

# Informe de Riesgo País

Una guía trimestral al Riesgo País

Junio 2018

(Datos hasta Mayo 31)

# Resumen

## Riesgo País

### Agencias de Rating

- **Turquía** fue rebajada por S&P y Moody's. **España** fue mejorada por S&P y Moody's. **Grecia e Indonesia** fueron mejoradas por Moody's, y **Croacia** por S&P ➔

### Mercados Financieros

- **Las recientes turbulencias en los mercados emergentes (MEs) han tenido poco impacto en la Aversión Global al Riesgo (AGR).** El VIX y FTI han disminuido durante el trimestre, mientras que los spreads corporativos y soberanos sólo han aumentado ligeramente ➔
- **Nuestro nuevo indicador de sincronización EM FX indica que la reciente depreciación de los tipos de cambio en MEs ha tenido un nivel relativamente bajo de sincronización** entre las distintas monedas emergentes ➔
- **Durante el mes de Mayo hemos visto el primer aumento generalizado en los CDS soberanos desde Noviembre de 2016.** El aumento se sintió más intensamente en América Latina, Europa MEs, Periferia Europea y Asia MEs. Sin embargo, el aumento de los spreads no fue suficiente para compensar el estrechamiento de los meses anteriores y, por lo tanto, la presión del mercado sobre los ratings sigue siendo similar a la del trimestre anterior en la mayoría de los casos ➔

### BBVA Research

- **Nuestra calificación basada en fundamentales (BBVA Research) está en línea con las presiones alcistas en los CDS soberanos de la Periferia UE y Europa MEs.** Por otro lado, nuestra calificación es ligeramente más positiva en Latinoamérica que la de las agencias y los mercados. En Asia, las tres visiones parecen coincidir actualmente ➔
- **Las vulnerabilidades fiscales parecen estar empeorando o mejorando con demasiada lentitud** tanto en MDs como en MEs. El proceso de desapalancamiento privado en los MDs y en Europa emergente ha reducido sus indicadores de vulnerabilidad ➔
- **El desapalancamiento continúa tanto en MDs como en MEs,** con pocas excepciones en algunos MDs. **La desaceleración del crédito en China continúa.** El crecimiento de los precios de la vivienda está mostrando un patrón muy volátil y los datos más recientes sugieren una desaceleración en varias zonas geográficas ➔
- **Nuestro Sistema de Alerta Temprana (SAT) de tensiones cambiarias coincide con nuestro nuevo índice de sincronización** al indicar que la reciente depreciación en MEs no fue un episodio generalizado en todos los MEs sino un evento más diferenciado ➔

## Índice

### 01 Actualización de mercados y ratings soberanos

Evolución de ratings soberanos

Evolución de CDS soberanos por países

Presión bajista/alcista de los mercados sobre ratings

### 02 Tensiones financieras y aversión global al riesgo

Evolución de la Aversión Global al Riesgo de acuerdo a distintas medidas

Índice de Tensiones Financieras

### 03 Vulnerabilidad macroeconómica de valoración interna del riesgo país por regiones

CDS de equilibrio por regiones

Ratings BBVA-Research por regiones

Radares de vulnerabilidades por regiones

### 04 Tema Especial: Indicador de Sincronización de FX ME

### 05 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

# 01

## **Actualización de mercados y ratings soberanos**

Evolución de ratings soberanos

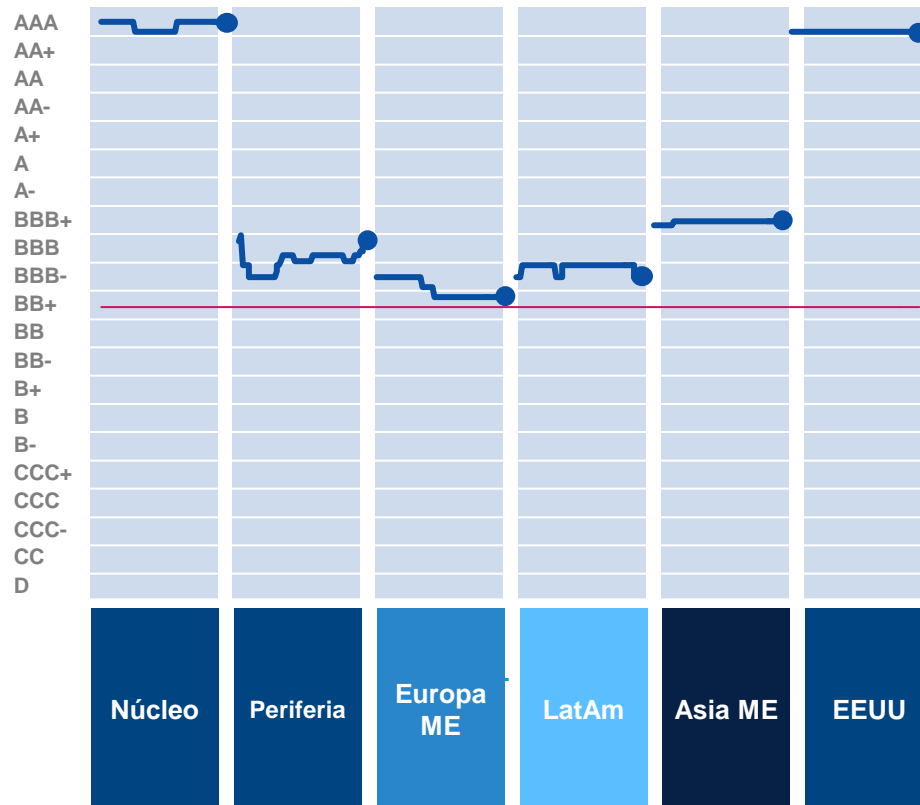
Evolución de CDS soberanos por países

El gran estrechamiento de los diferenciales soberanos: CDS vs Rating

Presión bajista/alcista de los mercados sobre ratings

# Actualización de mercados y ratings soberanos

## Índice de rating soberano 2011-18



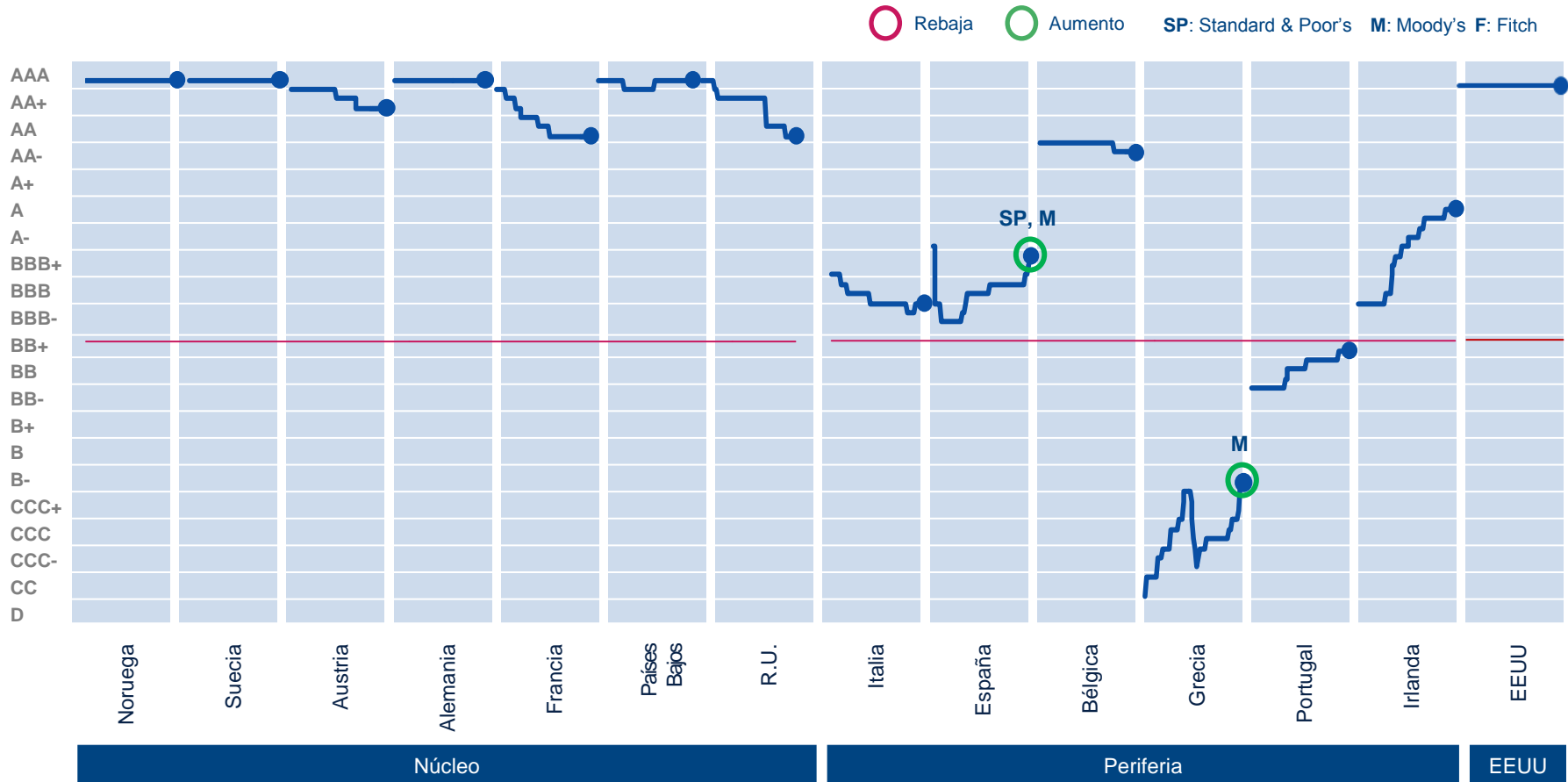
- La calificación mediana de la **Periferia de la UE** mejorado por segundo trimestre consecutivo.
- **Turquía** fue rebajada por S&P y Moody's
- **España** fue mejorada por S&P y Moody's
- **Grecia e Indonesia** fueron mejoradas por Moody's, y **Croacia** por S&P

