

Informe trimestral de Riesgo País

BBVA Research

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Diciembre 2013

Resumen

Mercados financieros y aversión global al riesgo

- La incertidumbre sobre el momento del anuncio de la normalización del programa de compra de activos de la FED aumentó durante el trimestre, mientras los analistas siguen debatiendo sobre la fecha del fin de la política monetaria ultra laxa en EE.UU.
- Los países periféricos europeos parecen ser los más beneficiados de la disminución de las tensiones financieras, apoyados también por la mejora de las condiciones macroeconómicas en algunos países importantes como España y Alemania.
- El apetito por activos emergentes sigue siendo más débil que al inicio del año, debido a los datos mixtos procedentes de algunos de los más países emergentes grandes (India, Brasil). Los datos económicos chinos mejoraron

Actualización de mercados de deuda soberana y ratings

- Las primas de riesgo de los mercados más desarrollados han continuado la tendencia bajista. Los CDS de los países periféricos europeos se encuentran actualmente en niveles no observados desde el comienzo de la crisis fiscal europea en la primera mitad de 2010.
- A pesar de algunos ajustes a la baja en la calificación soberana de los países más seguros (Francia y Países Bajos), hay signos incipientes de una reversión del ciclo europeo de rebajas de rating, tales como la mejora en la perspectiva de España por parte de las tres grandes agencias.
- El ciclo positivo de mejoras de calificación de las agencias de calificación continúa para la mayoría de mercados emergentes con la subida de rating de Perú y Colombia por parte de Fitch. Por otra parte, los ajustes negativos en Europa Emergente continúan, ya que la misma agencia ha rebajado el rating a Croacia.

Nuestra valoración del riesgo país

- El período de inestabilidad de los pasados meses de mayo-junio relacionado con la normalización del programa de compra de activos de la FED ha comenzado a retroceder. La mejora en la comunicación de los Bancos Centrales occidentales está propiciando una mayor preparación de los mercados financieros para el inicio de la normalización monetaria.
- A pesar de ello, las economías desarrolladas siguen enfrentando desafíos importantes, incluyendo la mejora de las finanzas públicas y mayores tasas de crecimiento económico.
- La situación de los emergentes ha mejorado gracias al mejor tono de los mercados financieros y a unos niveles históricamente bajos de vulnerabilidad, incluyendo sólidas posiciones en las balanzas fiscales, externas y privadas, y bajos niveles de pasivos denominados en moneda extranjera (excepto en Europa del Este). Los tipos de cambio flexibles han propiciado el papel del tipo de cambio como amortiguador, pero la complacencia está fuera de lugar

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**

Anexo

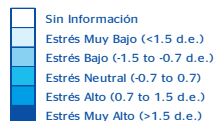
- Metodología

Sección 1

Estrés de los mercados financieros y aversión global al riesgo

Mapa de Estrés Financiero

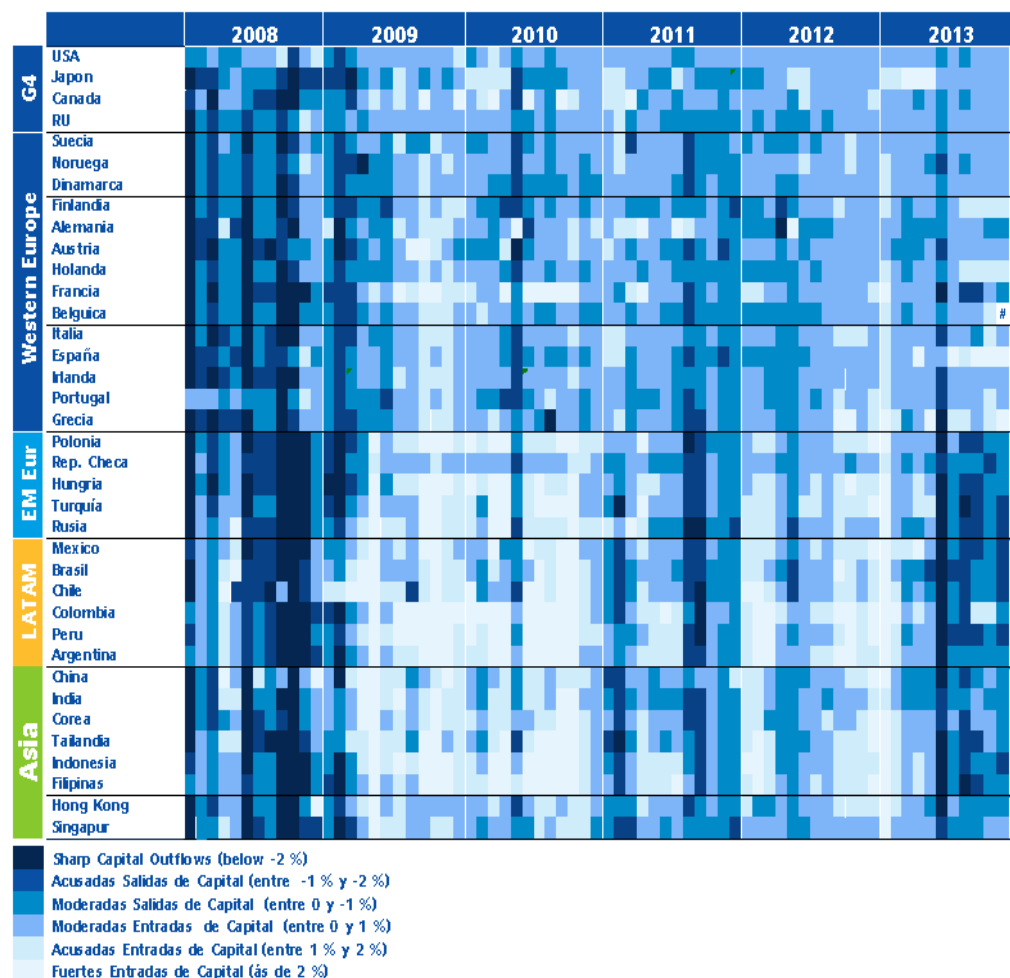
Fuente: BBVA Research



- La mejora en las habilidades de comunicación la Reserva Federal de Estados Unidos y el fin de la incertidumbre sobre su nuevo gobernador ha dado lugar a un período más tranquilo en los mercados financieros de Estados Unidos
- Las tensiones financieras en Europa disminuyeron en la mayoría de los componentes del Índice de tensión financiera, excepto en el componente de tipos de interés, cuya volatilidad ha aumentado debido a la sorpresiva reducción de tipos por parte del BCE
- El desacoplamiento de los índices de tensiones financieras emergentes retrocedió una vez que el reajuste de carteras internacional se moderó los mercados comenzaron a digerir el nuevo escenario de política monetaria en EE.UU.

Sección 1

Actualización de Flujos de Capital



- El reajuste de carteras continuó durante el cuarto trimestre, aunque las salidas netas de capital se moderaron visiblemente desde el tercer trimestre, ya que la mayoría del reequilibrio ya se ha logrado y la normalización de la FED ya ha sido incorporada en los precios
- El proceso de equilibrio de flujos continuó (aunque a ritmo más lento) con lo que el ajuste en los flujos de cartera se encuentra cerca de su fin
- Los inversores institucionales reequilibraron fuertemente sus posiciones en renta fija de MEs hacia la renta variable de mercados desarrollados: se han cancelado posiciones en bonos líquidos en Europa Emergente y América Latina a cambio de acciones y bonos soberanos infravalorados de la Periferia (España). Los inversores minoristas también han entrado en renta variable europea, pero manteniendo neutral su posición en mercados emergentes

Sección 2

Actualización de Mercados Soberanos

Diferenciales de CDS soberanos

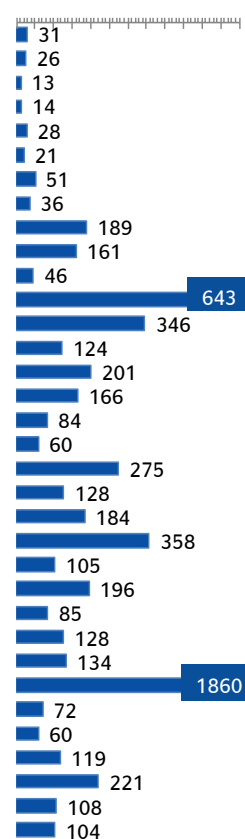
Fuente: Datastream y BBVA Research



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.)

