

BBVA

RESEARCH

Informe trimestral de Riesgo País

BBVA Research

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Marzo 2013

Resumen

Mercados financieros y aversión global al riesgo

- Los efectos positivos de las acciones de los bancos centrales occidentales han permanecido relativamente intactos. Esto ha contribuido a **limitar el aumento de la incertidumbre política en algunos países del G7** (primero el Precipicio Fiscal en EE.UU. y más recientemente las elecciones italianas)
- Los activos de los mercados emergentes continuaron revalorizándose, aumentando las dudas sobre la valoración en algunos países. **El debate sobre la "guerra de divisas" se mantiene, estimulado esta vez por la depreciación del yen y el mantenimiento de los flujos de capital hacia los mercados emergentes. No obstante se observa ya una moderación desde medidos de febrero.**

Actualización de mercados de deuda soberana y ratings

- La corrección en los mercados de deuda soberanos de la UE continua. Destacó la **disminución de la prima de riesgo española** mientras que la incertidumbre política evitó una mayor reducción en los spreads italianos.
- El ciclo de bajadas de ratings en Europa se estabilizó aunque hubo noticias negativas desde el Reino Unido, ya que perdió su estatus de AAA. El mercado de CDs todavía descuenta bajadas adicionales.
- El ciclo de subidas de ratings de los mercados emergentes se estabilizó en Asia y Latinoamérica. En el Este de Europa si hubo algunas rebajas.

Nuestra valoración del riesgo país

- La provisión de liquidez de los grandes Bancos Centrales y la estabilización del ciclo de ratings han dado el margen necesario para reducir la incertidumbre en los mercados desarrollados. Sin embargo, aún persisten importantes asimetrías:
- La situación en los países desarrollados se ha relajado claramente, proporcionando noticias positivas durante los últimos tres meses. La reducción de las primas de riesgo apoyará la dinámica de la deuda a medio plazo, aunque la deuda y las necesidades de financiación pública seguirán aumentando este año, La vulnerabilidad a los cambios de sentimiento del mercado seguirán siendo un problema. El ajuste del sector privado ("desapalancamiento") ha avanzado visiblemente 5 años después del estallido de la crisis.
- La vulnerabilidad de los mercados emergentes siguen siendo bajas en relación con sus niveles históricos y a los países desarrollados. Sin embargo, **no hay lugar para la complacencia**, ya que parte de la respuesta necesaria de los bancos centrales occidentales plantea algunos retos a medio plazo. Aunque la deuda pública y privada sigue siendo bajas, **las fuertes entradas de capital podrían llevar a la aceleración del crédito y desajustes de los precios de la vivienda de no ser corregidas adecuadamente. En el lado positivo, las cifras más recientes muestran una cierta moderación del crédito.**

Resumen

La "nueva normalidad" de la vulnerabilidad en los mercados emergentes

- La tradicional prima de crecimiento de los mercados emergentes (MEs) se ha reforzado **por una importante reducción de su vulnerabilidad**:
 - **En el aspecto macroeconómico**, la mayoría de los países emergentes experimentaron recuperaciones rápidas después de la crisis económica en 2008-09 y **el crecimiento potencial se mantuvo prácticamente intacto a pesar de la reciente crisis financiera**.
 - **El elevado crecimiento y la disminución de las primas de riesgo contribuirán a mantener o reducir los ya bajos niveles de deuda pública** en estos países.
 - **La reducción de la vulnerabilidad externa ha sido notoria con una fuerte reducción de la deuda externa tras años de superávit por cuenta corriente**.
 - **Aunque el crédito privado se está recuperando muy rápido en algunos países, creemos que todavía es manejable**. La mayoría de los hogares, empresas y bancos de los EM presentan balances saneados.
- La reducción de la vulnerabilidad está dando sus frutos y los ratings soberanos por parte de las principales agencias continúan mejorando. **El aumento en el número de países con grado de inversión desde 2000 ha sido notable**: en la actualidad más de la mitad de los principales MEs tiene la calificación de grado de inversión
- **Pero la complacencia está en la raíz de todas las crisis. Las autoridades en los MEs deben seguir reforzando los esfuerzos en "gestionar el éxito"**. El atractivo de los MEs se mantendrá pero existe un importante "factor de empuje" que está en manos de los principales Bancos Centrales Desarrollados. Una cosa es segura: el debate sobre los movimientos de divisas continuará.



Índice

- 1 Mercados financieros internacionales, aversión global al riesgo y flujos de capital**
- 2 Actualización de mercados y ratings soberanos**
- 3 Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones**
- 4 Tema especial**
 - La "nueva normalidad" en la vulnerabilidad de los MEs

Anexo

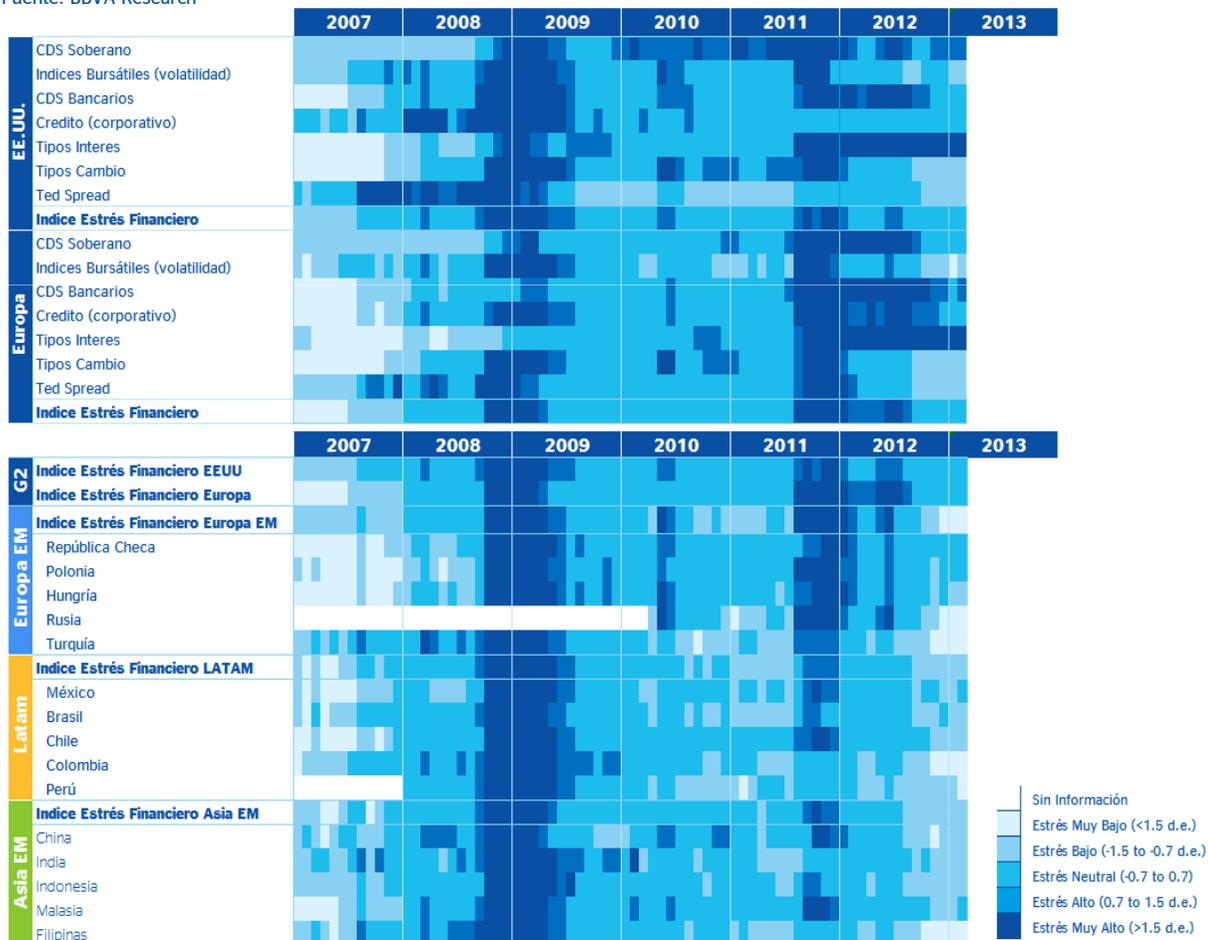
- Metodología

Sección 1

Estrés de los mercados financieros y aversión global al riesgo

Mapa de Estrés Financiero

Fuente: BBVA Research



- Los efectos positivos de las medidas de los bancos centrales llevadas a cabo el verano pasado todavía se mantienen. Segmentos críticos, como los TED spreads y los CDS de los bancos, llevaron nuestros índices de tensión financiera a niveles neutrales.
- El comportamiento de los indicadores financieros de los mercados emergentes siguió sobresaliendo reforzadas por el menor riesgo en los países desarrollados y su cada vez mayor atractivo.
- Algunos los países (Turquía, Rusia, los andinos y Filipinas), entraron en la zona de tensión muy baja (algo no visto desde la crisis)

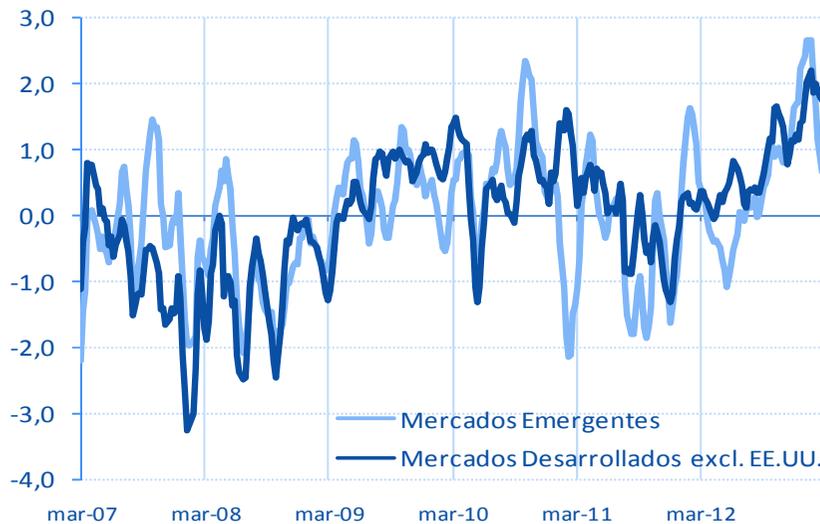
Sección 1

Actualización de Flujos de Capital

Flujos netos de fondos en renta variable y renta fija 2007-feb/13

(unidades estandarizadas en media móvil de 5 semanas en el período 2007-2014)

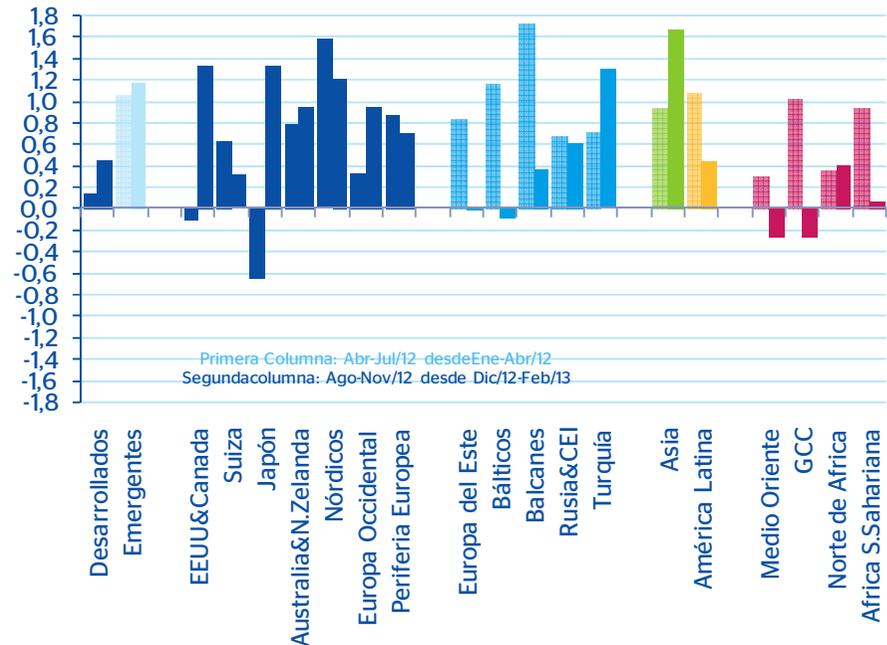
Fuente: EPFR y BBVA Research



Flujos de fondos en renta variable y fija 4T12-1T13:

