

BBVA Research

Informe de Riesgo País

Informe Trimestral de Riesgo País - Septiembre 2015

Unidad de Análisis Transversal de Mercados Emergentes



Informe de Riesgo País

Resumen

Mercados financieros, aversión global al riesgo y flujos de capital

- **Turbulencias financieras en MEs** con caídas en la mayoría de activos y un fuerte **aumento de la aversión global al riesgo (VIX)**. Los **inversores están diferenciando entre MEs y MDs**. **Exportadores de materias primas y activos de países vinculados a China severamente afectados**, pero la mayoría de MEs expuestos.
- La **reasignación de cartera de MEs a MDs se intensificó**. El **desplome en las carteras MEs fue impulsado principalmente por preocupaciones sobre el crecimiento en MEs, China y la normalización de la FED (dominio de factores globales)**.

Actualización de mercados de deuda soberana y ratings

- **Los CDS de países MEs sufrieron un fuerte deterioro debido a las turbulencias financieras en los meses de junio y agosto por el contagio de China y el aumento de riesgos idiosincrásicos en algunos países.**
- **Brasil perdió el grado de inversión por S&P** y sufrió otra rebaja por Moody's. **Grecia fue tanto rebajada como mejorada. Eslovaquia ha sido mejorada por S&P.**
- **La presión del mercado para una nueva rebaja de Rusia sigue en aumento. El riesgo de rebajas potenciales estimado por los ratings implícitos aumenta en China, Chile y Brasil.**

Nuestra valoración del riesgo país

- **Las crecientes preocupaciones sobre China se han unido a la reacción esperada a la normalización de la FED. Por ello, son factores globales los que están detrás del trimestre volátil y negativo en renta variable de MEs, tipos de cambio y materias primas.**
- **La preocupación por riesgos idiosincrásicos se incrementan en países exportadores de materias primas y en países con riesgos externos, políticos y geopolíticos elevados. Los grandes países emergentes continuarán bajo observación.** Menor margen de maniobra entre las posibles reacciones de política de sus autoridades.

Informe de Riesgo País

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. Geopolítica y riesgo de inestabilidad social**
- 5. Tema Especial: Desaceleración de China**

Anexo

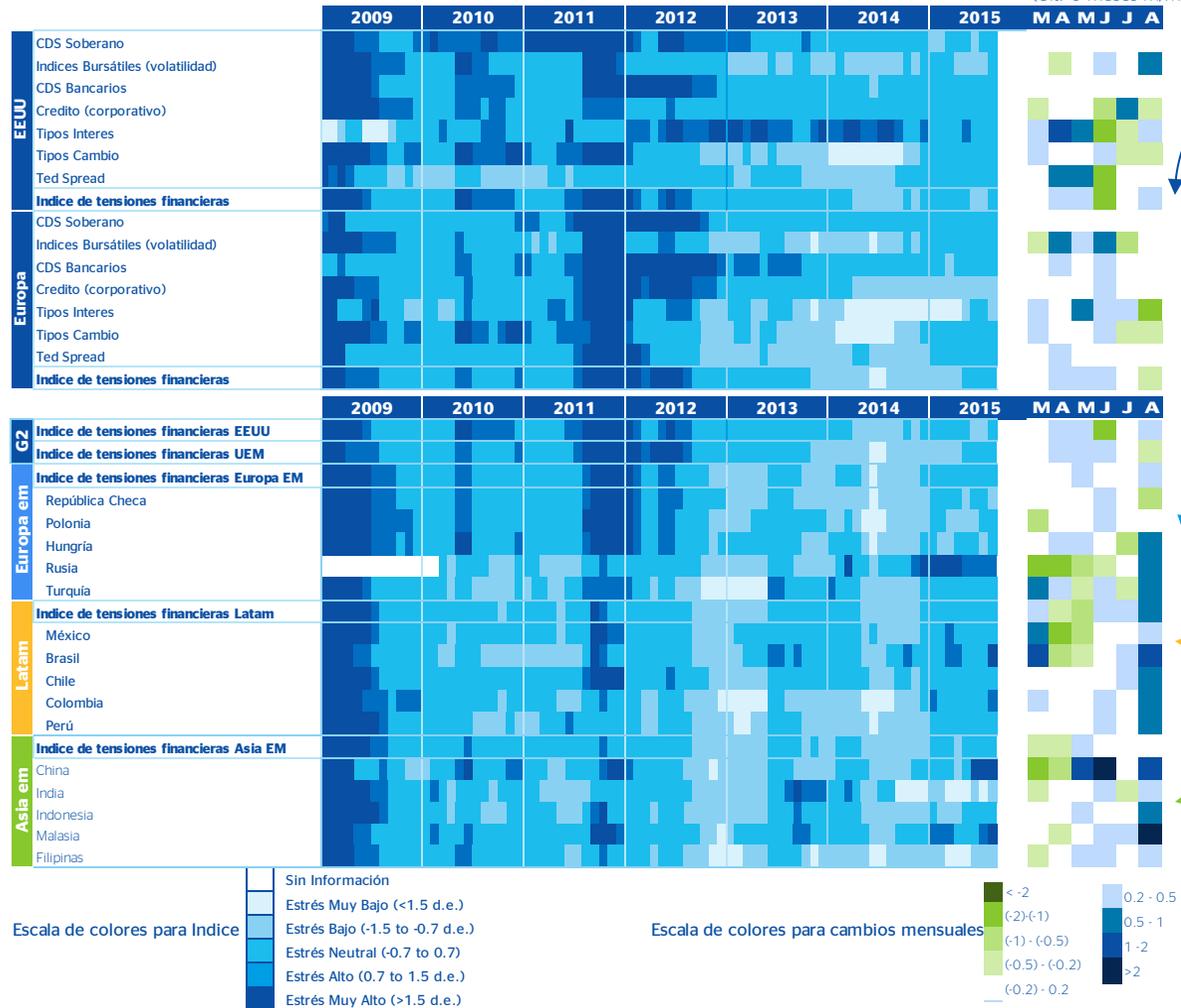
- Metodología

Informe de Riesgo País

Mercados financieros, aversión global al riesgo y flujos de capital Las tensiones financieras golpean a los Mercados Emergentes

Mapa de Estrés Financiero

Fuente: BBVA Research



Las tensiones financieras en Estados Unidos y Europa se han mantenido estables en el último trimestre con cierta volatilidad en los mercados de renta variable debido a las preocupaciones sobre las perspectivas económicas de China.

Las tensiones han aumentado en una gran parte de MEs en junio y agosto con un culpable claro en junio: China.

Posteriormente, las tensiones se han extendido globalmente a todos los MEs, especialmente en Latinoamérica (Brazil y Colombia) y Asia.

Sin embargo, la diferenciación por parte de los inversores ha sido significativa. Las tensiones han aumentado en China, Indonesia y Malasia, pero no tanto en la India y Filipinas.



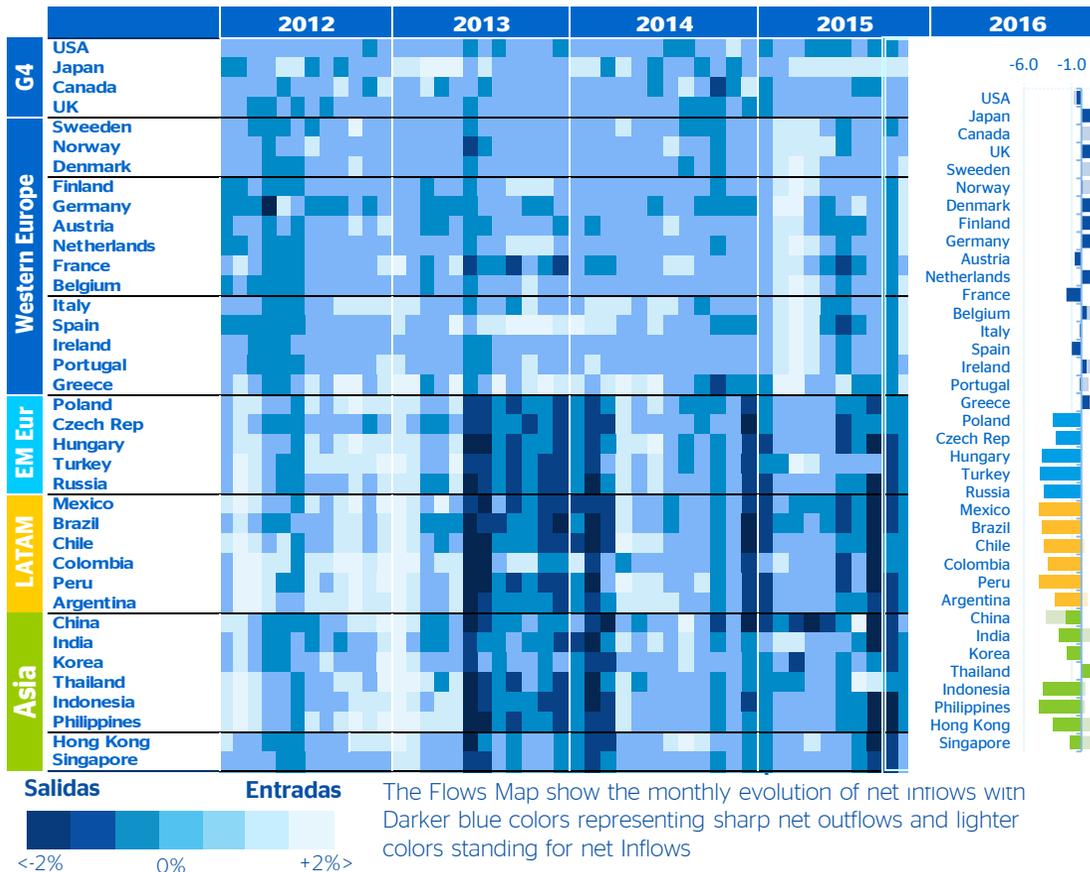
Informe de Riesgo País

Mercados financieros internacionales, aversión al riesgo y flujos de cartera

La rotación de carteras de ME a MD se intensifica dadas las tensiones globales

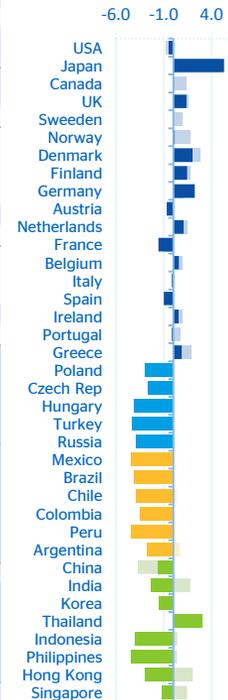
BBVA Mapa de Flujos de Cartera

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



Flujos 3T15 vs. 2T15 Gráfico y Comentario

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



- Entorno de fuerte aversión al riesgo motivado por China, la normalización de la FED y los temores sobre Grecia.
- La rotación de carteras desde Bonos a Equity de MDs y la contracción general de flujos a Mes dominados por factores globales. Los inversores no institucionales reducen sus posiciones, mientras que los institucionales las mantienen.
- Salidas fuertes pero temporales de bonos europeos hacia activos refugio debido a ajustes de valoraciones y a los temores sobre Grecia. Las salidas de flujos de renta variable europea también se moderan