Nov. 2013

Fin de Mes



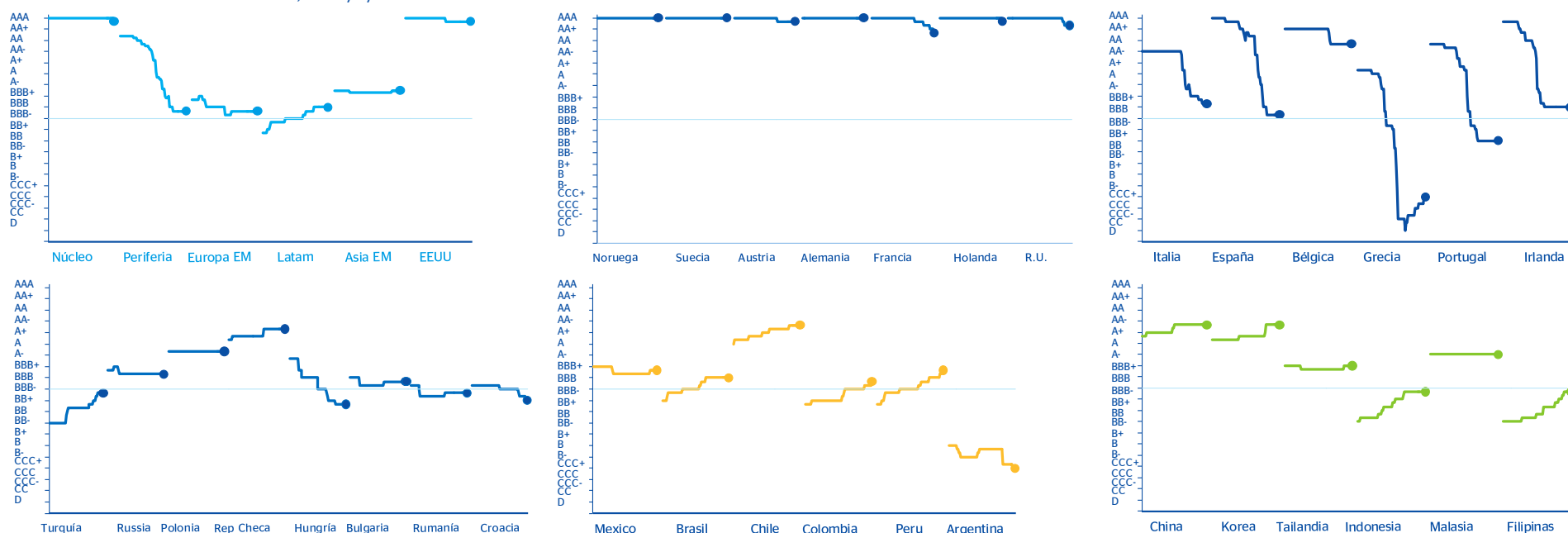
- Los diferenciales de los CDS soberanos de la periferia europea han disminuido notablemente en el último trimestre, siendo Grecia, Portugal, España e Italia, los más beneficiados
- La mayor parte de los CDS de Europa Emergente se mantuvieron estables a lo largo del último trimestre. Rusia ha tenido la disminución más fuerte, mientras que Croacia sufrió el aumento más fuerte
- Los CDS soberanos de América Latina también se han mantenido estables después de la subida que sufrieron en los dos trimestres anteriores
- La mayoría de los spreads soberanos asiáticos experimentaron un retroceso y disminuyeron en el último trimestre, después de ser la región que sufrió el mayor aumento en el tercer trimestre

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:** Francia sufrió una nueva rebaja de calificación, esta vez por parte de S & P, que también rebajó el rating de los Países Bajos. Por otro lado, S & P mejoró la calificación de Grecia en dos escalones y todas las tres grandes agencias mejoraron sus perspectivas para España
- **Mercados emergentes:** Perú y Colombia lograron una nueva mejora de calificación, esta vez por parte de Fitch, mientras que Croacia sufrió una rebaja, también por parte de Fitch

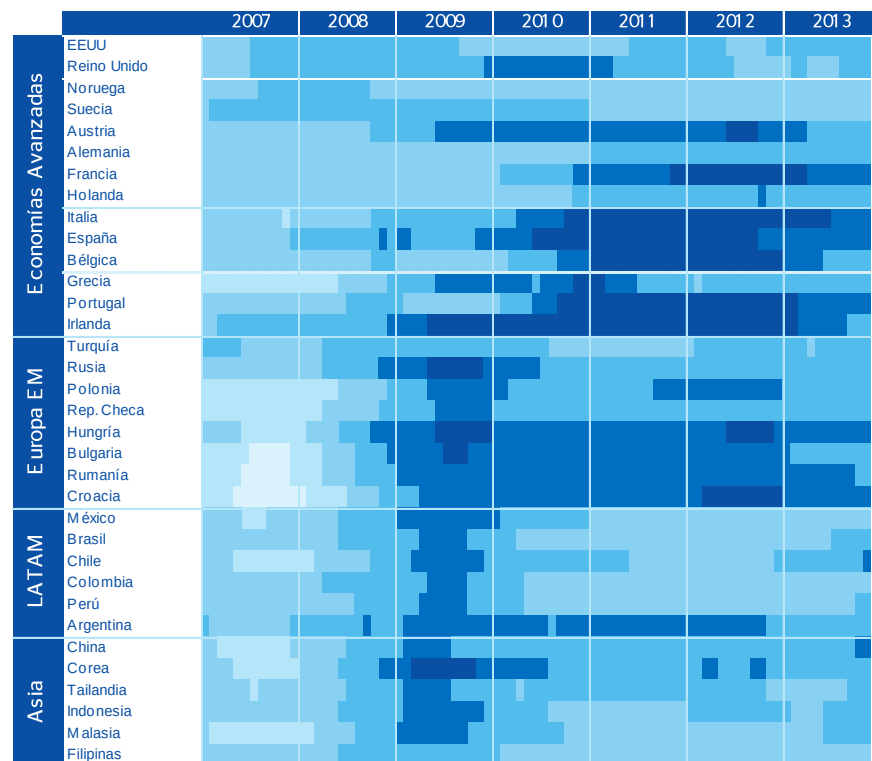
Sección 2

Mapa de presión bajista sobre el rating

Mapa de presión bajista de las agencias de rating

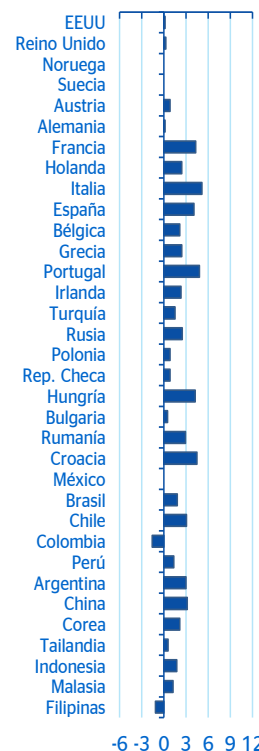
(rating soberano real menos rating implícito en los CDS, en escalones)

Fuente: BBVA Research



Nov. 2013

Fin de Mes



- La brecha entre las calificaciones soberanas implícitas y observadas en la periferia de Europa se está reduciendo gracias a la disminución en la mayoría de los diferenciales de los CDS. La brecha en muchos casos, es ahora la mitad o menos la existente a principios de 2012
- En **Europa Emergente**, el **riesgo** de rebaja se mantuvo **estable**, aunque sigue siendo alta en Hungría y Croacia
- Las brechas en **América Latina** siguen siendo **pequeñas**. Cabe destacar el caso de Chile, con presión para upgrade hace un año
- En **Asia**, las cotizaciones están alineadas con los ratings, con ligeras presiones de rebaja en China