(cambio en el promedio entre períodos: unidades estandarizadas en el período 2007-2012)

Fuente: EPFR y BBVA Research



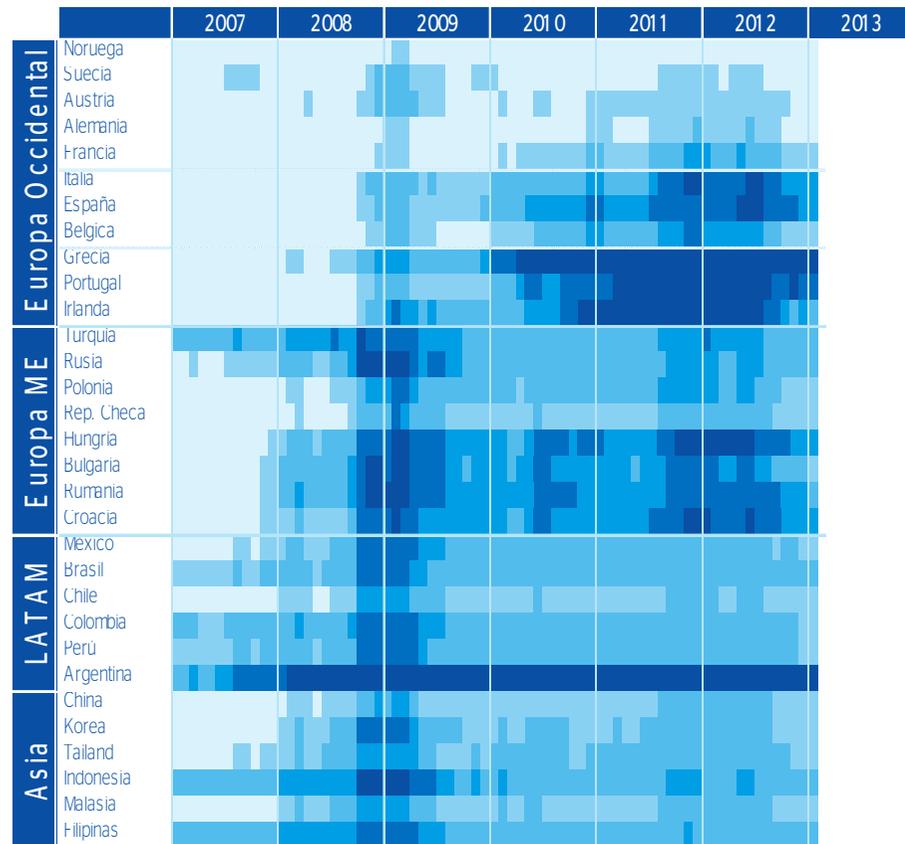
- Los flujos de capital siguieron acelerándose en los últimos tres meses. Sin embargo, la incertidumbre sobre los resultados de las elecciones italianas y las dudas sobre la potencial salida de la política monetaria de EE.UU. provocaron un cambio de sentido en febrero de 2013.
- Ha habido una cierta redistribución de cartera durante este último cambio de giro: los mercados desarrollados mantuvieron la tendencia positiva del trimestre pasado, mientras que el impulso positivo de los flujos hacia ME retrocedió en la mayoría de ellos (excepto Europa emergente).

Sección 2

Actualización de Mercados Soberanos

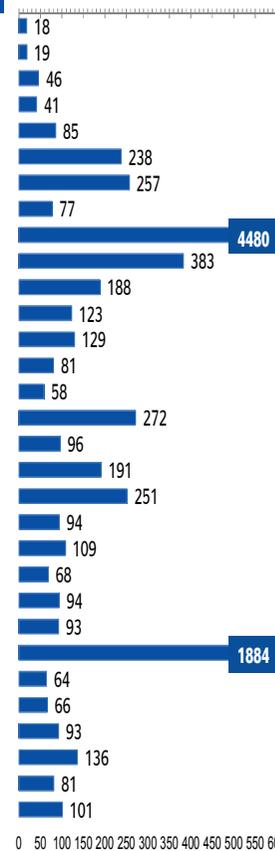
Diferenciales de CDS soberanos

Fuente: Datastream y BBVA Research



Febrero 2013

Fin de Mes



Mapa de CDS soberanos: Mapa de colores con 6 rangos de cotización de CDS (más oscuro >500, 300 a 500, 200 a 300, 100 a 200, 50 a 100 y más claro por debajo de 50 p.b.)

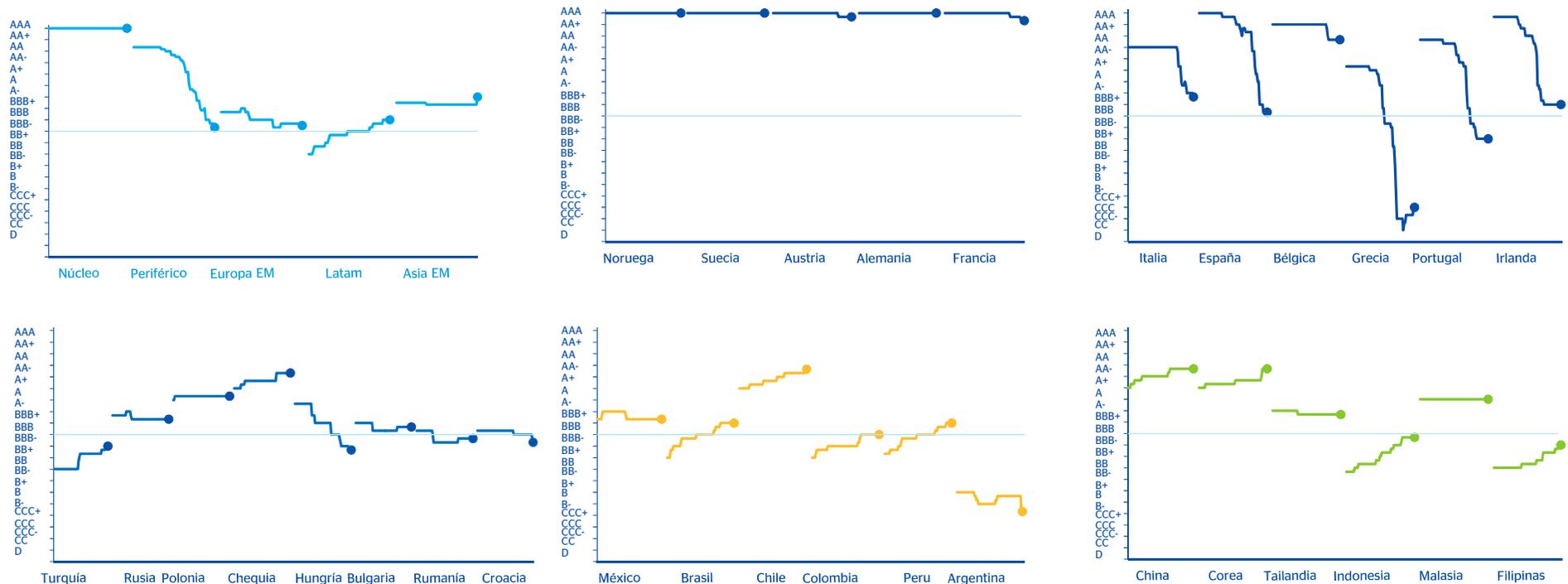
- Los diferenciales de los CDS de la periferia europea continuaron ajustándose aunque con resultados diversos. España, Portugal e Irlanda lideraron la corrección mientras que los resultados electorales de Italia provocaron un aumento de la prima de riesgo.
- Los CDS soberanos en Europa emergente sobresalieron. Los CDS de Rusia y Turquía mantienen su tendencia a la baja.
- Los diferenciales de América Latina se redujeron aún más con la mayoría de ellos llegando a niveles por debajo de los 100pb.
- Los diferenciales en Asia en su mayoría se mantuvieron estables durante los últimos tres meses.

Sección 2

Actualización de Ratings de Deuda Soberana

Índice de rating soberano 2007-2013

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 Desarrolladas:** El ciclo de bajadas de rating de las agencias se estabilizó con alguna mejora en las perspectivas en la periferia de la UE (Irlanda y Portugal). Sin embargo, el riesgo de bajadas permanece tanto en países con AAA (el rating de Reino Unido fue rebajado por Moody's) como en la periferia de la UE (el rating de Italia lo rebajó de nuevo Fitch). Los ratings de Islandia y Grecia aumentaron partiendo de niveles muy bajos.
- **Mercados emergentes:** la bajada de ratings se concentró en la región de EMEA (Croacia, Hungría y Eslovenia). El impulso positivo en América Latina continúa (Uruguay obtiene el grado de inversión por parte de Fitch y México pasa a una perspectiva positiva dada por S&P)

Sección 2

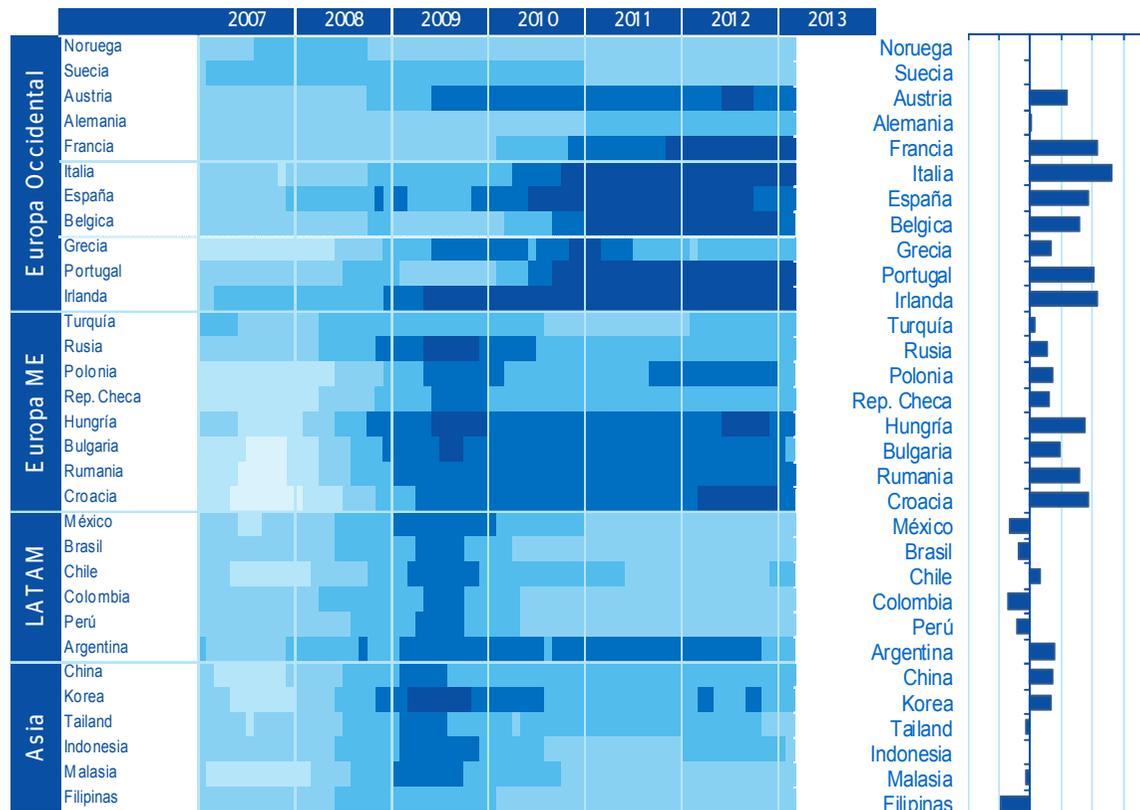
Mapa de presión bajista sobre el rating

Mapa de presión bajista de las agencias de rating **Febrero 2013**

(rating soberano real menos rating implícito en los CDS, en escalones)

Fin de Mes

Fuente: BBVA Research



- La presión de los ratings implícitos basados en los CDS se relajó en Europa, aunque algunos países siguen cotizando ratings inferiores a los oficiales (Francia, Italia e Irlanda).
- En Europa del Este, los países con una rebaja reciente (Hungría y Croacia) siguen mostrando una potencial presión “bajista”.
- En América Latina las noticias acerca de las reformas en México han llevado a un cierto potencial de subida. Los países andinos siguen señalando una presión “alcista”.
- Asia se mantiene en un área neutral. La presión “alcista” en Filipinas aumenta.

