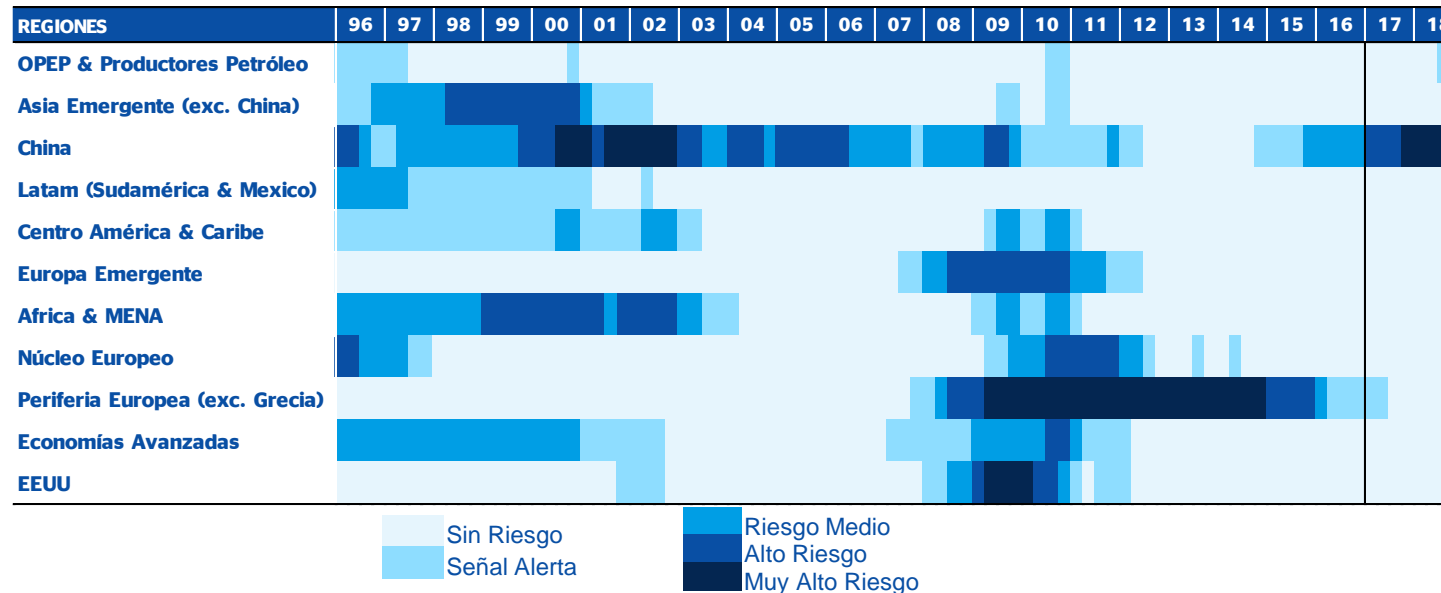
- El crecimiento de los precios en Estados Unidos se detuvo en el último trimestre. El boom de precios continúa en el R.U., aunque pierde ritmo. Algunos signos de sobrecalentamiento en Alemania. Los precios en toda la región disminuyeron después de un trimestre previo de fuerte crecimiento
- Otros trimestre de datos mixtos en Europa ME. Los precios se aceleran de nuevo en Turquía y República Checa. La contracción continúa en Rusia.
- El crecimiento de los precios en Chile se detiene. **Los precios en México están aumentando rápidamente.**
- Los precios en China están creciendo fuertemente una vez más. Evolución mixta a lo largo de EM Asia.

Valoración de desequilibrios financieros y externos

Algunos exportadores 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*):



- El nuevo paradigma del precio del petróleo puede desencadenar problemas bancarios en los productores de la OPEP y del petróleo
- El crecimiento ilimitado del crédito de China puede causar una crisis bancaria en los próximos años
- Algunos países de la periferia europea (sin Grecia) muestran signos renovados de estrés bancario.