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

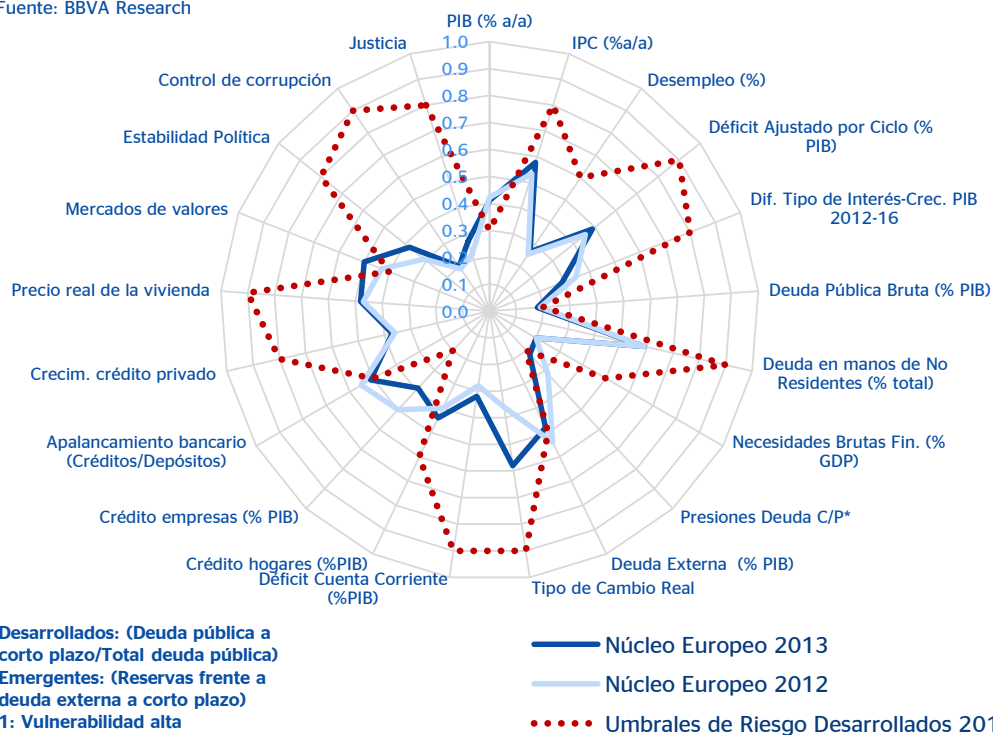
Actualización de Riesgo Regional: Núcleo Europeo

Núcleo europeo: radar de vulnerabilidad 2013

posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

*Incluye Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Dinamarca, Noruega y Suecia

Fuente: BBVA Research



Bajo riesgo de excesivo crecimiento del crédito privado y de la liquidez bancaria. Bajos niveles de vulnerabilidad de las finanzas públicas



El crecimiento de los mercados de valores está ligeramente por encima del umbral de riesgo para 2013



El bajo nivel de crecimiento continúa siendo la mayor vulnerabilidad

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

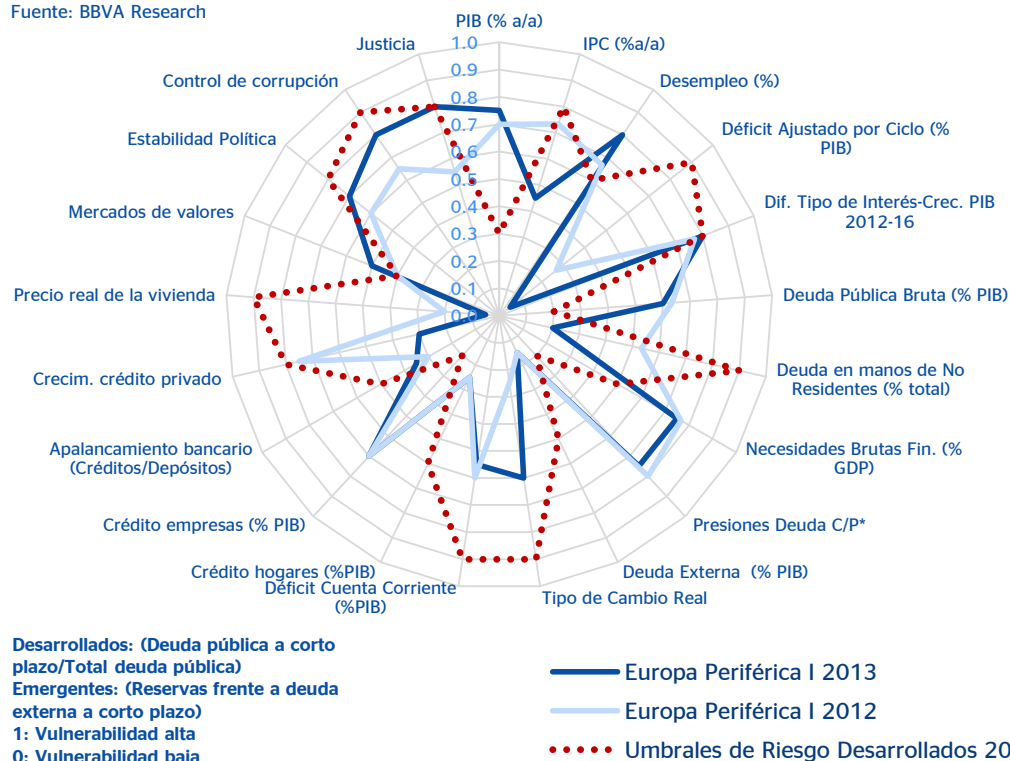
Actualización de Riesgo Regional: Europa Periférica I

Periferia Europea I: radar de vulnerabilidad 2013

posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

*Incluye España e Italia

Fuente: BBVA Research



El déficit ajustado por ciclo, el crecimiento del precio de la vivienda y del crédito se encuentran en mínimos niveles de riesgo



El diferencial entre tipos de interés y el crecimiento del PIB está aumentado, por la caída de este último. La inflación en niveles históricamente bajos



Los indicadores de actividad y desempleo continúan siendo muy pobres. La deuda pública se mantiene elevada

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

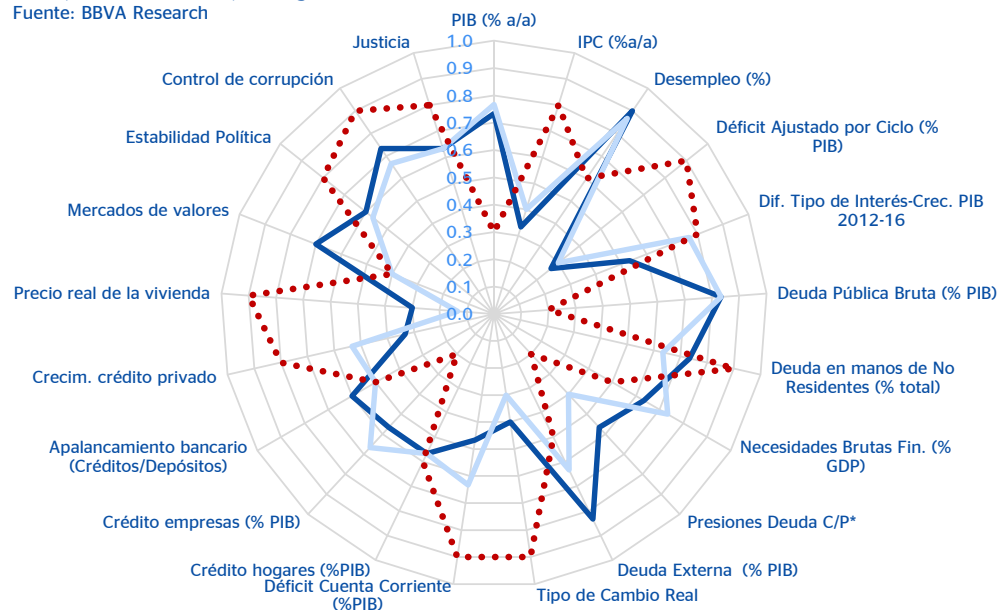
Actualización de Riesgo Regional: Europa Periférica II

Periferia Europea II: radar de vulnerabilidad 2013

posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

*Incluye Grecia, Irlanda y Portugal

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 II 2013

— Europa Periférica II 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



El saldo público estructural está muy por debajo del umbral de riesgo. El crecimiento del crédito al sector privado, el endeudamiento de las familias y los precios de la vivienda continúa ajustándose