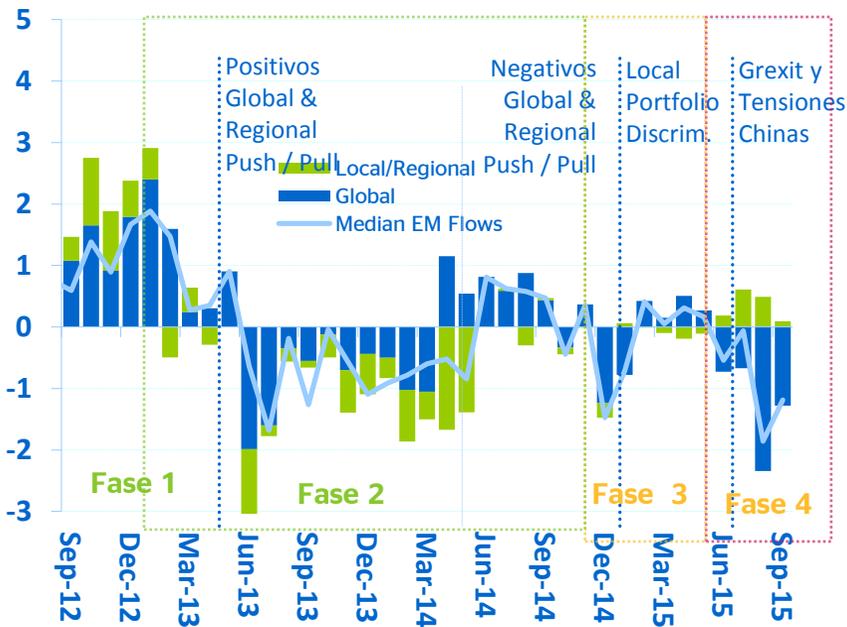
Informe de Riesgo País

Mercados financieros internacionales, aversión al riesgo y flujos de cartera
La contracción de flujos a MEs dominada por factores globales (80%), pero los factores locales aumentan con respecto al trimestre anterior

Flujos a Mercados Emergentes

(Mediana de la descomposición de flujos de cartera, cambio mensual en %)

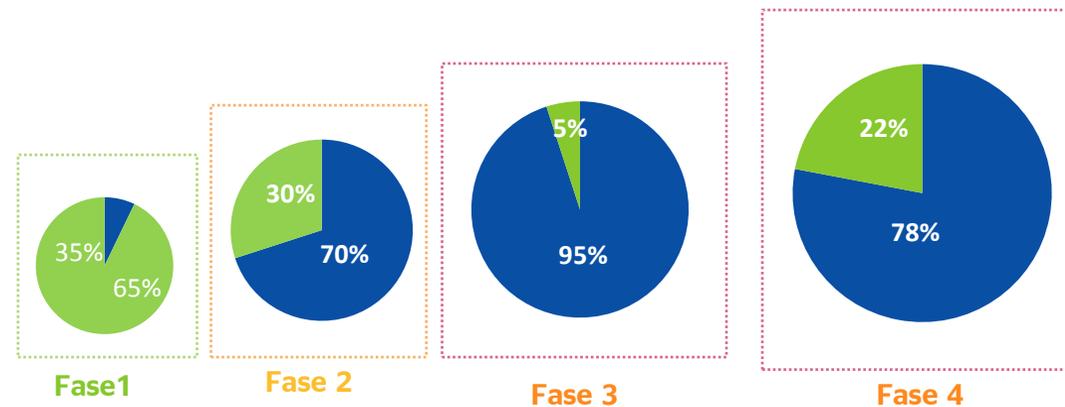
Fuente: BBVA Research



Determinantes de los flujos a MEs

(Mediana de la descomposición de flujos de cartera a MEs)

Fuente: BBVA Research



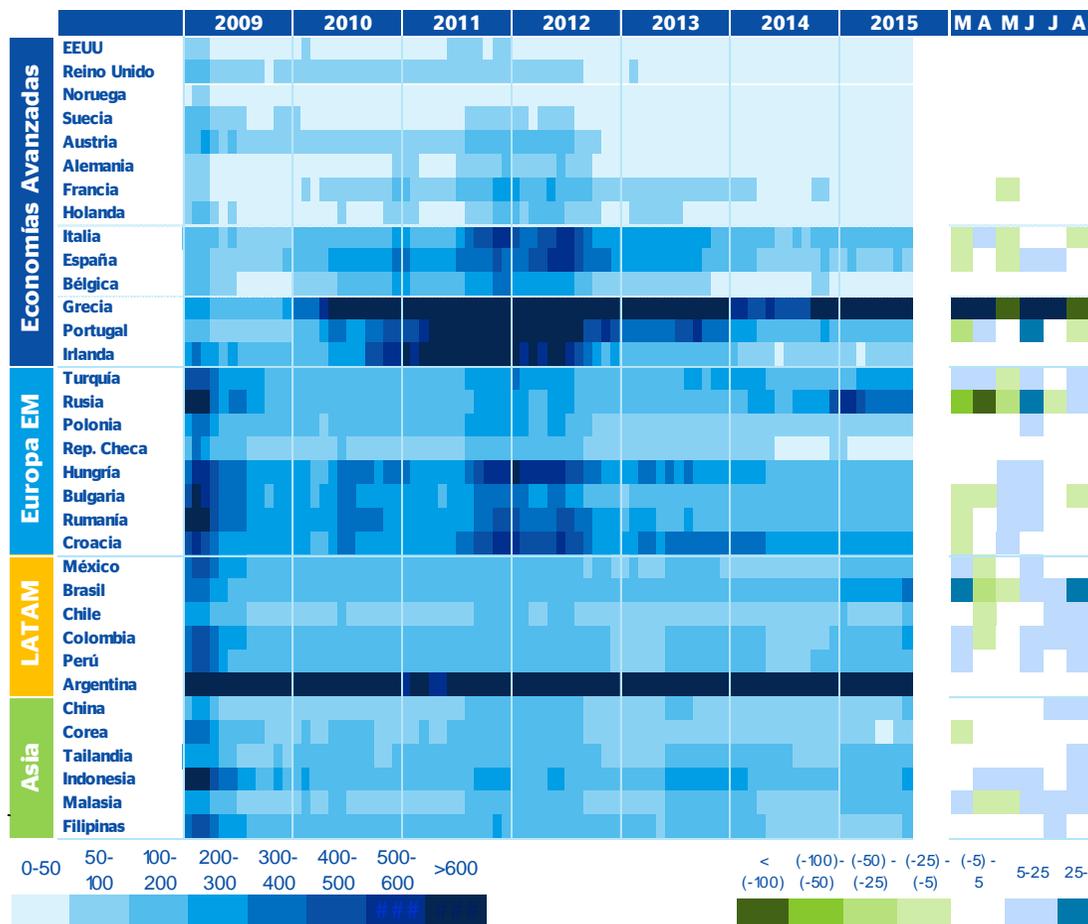
Informe de Riesgo País

Actualización de mercados y ratings soberanos: CDS soberanos

Fuerte aumento de los CDS en LatAm y Asia ME. Europa ME menos afectada, con la excepción de Rusia y Turquía

Diferenciales de CDS soberanos

Fuente: Datastream y BBVA Research



El CDS griego ha subido y bajado en línea con el avance de las negociaciones con sus acreedores. Los diferenciales de España y Portugal experimentaron un contagio menor.

Los diferenciales de Turquía y Rusia aumentaron significativamente. El resto de los países emergentes de Europa se mantuvo estable.

El spread de Brasil empeoró fuertemente durante Agosto, antes y después de ser rebajado por S&P. América Latina ha sufrido aumentos fuertes hasta niveles no vistos desde 2009.