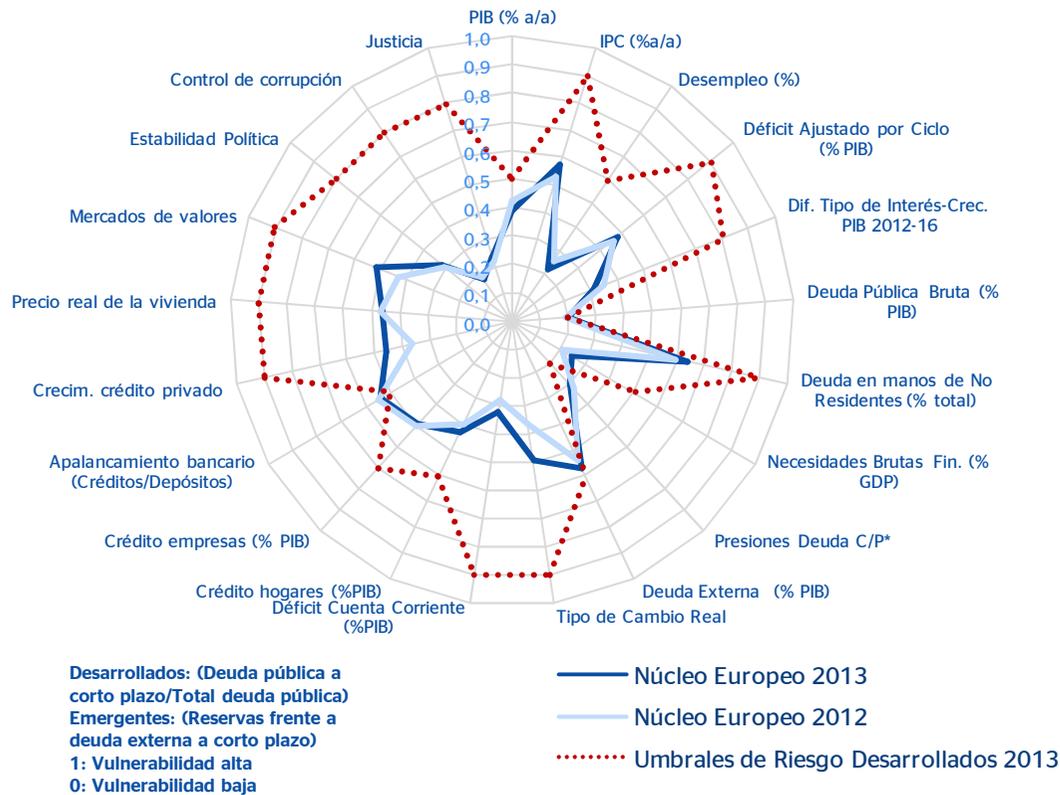
Mapa de presión bajista: El mapa muestra la diferencia entre el índice de ratings actuales (ordenados numéricamente desde impago (0) hasta AAA (20)) y los ratings implícitos en los CDS. Calculamos probabilidades implícitas de impago (PD) a partir de los CDS observados y el diferencial de equilibrio estimado. 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.

Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Núcleo Europeo

Núcleo europeo: radar de vulnerabilidad 2013

(todos los datos de 2012, posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)
 *Incluye Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Dinamarca, Noruega y Suecia
 Fuente: BBVA Research



El desapalancamiento está reduciendo los riesgos del crecimiento excesivo del crédito y los precios de la vivienda. Los factores institucionales apoyan.



Crecimiento económico bajo, insuficiente para corregir la dinámica de la deuda pública en el corto plazo.



Los indicadores de liquidez presentan algunos retos. Exceso de crédito en algunos países (Escandinavos)

Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos.

Sección 3

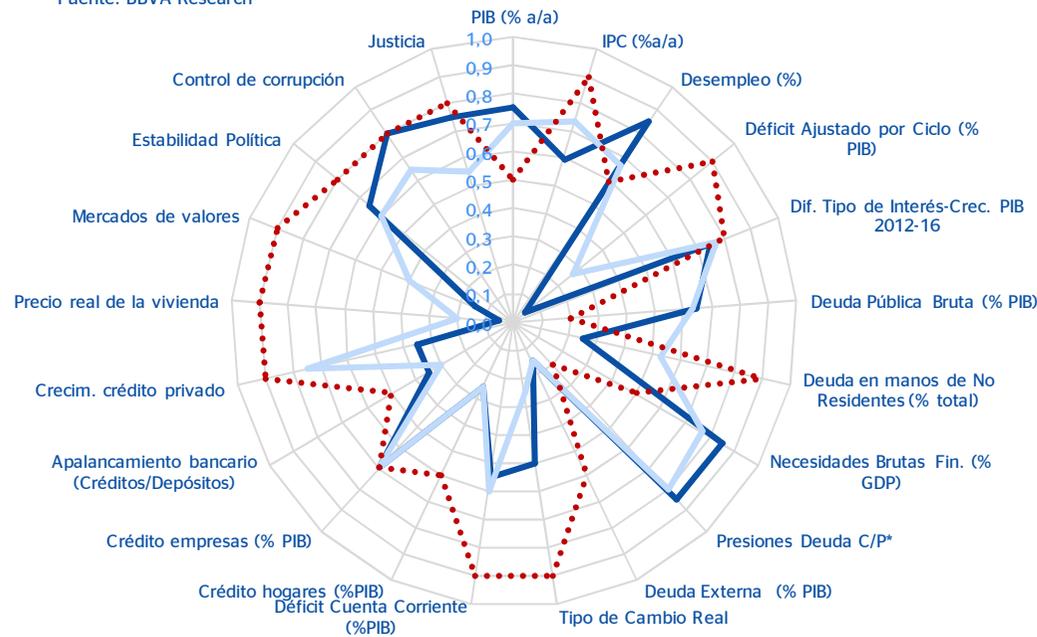
Actualización de Riesgo Regional: Europa Periférica I

Periferia Europea I: radar de vulnerabilidad 2013

(todos los datos de 2012, posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

*Incluye España e Italia

Fuente: BBVA Research



Desarrollados: (Deuda pública a corto plazo/Total deuda pública)
Emergentes: (Reservas frente a deuda externa a corto plazo)
1: Vulnerabilidad alta
0: Vulnerabilidad baja

— Europa Periférica I 2013
 — Europa Periférica I 2012
 Umbrales de Riesgo Desarrollados 2013

Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos.



Corrección significativa de los desajustes en los saldos nominales y estructurales públicos. Continúa el desapalancamiento.



Cierto empeoramiento en factores institucionales. La incertidumbre política aumenta.



Los bajos niveles de actividad y empleo impedirán una corrección rápida de los problemas de deuda. Las necesidades de financiación pública siguen siendo elevadas.

Sección 3

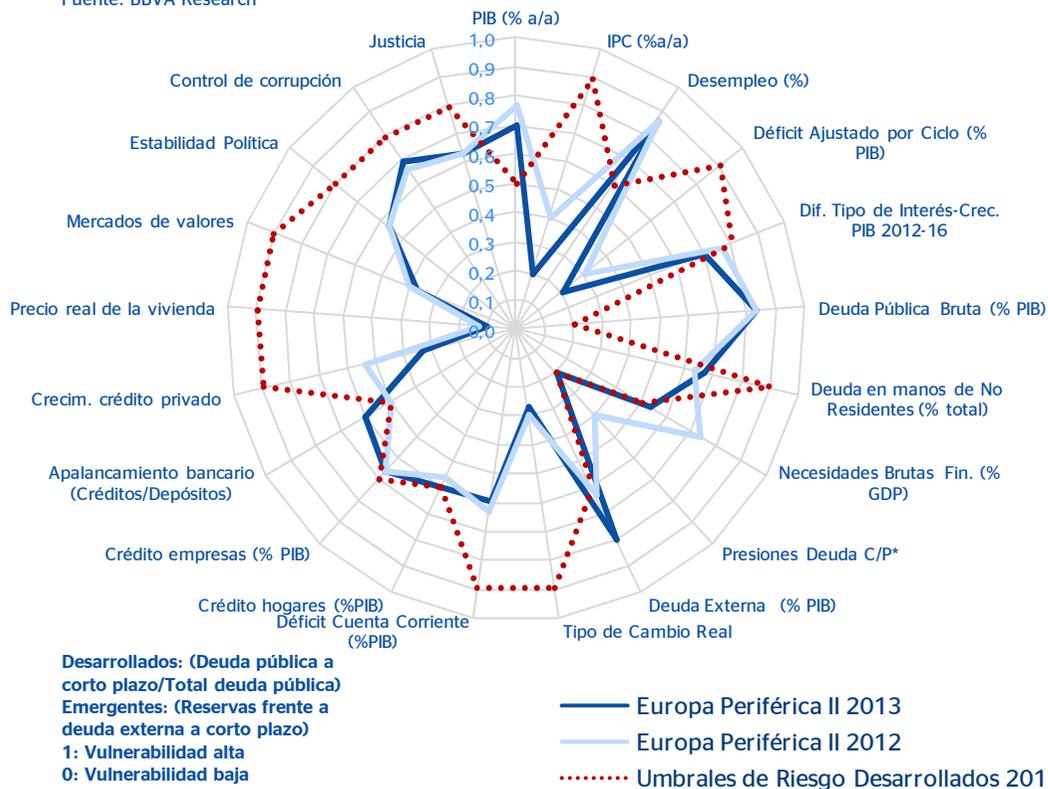
Actualización de Riesgo Regional: Europa Periférica II

Periferia Europea II: radar de vulnerabilidad 2013

(todos los datos de 2012, posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

*Incluye Grecia, Irlanda y Portugal

Fuente: BBVA Research



Los saldos fiscales estructurales mejoran y ayudan a la corrección de los excesos en el crédito y la vivienda. Ajuste del tipo de cambio real (devaluación interna)



La caída de la inflación favorecerá una devaluación real pero supone un reto para la dinámica de la deuda.



Niveles muy elevados de deuda pública y problemas de liquidez. Tanto la deuda pública y privada siendo elevadas.

Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos.