El crecimiento de los mercados de valores continúa por encima del umbral de riesgo. La inflación en niveles históricamente bajos



La vulnerabilidad por deuda pública y externa continúa creciendo. La liquidez bancaria empeora con respecto al trimestre anterior

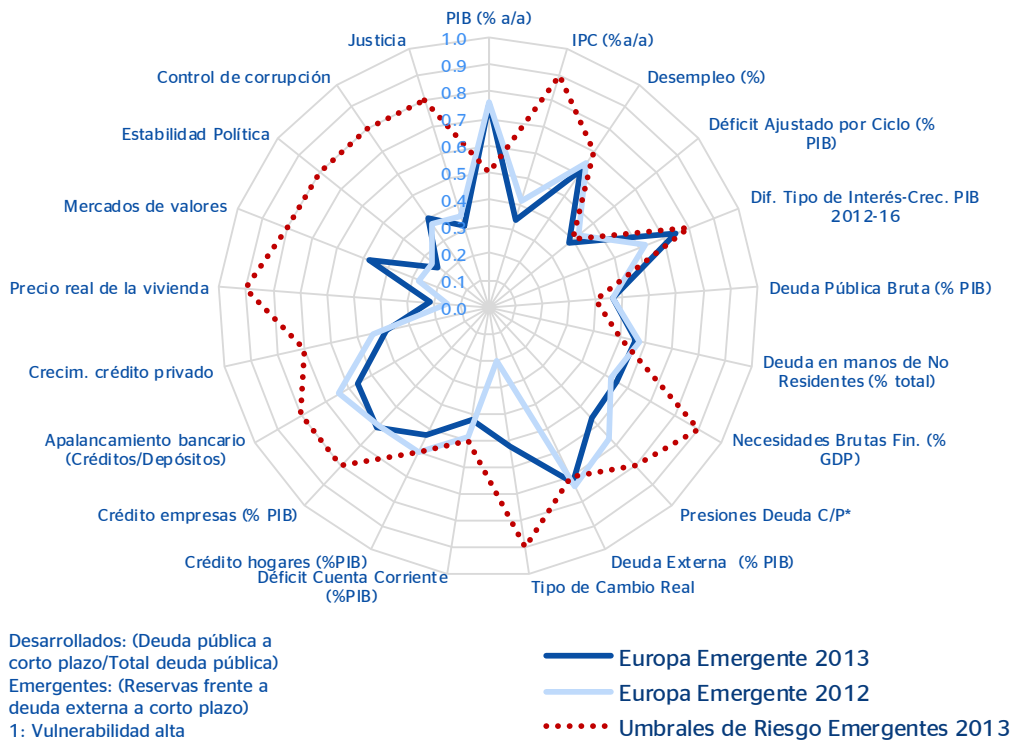
Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Europa Emergente

Europa emergente: radar de vulnerabilidad 2013

posición relativa de economías emergentes, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

Fuente: BBVA Research



La mayoría de los indicadores están por debajo de sus respectivos umbrales de riesgo



El crecimiento del endeudamiento privado se acelera aún más en Turquía y Rusia. Elevado déficit por cuenta corriente en algunos países



Los niveles de deuda pública y externa se mantienen elevados, con el riesgo añadido de un diferencial creciente entre el tipo de interés y el crecimiento del PIB

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

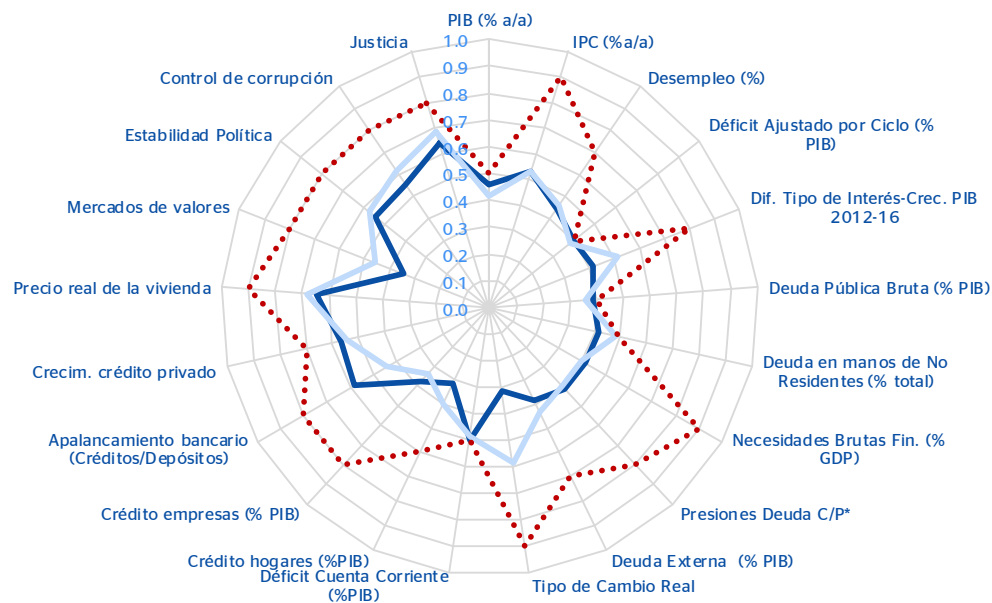
Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: América Latina

América Latina: radar de vulnerabilidad 2013

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



El crecimiento del crédito privado se ha moderado claramente con respecto al trimestre anterior



El crecimiento económico se modera en algunos países



Los déficits por cuenta corriente empeoran, pero son todavía manejables

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

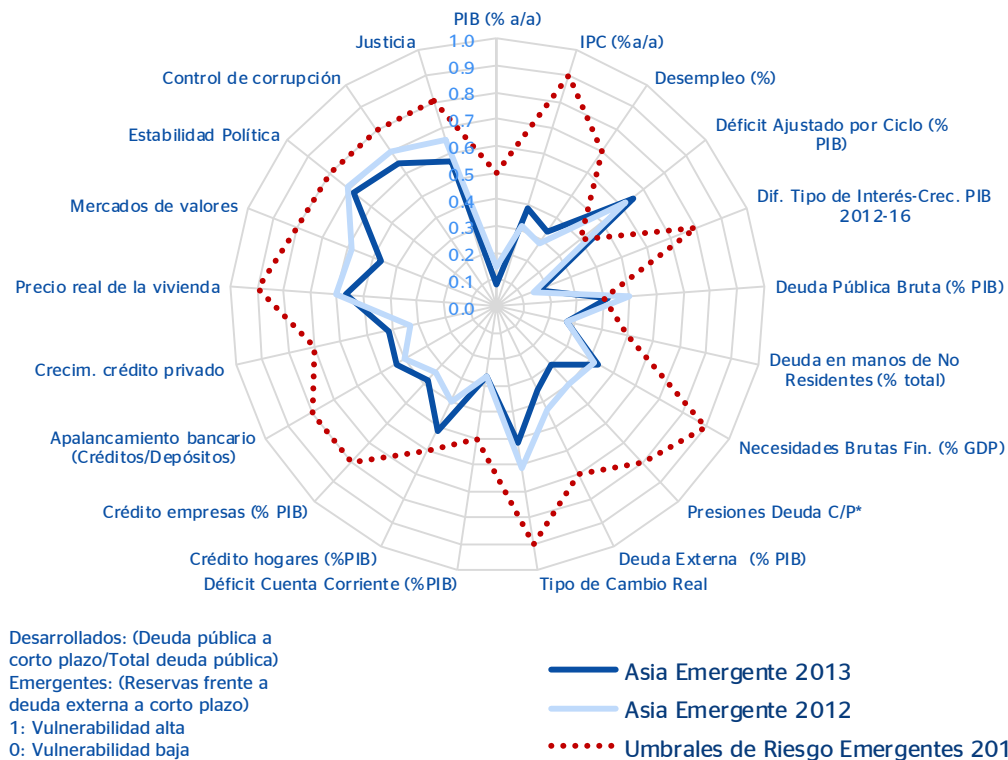
Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Asia

Asia emergente: radar de vulnerabilidad 2013

posición relativa de países de economías emergentes (máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

Fuente: BBVA Research



Indicadores de actividad mixtos pero todavía entre son los más sólidos entre todas las regiones