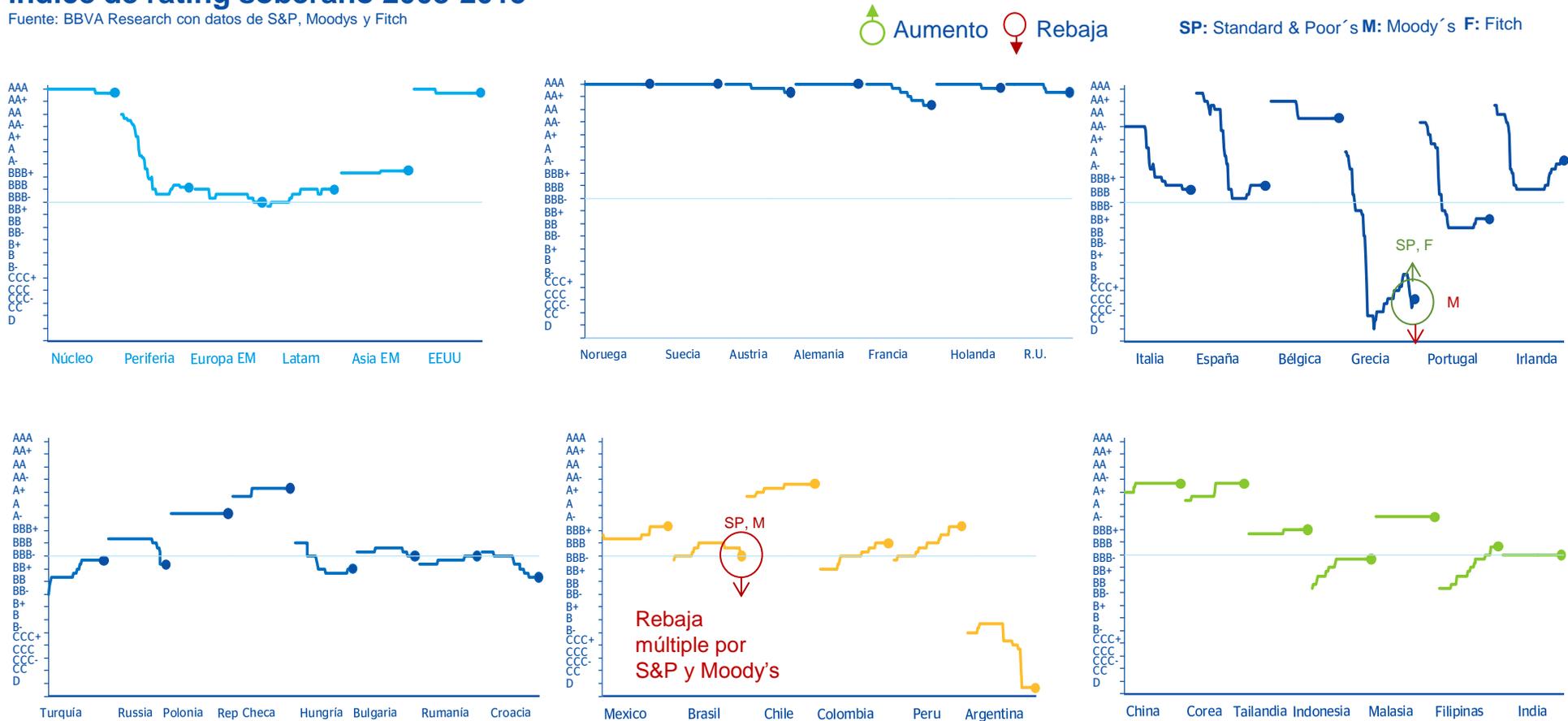
Las primas de riesgo se incrementaron también en Asia ME por el contagio chino. Indonesia, Tailandia y Malasia entre los más afectados.

Informe de Riesgo País

Actualización de mercados y ratings soberanos Brazil pierde el grado de inversión por S&P. Cambios mixtos en la calificación de Grecia

Índice de rating soberano 2008-2015

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

Informe de Riesgo País

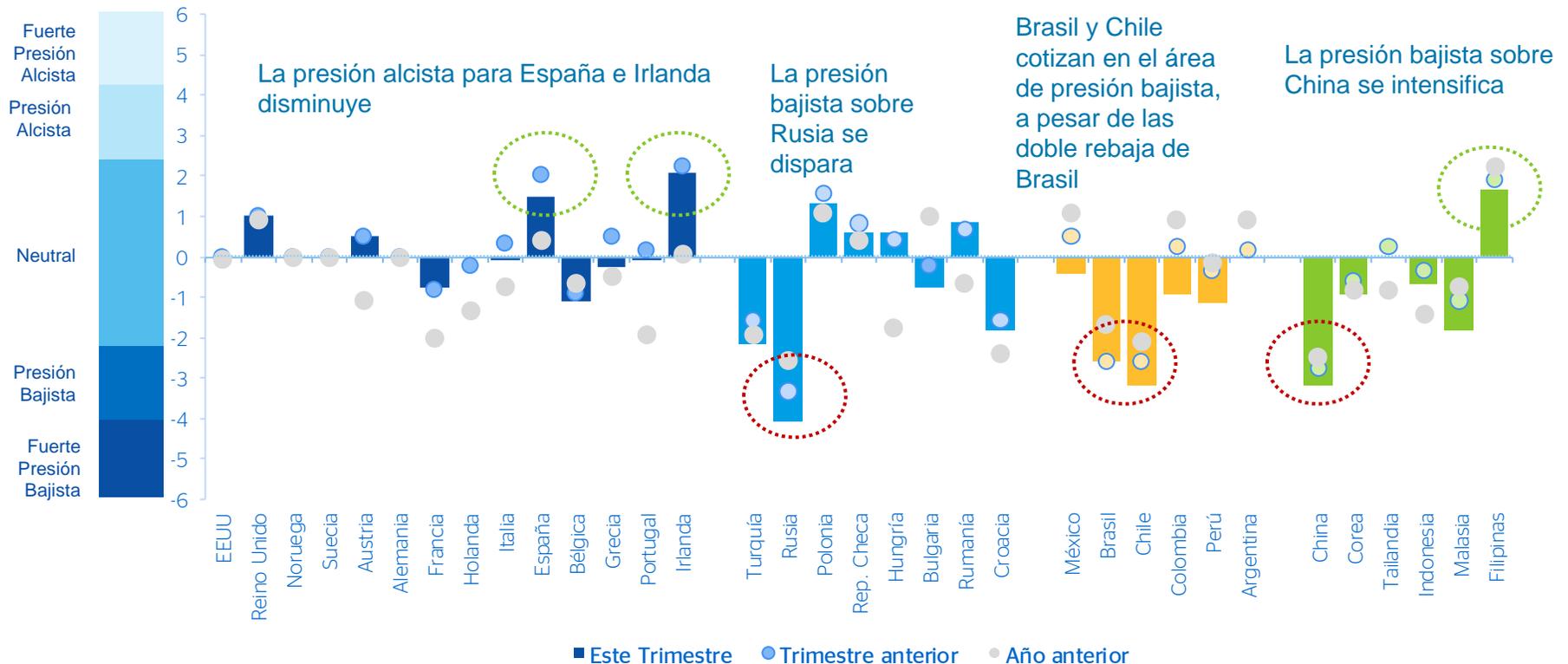
Actualización de mercados y ratings soberanos

Fuerte presión sobre Rusia. Las brechas entre los ratings implícitos y de agencias sugieren rebajas potenciales en LatAm

Brecha de presión bajista sobre las agencias de rating (Sep 2015)

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

Fuente: BBVA Research



Mapa de presión bajista: El mapa muestra la diferencia entre el índice de ratings actuales (ordenados numéricamente desde impago (0) hasta AAA (20)) y los ratings implícitos en los CDS.



Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo por regiones

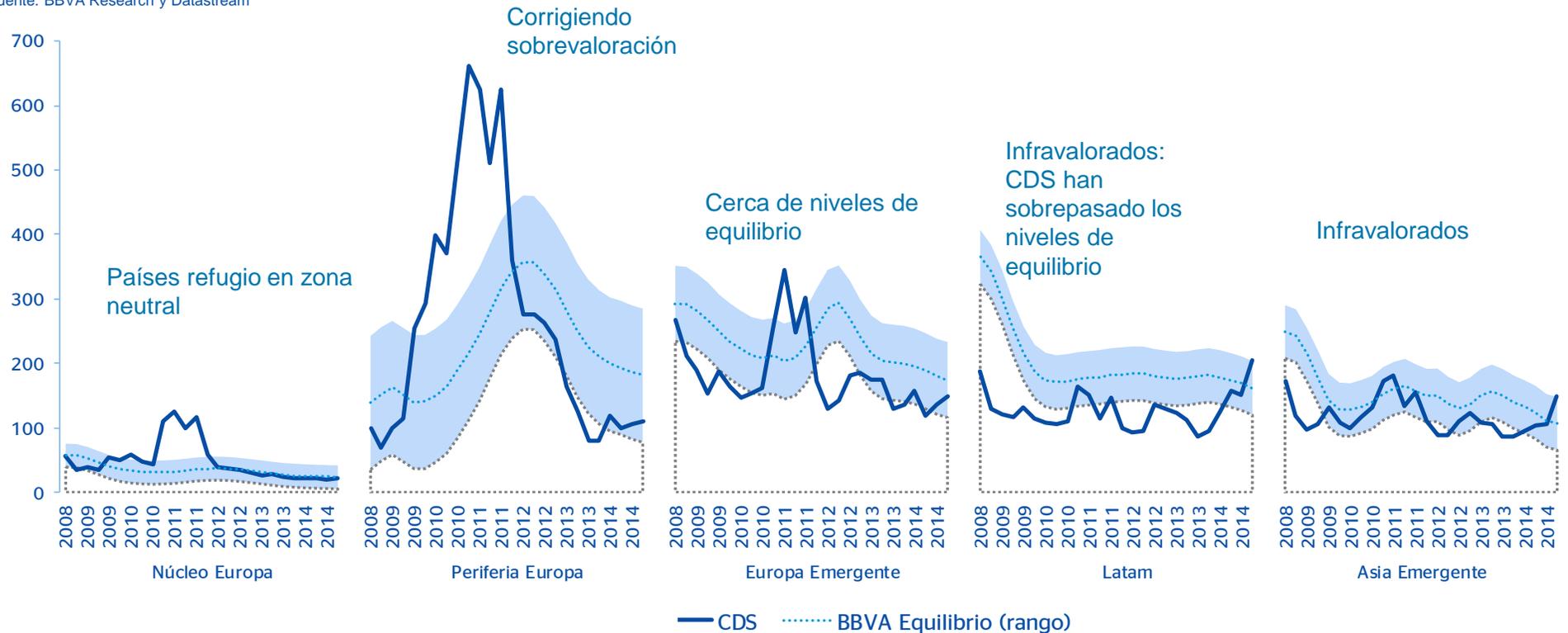
LatAm y Asia ME han revertido por encima de los niveles de equilibrio