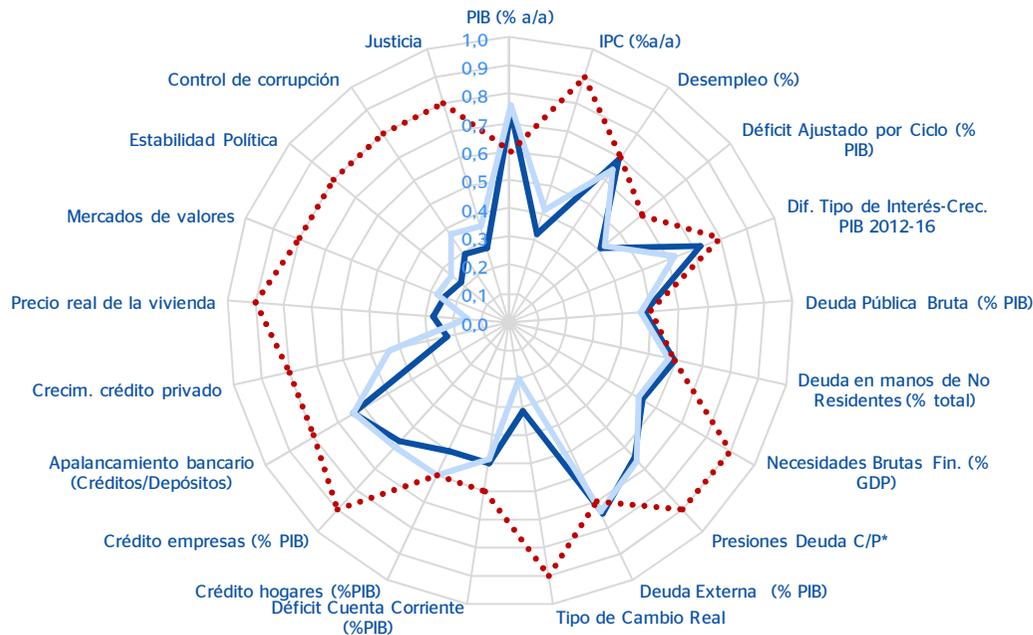
Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Europa Emergente

Europa emergente: radar de vulnerabilidad 2013

(todos los datos de 2012, posición relativa de economías emergentes, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

Fuente: BBVA Research



Desarrollados: (Deuda pública a corto plazo/Total deuda pública)
Emergentes: (Reservas frente a deuda externa a corto plazo)
1: Vulnerabilidad alta
0: Vulnerabilidad baja

— Europa Emergente 2013
 — Europa Emergente 2012
 Umbrales de Riesgo Emergentes 2013



El desapalancamiento del sector privado continuará. Las necesidades de financiación se sitúan en niveles seguros.



Los niveles de actividad y empleo siguen débiles. La deuda externa se mantiene cerca de los umbrales de riesgo.



Elevados niveles de deuda pública y externa en relación con el resto de Mercados Emergentes.

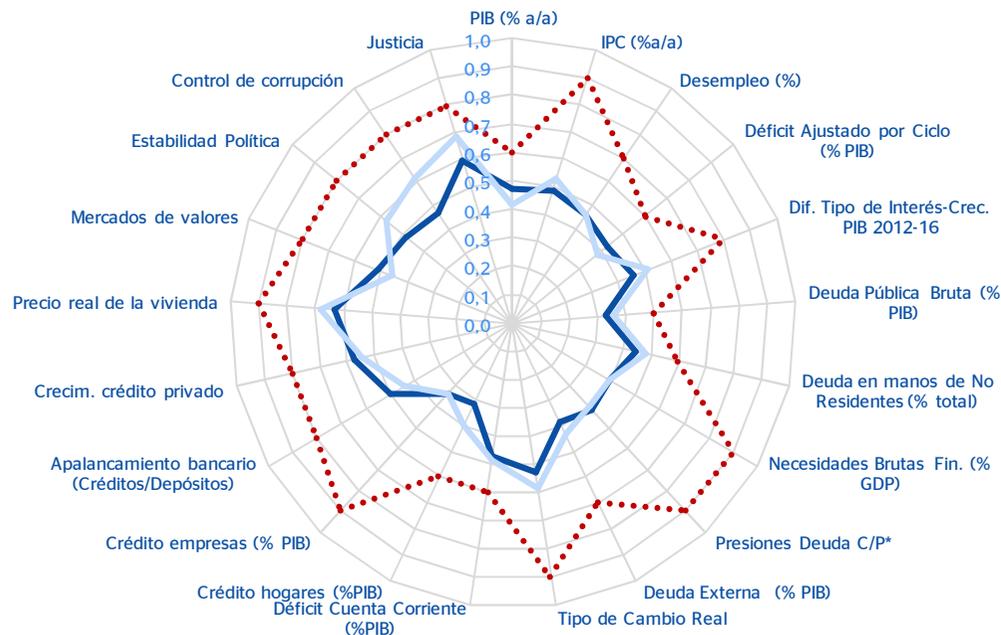
Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos.

Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: América Latina

América Latina: radar de vulnerabilidad 2013

(todos los datos de 2012, posición relativa de países de economías emergentes ,máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)
Fuente: BBVA Research



Desarrollados: (Deuda pública a corto plazo/Total deuda pública)
Emergentes: (Reservas frente a deuda externa a corto plazo)
1: Vulnerabilidad alta
0: Vulnerabilidad baja

— Latam 2013
— Latam 2012
..... Umbrales de Riesgo Emergentes 2013



Indicadores macroeconómicos sólidos y amplias reservas internacionales. Bajos niveles de deuda privada y mejora de los factores institucionales.



Es necesario comenzar a monitorizar el excesivo crecimiento del crédito y los precios de la vivienda.



El saldo fiscal estructural debería mejorar.

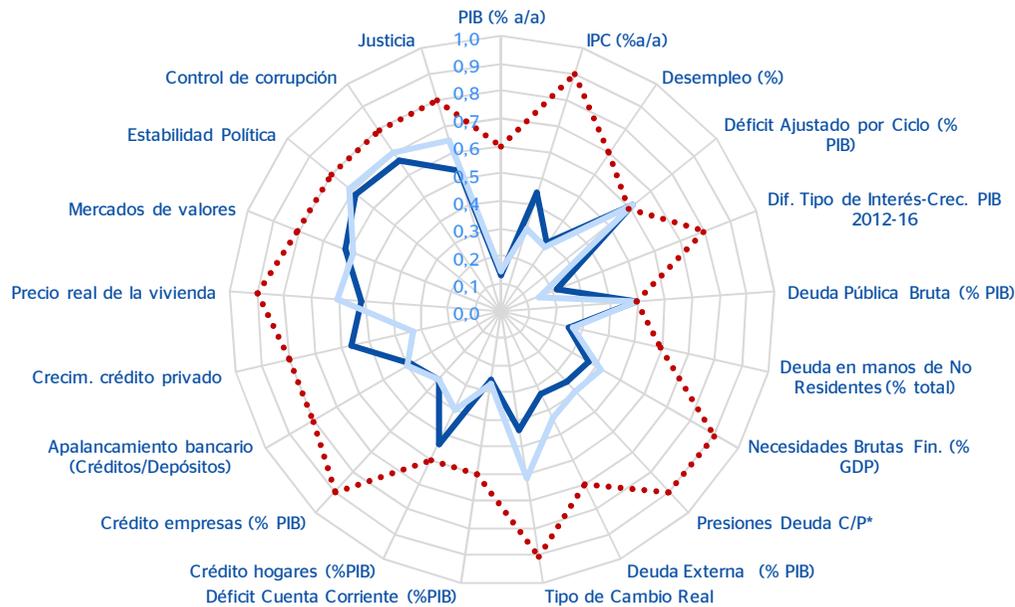
Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos.

Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Asia

Asia emergente: radar de vulnerabilidad 2013

(todos los datos de 2012, posición relativa de países de economías emergentes ,máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)
Fuente: BBVA Research



Desarrollados: (Deuda pública a corto plazo/Total deuda pública)
Emergentes: (Reservas frente a deuda externa a corto plazo)
1: Vulnerabilidad alta
0: Vulnerabilidad baja

— Asia Emergente 2013
— Asia Emergente 2012
..... Umbrales de Riesgo Emergentes 2013



Indicadores macroeconómicos sólidos y amplios ratios de liquidez internacional. Fuerte sector exterior. El crecimiento del crédito se modera.



La inflación esta aumentando en algunos países. Las tensiones geopolíticas se mantendrán (Corea del Norte y del Sur, China-Japón).



Hay una aceleración del crédito privado.

Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos.

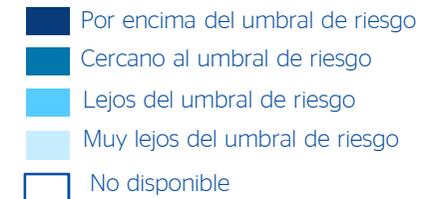
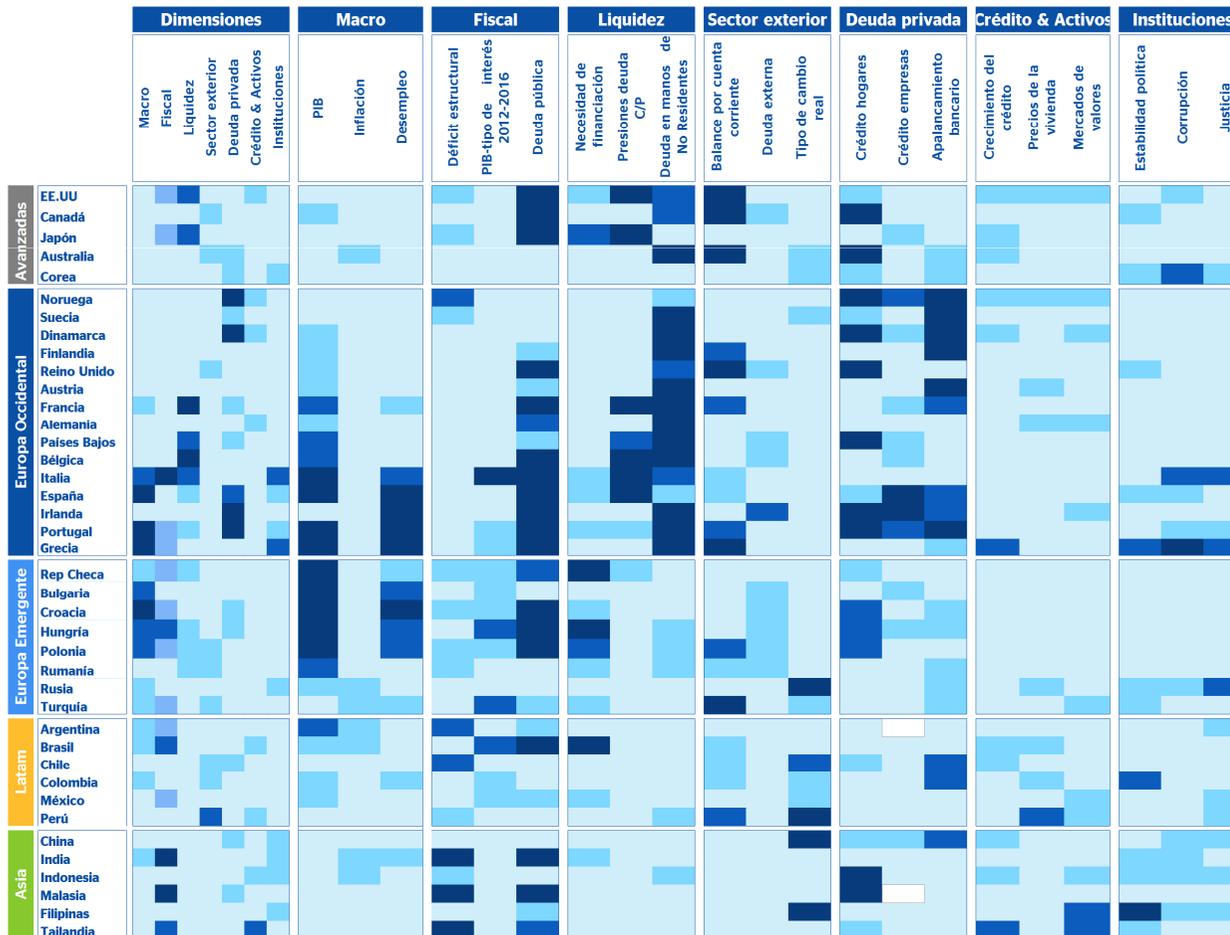
Sección 3

Actualización de Riesgo: Mapa de riesgo mundial

Mapa de distancia al umbral de riesgo

(Los colores más oscuros representan indicadores por encima del umbral de riesgo, los más claros en zona segura o lejanos del umbral de riesgo)

Fuente: BBVA Research



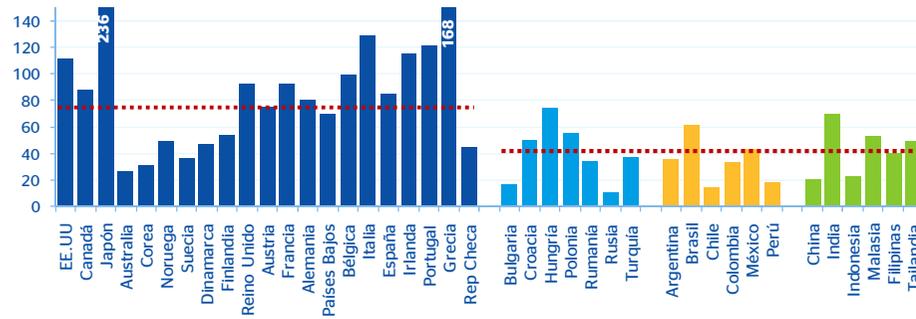
Sección 3

Deuda Pública y Privada

Deuda Pública Bruta 2013

(% PIB)