El riesgo por crecimiento excesivo del crédito y de los precios de la vivienda se acelera en China



Los déficits ajustados por ciclo por encima de los umbrales de riesgo y en deterioro

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

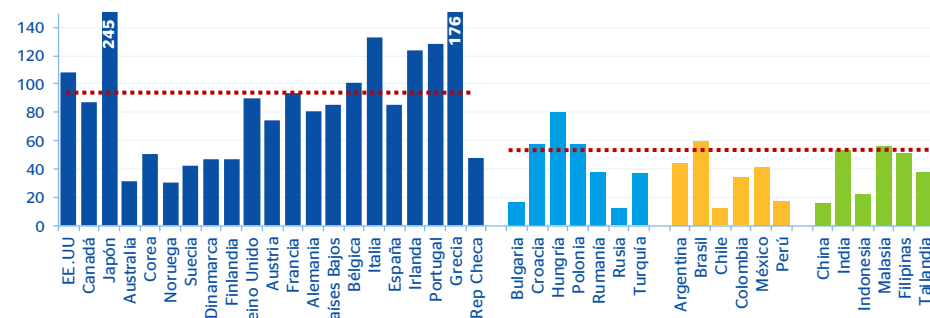
Sección 3

Deuda Pública y Privada

Deuda Pública Bruta 2013

(% PIB)

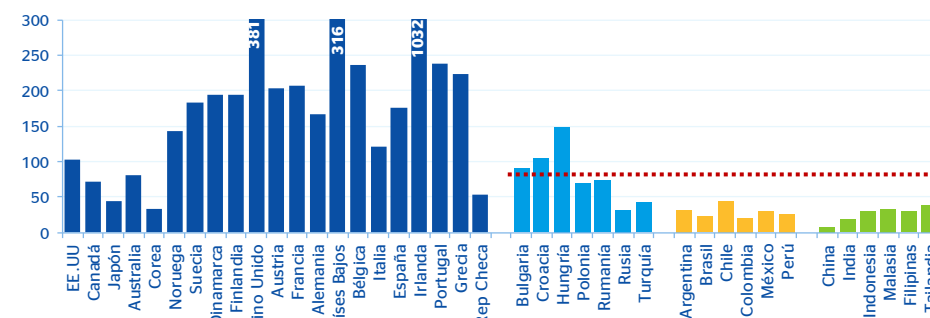
Fuente: BBVA Research y FMI



Deuda Externa 2013

(% PIB)

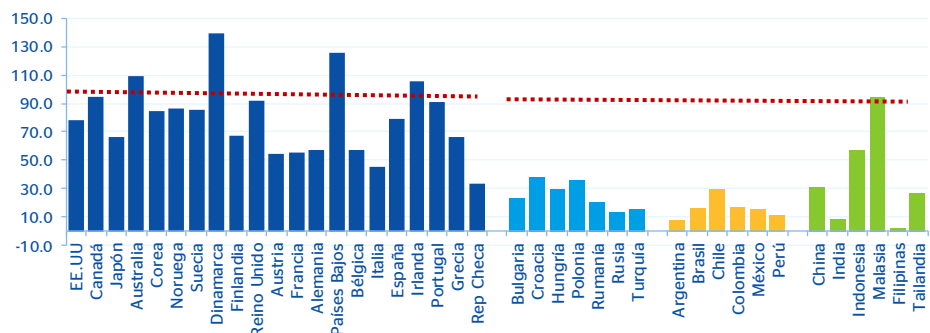
Fuente: BBVA Research y FMI



Deuda Hogares 2013

(% PIB)

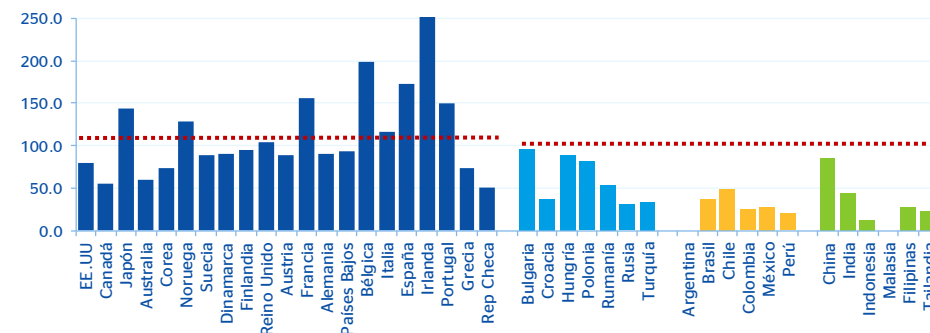
Fuente: BBVA Research y BIS



Deuda Empresas 2013

(% PIB, excluyendo emisiones de bonos)

Fuente: BBVA Research y BIS



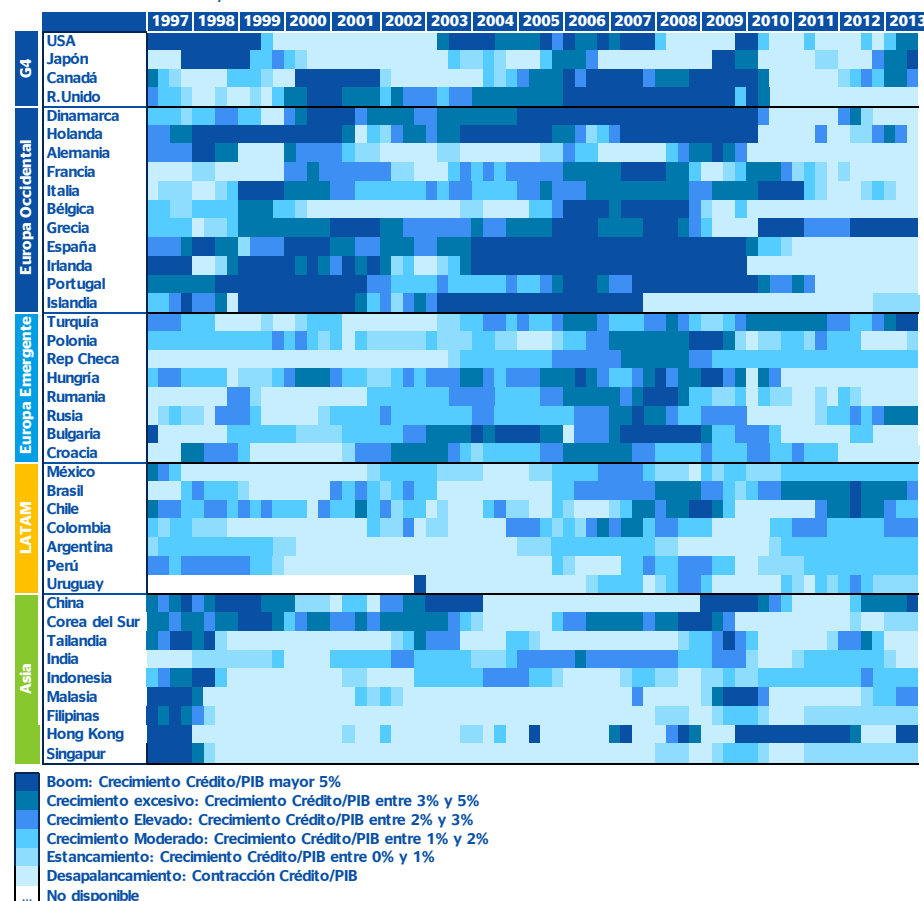
Sección 3

Pulso del crédito privado

Mapa de crédito al sector privado (1997-2013 T3)

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

Fuente: BBVA Research y Haver



- El ratio crédito a PIB sigue aumentando en EE.UU., y está empezando a mostrar signos de una rápida aceleración en **Japón**. El crecimiento continúa siendo excesivo en Grecia, limitando el necesario desapalancamiento
- Turquía y Rusia siguen mostrando signos de una rápida expansión del crédito privado, aunque los datos más recientes de Turquía del T4, ya muestran una **moderación**. El resto de los países de Europa Emergente se mantiene en desapalancamiento.
- El crecimiento del crédito privado en América Latina se está desacelerando en toda la región
- En Asia, el crecimiento del crédito sigue siendo rápido en China y Hong Kong. No hay signos de crecimiento excesivo del crédito en el resto de los países