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

# Actualización de mercados y ratings soberanos

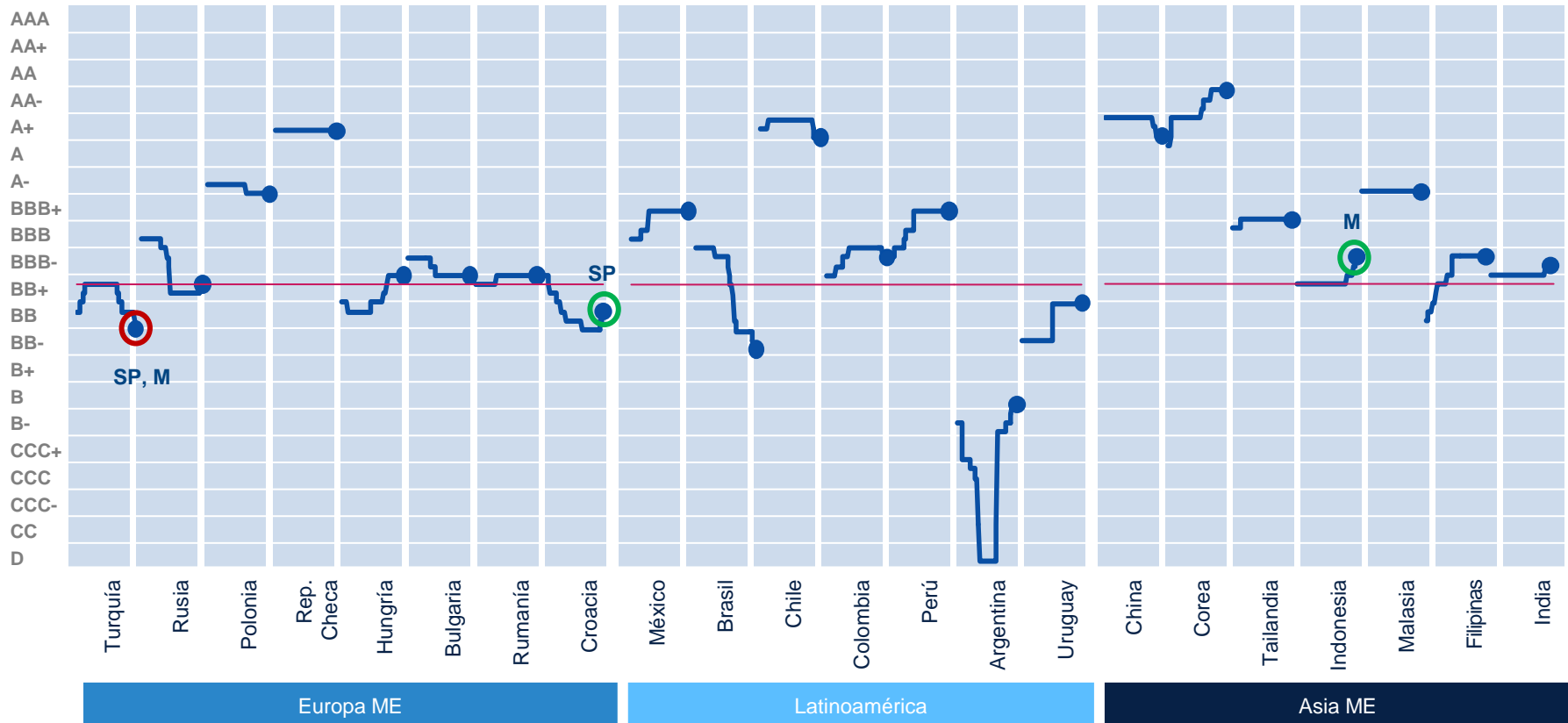
## Índice de rating soberano 2011-18: Mercados Desarrollados



# Actualización de mercados y ratings soberanos

## Índice de rating soberano 2011-18: Mercados Emergentes

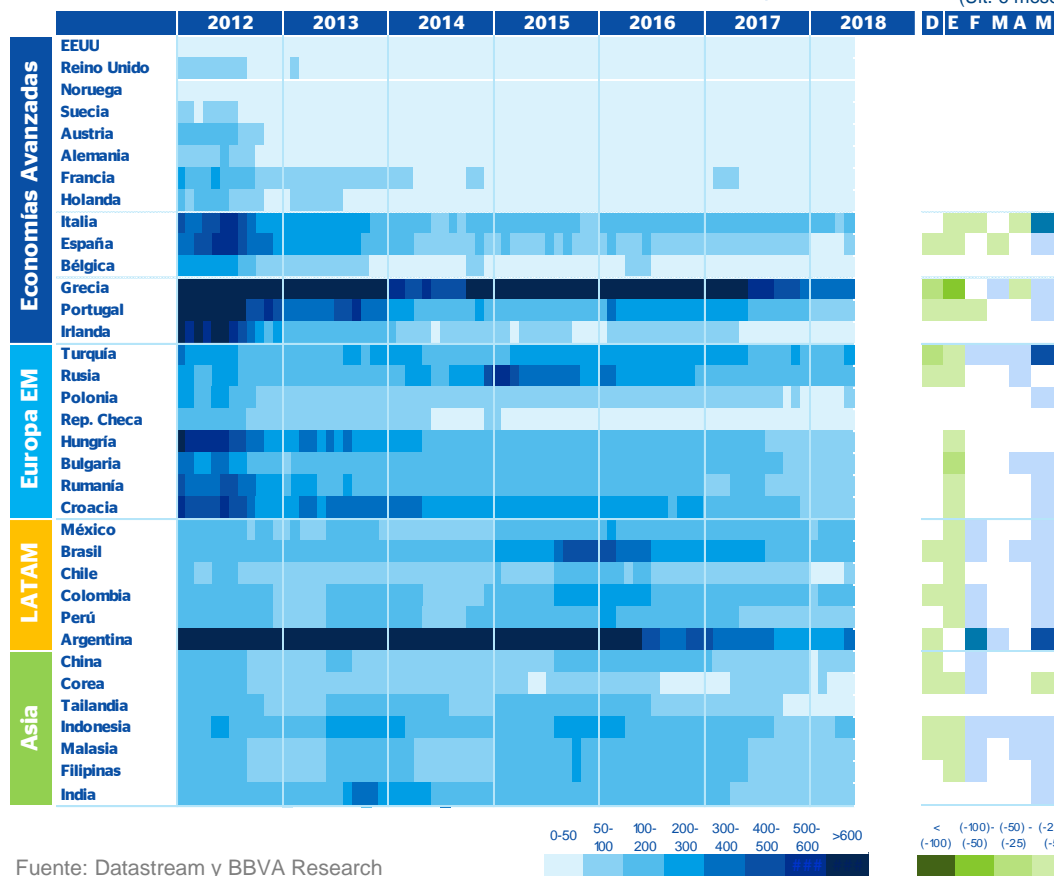
○ Rebaja   
 ○ Aumento   
 SP: Standard & Poor's   
 M: Moody's   
 F: Fitch



# Actualización de mercados y ratings soberanos

## Diferenciales de CDS soberanos (Mayo)

Cambios  
(Últ. 6 meses m/m)



- Los CDS de las Economías Avanzadas no fueron afectados por los recientes movimientos en los MEs.
- Importante aumento de los spreads en la periferia de la UE durante el mes de Mayo debido a la inestabilidad política en Italia y España.
- Turquía experimentó un aumento de más de 50 pbs. durante el último mes. Otros países del área sufrieron aumentos menores.
- Similar a MEs Europa, toda la región experimentó un aumento en los spreads, pero mucho mayor en Argentina (+85 pbs.)
- Asia fue la región de MEs menos afectada, sin embargo la mayoría de los países experimentaron incrementos de sus spreads

Fuente: Datastream y BBVA Research

Durante el mes de Mayo se ha vivido el primer aumento general en los spreads soberanos desde Noviembre de 2016. El aumento se sintió más intensamente en América Latina, Europa MM, Periferia de UE y Asia ME

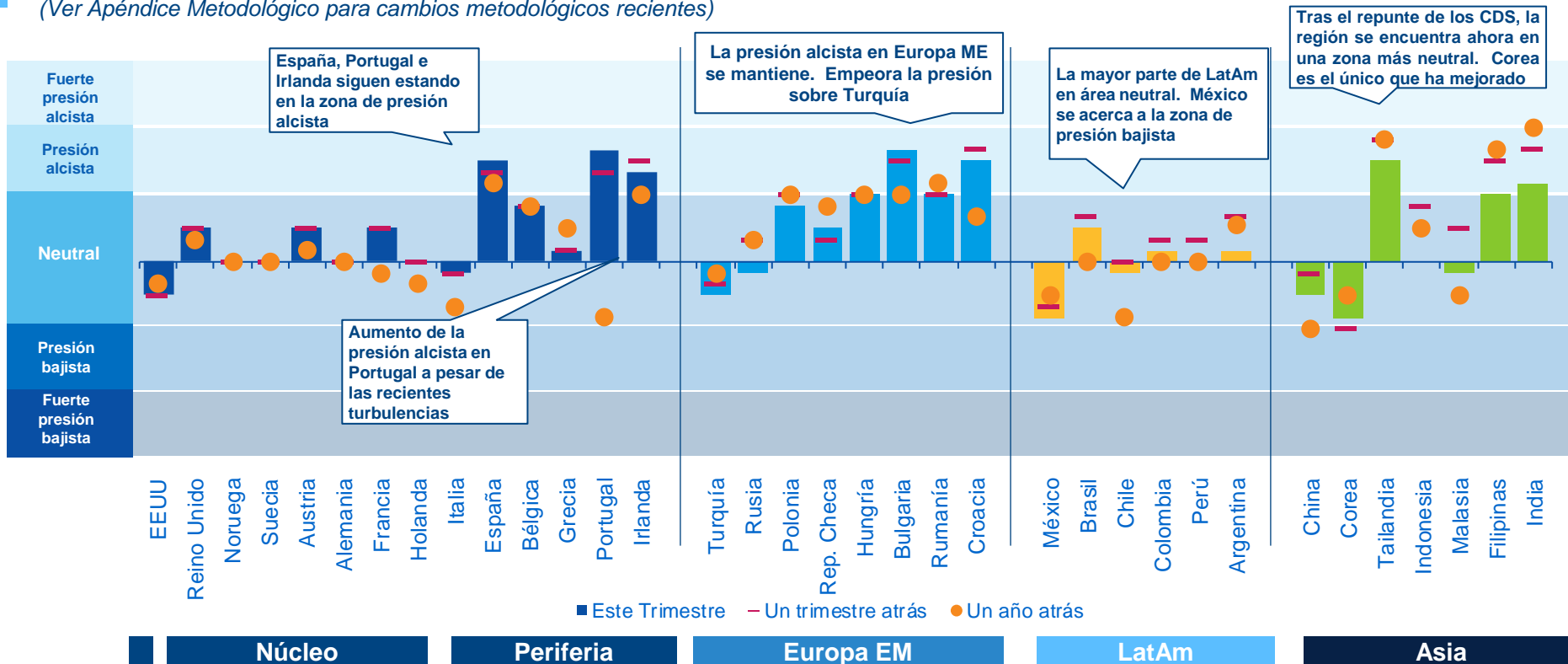


# Actualización de mercados y ratings soberanos

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

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

(Ver Apéndice Metodológico para cambios metodológicos recientes)