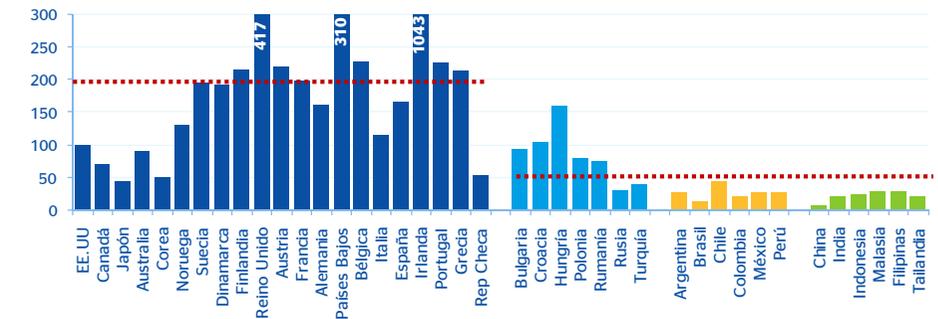
Fuente: BBVA Research y FMI



Deuda Externa 2013

(% PIB)

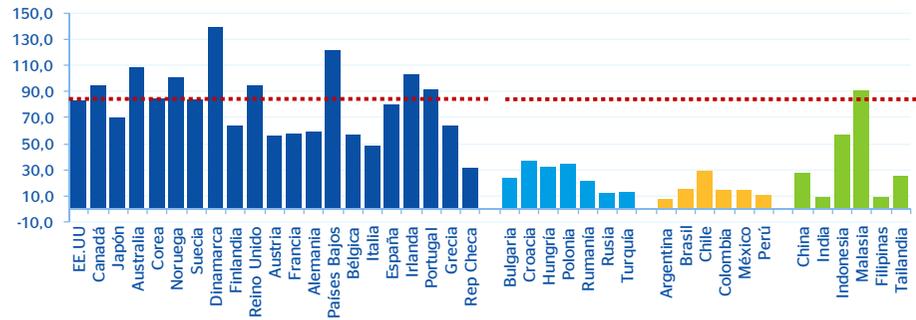
Fuente: BBVA Research y FMI



Deuda Hogares 2013

(% PIB)

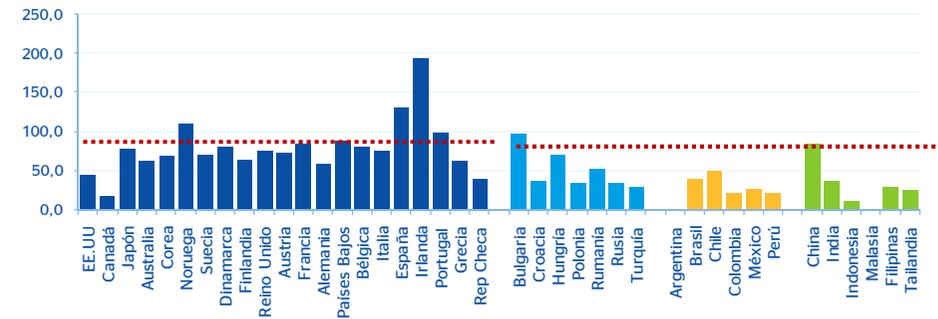
Fuente: BBVA Research y BIS



Deuda Empresas 2013

(% PIB)

Fuente: BBVA Research y BIS



..... Umbral de Riesgo

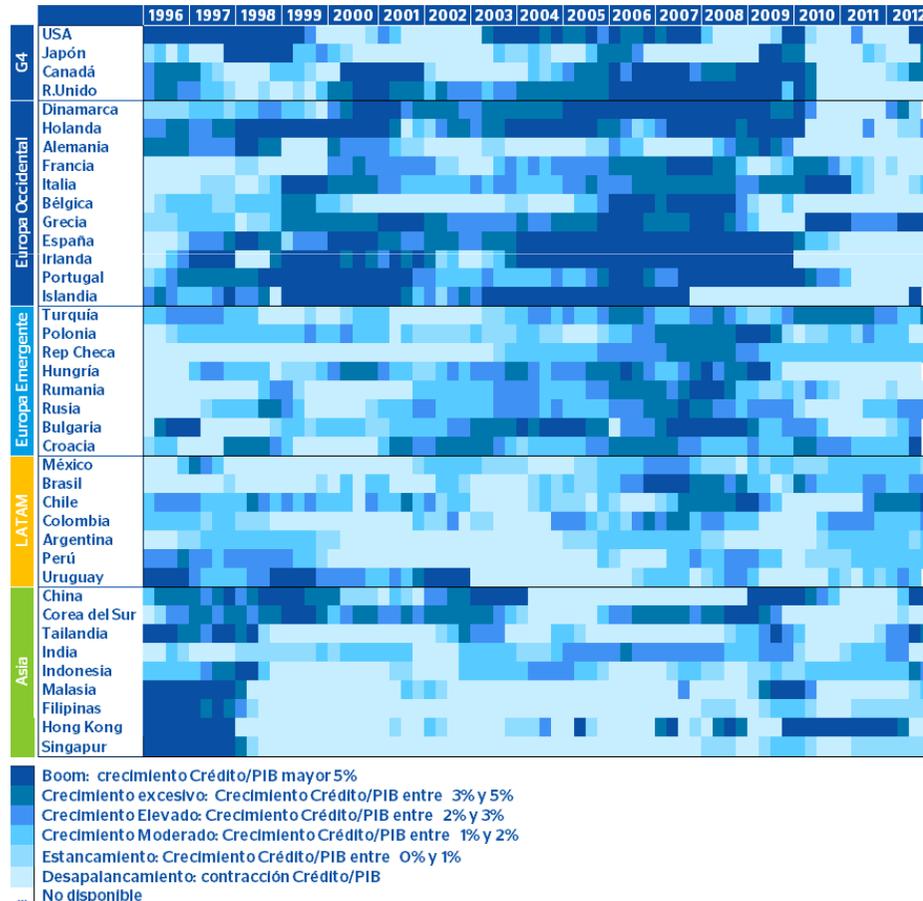
Sección 3

Pulso del crédito privado

Mapa de crédito al sector privado (1996-2012T4)

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

Fuente: BBVA Research y Haver



- Continúa el proceso de corrección del crecimiento del crédito privado en las economías avanzadas.
- En Europa Emergente, el crédito en Turquía vuelve a acelerarse tras un breve período de moderación. Primeras señales de aceleración en Rusia y Bulgaria.
- En América Latina el crecimiento del crédito en el sector privado debe ser vigilado en Brasil y Chile para evitar una mayor aceleración. En Colombia se modera el crecimiento.
- En Asia, el crédito privado se reaviva en China, Tailandia y Malasia. Hay una moderación en Hong Kong.

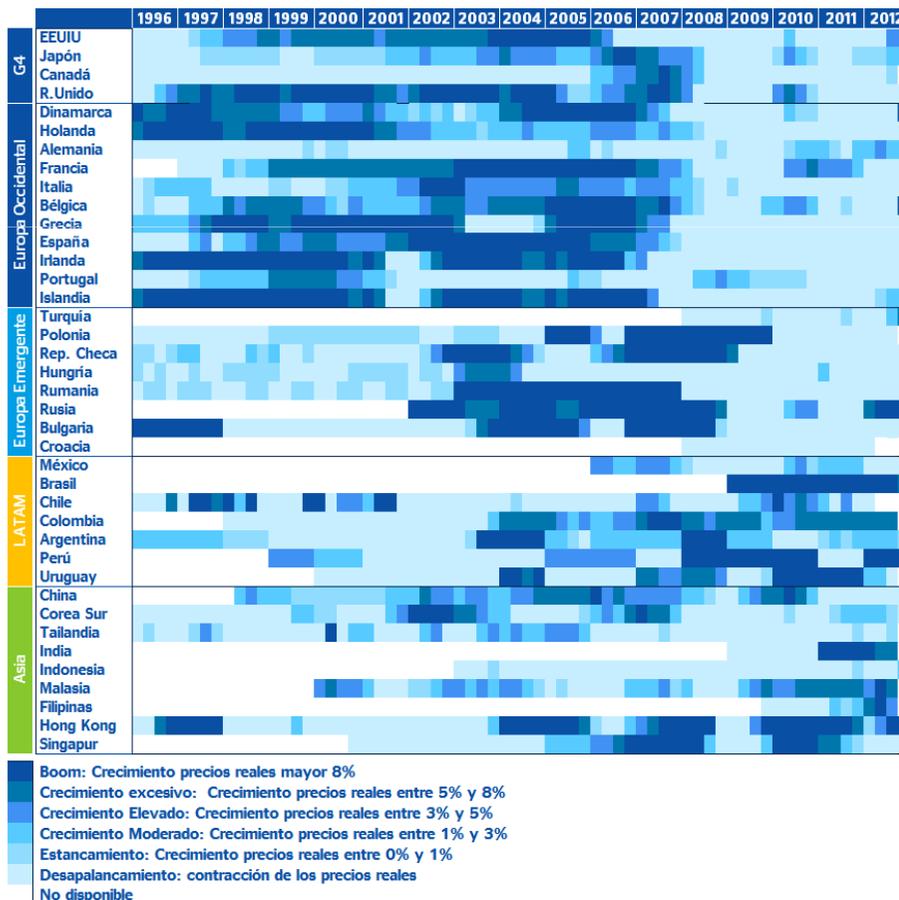
Sección 3

Pulso de los precios de la vivienda

Mapa de precios reales de la vivienda (1996-2012)

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

Fuente: BBVA Research, BIS y Global property guide

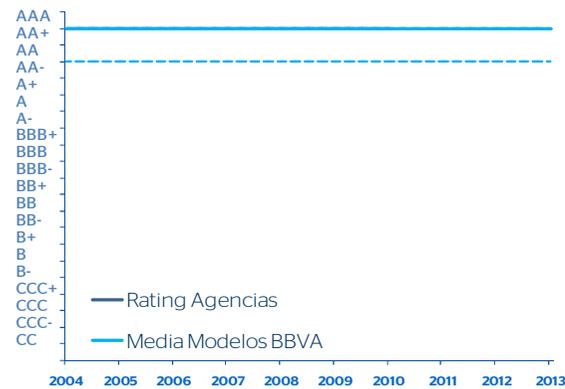


- En EE.UU. los precios reales de la vivienda comienzan a recuperarse. En Europa, los mercados inmobiliarios siguen estancados o caída de los precios reales.
- En Europa Emergente, los precios reales de la vivienda en Rusia se aceleran mientras que en Turquía aparecen los primeros síntomas de crecimiento elevado.
- En América latina, los precios reales de la vivienda se moderan en Brasil pero sigue creciendo a un fuerte ritmo. En Perú, se mantiene un elevado crecimiento.
- En Asia los precios reales de la vivienda divergen. Hay señales de sobrecalentamiento en India y Hong Kong, mientras que en el resto el crecimiento es moderado.