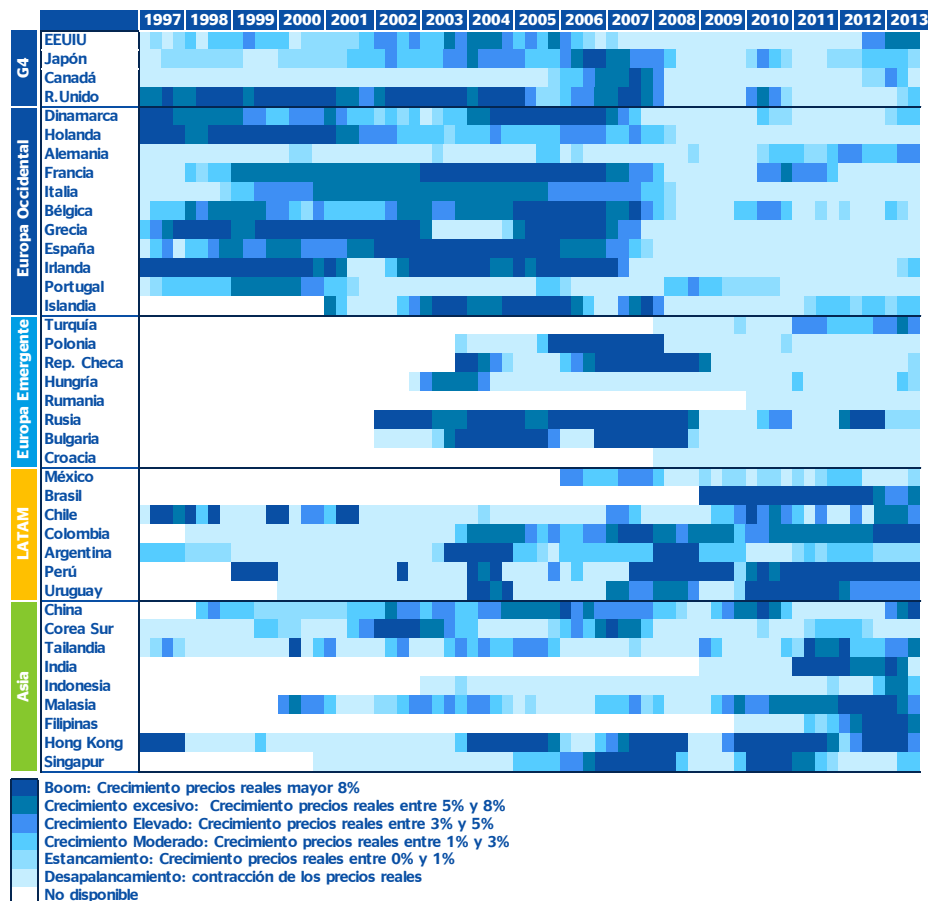
Sección 3

Pulso de los precios de la vivienda

Mapa de precios reales de la vivienda (1997-2013 T3)

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

Fuente: BBVA Research, BIS y Global Property guide



- **El crecimiento real precio de la vivienda continúa su recuperación en los EE.UU. y el Reino Unido.** Alemania sigue siendo el país con mayor crecimiento en Europa. Primeros síntomas de recuperación en Irlanda
- **Los precios de la vivienda son actualmente bastante estables en la mayoría de los países de Europa Emergente,** siendo Turquía la clara excepción (aunque su crecimiento es menor que el del crédito al sector privado)
- **En América Latina, los precios de la vivienda están creciendo en casi todos los países,** con las excepción de México y Argentina. Colombia y Perú son los que podrían generar cierta preocupación, ya que los precios han estado en “boom” durante varios trimestres, especialmente en Perú
- **El crecimiento de precios de la vivienda ha disminuido su ritmo en todo Asia Emergente, con la excepción de China,** donde por el contrario, los precios han acelerado su ritmo de crecimiento en el último trimestre

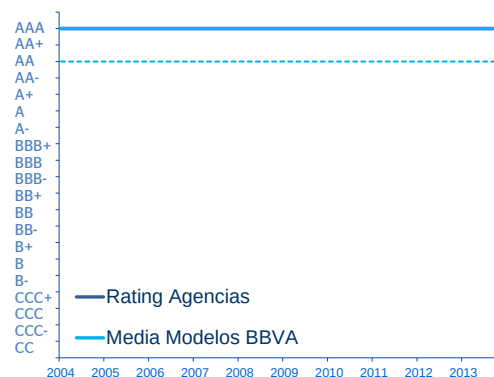
Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Riesgo Soberano

Países Centrales de Europa: Rating soberano

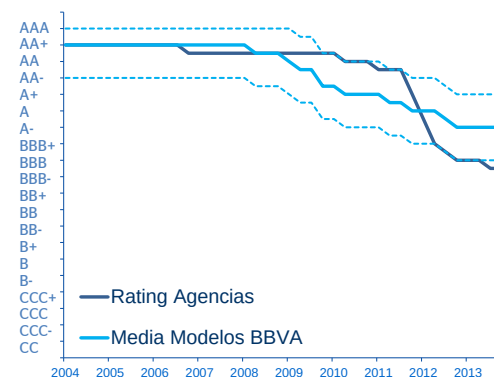
(Puntuación de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

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


Periferia Europea I: Rating soberano

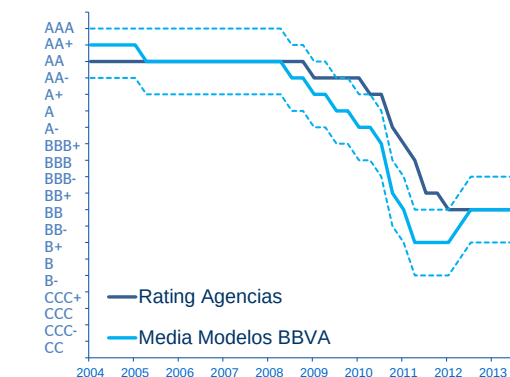
(Puntuación de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

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


Periferia Europea II: Rating soberano

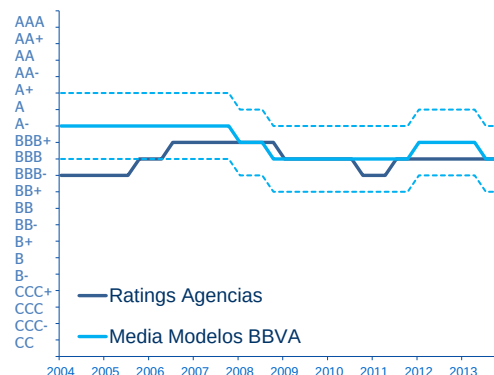
(Puntuación de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

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


Europa Emergente: Rating soberano

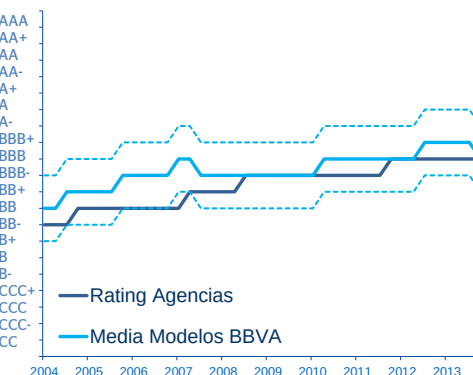
(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

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


América Latina: Rating soberano

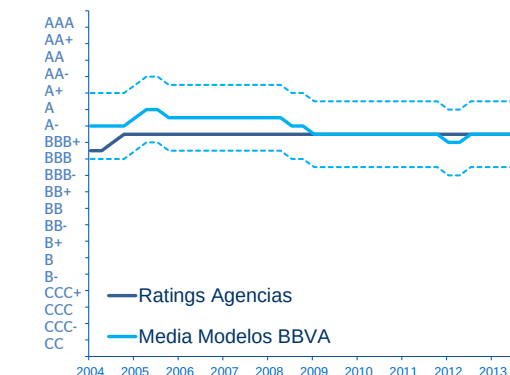
(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