CDS y diferenciales de riesgo de equilibrio Sept. 2015

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

*Periferia Europa excluye Grecia

Fuente: BBVA Research y Datastream





Informe de Riesgo País

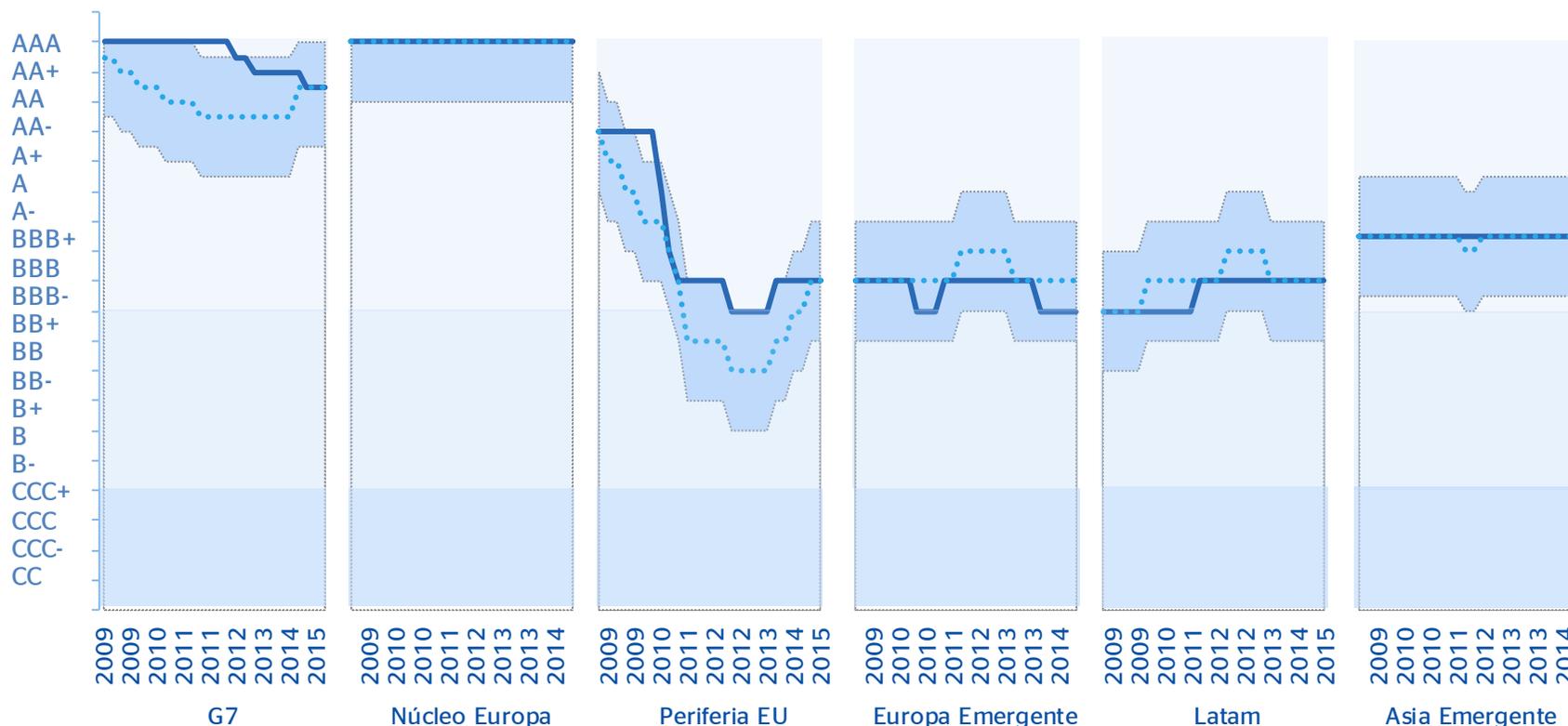
Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo por regiones

A nivel regional, las calificaciones están en línea con los fundamentales

Rating soberano de agencias vs. BBVA Research Sept. 2015

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

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



— Rating Agencias BBVA-Research

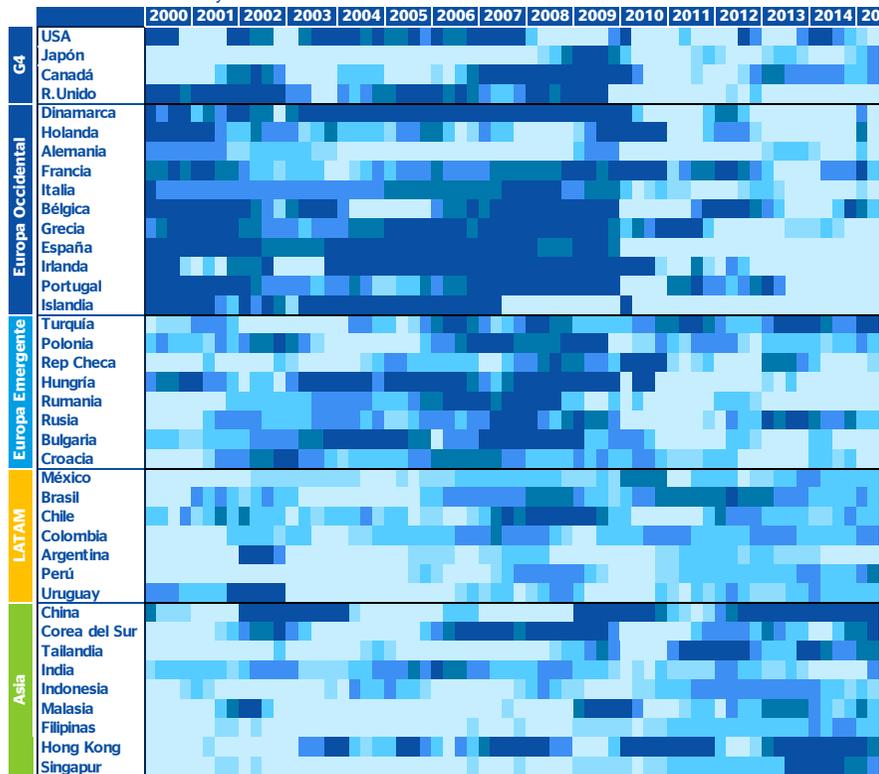
Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo
Crecimiento del crédito débil o negativo en la mayoría de regiones. China, Turquía y Corea países a vigilar

Mapa de crédito al sector privado (2000-2015 T2)

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

Fuente: BBVA Research y Haver



Crecimiento T/T

Últ. 4 trimestres hasta T2-2015



Apalancamiento estable en Estados Unidos y crecimiento moderado en Japón y Canadá. Reino Unido continúa en desapalancamiento

Datos volátiles en países de Europa Central. Desapalancamiento fuerte después de un trimestre anterior de fuerte crecimiento

Proceso de apalancamiento de Turquía continúa con fuerza. Rusia se desapalanca por segundo trimestre consecutivo

Primeros signos de desapalancamiento en Brasil y Chile. Por otro lado, apalancamiento del Perú se acelera

China ha estado apalancándose a ritmo acelerado por casi 3 años. HK, Malasia, Indonesia y Filipinas empiezan a desapalancarse

Boom: Crecimiento Crédito/PIB mayor 7%
 Crecimiento excesivo: Crecimiento Crédito/PIB entre 5% y 7%
 Crecimiento Elevado: Crecimiento Crédito/PIB entre 3% y 5%
 Crecimiento Moderado: Crecimiento Crédito/PIB entre 1% y 3%
 Estancamiento: Crecimiento Crédito/PIB entre 0% y 1%
 Desapalancamiento: Contracción Crédito/PIB
 ... No disponible

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

Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

El crecimiento del precio de la vivienda pierde ritmo globalmente. HK, Turquía, Chile y Filipinas deben ser monitorizados

Mapa de precios reales de la vivienda (2000-2015 T2)

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

Fuente: BBVA Research, BIS y Global Property guide



Crecimiento T/T

Últ. 4 trimestres hasta T2-2015



Precios estancados en Estados Unidos y Canadá. El crecimiento se está desacelerando en el Reino Unido

El crecimiento de precios se ha enfriado fuertemente en la mayoría de países europeos

Precios en Turquía y la República Checa crecen rápidamente.

Crecimiento de precios en Chile y Colombia pierde fuerza.

Los precios en China se ajustan (casi un 8% en términos reales en los últimos 12 meses). Precios siguen creciendo rápido en HK y Filipinas

Boom: Crecimiento precios reales mayor 8%
Crecimiento excesivo: Crecimiento precios reales entre 5% y 8%
Crecimiento Elevado: Crecimiento precios reales entre 3% y 5%
Crecimiento Moderado: Crecimiento precios reales entre 1% y 3%
Estancamiento: Crecimiento precios reales entre 0% y 1%
Desapalancamiento: contracción de los precios reales
 No disponible

Crecimiento T/T > 3.5%
Crecimiento T/T entre 2% y 3.5%
Crecimiento T/T entre 1% y 2%
Crecimiento T/T entre 0.5% y 1%
Crecimiento T/T entre -0.5% y 0.5%
Crecimiento T/T entre -0.5% y -1%
Crecimiento T/T entre -1% y -2%
Crecimiento T/T entre -2% y -3.5%
Crecimiento T/T < -3.5%

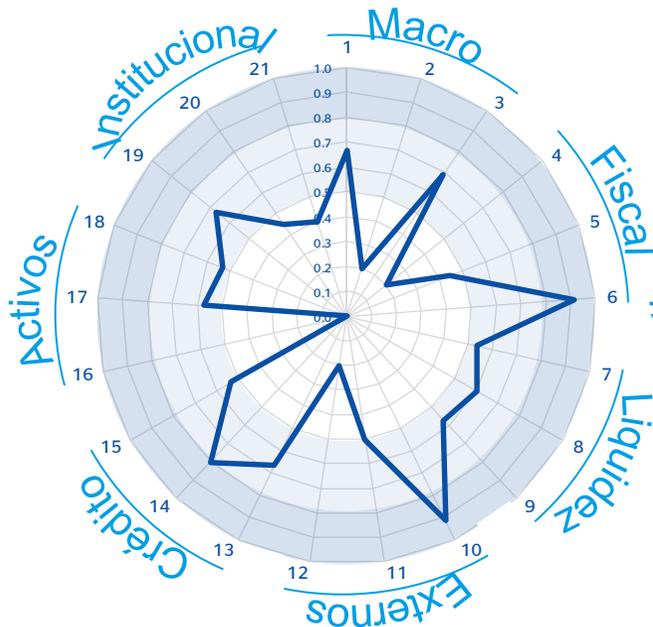
Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo La vulnerabilidad fiscal, el endeudamiento privado y los riesgos externos continúan elevados en países avanzados