Fuente: BBVA Research

El aumento de los spreads del mes de Mayo no fue suficiente para compensar el estrechamiento de los meses anteriores y, por lo tanto, la presión sigue siendo similar a la del trimestre anterior en la mayoría de los países. LatAm y ME-Asia son las regiones donde la presión se ha vuelto más negativa o menos positiva que antes

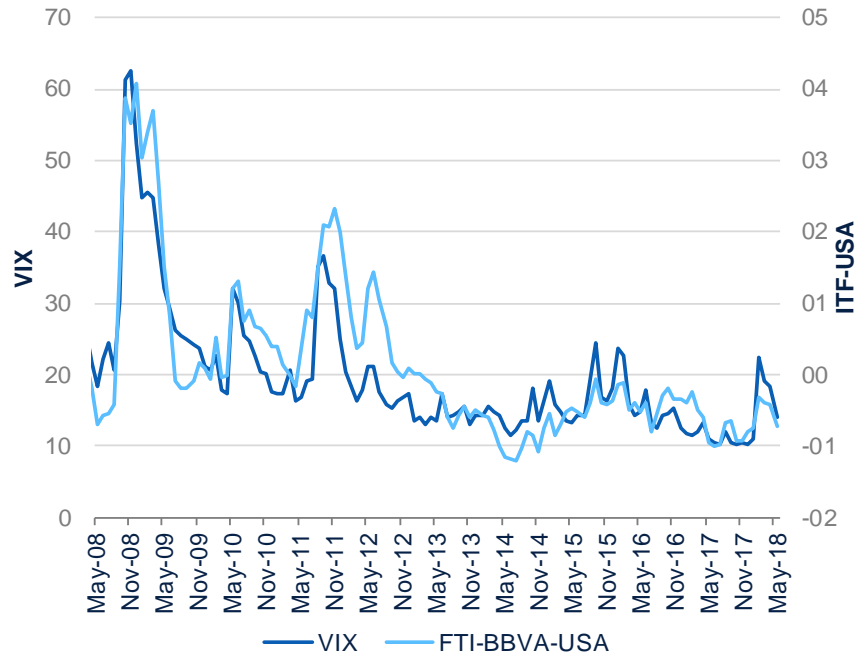
# 02

## Tensiones financieras y aversión global al riesgo

Evolución de la aversión global al riesgo de acuerdo a distintas medidas  
Índice de Tensiones Financieras

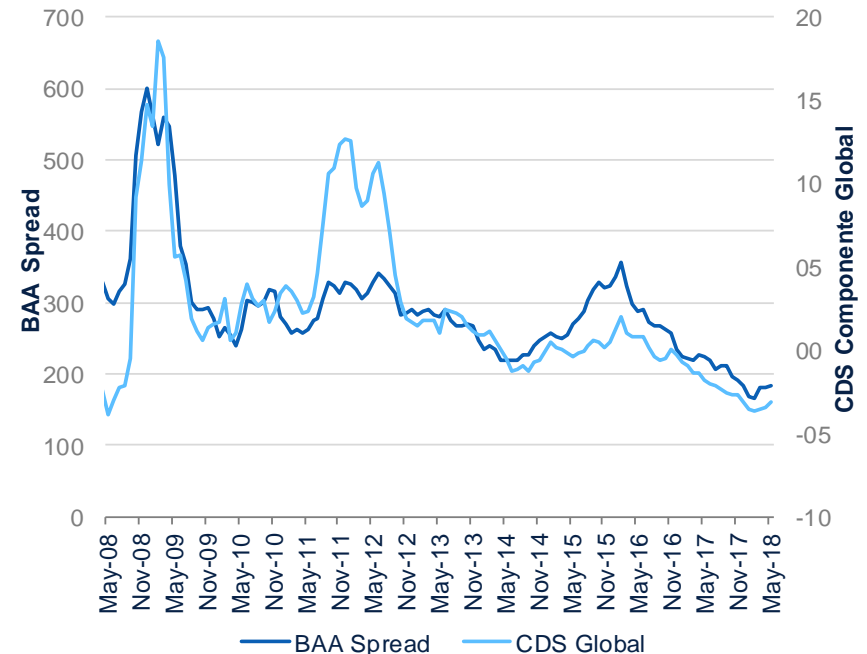
# Tensiones financieras y Aversión Global al Riesgo (AGR)

**Indicadores de AGR: ITF & VIX**  
(Promedio mensual)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

**Indicadores de AGR: BAA Spread & componente global en CDS**  
(Promedio mensual)

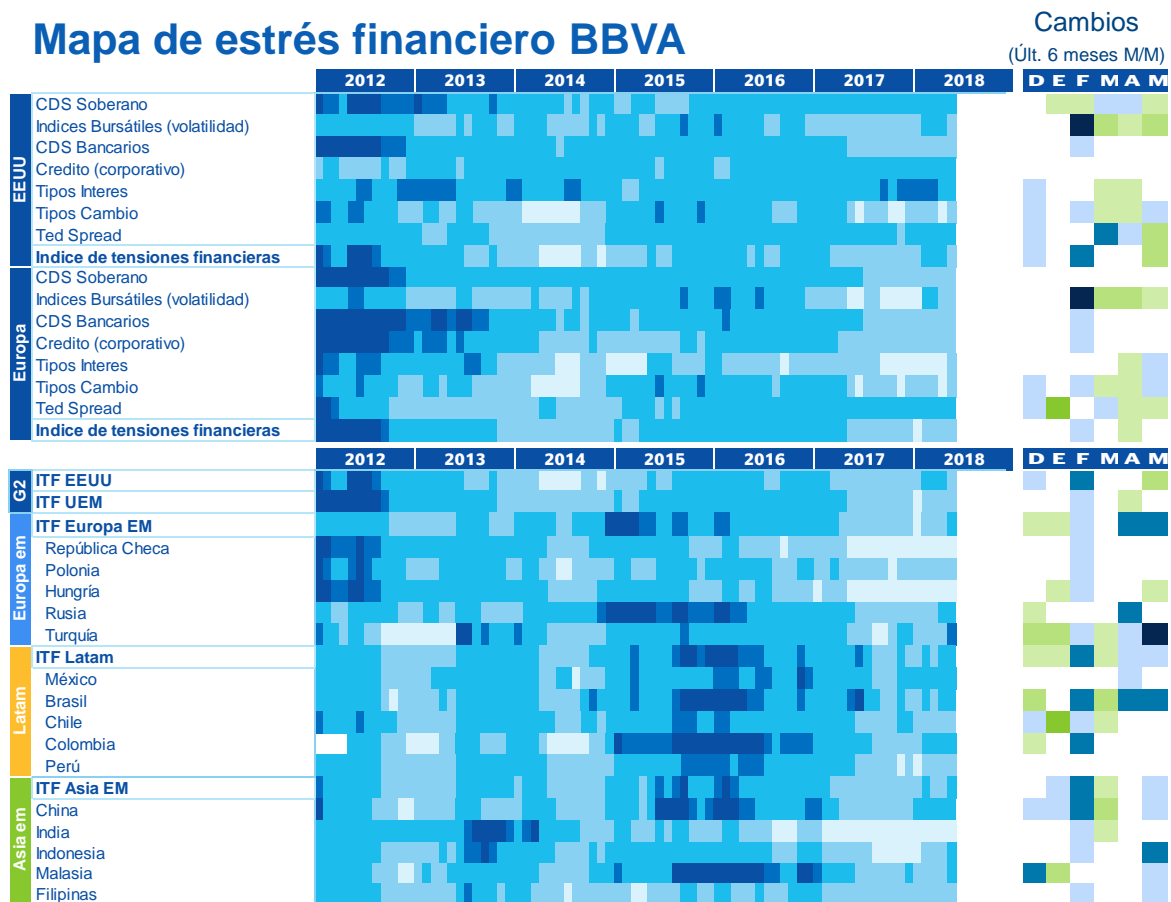


Fuente: FED y BBVA Research

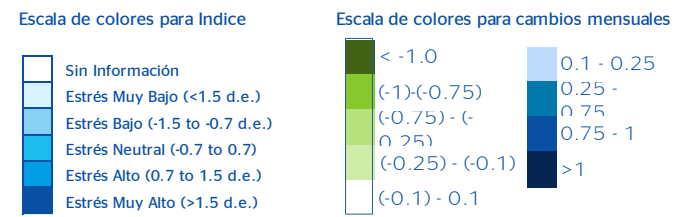
Las recientes turbulencias en los MEs no han afectado de forma significativa a los diferentes indicadores de GRA. De hecho, el VIX y el ITF han disminuido durante el trimestre, mientras que los spreads corporativos y soberanos sólo han aumentado ligeramente.