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


Asia Emergente: Rating soberano

(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

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

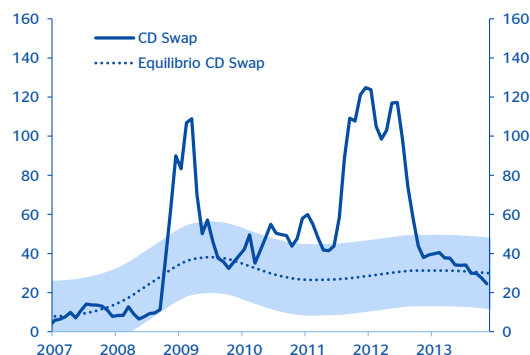


Sección 3

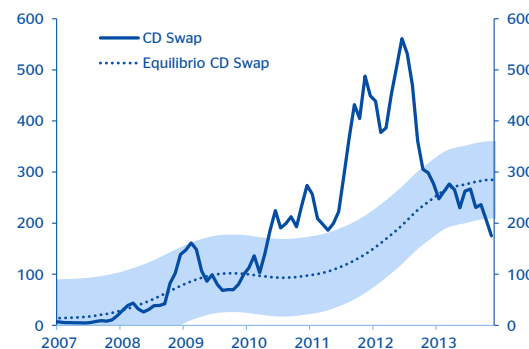
Riesgo Regional: Actualización CD Swaps

Países Centrales de Europa: CD Swap 5 años

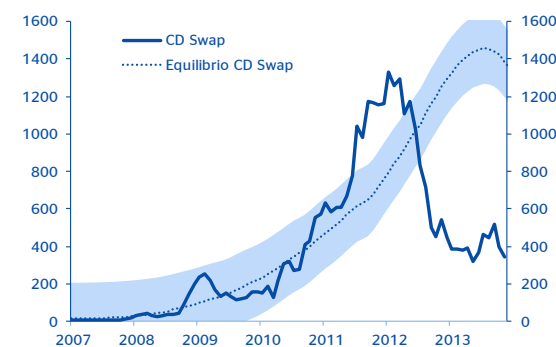
equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas

**Periferia Europea I: CD Swap 5 años**

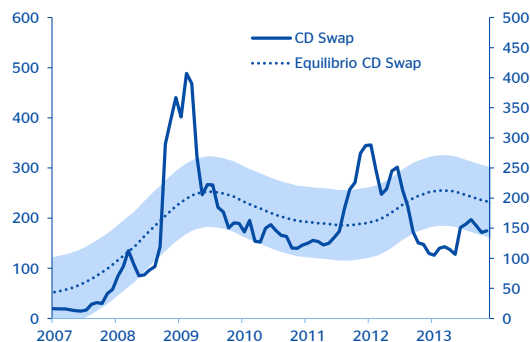
equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas

**Periferia Europea II: CD Swap 5 años**

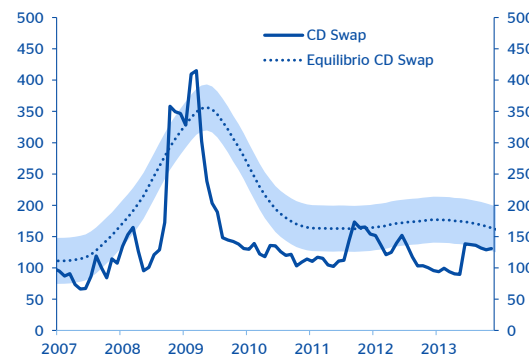
equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas

**Europa Emergente: CD Swap 5 años**

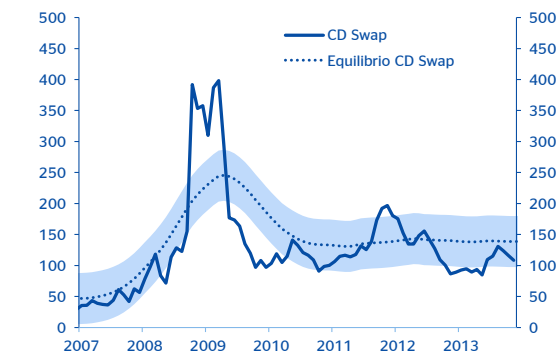
equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas

**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	-2.7	-1.8	108	-2.2	103	-0.4	25	19	32	1.7	2.4	7.2	7.5	6.2	12.6	78	79	59	-0.6	-1.4	-1.6
Canadá	-1.7	0.2	87	-3.5	72	-3.6	16	13	24	1.5	1.5	7.3	3.8	0.2	3.8	94	55	108	-1.1	-1.9	-1.8
Japón	-8.7	-1.2	245	0.9	44	-19.5	59	49	9	1.9	0.1	3.8	8.6	-1.8	63.0	66	144	46	-0.9	-1.6	-1.3
Australia	-0.6	-1.2	32	-2.3	81	-3.0	4	3	72	2.9	2.0	5.8	2.5	3.0	18.4	109	60	122	-1.0	-2.0	-1.7
Corea	1.7	-2.1	50	5.6	33	5.4	1	3	14	2.3	1.6	2.9	0.2	-1.2	0.0	85	74	130	-0.2	-0.5	-1.0
Noruega	-8.6	-1.7	30	11.6	143	-4.5	-8	4	39	0.7	2.0	3.4	-1.1	1.9	10.6	86	128	111	-1.3	-2.2	-1.9
Suecia	-1.9	-1.5	42	5.2	184	1.9	4	3	47	0.7	-0.1	7.9	3.1	-0.1	17.5	86	89	299	-1.2	-2.3	-1.9
Dinamarca	-1.6	0.5	47	6.0	194	-0.2	10	7	46	0.2	1.3	5.9	-7.3	2.9	14.7	140	90	387	-0.9	-2.4	-1.9
Finlandia	-0.7	-1.2	47	6.0	194	1.0	8	6	91	0.2	1.3	5.9	2.2	-6.7	25.6	67	94	154	-1.4	-2.2	-1.9
Reino Unido	-1.9	-0.3	90	-3.0	381	3.1	12	6	32	1.4	2.7	7.8	-7.7	1.4	12.5	92	103	106	-0.4	-1.6	-1.7
Austria	0.3	0.1	74	2.8	204	1.5	8	6	83	0.4	2.0	4.9	-5.1	1.3	21.0	55	89	155	-1.3	-1.3	-1.8
Francia	0.0	-0.1	93	-1.6	206	-0.6	18	13	64	0.2	1.1	11.2	-1.4	-3.9	23.5	55	156	142	-0.6	-1.4	-1.4
Alemania	2.7	0.0	80	6.5	166	0.3	8	8	61	0.6	1.7	6.9	-6.2	4.8	19.1	57	90	68	-0.8	-1.8	-1.6
Países Bajos	-0.1	0.0	85	11.3	316	1.6	12	9	54	-1.1	3.2	8.8	-0.7	-7.3	16.0	126	93	117	-1.2	-2.1	-1.8
Bélgica	1.0	1.0	100	-3.0	237	0.9	18	16	57	0.2	1.4	9.0	-0.3	-1.7	19.0	57	199	74	-0.9	-1.6	-1.4
Italia	3.7	2.4	133	0.1	122	0.6	28	25	35	-1.9	1.4	12.2	-1.6	-6.4	15.5	45	116	91	-0.5	0.0	-0.4
España	1.4	2.2	85	0.6	176	0.8	18	14	29	-1.3	0.8	26.0	-14.8	-8.8	19.2	79	173	139	0.0	-1.0	-1.0
Irlanda	-1.3	0.4	123	4.9	1032	-0.9	13	6	64	-0.3	1.2	13.3	-18.7	2.1	29.3	105	293	139	-0.9	-1.4	-1.7
Portugal	1.1	1.2	129	1.0	238	-0.2	23	18	60	-1.6	0.6	17.7	-9.2	-3.7	17.9	91	149	157	-0.7	-0.9	-1.0
Grecia	4.3	1.0	176	-1.0	223	-1.8	20	15	68	-3.9	-0.9	27.9	8.4	-10.4	37.2	66	74	118	0.2	0.3	-0.4