Actualización de Riesgo Regional: Riesgo Soberano

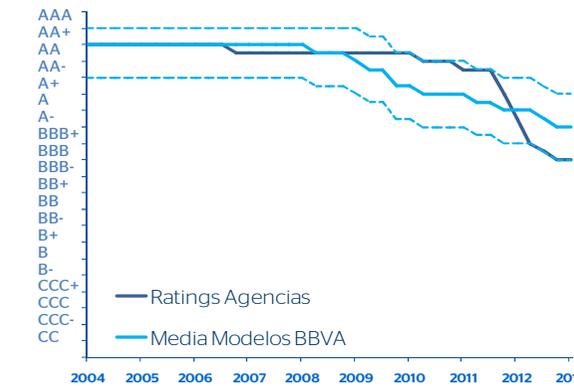
Países Centrales de Europa: Rating soberano

(Puntuación de agencias de rating y BBVA +/- desv. est.)
Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research



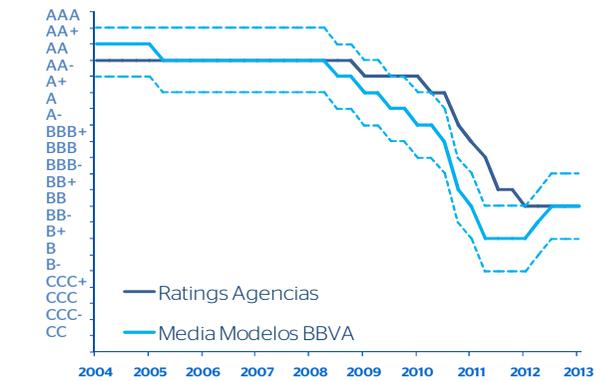
Periferia Europea I: Rating soberano

(Puntuación de agencias de rating y BBVA +/- desv. est.)
Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research



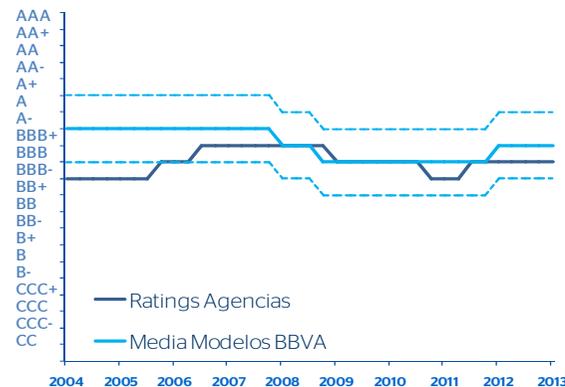
Periferia Europea II: Rating soberano

(Puntuación de agencias de rating y BBVA +/- desv. est.)
Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research



Europa Emergente: Rating soberano

(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA +/- desv. est.)
Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research



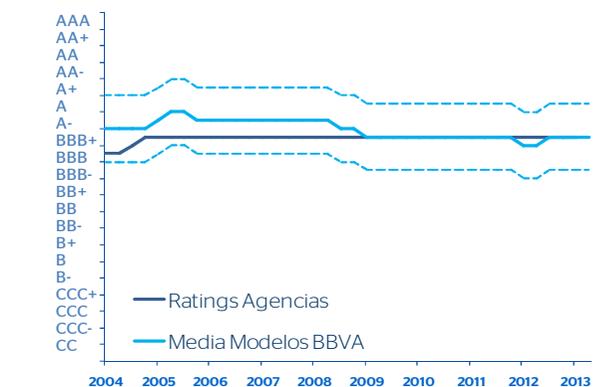
América Latina: Rating soberano

(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA +/- desv. est.)
Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research



Asia Emergente: Rating soberano

(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA +/- desv. est.)
Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research

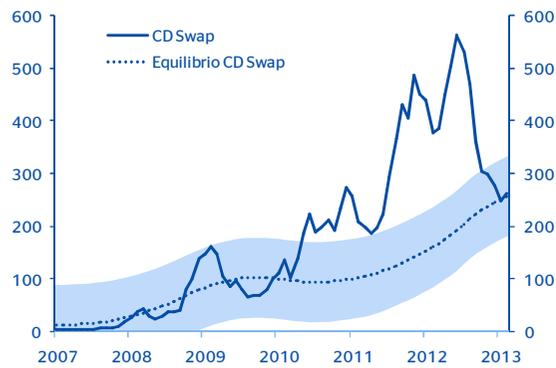


Sección 3

Riesgo Regional: Actualización CD Swaps

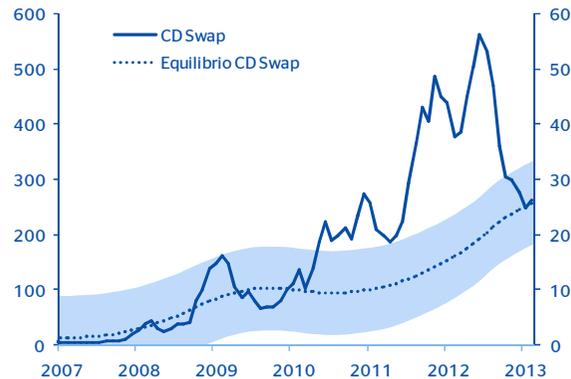
Países Centrales de Europa: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



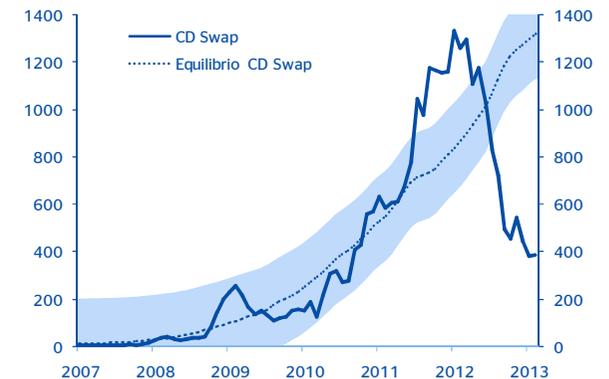
Periferia Europea I: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



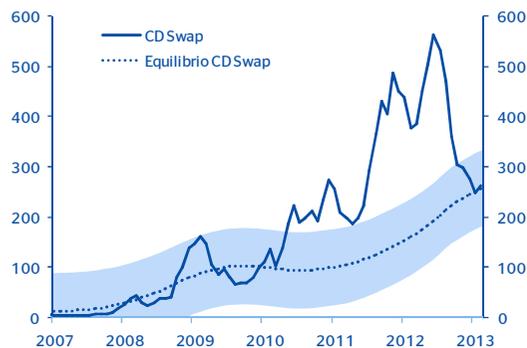
Periferia Europea II: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



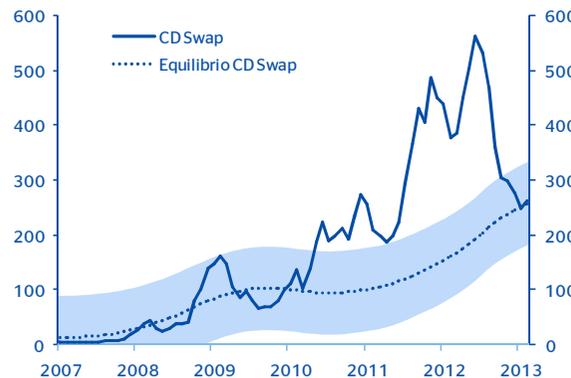
Europa Emergente: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



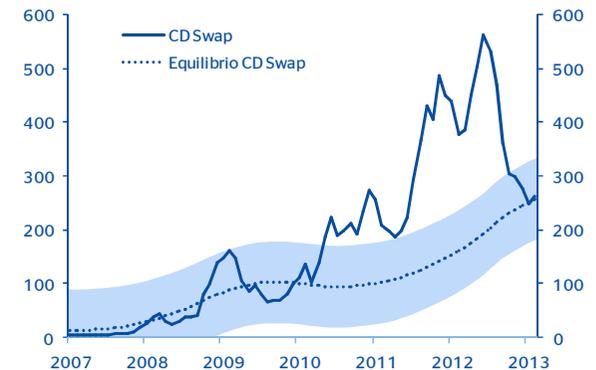
LATAM: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



Asia Emergente: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



Sección 3

Indicadores de vulnerabilidad: Economías desarrolladas

Indicadores de vulnerabilidad* 2013: Países desarrollados

Fuente: BBVA Research, Haver, BIS, FMI y Banco Mundial

	Sostenibilidad fiscal			Sostenibilidad exterior			Manejo de liquidez			Datos macroeconómicos			Crédito y vivienda			Deuda privada			Instituciones		
	Balance primario estructural (1)	Dif. Tipo de Interés-Crec. PIB 2013-17	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidades Brutas Fin. (1)	Deuda pública a corto plazo (3)	Deuda en manos de no residentes (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempleo (5)	Crecim. del crédito privado sobre PIB (4)	Crecim. precios reales de la vivienda (4)	Crecim. Mercado de valores (4)	Crédito hogares (1)	Crédito empresas no financieras (1)	Apalancamiento bancario (6)	Estabilidad política BM (7)	Control de la corrupción BM (7)	Justicia BM (7)
EE.UU	-3.4	-1.4	112	-3.1	100	-3.2	27	20	30	2.1	1.8	8.1	6.4	4.5	10.3	83	43	70	-0.5	-1.2	-1.6
Canadá	-2.0	0.0	88	-3.7	72	1.7	18	15	21	2.0	2.0	7.3	-10.0	1.3	-3.8	94	17	104	-1.0	-2.0	-1.8
Japón	-7.5	-1.8	236	1.5	45	-13.6	60	51	7	1.7	0.1	4.4	4.6	0.1	5.0	70	77	47	-1.0	-1.5	-1.3
Australia	-0.6	-1.3	27	-4.0	91	8.0	4	3	51	3.2	2.6	5.3	1.8	-0.6	0.6	108	62	124	-0.9	-2.2	-1.8
Corea	1.9	-0.8	32	1.7	50	7.1	1	10	14	2.3	2.6	3.3	-1.2	0.3	2.6	85	68	132	-0.2	-0.5	-1.0
Noruega	-9.1	-3.4	50	15.6	131	2.9	-7	6	26	2.4	2.2	3.1	1.9	6.3	9.3	101	109	156	-1.3	-2.2	-1.9
Suecia	-1.6	-1.2	36	7.8	196	4.2	3	3	46	2.2	2.0	7.7	0.6	-3.2	3.9	83	70	301	-1.3	-2.2	-1.9
Dinamarca	-0.1	-0.1	48	4.6	193	-3.6	10	9	41	1.2	2.0	5.3	6.1	-5.2	16.7	140	79	420	-1.1	-2.4	-1.9
Finlandia	0.5	-1.2	54	-1.7	215	-2.1	8	7	91	1.3	2.3	7.8	1.3	-4.1	-8.0	64	63	153	-1.4	-2.2	-2.0
Reino Unido	-1.5	-0.7	93	-2.8	417	2.6	15	8	31	1.0	2.5	8.1	-16.3	-0.5	2.3	94	75	112	-0.4	-1.5	-1.7
Austria	1.0	0.3	75	1.6	219	-1.0	9	8	83	1.1	1.9	4.5	-0.6	7.3	-4.9	56	72	166	-1.2	-1.4	-1.8
Francia	1.0	2.2	93	-1.8	198	-3.2	19	17	64	0.4	1.5	10.5	-2.6	-3.3	-1.5	58	83	144	-0.6	-1.5	-1.5
Alemania	2.7	1.2	81	5.0	163	-3.1	8	10	62	1.0	1.7	5.3	-2.6	2.9	11.5	59	57	69	-0.9	-1.7	-1.6
Países Bajos	-0.1	0.4	70	8.2	310	-2.3	14	15	56	0.4	1.8	5.7	0.3	-10.8	1.0	121	86	119	-1.1	-2.2	-1.8
Bélgica	0.9	0.1	99	0.3	228	-0.8	19	17	58	0.3	1.9	7.9	-3.3	-0.6	-46.0	57	80	78	-0.9	-1.6	-1.4
Italia	5.1	5.3	129	-1.2	115	-1.4	26	18	35	-0.7	2.0	11.1	0.4	-6.9	-11.5	48	74	94	-0.6	0.0	-0.4
España	2.3	2.1	85	0.3	166	-1.6	23	17	28	-1.1	2.0	26.8	-13.7	-12.6	-17.5	80	129	142	-0.1	-1.1	-1.2
Irlanda	-0.2	2.5	115	3.0	1043	-4.6	11	5	61	1.4	1.0	14.4	-17.7	-11.8	17.0	103	192	147	-1.0	-1.5	-1.8
Portugal	2.2	3.8	122	-1.9	225	-1.9	22	14	54	-1.2	1.0	16.0	-14.1	-5.5	-12.3	92	97	159	-0.7	-1.1	-1.0
Grecia	6.3	2.5	168	-4.0	213	-3.2	17	8	56	-4.0	-1.1	25.4	-11.1	-14.1	-19.7	64	62	123	0.1	0.1	-0.6