# Tensiones financieras y aversión global al riesgo (AGR)

## Mapa de estrés financiero BBVA



- La volatilidad de los mercados bursátiles en EE.UU. y Europa se relajó significativamente tras el repunte de febrero.
- El ITF en Europa MEs ha aumentado considerablemente, pero casi exclusivamente debido a los problemas de Turquía
- Dentro de Latinoamérica, ha habido una clara diferenciación. El ITF ha aumentado en Brasil y, en menor medida, en México, mientras que en otros países se ha mantenido estable.
- Asia ME se ha visto menos afectada, con Indonesia como el país más perjudicado



Fuente: BBVA Research

**Se ha observado cierta desacoplamiento de las tensiones financieras entre MDs y MEs. El ITF se ha relajado en EE.UU. y Europa, pero ha aumentado en MEs, aunque con una notable diferenciación dentro de las distintas regiones.**

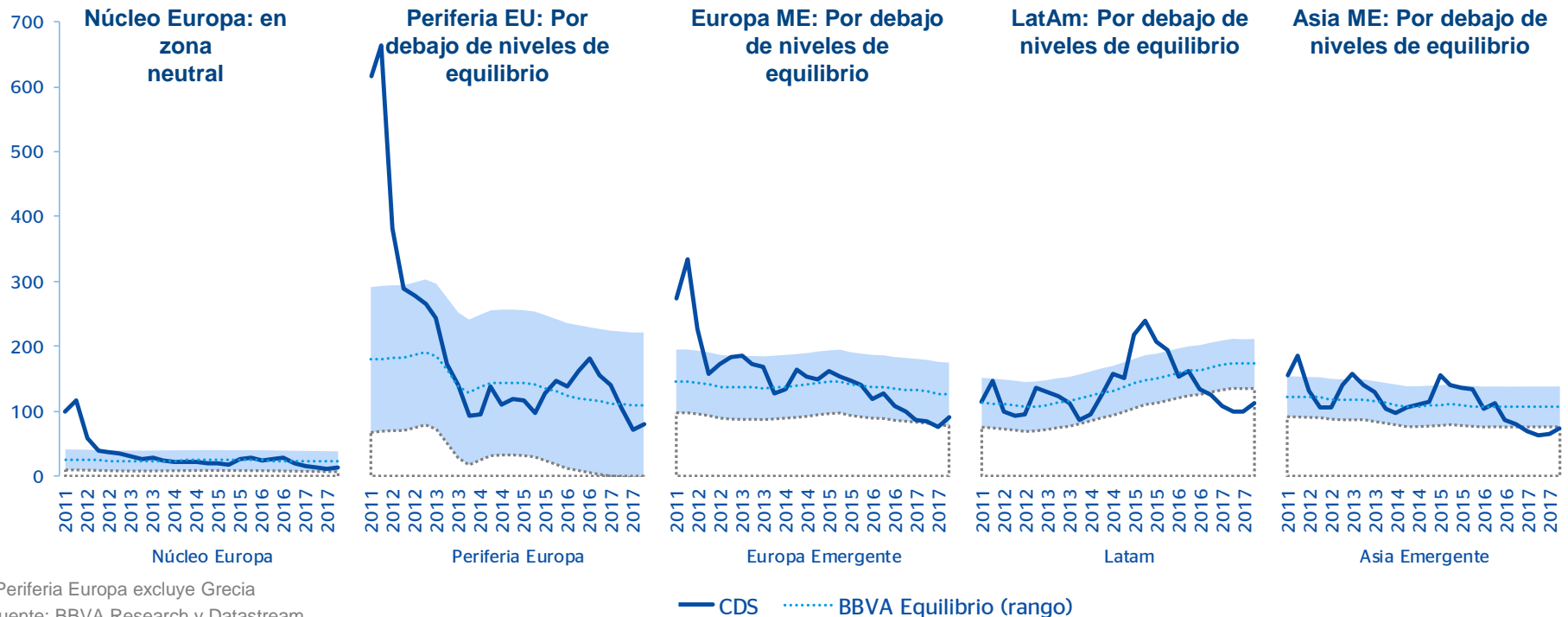
# 03

## **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

## CDS y diferenciales de riesgo de equilibrio: Mayo



\*Periferia Europa excluye Grecia

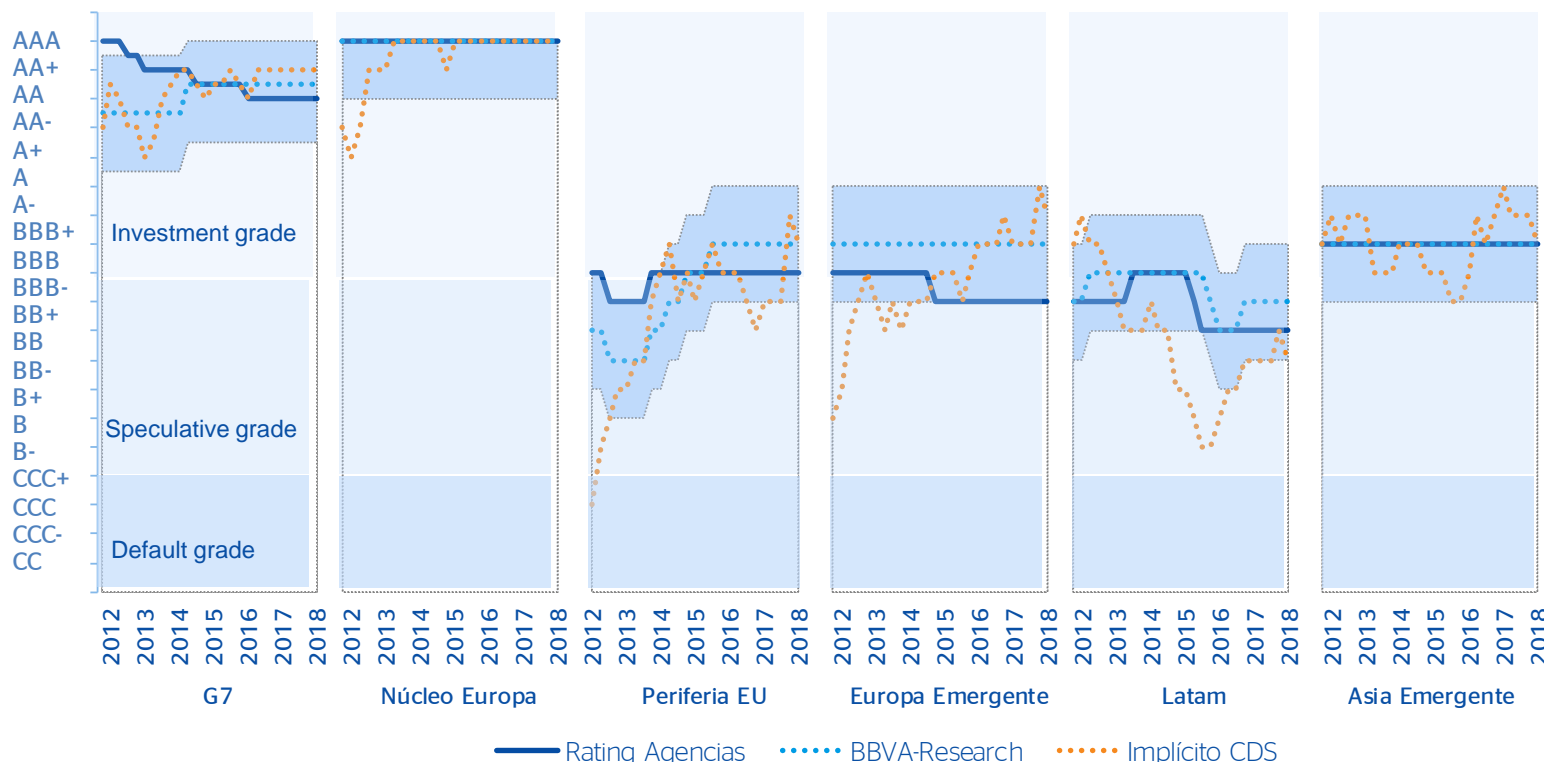
Fuente: BBVA Research y Datastream

**Aumento generalizado de los spreads soberanos hacia su nivel de equilibrio en todas las geografías. LatAm y ME Asia son las regiones más alejadas de esos niveles de equilibrio.**

# Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

## Rating soberano de agencias vs. BBVA Research

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



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

Nuestra calificación basada en fundamentales (BBVA Research) está en línea con las presiones alcistas observadas en los mercados para la Periferia UE y Europa ME. Por otro lado, nuestra calificación es ligeramente más positiva en Latinoamérica que la de las agencias y los mercados. En Asia ME, las tres visiones coinciden actualmente

# Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

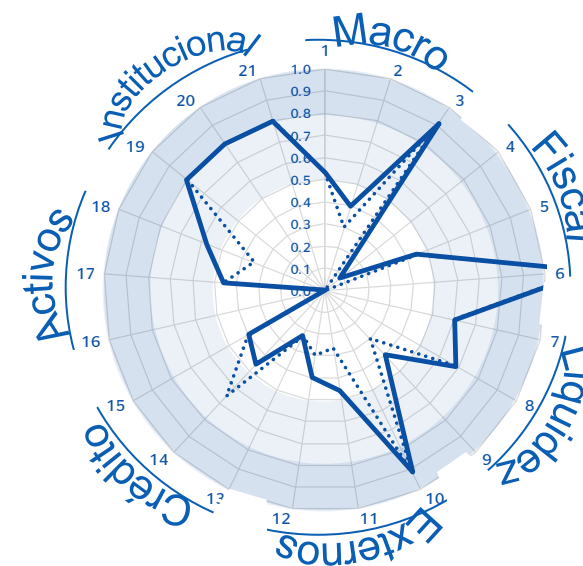
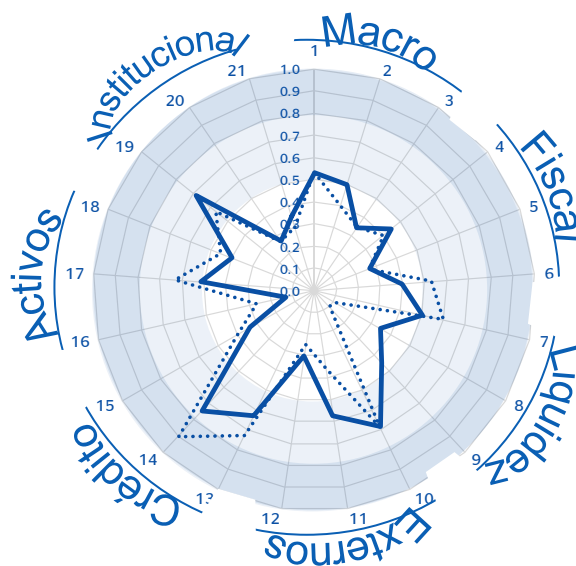
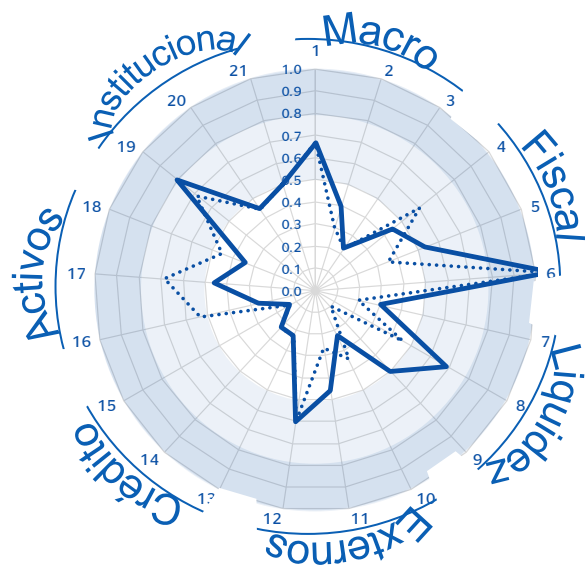
## Economías desarrolladas: radar de vulnerabilidad 2018