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

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	0.2	-0.1	17	1.5	91	0.0	4	1.4	47	0.6	-0.4	11.2	-2.2	-10.1	40.8	24	96	101	-0.3	0.2	0.1
Rep Checa	-0.7	-0.2	48	-1.7	53	-1.9	11	8	33	-1.0	2.7	7.8	1.2	0.0	0.4	33	50	84	-1.0	-0.2	-1.0
Croacia	-2.8	1.7	58	-4.0	105	-1.6	11	2.3	34	-0.7	2.4	20.0	-2.8	-7.3	5.6	38	37	88	-0.6	0.0	-0.2
Hungría	1.9	1.3	80	1.9	148	-1.4	21	1.7	68	0.4	2.6	10.1	-0.3	0.6	0.4	30	89	150	-0.7	-0.3	-0.6
Polonia	-0.3	-0.1	58	-1.4	69	-0.6	12	1.5	53	1.2	1.3	13.7	0.4	-6.2	15.0	36	81	105	-1.0	-0.6	-0.7
Rumanía	0.7	-0.8	38	-0.4	74	0.5	12	1.5	48	1.9	4.8	4.8	-3.4	-2.4	0.3	21	53	112	-0.1	0.3	0.0
Rusia	0.2	-1.2	12	1.6	31	2.2	2	5.2	19	1.4	7.2	5.6	6.0	0.7	0.3	14	31	121	0.8	1.0	0.8
Turquía	1.8	2.0	37	-6.8	42	0.6	9	1.0	35	3.7	7.5	9.0	10.4	4.7	12.2	15	34	118	1.2	-0.2	0.0
Argentina	-1.5	-5.5	44	-0.5	32	-11.3	9	1.3	32	4.5	17.2	7.0	1.6	1.0	95.1	8	--	76	-0.1	0.5	0.7
Brasil	3.3	2.4	59	-3.6	21	-9.4	17	12.1	18	2.6	6.5	5.5	4.2	5.4	-11.6	16	37	124	-0.1	0.1	0.1
Chile	-1.0	-2.0	12	-4.0	44	-6.3	1	1.0	16	4.2	2.4	6.0	2.6	4.7	-9.6	29	48	179	-0.3	-1.6	-1.4
Colombia	0.1	-1.1	34	-3.1	21	-2.5	4	3.4	28	3.6	2.9	10.3	3.3	9.3	0.0	17	24	186	1.4	0.4	0.4
México	-0.5	-0.2	41	-2.0	30	0.7	11	2.9	33	1.2	3.5	5.1	2.8	0.2	3.1	15	28	77	0.7	0.4	0.6
Perú	0.9	-2.8	17	-4.9	27	-8.7	2	8.3	65	5.2	3.1	6.0	2.3	10.8	-26.6	11	21	89	0.9	0.4	0.6
China	-0.3	-7.7	15	2.4	7	9.4	6	6.2	...	7.7	2.8	4.1	9.2	8.7	-1.9	31	86	158	0.5	0.5	0.5
India	-4.3	-4.5	53	-4.2	19	-11.1	13	3.0	7	4.2	10.0	11.8	-1.7	-2.7	3.3	9	44	79	1.2	0.6	0.1
Indonesia	-1.4	-5.2	22	-3.5	30	-11.5	4	2.0	55	5.6	7.0	5.9	1.1	2.0	1.3	57	13	93	0.6	0.7	0.6
Malasia	-2.1	-2.4	56	4.3	34	-0.3	10	4.4	29	4.6	2.1	3.2	3.8	3.2	8.1	94	--	89	0.0	-0.3	-0.5
Filipinas	0.5	-1.9	52	2.8	29	4.2	8	10.9	39	7.0	3.0	8.7	0.2	7.4	15.8	2	28	61	1.2	0.6	0.5
Tailandia	-2.5	-4.8	38	-0.9	39	2.6	8	2.5	10	4.2	2.5	1.2	-2.6	5.2	6.5	27	24	104	1.2	0.3	0.2

*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

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 bajas 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). 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	43.0	Más alto	Baldacci et Al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Problemas de liquidez				
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)	9.1		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
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

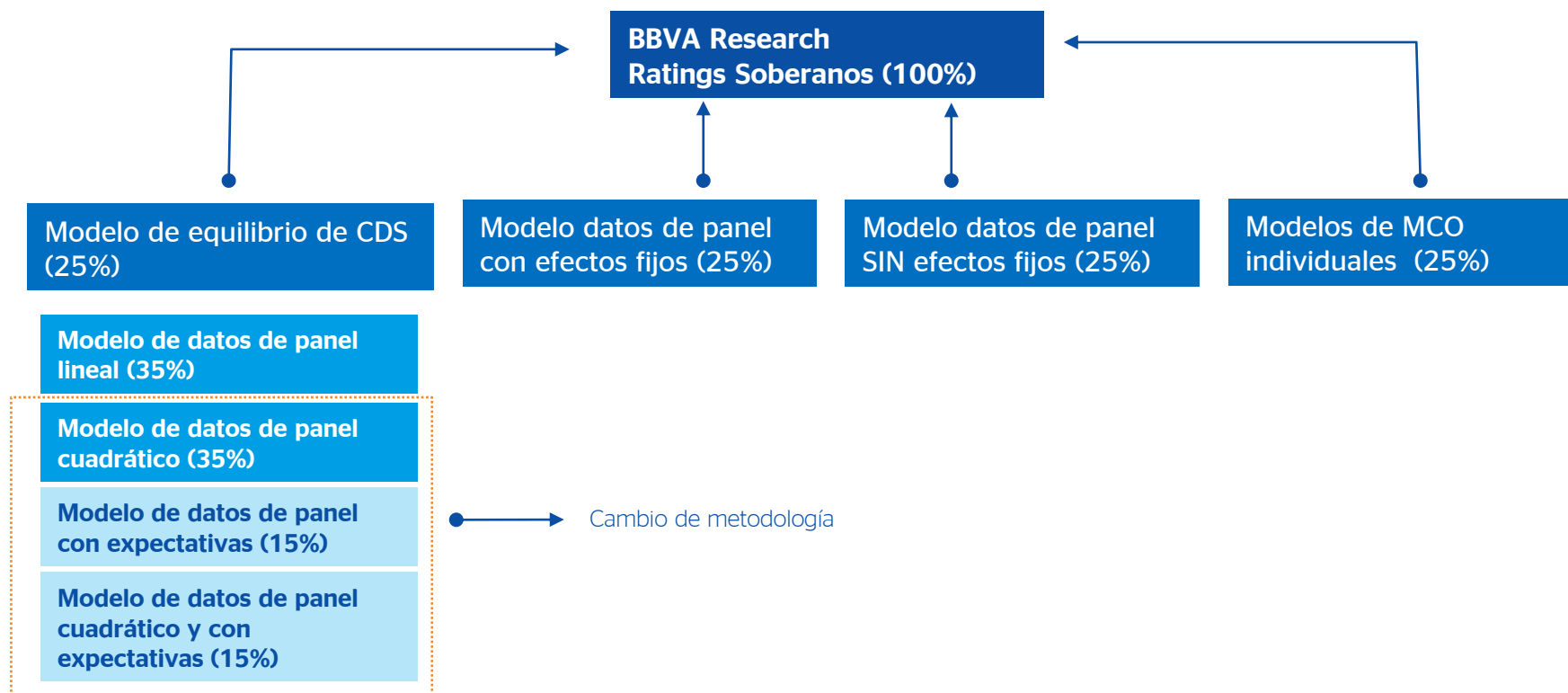
- **Metodología de los ratings soberanos de BBVA Research:** Elaboramos nuestros ratings soberanos tomando la media de cuatro modelos de ratings desarrollados por BBVA Research:
 - **Modelo de panel CDS de equilibrio:** Este modelo estima los niveles actuales y realiza previsiones de los niveles de equilibrio 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 largos plazos 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

Gonzalo de Cadenas

+34 606 001 949

gonzalo.decadenas@bbva.com

David Martínez

+34 690 845 429

dmartinez@bbva.com

Alfonso Ugarte

+ 34 91 537 37 35

Rodrigo Falbo

Rodrigo.falbo@bbva.com

Con la colaboración de:

Carrie Liu

carrie.liu@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

México

Carlos Serrano

carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam

Juan Ruíz

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

Oswaldo López

oswaldo.lopez@bbva.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

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

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo

josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola

matias.viola@bbva.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