Economías Avanzadas: radar de vulnerabilidad 2015

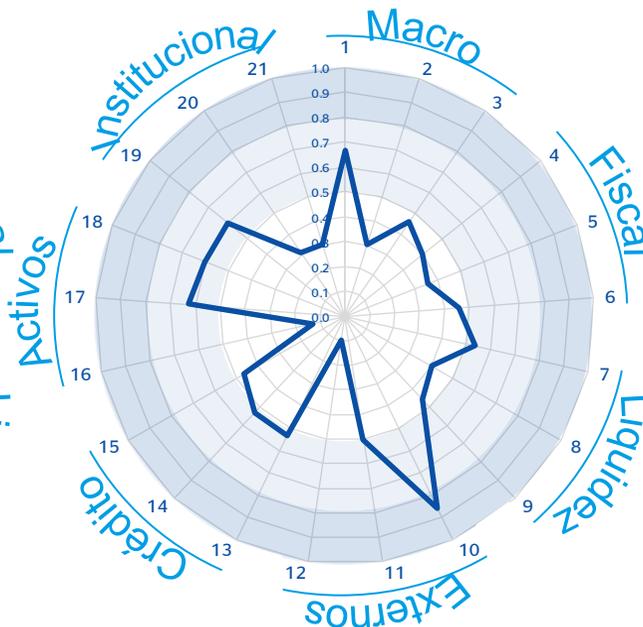
(posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)
Fuente: BBVA Research

G7



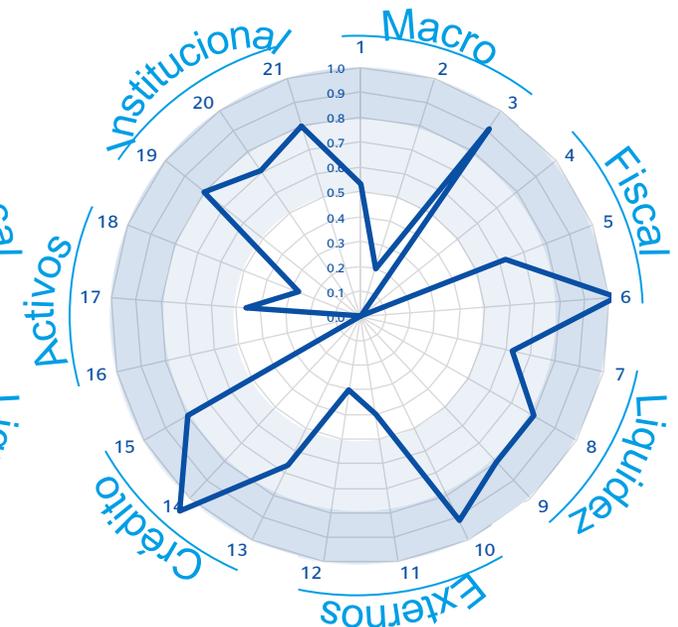
La deuda pública y corporativa continúan como principales vulnerabilidades

Núcleo Europa



Los niveles de deuda externa son nuevamente la principal vulnerabilidad

Europa Periférica



El desempleo, la deuda pública y la deuda corporativa permanecen en niveles preocupantes.

- Riesgo Alto
- Riesgo Moderado
- Riesgo Bajo

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

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

Liquidez: (7) Deuda Manos No Residentes (%total) (8) Necesidades Fin. (%PIB) (9) Presiones Deuda C/P (% PIB)

Externos: (10) Deuda Externa (%PIB) (11) Tipo de cambio real (%a/a) (12) Déficit Cuenta Corriente (% PIB)

Crédito: (13) Hogares (%PIB) (14) Empresas No Fin. (%PIB) (15) Crédito/Depósitos (%)

Activos: (16) Crédito Privado / PIB (%a/a) (17) Precio Real Vivienda (%a/a) (18) Mercado Valores (%)

Institucional: (19) Estabilidad Política (20) Corrupción (21) Justicia



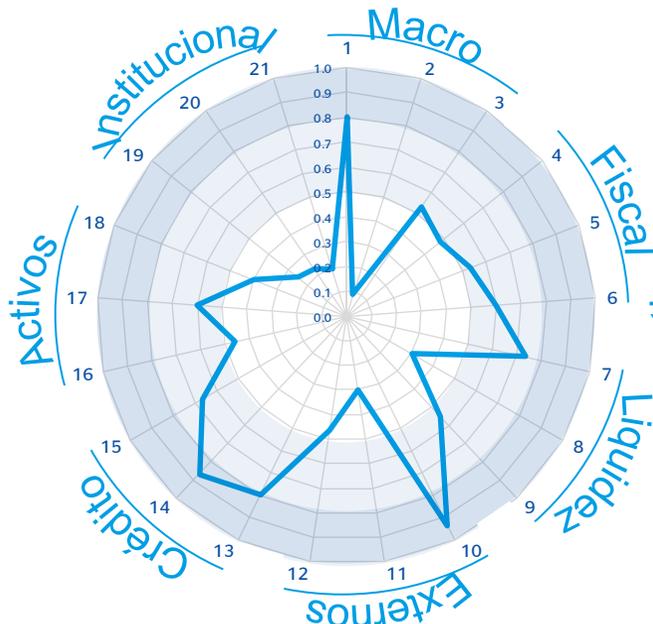
Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo
La vulnerabilidad de Europa EM elevada pero mejorando.
Preocupación por vulnerabilidad externa en LatAm y fiscal en Asia

Economías Emergentes: radar de vulnerabilidad 2015

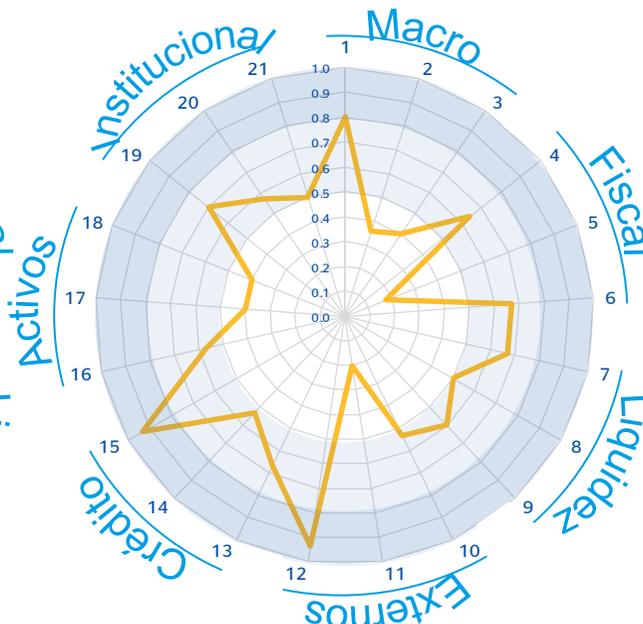
posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)
 Fuente: BBVA Research

Europa Emergente



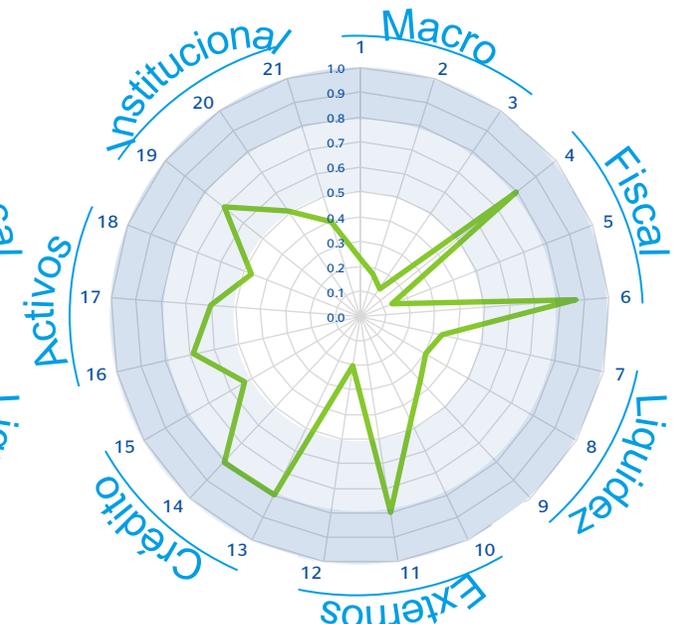
Nuevamente, la deuda externa es la mayor vulnerabilidad junto a la deuda corporativa

Latinoamérica



El déficit por cuenta corriente y el ratio de crédito a depósitos en niveles de alta vulnerabilidad.