- 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.

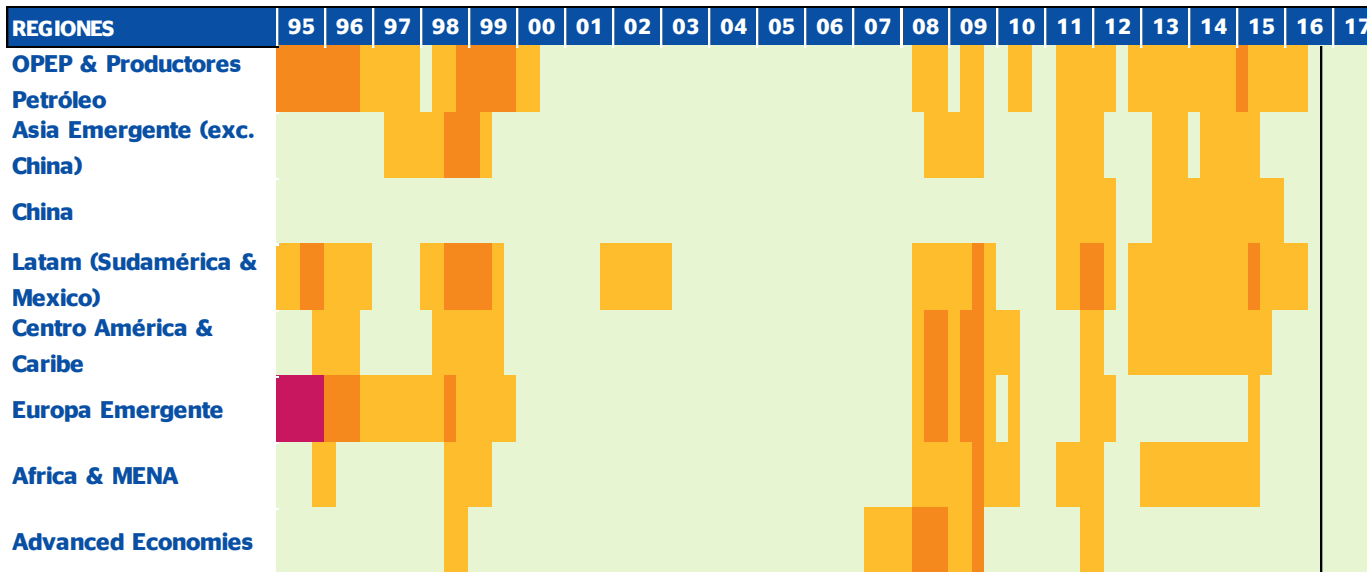
*La probabilidad de una crisis en el T4-2016 está basada en datos del T4-2014. Fuente: BBVA Research

Valoración de desequilibrios financieros y externos

No prevemos grandes tensiones en los tipos de cambio a nivel regional en los próximos trimestres (aunque podría haber eventos en países específicos)

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



- Como se predijo en informes anteriores, varios exportadores de petróleo (Angola, Azerbaiyán, Nigeria y Venezuela) han sufrido fuertes devaluaciones en 2016
- Varios países de Sudamérica también han sufrido recientemente a devaluaciones significativas, como fue alertado por nuestro EWS



- 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.



Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

Indicadores de vulnerabilidad: países desarrollados

Indicadores de vulnerabilidad* 2016: países desarrollados

	Sostenibilidad fiscal		Sostenibilidad exterior			Manejo de liquidez			Datos macroeconómicos			Crédito y vivienda			Deuda privada			Instituciones			
	Balance primario estructural (1)	Dif. Tipo de Interés-Crec. PIB 2013-17	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidad de 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	-1.9	-1.2	108	-2.5	98	9.7	15	10	33	1.6	1.3	4.9	-1.4	4.6	12.4	78	71	63	-0.6	-1.3	-1.6
Canadá	-1.6	-0.6	92	-3.7	72	-9.1	9	7	22	1.2	1.8	7.0	9.1	0.2	10.7	99	109	132	-1.2	-1.8	-1.9
Japón	-4.8	-0.8	250	3.7	71	7.2	33	11	10	0.5	-0.1	3.2	1.1	0.9	-5.4	77	102	48	-1.0	-1.7	-1.6
Australia	-1.3	-0.7	41	-3.5	115	-7.6	3	2	46	2.9	1.6	5.7	5.6	3.2	9.2	126	84	135	-1.1	-1.9	-1.9
Corea	0.0	-1.8	39	7.2	29	-0.5	1	4	13	2.7	1.3	3.6	3.9	2.2	4.1	88	100	96	-0.2	-0.5	-1.0
Noruega	-11.0	-0.3	28	7.0	155	-7.3	0	0	47	0.8	3.0	4.7	9.7	2.1	6.7	97	149	129	-1.1	-2.2	-2.0
Suecia	-0.9	-2.5	43	5.0	178	-6.7	5	9	47	3.6	1.2	6.9	-3.8	8.0	1.6	86	147	196	-1.1	-2.1	-2.0
Dinamarca	0.2	-0.6	46	6.7	155	-1.2	6	6	33	1.0	0.4	6.0	-1.5	3.4	-2.7	129	120	299	-0.9	-2.3	-2.1
Finlandia	-0.4	-1.2	64	0.1	155	-2.1	4	2	82	0.9	0.9	9.1	0.4	1.6	12.3	66	105	133	-1.3	-2.2	-2.1
Reino Unido	-1.5	-0.7	90	-5.9	289	-6.0	9	6	31	1.8	1.5	5.0	2.0	8.1	13.8	90	70	58	-0.4	-1.7	-1.9
Austria	0.6	-0.5	85	2.6	171	-0.4	5	4	80	1.4	1.2	6.2	-2.3	8.1	7.9	52	94	97	-1.3	-1.4	-2.0
Francia	-0.6	-1.0	97	-0.5	206	-2.7	10	6	62	1.3	0.0	9.8	0.9	1.1	-0.2	66	123	110	-0.4	-1.3	-1.5
Alemania	1.0	-1.3	68	8.6	146	-2.4	2	3	59	1.7	1.2	4.3	-0.3	6.6	8.8	54	53	91	-0.9	-1.8	-1.9
P. Bajos	0.3	-1.2	64	9.1	536	-1.4	4	3	54	1.7	0.5	6.7	-9.7	4.4	7.4	109	125	98	-1.0	-2.0	-2.0
Bélgica	-0.1	-0.6	106	0.1	248	-0.1	18	14	61	1.4	2.5	8.4	19.0	-0.2	10.4	62	163	52	-0.7	-1.6	-1.5
Italia	2.5	1.0	133	2.2	125	-3.3	11	6	38	0.8	-0.6	11.5	-4.9	-0.6	-23.0	53	76	106	-0.5	0.1	-0.3
España	-0.1	-1.7	85	1.5	165	-3.3	19	15	50	3.1	-0.3	19.6	-11.5	3.0	-8.2	74	106	108	-0.3	-0.5	-0.9
Irlanda	1.3	-2.1	75	9.5	861	-3.9	6	6	70	4.9	0.7	8.3	-55.7	6.5	-2.1	60	256	55	-1.1	-1.6	-1.8
Portugal	2.5	0.8	128	0.0	219	-1.3	19	12	70	1.0	2.4	11.2	-12.2	2.5	6.4	82	115	133	-0.8	-0.9	-1.1
Grecia	3.0	-1.8	207	0.0	247	-4.2	15	7	82	0.1	-0.1	23.3	-2.4	-2.0	-13.6	67	64	151	0.0	0.2	-0.3

Fuente: BBVA Research, Haver, BIS, IMF y World Bank

*Indicadores de vulnerabilidad: (1) %PIB, (2) Deviación 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