(Posición relativa de economías desarrolladas, riesgo igual a umbral=0.8, mínimo riesgo=0. La línea punteada corresponde a los datos del año anterior)

**G7:** Aumento de la vulnerabilidad por los niveles de deuda pública y de las necesidades de financiación. Reducción en la vulnerabilidad por los precios de vivienda y menor apalancamiento

**Núcleo Europa:** Aumento de la vulnerabilidad debido a mayores necesidades financieras. El apalancamiento empresarial sigue siendo la principal vulnerabilidad

**Periferia UE:** El desempleo, los niveles de deuda pública y externa y los riesgos institucionales siguen siendo las mayores vulnerabilidades. El apalancamiento privado sigue mejorando



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

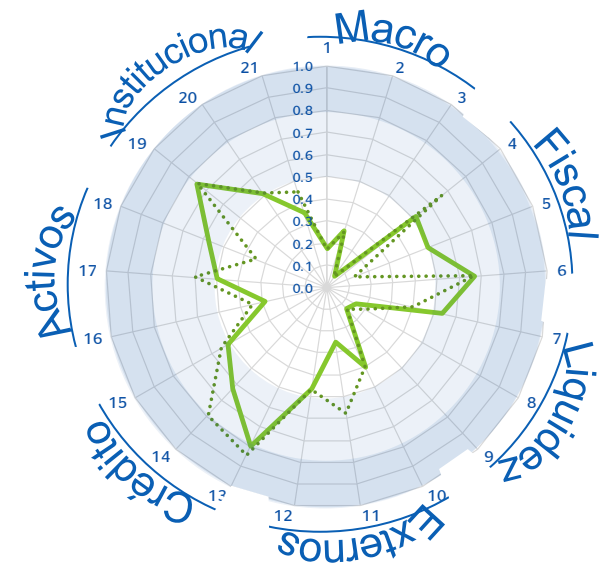
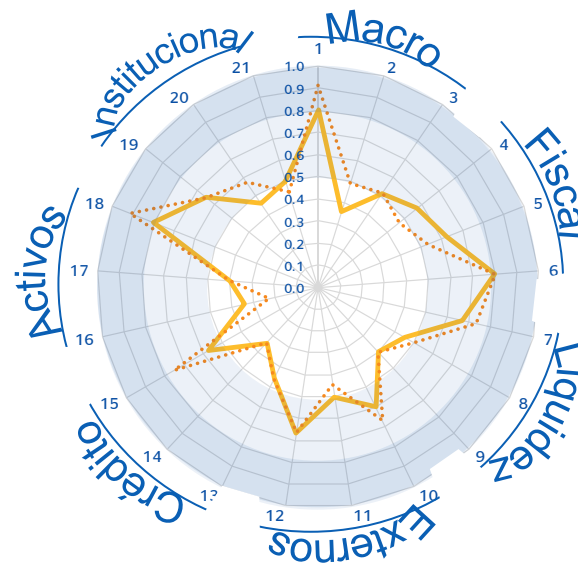
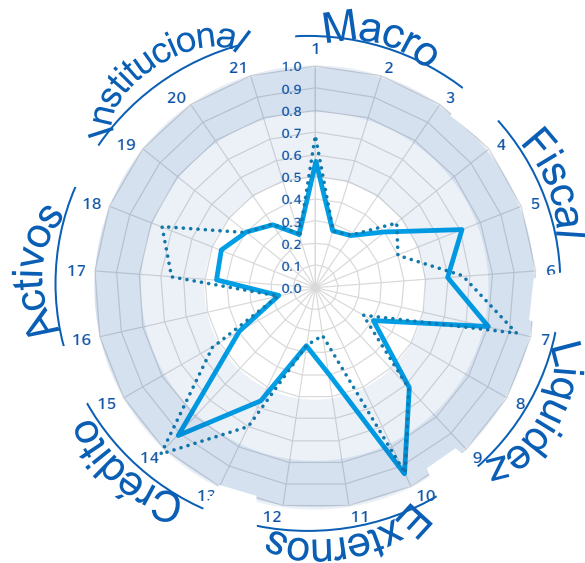
## Economías Emergentes: radar de vulnerabilidad 2018

(Posición relativa de economías desarrolladas, riesgo igual a umbral=0.8, mínimo riesgo=0. La línea punteada corresponde a los datos del año anterior)

**Europa ME:** Alta vulnerabilidad por el apalancamiento empresarial, deuda externa y la deuda pública en manos de no residentes. Mayor vulnerabilidad fiscal por el diferencial de crecimiento de las tipos de interés.

**LatAm:** El bajo crecimiento económico y los altos niveles de deuda pública son las mayores vulnerabilidades. En general las vulnerabilidades fiscales se deterioran

**Asia EM:** Mejora el apalancamiento de las empresas y los hogares. Empeoramiento de las vulnerabilidades fiscales.



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

# 04

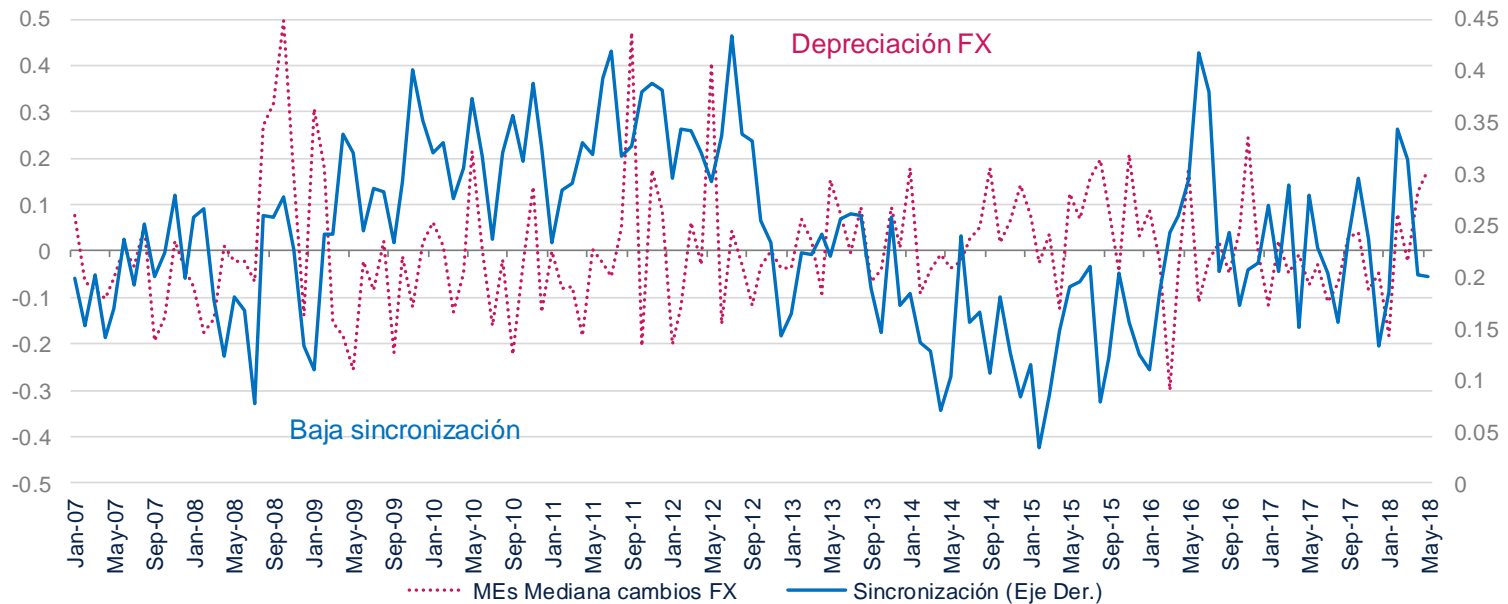
## **Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones**

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

# Tema especial: Indicador de sincronización

## Sincronización de las variaciones en tipos de cambio en MEs:

Mediana de variaciones en tipos de cambio (FX) ME (aumento significa depreciación) versus Índice de sincronización de cambios en FX ME



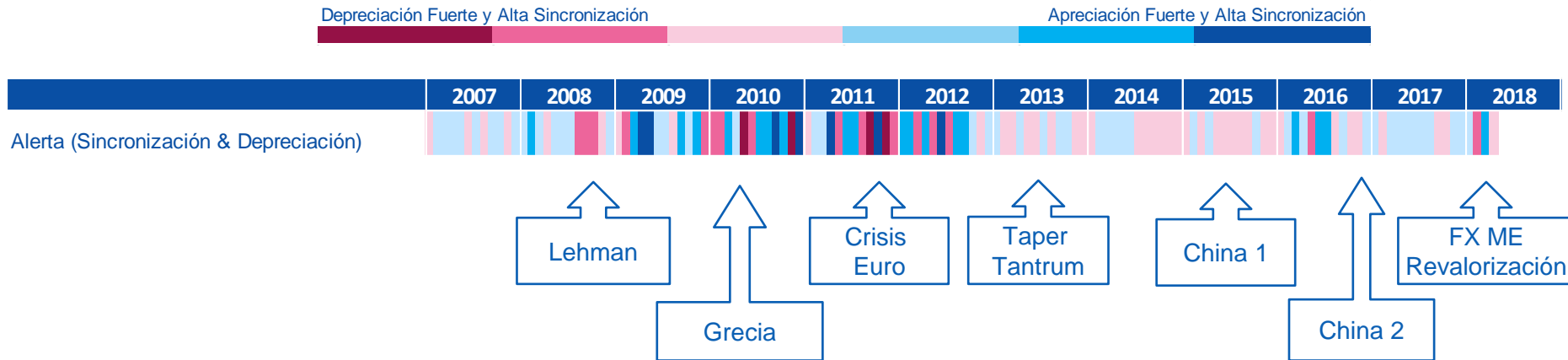
Fuente: BBVA Research

Hemos construido un nuevo indicador de sincronización de las variaciones de los tipos de cambio en MEs. Este indicador mide en qué medida todos los tipos de cambio (frente al USD) de un grupo de 23 economías emergentes se están moviendo juntos durante un período de 15 días (ventana móvil). Véase el apéndice metodológico para más detalles.