Asia Emergente



El deterioro de los balances y la deuda pública elevada aumentan la vulnerabilidad fiscal. Endeudamiento privado también aumenta

- Riesgo Alto
- Riesgo Moderado
- Riesgo Bajo

Macro: (1) PIB (%a/a) (2) IPC (% a/a) (3) Desempleo (%)
Fiscal: (4) Déficit Ajustado Ciclo (%PIB) (5) Dif. Tipo Interés – Crec. PIB 2014-19 (6) Deuda Pública (% PIB)
Liquidez: (7) Deuda Manos No Residentes (%total) (8) Necesidades Fin. (%PIB) (9) Presiones Deuda C/P (% PIB)
Externos: (10) Deuda Externa (%PIB) (11) Tipo de cambio real (%a/a) (12) Déficit Cuenta Corriente (% PIB)
Crédito: (13) Hogares (%PIB) (14) Empresas No Fin. (%PIB) (15) Crédito/Depósitos (%)
Activos: (16) Crédito Privado / PIB (%a/a) (17) Precio Real Vivienda (%a/a) (18) Mercado Valores (%)
Institucional: (19) Estabilidad Política (20) Corrupción (21) Justicia

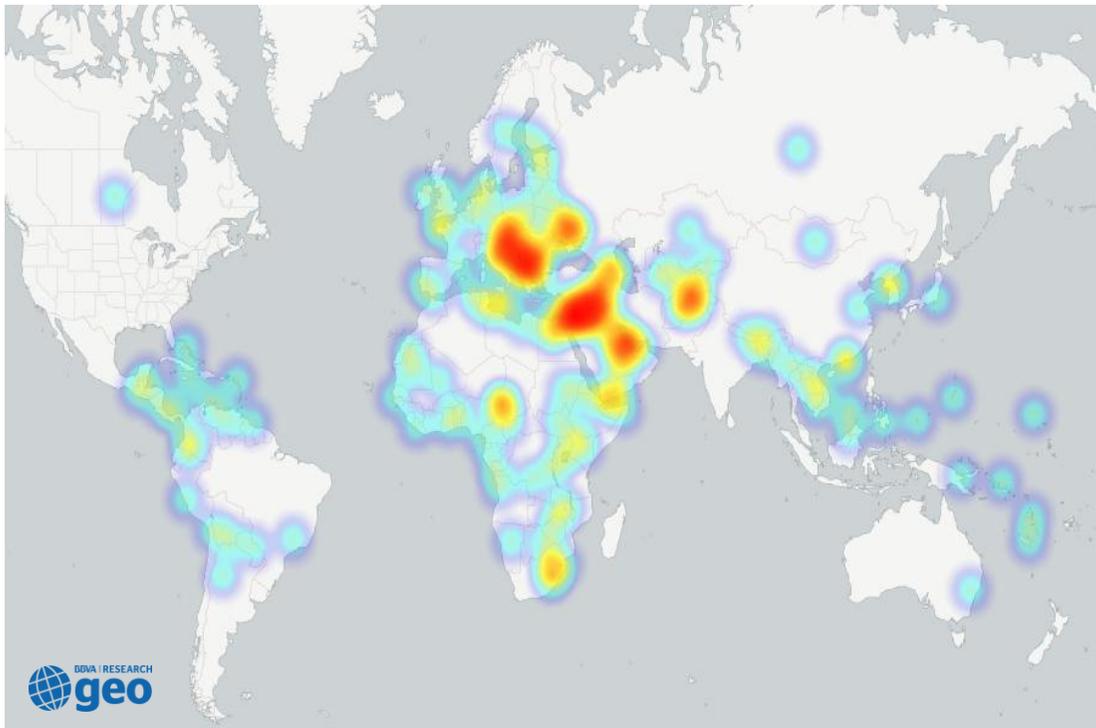
Informe de Riesgo País

Riesgos Geopolíticos

Un entorno problemático para una Europa acorralada

BBVA-Research Mapa de intensidad de Conflictos (4Q14-2Q15)

(Número de conflictos / Eventos totales)



ISIS continúa sus ataques en la región MENA. La eficacia de la fuerza de coalición se ha visto muy favorecida por la decisión de Turquía de proporcionar apoyo a través de las bases militares.

La crisis de los refugiados siguen en aumento en Europa. Los países del Este de Europa comienzan a padecer los flujos masivos de migrantes de la región MENA.

Intensificación de los combates en Ucrania a su nivel más fuerte desde el acuerdo

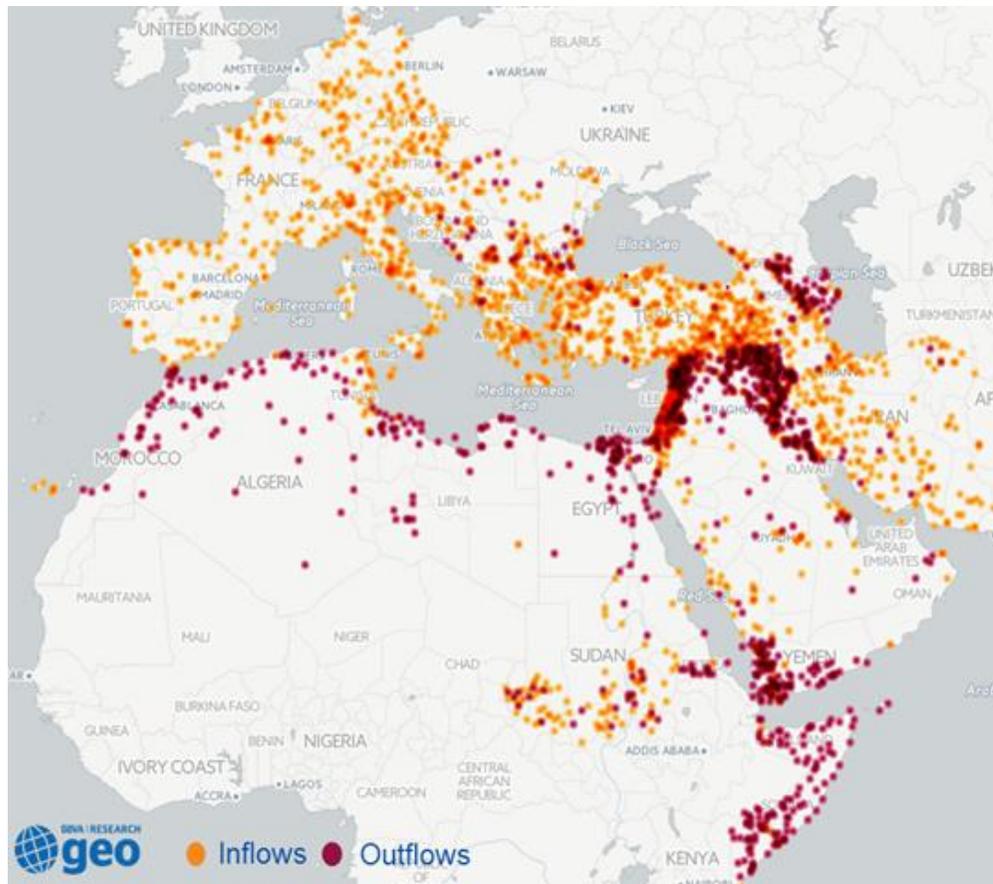
Fuente: www.gdelt.org & BBVA Research

Informe de Riesgo País

Riesgos Geopolíticos

La crisis de refugiados refuerza los problemas de seguridad en Europa

BBVA Research: Mapa de flujos de refugiados (Primer semestre 2015) (Número de citas en la prensa sobre flujos de refugiados)



Oriente Medio y el Norte de África se enfrentan a múltiples y complejas situaciones de emergencia que están planteando importantes retos humanitarios para Europa

Durante el primer semestre de 2015 alrededor de 350.000 refugiados han alcanzado el sur de Europa, pero el sistema de distribución de emergencia de refugiados Europeo sólo cubre 160.000 de ellos.

Definir un plan de acción más integral y coordinado de la UE a la crisis migratoria es urgente y crucial para evitar mayores consecuencias económicas y sociales