*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

Sección 3

Indicadores de vulnerabilidad: Economías emergentes

Indicadores de vulnerabilidad* 2013: Países emergentes

Fuente: BBVA Research, Haver, BIS, FMI y Banco Mundial

	Sostenibilidad fiscal			Sostenibilidad exterior			Manejo de liquidez			Datos macroeconómicos			Crédito y vivienda			Deuda privada			Instituciones		
	Balance primario estructural (1)	Dif. Tipo de Interés-Crec. PIB 2013-17	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidades Brutas Fin. (1)	Reservas sobre deuda exterior a c/p (3)	Deuda en manos de no residentes (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempleo (5)	Crecim. del crédito privado sobre PIB (4)	Crecim. precios reales de la vivienda (4)	Crecim. Mercado de valores (4)	crédito hogares (1)	Crédito empresas no financieras (1)	Apalancamiento bancario (6)	Estabilidad política BM (7)	Control de la corrupción BM (7)	Justicia BM (7)
Bulgaria	0.4	0.3	16	-1.5	95	1.0	4	1.5	40	1.5	2.3	11.0	-6.0	-6.6	-14.8	24	96	96	-0.3	0.2	0.1
Rep Checa	-0.5	0.0	45	-2.2	53	-1.9	12	21	34	0.8	2.1	8.0	-2.6	-2.3	-8.2	32	38	88	-1.1	-0.3	-1.0
Croacia	-0.3	1.3	50	-1.3	105	-2.8	11	1.8	34	1.0	3.0	13.3	0.7	-2.6	-12.9	37	35	119	-0.5	0.0	-0.2
Hungría	1.2	1.7	74	2.7	160	-2.1	19	1.2	67	0.8	3.5	10.5	-6.7	-18.5	-4.5	32	69	132	-0.7	-0.3	-0.8
Polonia	0.1	-0.2	55	-3.8	80	0.7	12	1.4	50	2.1	2.7	10.2	-1.1	-17.9	2.4	35	33	109	-1.1	-0.5	-0.7
Rumania	1.1	-0.7	34	-3.8	74	2.2	11	1.5	54	2.5	3.2	7.0	-3.1	-5.9	0.2	21	52	120	-0.1	0.2	0.0
Rusia	0.5	-1.8	10	3.8	31	8.3	1	5.8	17	3.8	6.6	6.0	-4.3	9.3	-5.3	12	33	117	0.9	1.1	0.8
Turquía	1.1	1.8	37	-7.4	39	2.4	10	1.0	30	4.4	5.3	9.0	1.4	2.6	14.9	13	28	131	0.9	-0.1	-0.1
Argentina	-1.3	-8.0	35	-0.1	26	-4.3	4	7.2	31	3.0	11.2	7.0	0.8	1.5	-8.9	8	--	77	-0.2	0.4	0.6
Brasil	3.4	1.4	61	-2.6	14	-4.5	18	9.8	4	3.6	6.1	5.7	2.4	10.4	0.4	16	38	79	0.0	-0.2	0.0
Chile	-1.2	-1.5	14	-3.7	45	5.0	0	1.7	15	4.8	2.8	6.4	4.9	-1.3	1.1	29	48	179	-0.6	-1.6	-1.4
Colombia	0.4	0.2	33	-2.7	21	4.7	6	4.3	28	4.1	2.6	10.1	1.5	7.4	0.5	14	20	201	1.3	0.3	0.3
México	0.5	-0.2	43	-1.1	28	3.8	10	3.0	30	3.5	3.5	4.8	1.1	-0.8	13.8	15	25	74	0.7	0.4	0.5
Perú	0.3	-3.6	18	-3.8	27	7.8	-1	9.5	69	6.5	2.8	6.8	1.4	11.3	9.7	10	20	90	0.7	0.2	0.6
China	0.8	-5.1	21	2.8	7	8.1	6	6.4	--	8.0	3.3	4.1	5.4	-3.3	-11.6	27	83	154	0.7	0.7	0.5
India	-1.9	-7.2	70	-4.6	21	-3.5	11	3.5	6	6.5	6.6	9.8	-3.8	5.1	5.4	9	35	78	1.2	0.6	0.1
Indonesia	-0.6	-1.3	22	-2.4	25	-1.0	3	3.0	53	6.3	5.1	5.9	3.0	-0.3	11.7	57	10	86	0.8	0.7	0.7
Malasia	-2.4	-5.3	53	6.9	29	2.3	6	4.0	3	4.8	2.6	3.0	0.8	5.7	8.2	90	--	88	-0.2	0.0	-0.5
Filipinas	0.6	-1.5	41	2.6	29	9.4	10	10.8	--	6.0	3.5	6.5	0.4	4.5	28.7	9	28	63	1.4	0.8	0.5
Tailandia	-3.1	-5.1	50	0.1	21	2.2	9	4.1	7	4.5	3.4	0.8	7.1	0.1	26.1	26	24	98	1.0	0.4	0.2

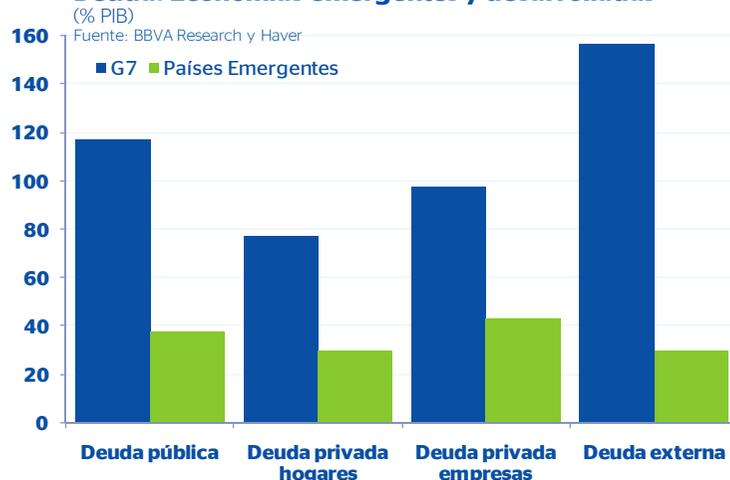
*Indicadores de vulnerabilidad: (1) %PIB, (2) Desviación de la media móvil de 4 años, (3) % de la deuda total, (4)% año a año, (5) % Fuerza laboral total, (6) Créditos sobre depósitos del sistema financiero, (7) Indicadores de gobernanza del Banco Mundial

Tema destacado: La "nueva normalidad" de la vulnerabilidad en ME

Emergentes y Desallorados: Diferenciales de crecimiento e inflación



Deuda: Economías emergentes y desarrolladas



Una de las características más destacadas de la economía mundial durante la última década ha sido la prima de crecimiento de los Mercados Emergentes (ME) sobre las economías desarrolladas (MD). Desde el estallido de la crisis financiera, otra diferencia relevante es cada vez más evidente: la reducción de la vulnerabilidad de los ME. Esta ventaja está reforzando los "factores de atracción", aumentando la presión sobre los flujos de capital ya impulsados por el apoyo a la liquidez de los bancos centrales occidentales ("factor de empuje")

La reducción de la vulnerabilidad en los ME durante los últimos años no es un fenómeno nuevo y debería incluirse dentro de una tendencia gradual que se inició poco después de la crisis financiera en los ME a finales de los noventa (crisis asiática y latinoamericana). Desde entonces, la mayoría de los ME han sido capaces de corregir la mayoría de sus excesos, mejorando de la estabilidad macroeconómica y aplicando políticas prudentes. En general, la reducción de las vulnerabilidades en ME ha sido multidimensional y además esta detrás del debate actual sobre las "guerras de divisas" como factores de atracción que incrementan los flujos de capital a los ME:

- **En el lado macroeconómico, el potencial de crecimiento se mantuvo intacto a pesar de la reciente crisis financiera y la mayoría de los países experimentaron una rápida recuperación tras la crisis de 2008-09.** La mejora de la inflación desde el fin de la crisis de ME a finales de los noventa ha sido notable, con la inflación media en ME reduciéndose de un 13% en 1998 al 6% en 2012. Este éxito ha sido en parte el resultado de importantes cambios en la aplicación de políticas económicas. En términos generales, la mayoría de los ME optaron por fijar objetivos de inflación y abandonar regímenes cambiarios fijos o ajustables. Mientras tanto, se estimuló la prudencia fiscal. De cara al futuro, se espera que esta tendencia continúe en los próximos años.
- **Las diferencias en la vulnerabilidad fiscal siguen siendo importantes. La combinación de alto crecimiento y disminución de las primas de riesgo contribuirá a mantener o reducir los bajos niveles de deuda pública en estos países.** Mientras que la deuda pública en ME está cerca de 41% del PIB (35% en el grupo Eagles), las economías desarrolladas superaron los límites prudenciales hace años. La sostenibilidad fiscal a largo plazo también parece segura, ya que los tipos de interés siguen siendo inferiores al crecimiento del PIB nominal y las cuentas públicas estructurales se mantienen bajo control en la mayoría de los ME. El atractivo de la deuda pública de los ME continuará estando impulsada por importantes cambios estructurales como el aumento de los vencimientos, la disminución de la deuda denominada en moneda extranjera y la creciente proporción de la deuda pública en manos de los residentes.

Tema destacado: La "nueva normalidad" de la vulnerabilidad en ME

Crédito privado: Economías emergentes y desarrolladas

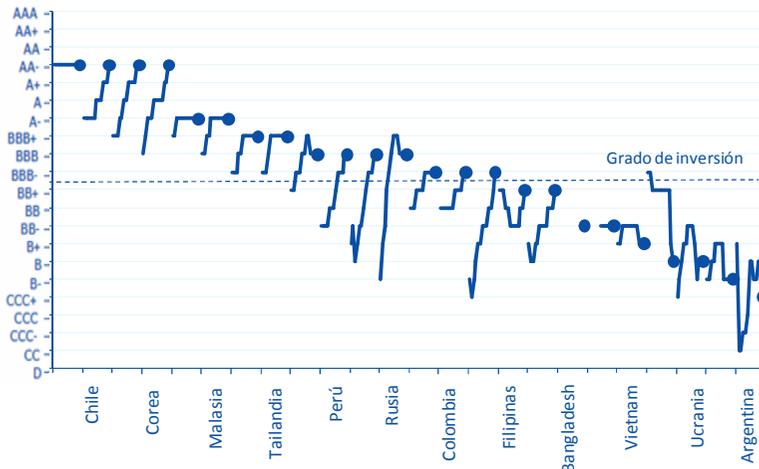
(cambio anual ratio crédito/PIB)

Fuente: BBVA Research



Mercados emergentes: ratings soberanos 2000-12

Fuente: S&P, Moody's y Fitch



La reducción de la vulnerabilidad exterior también ha sido notoria. La acumulación de años de superávit por cuenta corriente han dado lugar a una importante reducción de la deuda externa durante la última década (desde cerca de un 50% a un 35%-40% en 2012). Sin embargo, las autoridades de los ME deben permanecer alerta ya que esta tendencia comenzará a revertir gradualmente a medida que la economía mundial acelera su reajuste. A pesar de esto, los ratios de reservas internacionales para hacer frente a las crecientes necesidades de financiación exterior y los problemas potenciales son ahora más amplias y seguras que en las crisis anteriores.

- **A pesar de que crédito al sector privado se está recuperando muy rápido en algunos países, creemos que todavía es manejable.** La mayoría de los ME (excepto Europa emergente) pasaron por un largo proceso de des-apalancamiento (casi una década desde el final de la década de los noventa). Por lo tanto, se enfrentaron a la crisis de 2008-09 con balances saneados en los hogares, las empresas y los bancos. Esto ayuda a explicar la resistencia de la mayoría de los ME (con la excepción de Europa emergente que está en el proceso de des-apalancamiento) a la crisis de 2008-09. Esta situación proporciona un poco más de espacio a las autoridades en estos países para tratar de frenar el crecimiento excesivo del crédito como estamos observando en algunos ME. **Dado que las condiciones globales de liquidez están fuera de su control, tendrán que estar preparados para usar la política monetaria, macro-prudencial, pero también la política fiscal para evitar crecientes desequilibrios e incluso burbujas.** En cualquier caso, las preocupaciones recientes por parte de las autoridades en los ME son bienvenidas.