Macroeconomic vulnerability and risk assessment

Vulnerability indicators: emerging economies

Vulnerability indicators* 2016: emerging countries

	Sostenibilidad fiscal			Sostenibilidad exterior		Manejo de liquidez			Datos macroeconómicos			Crédito y vivienda			Deuda privada			Instituciones			
	Balance primario estructural (1)	Dif. Tipo de Interés-Crec. PIB 2013-17	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidad de 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	0.8	79	-4.6	4	2.6	44	3.0	-0.8	8.2	-1.9	5.9	14.1	20	90	81	-0.1	0.3	0.1
Czech Rep	-0.2	-1.4	40	1.5	68	-2.8	5	8	38	2.5	1.1	4.1	-0.5	10.1	-11.1	30	55	87	-1.0	-0.3	-1.1
Croatia	0.8	0.5	87	3.0	102	-2.7	16	3.4	41	1.9	-0.1	16.4	-5.6	1.4	15.2	34	36	98	-0.6	-0.2	-0.3
Hungary	1.6	-0.8	75	4.9	130	-6.3	18	1.9	55	2.0	0.8	6.0	-7.0	-0.8	32.4	21	84	93	-0.7	-0.1	-0.5
Poland	-1.0	-1.3	52	-0.1	70	-7.9	9	2.5	56	3.1	0.2	6.3	1.4	1.0	-5.5	37	88	110	-0.9	-0.6	-0.8
Romania	-1.7	-1.8	40	-2.0	55	-6.9	9	2.7	49	5.0	-0.3	6.4	-2.4	6.7	-0.6	17	38	87	-0.1	0.1	-0.1
Russia	-2.8	1.0	17	3.0	39	-12.6	6	6.5	14	-0.8	5.9	5.8	1.3	-14.2	20.4	16	44	104	0.8	0.9	0.7
Turkey	0.3	-2.2	31	-3.6	55	0.6	5	0.9	34	3.8	9.8	10.8	-0.6	6.9	3.1	20	50	125	1.1	0.1	0.0
Argentina	-4.7	-13.5	52	-2.3	23	-15.9	11	1.5	21	-1.1	38.0	9.5	1.1	-31.5	69.9	6	13	64	-0.1	0.6	0.9
Brazil	-1.5	4.1	73	-1.1	37	0.2	19	7.5	14	-3.0	7.2	11.8	-1.2	-18.9	29.5	27	46	110	0.0	0.4	0.1
Chile	-2.3	-1.8	20	-1.9	65	-1.3	4	2.2	20	1.7	3.5	6.8	1.9	2.7	9.0	34	54	151	-0.5	-1.5	-1.4
Colombia	0.4	0.2	48	-5.2	38	-28.5	5	3.6	28	2.2	5.2	9.7	0.7	-0.5	6.1	20	27	108	1.1	0.4	0.3
Mexico	-1.1	0.4	56	-2.7	37	-18.4	7	1.6	32	2.0	1.3	4.1	3.9	5.5	11.1	17	26	81	0.8	0.7	0.5
Peru	-1.6	-2.1	26	-3.3	36	-5.1	4	8.2	36	3.9	2.8	6.4	0.9	1.6	52.5	15	25	111	0.5	0.6	0.6
China	-2.1	-4.7	64	2.4	6	0.8	4	4.3	..	6.6	2.3	4.1	15.6	4.6	5.8	42	167	86	0.5	0.3	0.3
India	-2.1	-4.3	68	-1.0	23	5.8	11	4.1	6	7.6	5.3	5.5	-1.4	-2.8	6.5	10	47	81	1.0	0.5	0.1
Indonesia	-0.9	-3.2	27	-2.3	38	2.7	4	2.2	59	5.1	3.4	5.6	-0.9	-0.1	27.0	17	22	98	0.4	0.6	0.3
Malaysia	-1.7	-2.6	57	1.2	65	-6.5	10	1.1	27	4.3	2.1	3.2	-0.3	3.2	1.9	93	--	107	-0.3	-0.5	-0.6
Philippines	1.6	-3.9	33	1.8	27	-0.5	8	4.7	30	6.4	2.9	5.9	4.0	-2.5	10.7	3	35	64	0.7	0.4	0.3
Thailand	0.5	-2.5	44	9.7	34	-4.3	6	2.9	11	3.2	1.3	0.8	0.4	2.8	9.9	71	49	99	0.9	0.4	0.2