Informe de Riesgo País

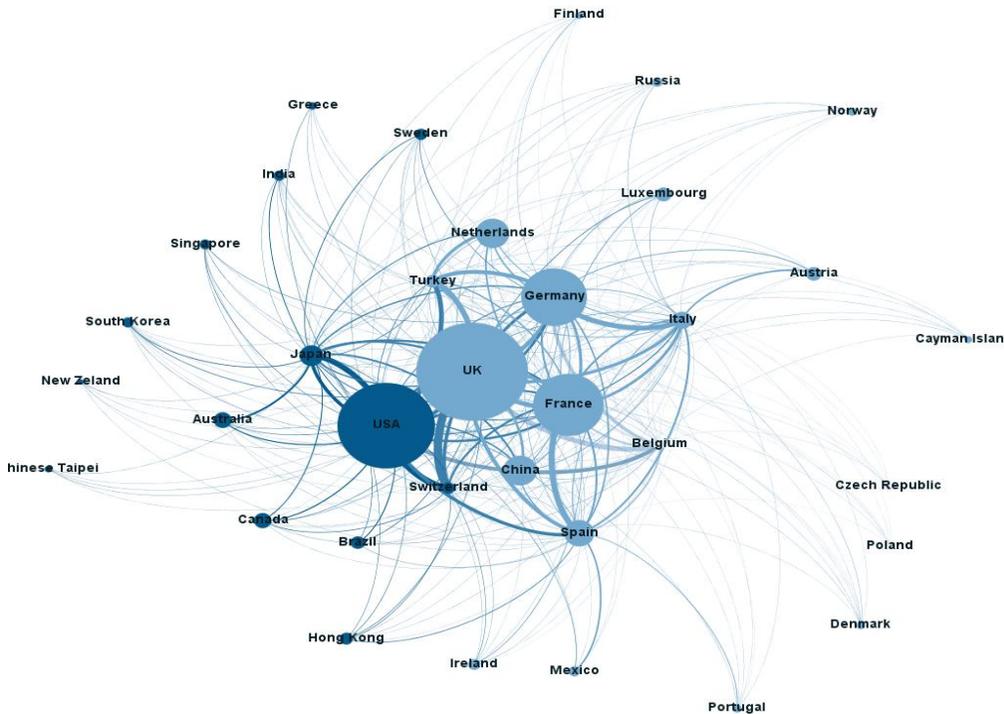
Tema Especial

Desaceleración China: efectos económicos reales y financieros



Desaceleración China: efectos económicos reales y financieros

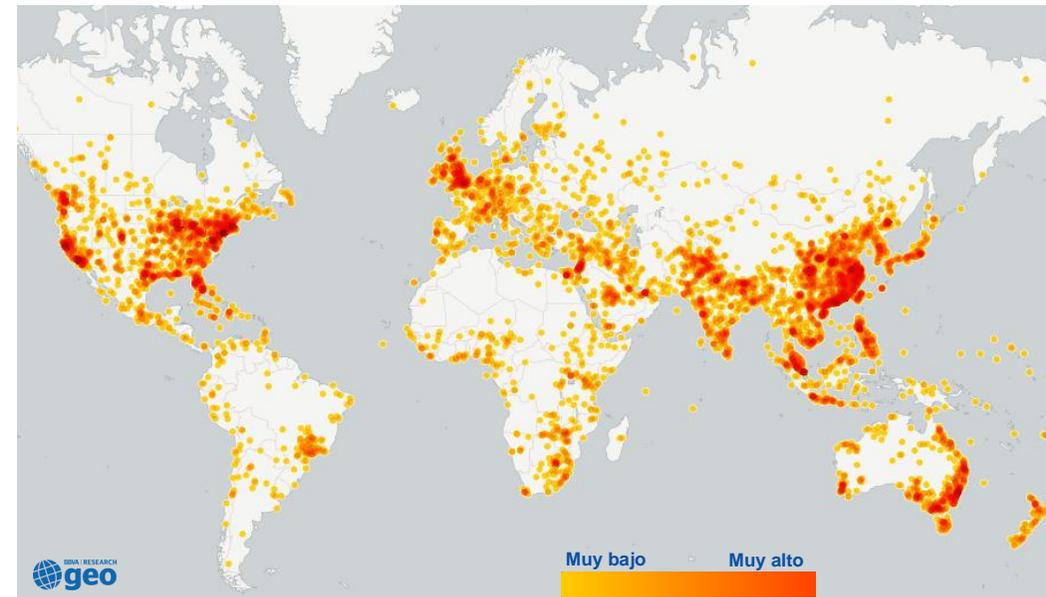
Red de exposición interbancaria



Fuente: BBVA Research & BIS Consolidated Banking Statistics Tabla 9E

BBVA Research Percepción mundial sobre desaceleración China

(Cobertura de los medios de comunicación acerca de las preocupaciones de la desaceleración de China en todo el mundo)



Fuente: www.gdelt.org y BBVA Research



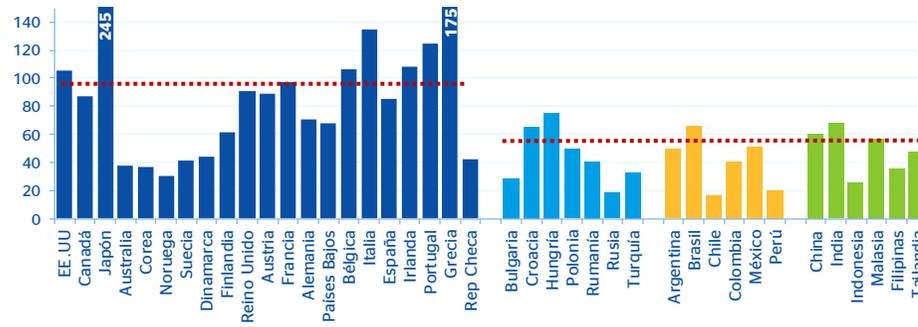
Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

Ratios de deuda pública y privada todavía elevados en algunos desarrollados

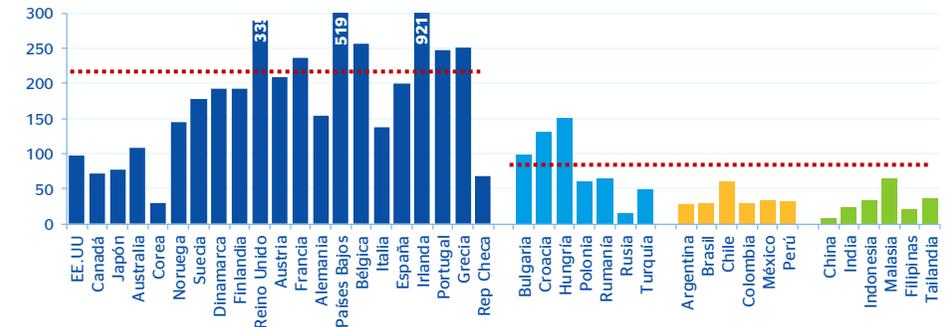
Deuda Pública Bruta 2015

(% PIB)
Fuente: BBVA Research y FMI



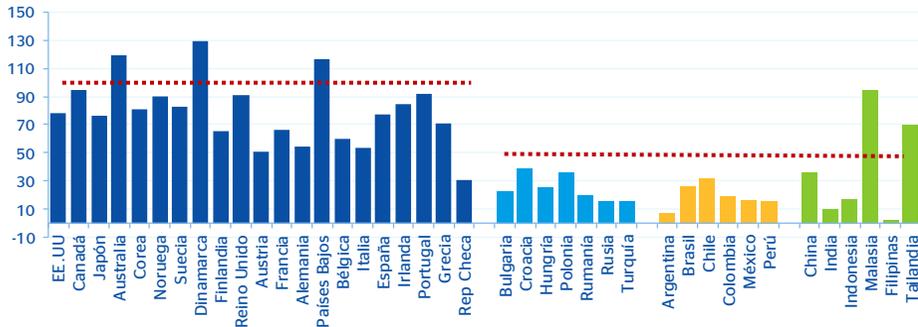
Deuda Externa 2015

(% PIB)
Fuente: BBVA Research y FMI



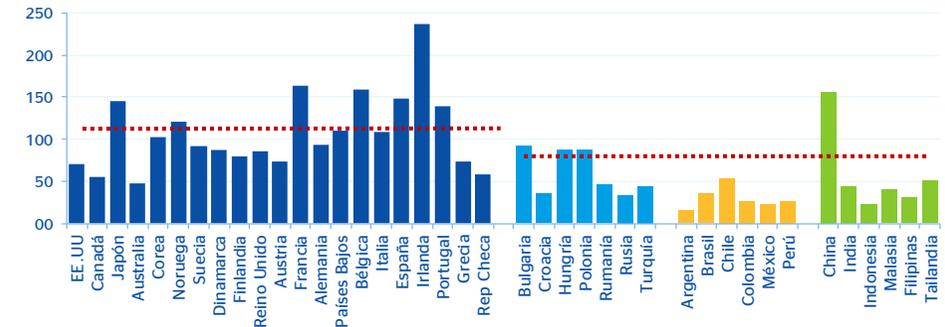
Deuda Hogares 2015

(% PIB)
Fuente: BBVA Research y BIS



Deuda Empresas 2015

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



Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo

Indicadores de vulnerabilidad: Economías desarrolladas

Indicadores de vulnerabilidad* 2015: 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 2014-19	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidades Brutas Fin. (1)	Deuda pública a corto plazo (3)	Deuda en manos de no residentes (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempleo (5)	Crecim. del crédito privado sobre PIB (4)	Crecim. precios reales de la vivienda (4)	Crecim. Mercado de valores (4)	Crédito hogares (1)	Crédito empresas no financieras (1)	Apalancamiento bancario (6)	Estabilidad política BM (7)	Control de la corrupción BM (7)	Justicia BM (7)
EE.UU	-1.8	-1.3	105	-3.3	97	13.7	20	14	34	2.9	0.5	5.3	-0.2	5.1	4.7	78	70	61	-0.6	-1.3	-1.6
Canadá	-1.3	-0.1	87	-3.5	72	-10.1	12	12	22	2.2	1.0	7.0	3.0	4.0	-3.9	94	56	133	-1.0	-1.9	-1.8
Japón	-5.4	-0.8	246	2.6	77	-18.5	53	18	8	1.3	1.3	3.4	4.3	0.6	33.5	76	146	50	-1.0	-1.6	-1.3
Australia	-1.7	0.1	38	-2.8	108	-7.5	6	6	66	2.8	2.6	6.4	11.5	3.3	1.3	120	47	134	-1.0	-1.8	-1.7
Corea	-0.2	-1.2	37	7.8	30	9.3	3	9	13	2.7	0.8	3.7	8.7	2.4	3.6	81	103	98	-0.2	-0.5	-1.0
Noruega	-9.5	-0.5	30	6.4	145	-8.9	-6	8	34	1.0	2.3	3.8	4.6	4.4	0.3	90	121	124	-1.3	-2.3	-1.9
Suecia	-1.1	-2.1	41	6.3	177	-8.4	7	12	45	2.7	0.4	7.7	-4.5	7.7	12.0	83	92	210	-1.1	-2.3	-1.9
Dinamarca	-1.2	-0.9	44	6.5	193	-2.8	9	26	43	1.6	0.8	6.2	-6.5	3.8	27.5	129	87	338	-0.9	-2.4	-1.9
Finlandia	-0.4	-0.7	62	6.5	193	-3.2	8	9	79	0.8	1.2	8.7	-7.8	1.2	9.3	65	80	147	-1.4	-2.2	-1.9
Reino Unido	-2.8	-0.8	91	-5.3	290	10.1	13	7	28	2.5	0.1	5.4	-6.7	5.5	-3.3	91	86	57	-0.5	-1.7	-1.7
Austria	0.9	0.7	89	3.1	209	-1.0	7	5	76	0.9	1.1	5.1	0.1	1.7	-3.6	51	74	102	-1.3	-1.5	-1.8
Francia	-0.3	-0.8	97	-0.9	236	-4.0	17	13	61	1.3	0.3	10.1	2.4	-2.3	8.3	66	164	114	-0.4	-1.3	-1.4
Alemania	2.0	-1.0	71	7.7	154	-3.9	6	6	61	1.5	0.5	4.9	-5.6	5.1	11.3	54	93	97	-0.9	-1.8	-1.6
Países Bajos	1.3	-0.8	68	11.1	501	-2.7	11	12	52	1.6	0.4	7.2	-8.9	1.1	14.4	117	110	100	-1.1	-2.0	-1.8
Bélgica	0.3	-0.1	107	1.5	257	-3.6	20	16	59	1.3	0.5	8.4	1.6	3.3	12.8	60	160	51	-0.9	-1.6	-1.4
Italia	4.0	0.8	135	2.1	137	-3.8	22	19	36	0.7	0.2	12.6	-3.7	-3.1	5.5	54	108	112	-0.5	0.0	-0.4
España	0.9	0.1	85	0.9	199	-2.4	22	16	42	3.0	-0.2	22.3	-14.2	0.8	-1.4	77	148	127	0.0	-0.8	-1.0
Irlanda	1.0	-1.0	108	4.9	957	-6.6	10	6	62	3.9	0.3	9.8	-42.5	11.1	31.2	84	236	65	-0.9	-1.5	-1.7
Portugal	4.0	0.8	124	1.5	247	-2.9	20	17	72	2.0	0.7	13.1	-12.7	2.4	-13.7	92	139	153	-0.7	-0.9	-1.0
Grecia	5.7	-1.8	173	3.6	252	-6.4	10	4	82	2.5	0.1	24.8	-4.0	-1.2	-34.3	71	73	143	0.2	0.1	-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