La reducción de la vulnerabilidad está siendo recompensada y ha habido una mejora continua de las calificaciones soberanas por parte de las principales agencias. El número de países con la calificación de grado de inversión ha aumentado considerablemente desde el 2000 y en la actualidad más de la mitad de los ME relevantes tienen esta calificación y cinco países están incluidos en el área AA. De cara al futuro observaremos una tendencia similar durante el próximo año. Nuestros modelos de calificación pronostican que la mejora en las calificaciones soberanas de ME (véase el apéndice metodológico) se mantendrá. Algunas regiones se verán más beneficiadas con un mayor potencial de mejora en América Latina y más estabilidad en Europa emergente y Asia.

Però la complacencia está en la raíz de toda crisis. Las autoridades en los ME deberían seguir reforzando los esfuerzos en "la gestión del éxito" y luchar contra los "problemas" derivados por las entradas de capital. Es cierto que el atractivo de los ME se mantendrá (a pesar de que nuestras primas de equilibrio sugieren que parte de este efecto ya está recogido), a pesar de que una parte importante de la historia como el "factor de empuje" de los bancos centrales occidentales está fuera de su control. Una cosa es segura, el debate sobre los movimientos de divisas continuará en ambos sentidos.

Anexo

Metodología: Indicadores y Mapas

- **Mapa de estrés financiero:** Señala los niveles de estrés respecto a los movimientos de series temporales normalizados. Las unidades estándar positivas más altas (1,5 o superiores) señalan altos niveles de estrés (azul oscuro), y las desviaciones estándar más bajas (-1,5 o inferiores) indican niveles más bajos de estrés del mercado (colores más claros)
- **Índice de rating soberano:** Índice que traduce los códigos de letras de las tres agencias importantes (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) a posiciones numéricas desde 20 (AAA) hasta impago (0). El índice muestra la media de los tres ratings numéricos
- **Mapa de CDS soberanos:** Mapa de colores con 6 rangos de cotización de CDS (más oscuro >500 p.b., 300 a 500, 200 a 300, 100 a 200, 50 a 100 p.b. y más claro por debajo de 50 p.b.)
- **Mapa de presión de ratings implícitos:** El mapa muestra la diferencia entre el índice de ratings actuales (ordenados numéricamente desde impago (0) hasta AAA (20)) y los ratings implícitos en los CDS. Calculamos probabilidades implícitas de impago (PD) a partir de los CDS observados y el diferencial de equilibrio estimado. 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. El mapa y la gráfica muestran la diferencia entre el índice de rating soberano y el rating implícito del CDS en categorías. Una mayor diferencia positiva indica presiones bajistas sobre el rating y diferencias negativas indican un potencial alcista. Consideramos un rango de +- 3 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 comparan las posiciones del país con el umbral de riesgo (línea roja), calculado en base a nuestro propio análisis o tomando como fuente otra literatura empírica.
 - **Distancia al mapa de riesgo:** Sintetiza en un mapa de colores la vulnerabilidad mostrada en los radares. Los colores más oscuros representan indicadores por encima de los umbrales de riesgo (desarrollado o emergente). Los colores más claros representan valores más seguros en el sentido de que se encuentran más alejados del umbral. Las dimensiones son la media de los tres indicadores que componen cada una de ellas.

Anexo

Metodología : Indicadores y Mapas

Tabla Umbrales de Riesgo

Dimensiones de vulnerabilidad	Umbral de riesgo países desarrollados	Umbral de riesgo países emergentes	Dirección del riesgo	Fuente
Macroeconómica				
PIB	1.5	3.0	Más bajo	BBVA Research
Inflación	4.0	10.0	Más alto	BBVA Research
Desempleo	10.0	10.0	Más alto	BBVA Research
Vulnerabilidad Fiscal				
Déficit ajustado por el ciclo ("Déficit estructural")	-4.2	-0.5	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	43.0	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)	9.1		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	84.0	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	90.0	Más alto	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & Comisión UE (2012)
Apalancamiento bancario (Crédito/Depósitos)	130.0	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	0.2 (percentil 9)	-1.0 (percentil 8)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Control de la corrupción	0.6 (percentil 9)	-0.7 (percentil 8)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Justicia	0.6 (percentil 8)	-0.6 (percentil 8)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial

Anexo

Metodología: Indicadores y Mapas

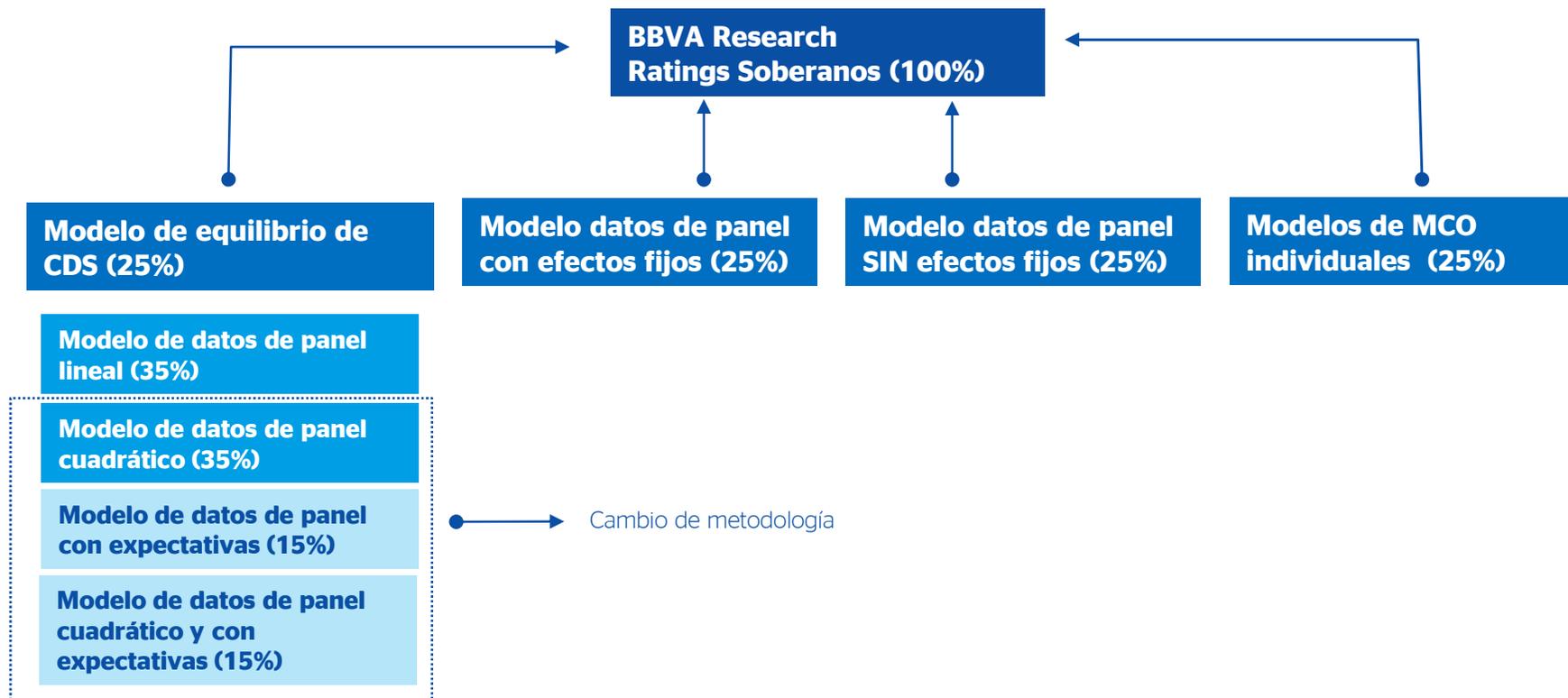
- **Metodología de los ratings soberanos de BBVA Research:** Elaboramos nuestros ratings soberanos tomando la media de cuatro modelos de ratings desarrollados por BBVA Research:
 - **Modelo de panel CDS de equilibrio:** Este modelo estima los niveles actuales y realiza previsiones de los niveles de equilibrio de los CDS para 40 países tanto desarrollados como emergentes. Los CDS de equilibrio a largo plazo son el resultado de cuatro modelos de panel diferentes. La media de los cuatro se transforma en un rating soberano de acuerdo a una escala que va de 1 a 20. Los CDS de equilibrio se calculan de acuerdo a una media ponderada (35% para el modelo lineal y el cuadrático, 15% para cada uno de los modelos con expectativas para introducir el problema de incertidumbre). Además se incluye un intervalo de confianza (± 0.5 desviaciones típicas) para el rating final. Los modelos son los siguientes:
 - Modelo lineal (35%): Modelos de datos de panel con efectos fijos que incluye la aversión global al riesgo, crecimiento del PIB, inflación, deuda pública y un índice institucional para economías desarrolladas, además de deuda externa y el ratio reservas sobre importaciones para economías emergentes.
 - Modelo cuadrático (35%): Es similar al modelo de panel lineal pero incluyendo un término cuadrático para la deuda pública (desarrollados y emergentes) y deuda externa (emergentes).
 - Modelo con expectativas (15%): Es similar al modelo de panel lineal pero incluyendo el valor esperado de la deuda pública y externa a un año.
 - Modelo con expectativas cuadráticas (15%): Es similar al modelo con expectativas pero incluyendo un término cuadrático para el valor esperado de la deuda pública y externa.
 - **Modelo de datos de panel en Probit ordenado de ratings soberanos con efectos fijos:** El modelo calcula un índice de ratings soberanos (un índice de escala numérica de 0 a 20 de las tres agencias de rating soberano) mediante técnicas de datos de panel en Probit ordenado. Este modelo tiene en cuenta ratios de sostenibilidad de stock y flujos fundamentales idiosincráticos que permiten efectos fijos, incluyendo así efectos idiosincráticos específicos de países
 - **Modelo de datos de panel en Probit ordenado de ratings soberanos sin efectos fijos:** El modelo calcula un índice de ratings soberanos (un índice de escala numérica de 0 a 20 de las tres agencias de rating soberano) mediante técnicas de datos de panel en Probit ordenado. Este modelo tiene en cuenta ratios de sostenibilidad de stocks y flujos fundamentales idiosincráticos sin incluir efectos fijos, por lo que todos los países se tratan de forma simétrica sin incluir los efectos fijos a largo 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

Anexo

Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

Diagrama con metodología de estimación de ratings soberanos de BBVA Research

Fuente: BBVA Research



AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.



Este informe ha sido elaborado por la unidad de Análisis Transversal Economías Emergentes

Economista Jefe, Economías Emergentes

Alicia García-Herrero

+852 2582 3281

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Economista Jefe,

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

+34 630 144 485

alvaro.ortiz@bbva.com

David Martínez

+34 690 845 429

dmartinez@bbva.com

Alfonso Ugarte

+ 34 91 537 37 35

Rodrigo Falbo

Rodrigo.falbo@bbva.com

María Martínez Álvarez

maria.martinez.alvarez@bbva.com

Con la colaboración de:

Carrie Liu

carrie.liu@bbva.com

Paul Pozarowski

paul.pozarowski@bbva.com

Alejandro Aguilera Quesada

alejandro.aguilera.contractor@bbva.com

Diana Posada

diana.posada@bbva.com

Edward Wu

edward.wu@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo.lopez@bbva.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Global Credit

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de interés, Divisas y Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel. + 34 91 374 60 00 y+ 34 91 537 70 00

Fax. +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com

BBVA Research Asia

43/F Two International Finance Centre

8 Finance Street Central

Hong Kong

Tel: +852 2582 3111

E-mail: research.emergingmarkets@bbva.com.hk