Fuente: BBVA Research, Haver, BIS, IMF y World Bank

*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

The background of the slide features a stylized globe composed of white horizontal lines on a blue background. A hand is shown pointing at the globe from the right side. Overlaid on the hand and globe is a circular graphic element consisting of concentric white circles and a central red dot, resembling a target or a sensor. The bottom of the slide is a solid blue horizontal band.

Apéndice Metodológico

Apéndice

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.

Apéndice

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

Apéndice

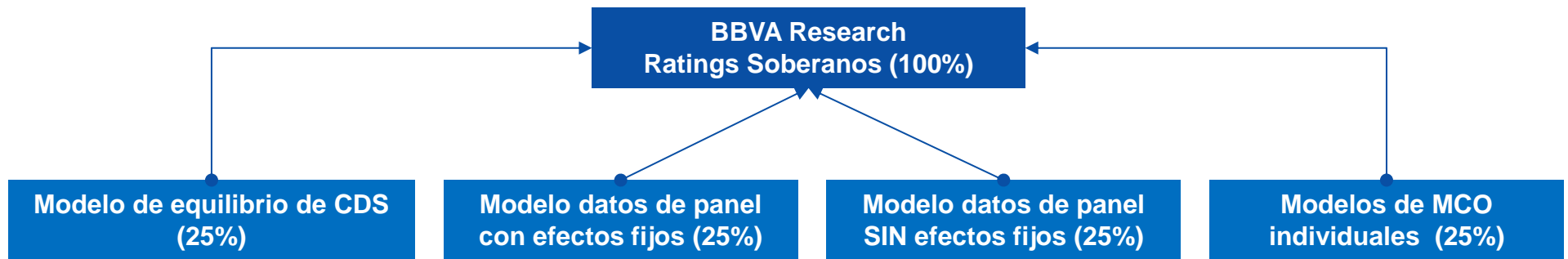
Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

- **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 de CDS actuales y proyectados para 48 países desarrollados y emergentes con base en 10 variables explicativas macroeconómicas. El equilibrio CDS se calcula utilizando la media móvil de 5 años centrada de las variables explicativas ponderándolas por sus sensibilidades estimadas. Para estimar el nivel de equilibrio, el spread BAA se mantiene inalterado en su nivel mediano a largo plazo (2003-2016). Los valores de estos CDS de equilibrio se convierten finalmente en una escala de escala soberana de escala 1-20.
 - **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.

Apéndice

Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

Diagrama con metodología de estimación de ratings soberanos de BBVA Research



Apéndice

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

Apéndice

Metodología: Sistemas de Alerta Temprana

Definición de regiones en el análisis SAT de crisis bancarias:

- OPEP y otros exportadores de petróleo: Argelia, Angola, Azerbaiyán, Bahréin, 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, Bahréin, 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.

**Este informe ha sido producido por el equipo de
Modelización y Análisis de Largo Plazo Global**

Economista Líder:

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Economista Principal:

Rodolfo Méndez - Marcano

rodolfo.mendez@bbva.com

Economista Pincipal:

Alejandro Neut

robertoalejandro.neut@bbva.com

Economista:

Jorge redondo

jorge.redondo.caballero@bbva.com

Economista Senior:

Alfonso Ugarte

alfonso.ugarte@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Gilbal
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

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

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.