# Actualización de mercados y ratings soberanos

## Sincronización de los cambios FX de los MEs:

Indicador de alerta basado en la mediana de variaciones de tipos de cambio MEs en combinación con el indicador de sincronización



Basados en el índice de sincronización y la variación mediana en los tipos de cambio, hemos construido un indicador de alerta que toma el valor máximo cuando (en promedio) los tipos de cambio se están depreciando fuertemente y hay un alto grado de sincronización (rojo intenso). Por otra parte, el valor mínimo del índice se produce cuando, en promedio, los tipos de cambio se están apreciando fuertemente y de forma sincronizada (azul intenso). Los colores intermedios incluyen varias combinaciones posibles de niveles inferiores de amortización/valorización y/o grados inferiores de sincronización.

Fuente: BBVA Research

**Nuestro nuevo indicador de sincronización de FX MEs indica que el reciente episodio de revalorización en los tipos de cambio que ha ocurrido en el último mes ha tenido un nivel relativamente bajo de sincronización entre las distintas monedas MEs**

# 05

## **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

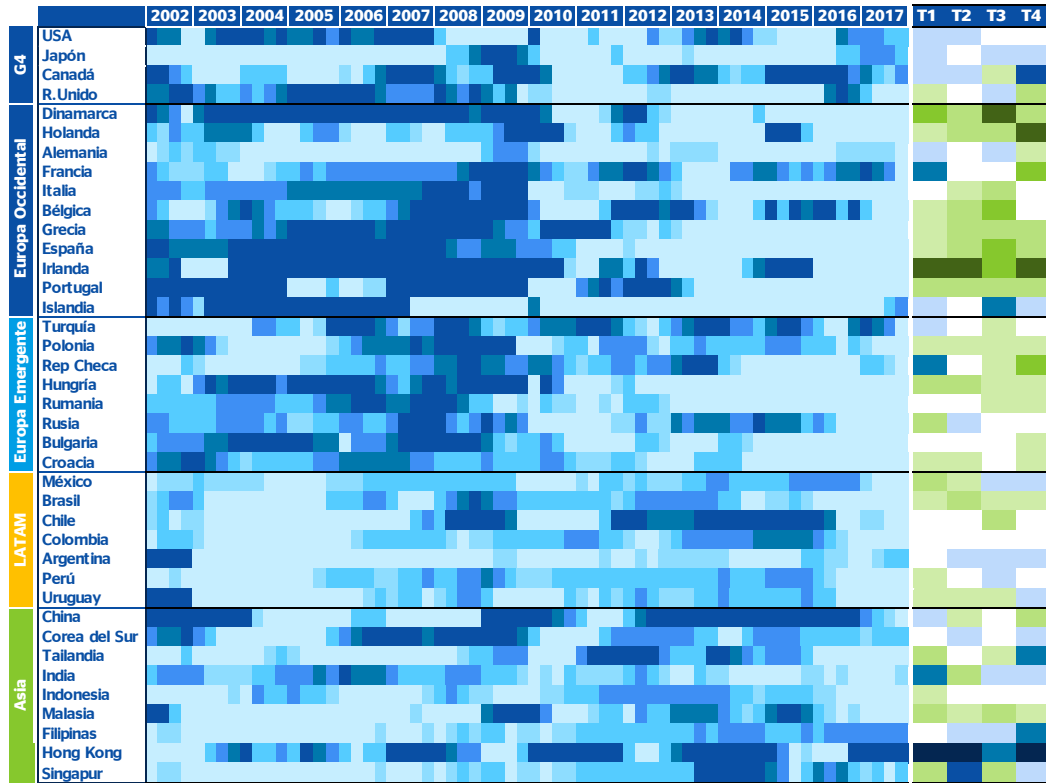
# Valoración de desequilibrios financieros y externos

Se observa un proceso de desapalancamiento a nivel global con pocas excepciones (Canadá y Hong Kong). Es más fuerte en Europa Occidental y Emergente. China ha estado desapalancándose durante casi tres trimestres consecutivos.

## Mapa de crédito al sector privado (2002-2017 T4)

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

Crecimiento T/T  
Últ. 4 trimestres  
hasta T4-2017



- Reducción general del crecimiento del apalancamiento en Europa Occidental y el Reino Unido. Por el contrario, en EE.UU., Canadá y Japón el comportamiento del apalancamiento es más errático.
- El apalancamiento en Turquía continúa ralentizándose y convergiendo con el desapalancamiento que prevalece en toda Europa ME.
- Los países de América Latina siguen desapalancándose o estancados. Se observa alguna aceleración en Argentina que aunque pequeña es significativa dada su historia reciente
- Asia ME es la región con el comportamiento más irregular. China está actualmente desapalancándose. HK se destaca como el único con altas tasas de crecimiento, mientras que Filipinas se está acelerando. Tailandia, India y Malasia permanecen estables.

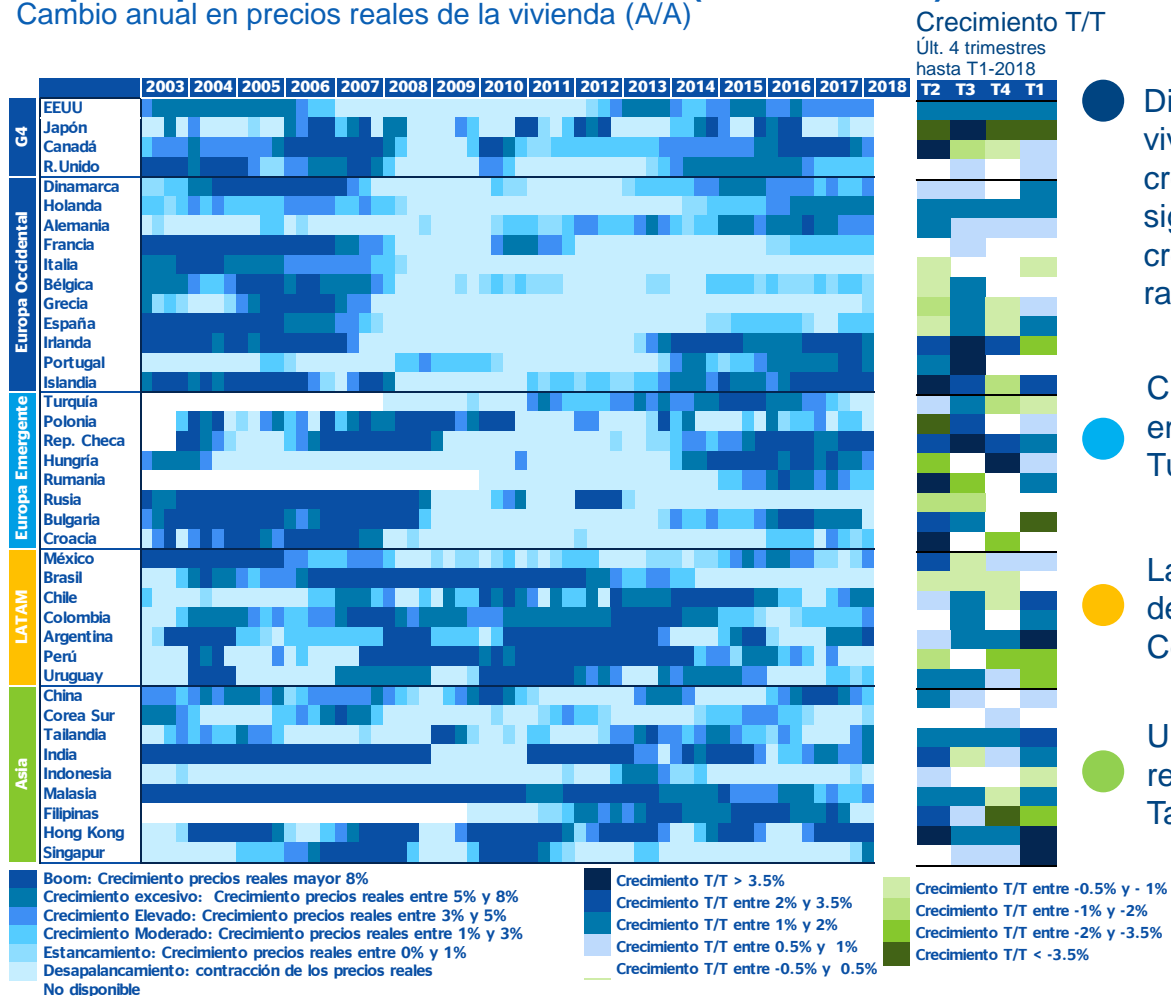


# Valoración de desequilibrios financieros y externos

En general, se observa un patrón de crecimiento de los precios de la vivienda muy irregular y volátil. Desaceleración en Europa Occidental. EE.UU., Holanda, República Checa y Hong Kong destacan por su alto crecimiento.

## Mapa de precios reales de la vivienda (2003-2018 T1)

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

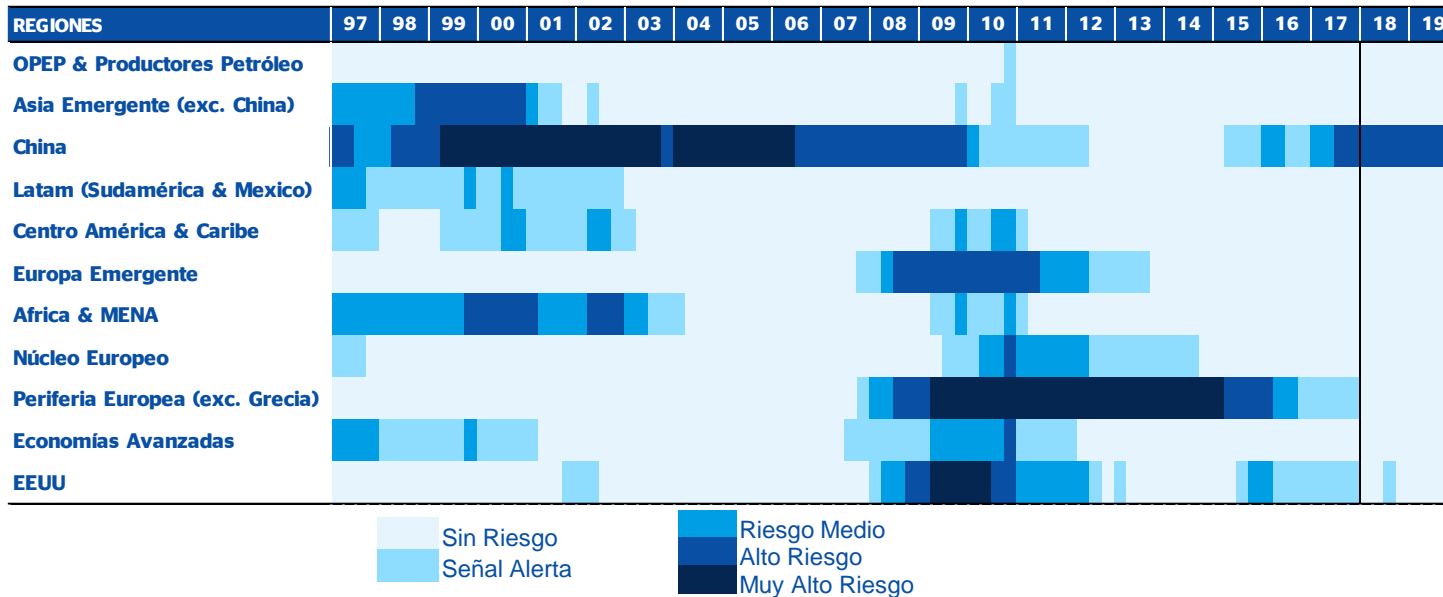


- Disminución general de los precios de la vivienda en las economías más avanzadas. El crecimiento en los EE.UU. y los Países Bajos sigue siendo alto y constante. La tasa de crecimiento en el resto de Europa se ha ralentizado en los dos últimos trimestres.
- Crecimiento altamente volátil en Europa emergente. Los precios reales bajan ahora en Turquía y crecen en la República Checa
- La situación en América Latina también es desigual. Los precios están creciendo en Chile, Colombia y Argentina.
- Una vez más, sin un patrón claro en toda la región. Los precios se están acelerando en Tailandia y están en boom en Hong Kong.

# Valoración de desequilibrios financieros y externos

## Sistema de Alerta Temprana SAT de crisis bancarias (1997T1 -2019T4)

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



● La incipiente desaceleración de la deuda en China debe mantenerse en el tiempo para reducir el riesgo de una crisis bancaria en el futuro.

● Las señales de alerta en la periferia de la UE están desapareciendo finalmente

- 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

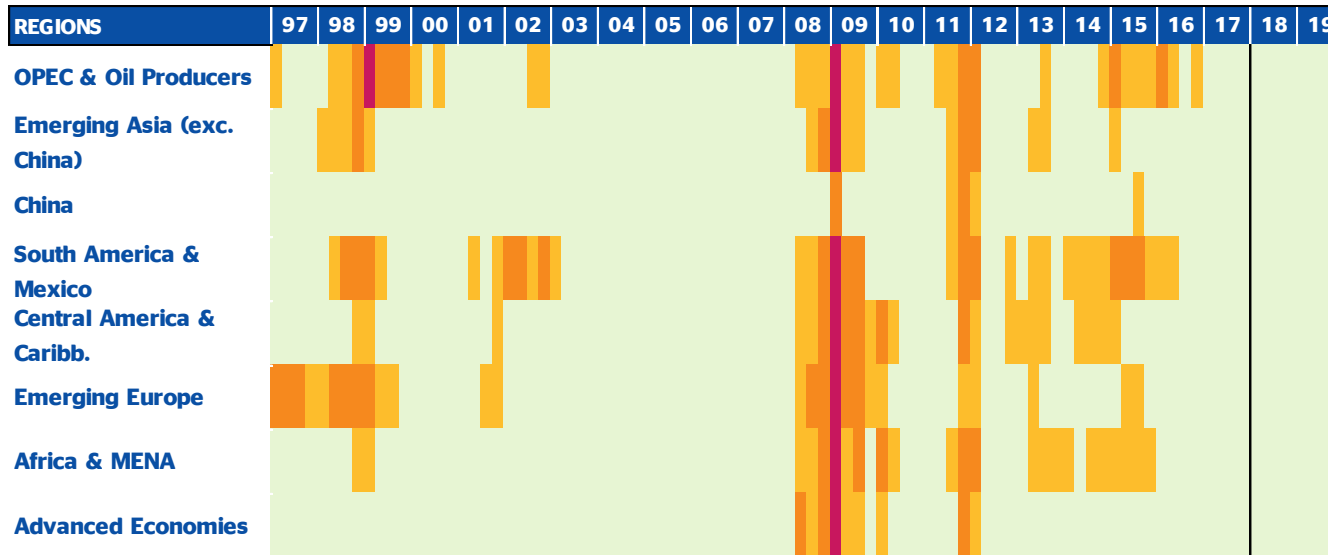
**El sobreendeudamiento de China sigue generando una vulnerabilidad importante de su sector bancario, que debe continuar siendo abordada con políticas macro-prudenciales y otras políticas económicas orientadas a alcanzar una suave absorción de los excesos anteriores.**



# Valoración de desequilibrios financieros y externos

## 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



● Nuestro Sistema de Alerta Temprana de tensiones cambiarias no anticipa riesgos significativos en ninguna de las regiones analizadas en los próximos meses a **nivel agregado**.



- Nuestro Sistema de Alerta Temprana SAT de crisis cambiarias 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

Fuente: BBVA Research

**Durante el mes de Mayo, varios países emergentes han experimentado una depreciación significativa de su tipo de cambio. Sin embargo, este episodio no ha sido generalizado (como indica también nuestro nuevo índice de sincronización). Nuestro SAT ha señalado la gran vulnerabilidad de varios países específicos, pero no de ninguna región en su conjunto.**

## **Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países**

# Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

## Indicadores de vulnerabilidad\* 2018: países desarrollados

	Fiscal sustainability			External sustainability			Liquidity management			Macroeconomic performance			Credit and housing			Private debt			Institutional		
	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	-3.3	-0.6	108	-3.0	98	-1.6	24	17	31	2.9	2.6	3.9	1.3	4.6	16.6	79	74	65	-0.4	-1.3	-1.7
Canadá	-0.7	-0.1	87	-3.2	118	-3.7	9	10	25	2.1	2.2	6.2	4.2	-10.0	-1.2	101	124	133	-1.2	-2.0	-1.8
Japón	-3.1	-0.9	236	3.8	74	0.9	41	16	10	1.2	0.8	2.9	2.5	6.9	13.5	57	101	48	-1.0	-1.5	-1.4
Australia	-0.5	-1.3	42	-1.9	115	-2.9	3	4	42	3.0	2.3	5.3	-5.3	3.7	-0.6	122	76	133	-1.0	-1.8	-1.8
Corea	1.2	-1.4	39	5.5	26	-0.1	1	7	13	3.0	2.1	3.6	1.4	-0.2	13.2	95	101	100	-0.2	-0.4	-1.1
Noruega	-10.6	-1.6	37	6.1	157	1.7	-9	8	51	2.1	1.8	3.9	-2.6	-0.6	19.1	101	141	142	-1.2	-2.2	-2.0
Suecia	0.6	-2.9	38	3.1	185	-4.3	3	11	36	2.6	1.5	6.3	12.6	5.8	-3.3	85	146	185	-1.0	-2.2	-2.0
Dinamarca	-1.1	-0.6	36	7.6	170	1.7	5	11	35	2.0	1.6	5.7	-18.1	2.4	6.7	117	103	287	-0.8	-2.2	-1.9
Finlandia	-1.0	-1.9	61	1.4	170	1.0	8	10	73	2.6	1.7	8.0	-0.5	-1.9	4.6	68	114	133	-1.0	-2.3	-2.0
Reino Unido	-0.2	-0.4	86	-3.7	329	-6.8	9	8	35	1.6	2.7	4.4	-1.2	1.9	-3.6	86	83	54	-0.4	-1.9	-1.6
Austria	0.5	-1.4	75	2.5	174	2.2	6	8	81	2.6	2.2	5.2	-1.9	2.5	21.2	51	93	93	-0.8	-1.5	-1.8
Francia	-0.1	-0.9	96	-1.3	220	1.7	13	11	61	2.1	1.4	8.8	-0.6	2.2	0.9	57	133	104	0.1	-1.4	-1.4
Alemania	1.4	-2.2	60	8.2	147	2.1	4	8	56	2.5	1.6	3.6	0.0	3.9	-1.8	53	53	87	-0.8	-1.8	-1.6
P. Bajos	0.6	-1.9	54	9.6	554	2.0	7	14	52	3.2	2.1	4.9	-14.0	6.9	2.5	104	118	98	-0.9	-2.0	-1.9
Bélgica	0.6	-1.1	101	0.3	272	3.2	18	17	61	1.9	1.5	7.0	-8.1	1.7	-1.2	60	161	55	-0.5	-1.6	-1.4
Italia	2.2	0.6	130	2.6	127	0.6	22	16	36	1.5	1.6	10.9	-2.0	-2.0	9.4	41	73	95	-0.4	0.0	-0.3
España	-0.2	-0.9	85	1.6	174	-0.2	18	16	50	2.8	1.6	15.5	-7.9	1.7	-8.2	61	97	101	-0.5	-0.5	-1.0
Irlanda	0.9	-2.2	67	9.8	705	1.8	7	10	60	4.5	1.8	5.5	-48.6	11.6	-1.0	48	222	47	-0.9	-1.6	-1.5
Portugal	2.3	-0.3	121	0.2	222	1.3	14	10	63	2.4	1.8	7.3	-8.8	9.0	10.4	70	109	115	-1.0	-1.0	-1.1
Grecia	3.8	-1.8	191	-0.8	235	-0.5	15	8	82	2.0	0.9	19.8	-7.0	-1.1	17.2	58	65	135	0.1	0.1	-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

# Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

## Indicadores de vulnerabilidad\* 2018: países emergentes

	Fiscal sustainability			External sustainability			Liquidity management			Macroeconomic performance			Credit and housing			Private debt			Institutional		
	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 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)
<b>Bulgaria</b>	-0.5	0.4	24	3.0	71	2.1	4	1.8	44	3.8	2.1	6.0	-0.1	5.3	2.4	21	79	77	0.0	0.2	0.0
<b>Rep Checa</b>	1.0	-1.9	33	0.3	93	8.7	6	23	55	3.5	2.2	3.0	-2.3	9.9	14.5	31	56	81	-1.0	-0.5	-1.1
<b>Croacia</b>	1.9	-0.3	75	3.0	83	1.8	12	3.2	34	2.8	1.2	12.0	-2.9	0.7	-9.3	33	27	89	-0.7	-0.2	-0.4
<b>Hungría</b>	-0.6	-1.8	67	2.5	103	2.5	18	1.2	42	3.8	3.2	3.8	-6.7	7.8	17.8	19	85	81	-0.7	-0.1	-0.5
<b>Polonia</b>	-1.0	-1.6	51	-0.9	69	1.5	8	1.6	53	4.1	2.9	4.1	-4.6	1.2	0.8	35	90	105	-0.5	-0.7	-0.7
<b>Rumanía</b>	-3.4	-2.7	38	-3.7	50	-0.9	9	1.9	50	5.1	3.5	4.6	-2.0	2.6	8.0	16	36	80	-0.3	0.0	-0.3
<b>Rusia</b>	0.4	-0.3	19	4.5	32	2.4	1	4.9	20	1.7	3.5	5.5	-1.4	-5.8	14.5	17	50	106	0.9	0.9	0.8
<b>Turquía</b>	-1.9	-1.9	28	-5.4	53	0.6	7	0.9	38	4.0	10.5	10.8	-0.4	-1.1	29.2	17	68	128	2.0	0.2	0.2
<b>Argentina</b>	-2.8	-8.0	54	-5.1	36	-3.2	11	1.0	40	2.0	19.2	8.0	3.0	5.8	53.5	7	15	76	-0.2	0.3	0.3
<b>Brasil</b>	-1.4	2.2	87	-1.6	33	4.5	14	4.7	9	2.3	3.9	11.6	-4.2	-2.8	31.4	23	41	93	0.4	0.4	0.1
<b>Chile</b>	-1.9	-2.3	24	-1.8	63	7.3	2	1.5	26	3.4	2.6	6.2	-2.9	6.7	15.9	35	51	159	-0.5	-1.1	-1.1
<b>Colombia</b>	0.5	0.3	49	-2.6	39	-9.9	5	3.2	31	2.7	3.4	9.2	-0.3	2.0	11.5	21	25	113	1.0	0.3	0.3
<b>México</b>	1.1	0.4	54	-1.9	38	-5.4	7	3.3	32	2.3	3.6	3.5	-0.3	0.8	-5.2	16	26	84	0.8	0.8	0.5
<b>Perú</b>	-1.8	-2.2	27	-1.3	36	4.3	4	7.2	40	3.2	2.0	6.6	-0.1	-3.2	30.5	15	35	104	0.2	0.4	0.5
<b>China</b>	-3.1	-5.7	71	1.0	11	1.7	4	3.9	..	6.6	2.8	4.0	-1.4	3.6	4.2	61	151	89	0.5	0.3	0.2
<b>India</b>	-1.6	-4.1	69	-1.5	19	-0.4	11	4.0	6	7.4	5.2	3.5	0.5	3.0	11.3	11	44	78	1.0	0.3	0.1
<b>Indonesia</b>	-0.8	-2.8	30	-1.9	35	-3.1	5	2.5	59	5.3	3.5	5.2	-1.0	0.0	11.2	17	22	98	0.4	0.4	0.4
<b>Malasia</b>	0.4	-2.4	54	3.7	68	-1.4	10	1.2	27	5.3	3.0	3.2	-6.0	2.2	7.1	89	--	111	-0.1	-0.1	-0.5
<b>Filipinas</b>	0.9	-4.6	37	-0.5	22	-9.4	5	4.9	26	6.7	4.1	5.5	3.6	-0.8	9.1	4	40	69	1.3	0.5	0.4
<b>Tailandia</b>	-0.7	-2.5	42	9.3	35	2.8	7	3.2	14	3.9	0.8	0.7	-1.3	3.1	12.8	68	48	98	0.9	0.4	0.0

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

# 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. A partir de junio de 2018, el análisis de cluster se realiza de forma recursiva, partiendo de una muestra inicial que va de enero de 2004 a diciembre de 2008 y añadiendo un mes a cada paso, generando umbrales mensuales específicos para la determinación de las calificaciones implícitas.
- 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
- **Radares 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
<b>Macroeconómica</b>				
PIB	1,5	3,0	Más bajo	BBVA Research
Inflación	4,0	10,0	Más alto	BBVA Research
Desempleo	10,0	10,0	Más alto	BBVA Research
<b>Vulnerabilidad Fiscal</b>				
Déficit ajustado por el ciclo ("Déficit estructural")	-4,2	-1,0	Más bajo	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Diferencial esperado tipos de interés-crecim. PIB a 5 años vista	3,6	1,1	Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Deuda pública bruta	73,0	50,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
<b>Problemas de liquidez</b>				
Necesidades de financiación brutas	17,0	21,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Deuda en manos de no residentes	84,0	40,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/101
Presión de deuda a corto plazo				
Deuda pública a c/p % de la deuda pública total (Desarrollados)	15,0		Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Reservas sobre deuda a corto plazo (Emergentes)		0,6	Más bajo	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
<b>Vulnerabilidad Externa</b>				
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	4,0	6,0	Más bajo	BBVA Research
Deuda Externa(% PIB)	200,0	60,0	Más alto	BBVA Research
Tipo de cambio real (Desviación de la media móvil de 4 años)	5,0	10,0	Más alto	Comisión UE (2012) y BBVA Research
<b>Balances del sector privado</b>				
Deuda hogares (% PIB)	84,0	24,0	Más alto	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & Comisión UE (2012)
Deuda empresas no financieras (% PIB)	90,0	53,0	Más alto	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & Comisión UE (2012)
Apalancamiento bancario (Crédito/Depósitos)	150,0	130,0	Más alto	Comisión UE (2012) y BBVA Research
<b>Crédito y Activos</b>				
Crédito privado sobre PIB (cambio anual)	8,0	8,0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
Crecimiento de los precios reales de la vivienda (% a/a)	8,0	8,0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
Crecimiento de los mercados de valores (% a/a)	20,0	20,0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
<b>Instituciones</b>				
Estabilidad política	1 (9th percentil)	-0.6 (8th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Control de la corrupción	1 (9th percentil)	-0.6 (8th percentil )	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Justicia	1 (8th percentil)	-1 (8 th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial

# Apéndice

## Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

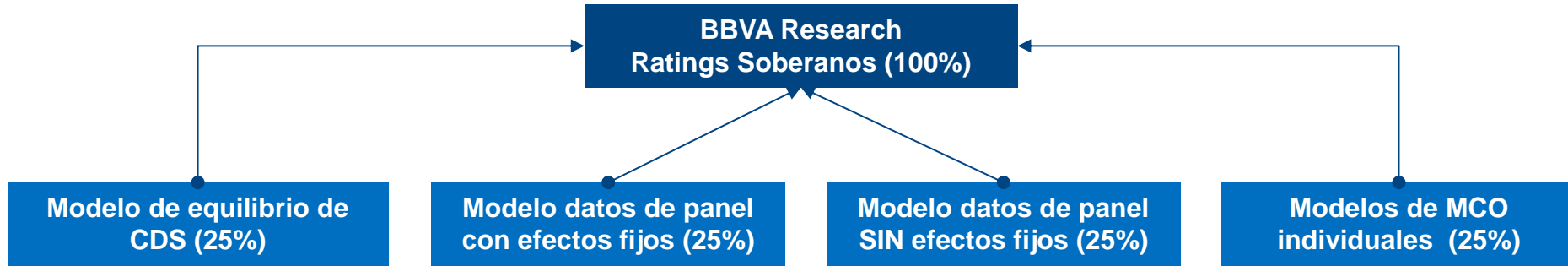
- **Metodología de los ratings soberanos de BBVA Research:** Elaboramos nuestros ratings soberanos tomando la media de cuatro modelos de ratings desarrollados por BBVA Research
- **Modelo de panel CDS de equilibrio :** Este modelo estima los niveles de CDS actuales y proyectados para 48 países desarrollados 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: Tema Especial

- **Indicador de Sincronización:** Este indicador mide en qué medida todos los tipos de cambio (frente al USD) de un grupo de 23 economías emergentes se están moviendo juntos durante un período de 15 días (ventana móvil). En una próxima nota se incluirá una descripción más amplia de la metodología.
- Primero calculamos la variación porcentual diaria del tipo de cambio de cada uno de los 23 países utilizando una muestra diaria de la que va desde enero de 2004 hasta el 31 de mayo de 2018.
- Luego, estimamos a través de un análisis PCA un factor común único usando todas las observaciones en toda la muestra de 3576 días. Además, también estimamos la mediana diaria de los variaciones de los tipos de cambio para los 23 países (los cambios están estandarizados). Las ponderaciones que cada país tiene sobre el factor común se mantienen constantes durante toda la muestra. Sin embargo, estimamos diariamente hasta qué punto este factor común explica la variación total de los tipos de cambio ( $R^2$ ) de los 23 países en una ventana móvil que incluye los últimos 15 días. Asumimos que cuanto más alta sea el  $R^2$ , más alta será la sincronización de los 23 tipos de cambio. Este  $R^2$  móvil corresponde a la línea azul oscuro del gráfico de la diapositiva 19. La línea roja punteada corresponde al promedio de los últimos 30 días del cambio mediano diario entre los 23 países.
- Una vez que hemos estimado el índice de Sincronización y el cambio mediano, construimos un indicador de alerta que toma el valor máximo cuando (en promedio) los tipos de cambio en MEs se están depreciando fuertemente y hay un alto grado de sincronización (rojo intenso). Por otra parte, el valor mínimo del índice de alerta se produce cuando, en promedio, los tipos de cambio se están apreciando fuertemente y de forma sincronizada (azul intenso). Los colores intermedios incluyen varias combinaciones posibles de niveles inferiores de amortización/depreciación y/o grados inferiores de sincronización.

# 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:

- OPEC and Other Oil Exporters: Algeria, Angola, Azerbaijan, Bahrain, Canada, Ecuador, Nigeria, Norway, Qatar, Russia and Venezuela
- 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.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Modelización y Análisis de Largo Plazo Global  
**Economista Líder de Modelización y Análisis de Largo Plazo Global**

**J. Julián Cubero Calvo**  
 juan.cubero@bbva.com

Alejandro Neut  
 robertoalejandro.neut@bbva.com

Rodolfo Méndez-Marcano  
 rodolfo.mendez@bbva.com

Jorge Redondo  
 jorge.redondo@bbva.com

Alfonso Ugarte Ruiz  
 alfonso.ugarte@bbva.com

Laura Alvarez Roman  
 laura.alvarez.roman@bbva.com

Gonzalo Lopez Molina  
 gonzalo.lopez.molina@bbva.com

## BBVA-Research

**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 Global**

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.cerqueira@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

**Oriente Medio, Asia 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