Informe de Riesgo País

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna de riesgo por regiones

Indicadores de vulnerabilidad: Economías emergentes

Indicadores de vulnerabilidad* 2015: 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 2014-19	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidades Brutas Fin. (1)	Reservas sobre deuda exterior a c/p (3)	Deuda en manos de no residentes (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempleo (5)	Crecim. del crédito privado sobre PIB (4)	Crecim. precios reales de la vivienda (4)	Crecim. Mercado de valores (4)	crédito hogares (1)	Crédito empresas no financieras (1)	Apalancamiento bancario (6)	Estabilidad política BM (7)	Control de la corrupción BM (7)	Justicia BM (7)
Bulgaria	-1.8	0.4	29	-0.1	100	-3.4	4	1.8	44	1.2	0.3	10.9	-8.5	-4.3	-12.0	23	92	89	-0.2	0.3	0.1
Rep Checa	0.2	-1.0	42	0.6	68	-5.7	8	16	32	2.5	0.8	6.1	0.4	4.3	-2.8	30	57	89	-1.1	-0.2	-1.0
Croacia	0.1	1.7	65	2.2	131	-1.5	11	3.5	34	0.5	-0.6	17.3	-0.5	1.2	-3.0	39	35	107	-0.6	-0.1	-0.2
Hungría	1.2	0.0	75	6.9	151	-6.1	23	2.8	61	2.7	1.7	7.6	-13.0	3.3	17.7	26	88	101	-0.8	-0.3	-0.6
Polonia	-0.7	-0.7	49	-1.8	60	-1.5	11	3.0	57	3.5	0.4	8.0	2.7	-3.8	2.7	36	87	117	-0.9	-0.5	-0.7
Rumanía	-0.1	-1.4	41	-0.7	65	-3.5	8	1.5	49	2.7	2.2	6.7	-2.7	3.5	4.1	19	46	97	-0.2	0.2	0.0
Rusia	-2.0	-1.0	19	4.6	14	-12.3	5	13.9	15	-3.8	12.0	6.5	2.1	-11.2	12.1	15	33	113	0.8	1.0	0.8
Turquía	1.5	-1.0	33	-4.2	49	-2.3	6	0.9	36	3.1	7.0	11.4	9.6	11.2	4.8	16	45	123	1.2	-0.1	0.0
Argentina	-1.6	-10.5	49	-2.3	28	-5.6	11	1.5	59	0.4	15.2	7.8	-1.1	-17.4	47.8	7	15	70	-0.1	0.5	0.7
Brasil	1.6	4.0	66	-3.9	30	-12.4	13	7.2	17	-1.5	8.9	6.7	2.1	0.5	-0.2	26	36	120	0.3	0.1	0.1
Chile	-0.1	-2.7	16	0.7	61	-2.8	3	0.3	16	2.2	4.1	6.6	1.7	7.8	0.6	32	53	154	-0.4	-1.5	-1.4
Colombia	-0.4	1.4	41	-5.8	29	-20.5	6	3.6	25	3.2	3.4	9.0	3.5	2.7	-26.8	18	26	176	1.3	0.4	0.4
México	-1.3	-0.4	51	-2.1	34	-7.6	10	1.8	33	2.5	2.8	4.7	2.6	-0.1	3.9	16	23	75	0.7	0.5	0.6
Perú	-1.4	-2.9	20	-4.3	31	-1.5	3	8.5	38	2.5	3.7	6.0	5.1	0.5	-19.8	15	27	97	0.8	0.4	0.6
China	-1.1	-5.8	61	3.4	8	11.8	4	5.8	...	6.7	1.6	4.0	11.7	-7.4	95.3	36	156	164	0.5	0.4	0.5
India	-2.1	-1.2	68	-0.6	23	10.9	11	3.7	7	7.6	5.4	5.5	3.3	4.3	9.3	10	44	81	1.2	0.6	0.1
Indonesia	-1.0	-5.0	26	-2.5	34	-0.7	4	2.4	56	5.0	6.0	5.8	0.9	-1.8	0.7	17	23	96	0.5	0.6	0.6
Malasia	-1.9	-3.0	57	3.4	64	-2.6	9	1.5	28	4.8	2.7	3.0	2.7	3.4	-9.4	94	--	102	-0.1	-0.4	-0.5
Filipinas	0.9	-2.7	35	4.4	21	9.8	7	7.6	31	6.7	2.4	6.2	2.4	5.6	10.5	3	31	62	1.1	0.4	0.5
Tailandia	-0.6	-3.0	48	3.9	37	5.0	10	2.3	12	3.7	2.1	0.8	5.5	4.1	1.3	70	51	98	1.3	0.3	0.2

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

Informe de Riesgo País

Anexo

Metodología: indicadores y mapas

- **Mapa de estrés financiero:** Señala los niveles de estrés respecto a los movimientos de series temporales normalizados. Las unidades estándar positivas más altas (1,5 o superiores) señalan altos niveles de estrés (azul oscuro), y las desviaciones estándar más bajas (-1,5 o inferiores) indican niveles más bajos de estrés del mercado (colores más claros)
- **Índice de rating soberano:** Índice que traduce los códigos de letras de las tres agencias importantes (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) a posiciones numéricas desde 20 (AAA) hasta impago (0) . El índice muestra la media de los tres ratings numéricos
- **Mapa de CDS soberanos:** Mapa de colores con 6 rangos de cotización de CDS (más oscuro >500 p.b., 300 a 500, 200 a 300, 100 a 200, 50 a 100 p.b. y más claro por debajo de 50 p.b.)
- **Brecha de presión de ratings implícitos:** La brecha muestra la diferencia entre los ratings implícitos en los CDS y el índice de ratings reales (ordenados numéricamente desde impago (0) hasta AAA (20)). Calculamos probabilidades implícitas de impago (PD) a partir de los CDS observados. Para el cómputo de estos PD seguimos una metodología estándar como la descrita en Chan-Lau (2006) y asumimos una pérdida en caso de impago constante de 60% (tasa de recuperación igual a 40%) para todos los países de la muestra. Analizamos por grupos las PD obtenidas para clasificar cada país en cada momento del tiempo en una de 20 categorías distintas (ratings) equivalente a las mismas 20 categorías utilizadas por las agencias de calificación. La brecha muestra la diferencia entre el rating implícito del CDS y el índice de rating soberano. Una mayor diferencia positiva indica presiones alcistas sobre el rating y diferencias negativas indican un potencial bajista. Consideramos un rango de +/- 2 categorías como neutral
- **Radars de Vulnerabilidad & mapa de umbrales de riesgo:**
 - Un **Radar de Vulnerabilidad** muestra la vulnerabilidad de varios países de forma estática. Para ello usamos diferentes dimensiones de vulnerabilidad, cada una compuesta por tres indicadores. Las dimensiones incluidas son: macroeconomía, fiscal, liquidez, sector exterior, exceso de crédito y activos, balances del sector privado y la dimensión institucional. Una vez recopilados los datos los países se reordenan de acuerdo al percentil que ocupan en relación a su grupo (desarrollados o emergentes), partiendo desde 0 (el valor más bajo entre el grupo) hasta 1 (máxima vulnerabilidad). Las posiciones interiores (más cercanas a 0) en el radar muestran un nivel de vulnerabilidad bajo mientras que las más alejadas del centro (cercanas a 1) representan una mayor vulnerabilidad. Además se normalizan los valores de cada variable respecto a un umbral de riesgo, calculado en base a nuestro propio análisis o tomando como fuente otra literatura empírica. Si el valor de la variable es igual al umbral de riesgo, toma un valor de 0.8 en el radar.

Informe de Riesgo País

Anexo

Metodología: indicadores y mapas

Tabla Umbrales de Riesgo

Dimensiones de vulnerabilidad	Umbral de riesgo países desarrollados	Umbral de riesgo países emergentes	Dirección del riesgo	Fuente
Macroeconómica				
PIB	1,5	3,0	Más bajo	BBVA Research
Inflación	4,0	10,0	Más alto	BBVA Research
Desempleo	10,0	10,0	Más alto	BBVA Research
Vulnerabilidad Fiscal				
Déficit ajustado por el ciclo ("Déficit estructural")	-4,2	-1,0	Más bajo	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Diferencial esperado tipos de interés-crecim. PIB a 5 años vista	3,6	1,1	Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Deuda pública bruta	73,0	50,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
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)	15,0		Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Reservas sobre deuda a corto plazo (Emergentes)		0,6	Más bajo	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Vulnerabilidad Externa				
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	4,0	6,0	Más bajo	BBVA Research
Deuda Externa(% PIB)	200,0	60,0	Más alto	BBVA Research
Tipo de cambio real (Desviación de la media móvil de 4 años)	5,0	10,0	Más alto	Comisión UE (2012) y BBVA Research
Balances del sector privado				
Deuda hogares (% PIB)	84,0	24,0	Más alto	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & Comisión UE (2012)
Deuda empresas no financieras (% PIB)	90,0	53,0	Más alto	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & Comisión UE (2012)
Apalancamiento bancario (Crédito/Depósitos)	150,0	130,0	Más alto	Comisión UE (2012) y BBVA Research
Crédito y Activos				
Crédito privado sobre PIB (cambio anual)	8,0	8,0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
Crecimiento de los precios reales de la vivienda (% a/a)	8,0	8,0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
Crecimiento de los mercados de valores (% a/a)	20,0	20,0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
Instituciones				
Estabilidad política	1 (9th percentil)	-0.6 (8th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Control de la corrupción	1 (9th percentil)	-0.6 (8th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Justicia	1 (8th percentil)	-1 (8 th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial

Informe de Riesgo País

Anexo

Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

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

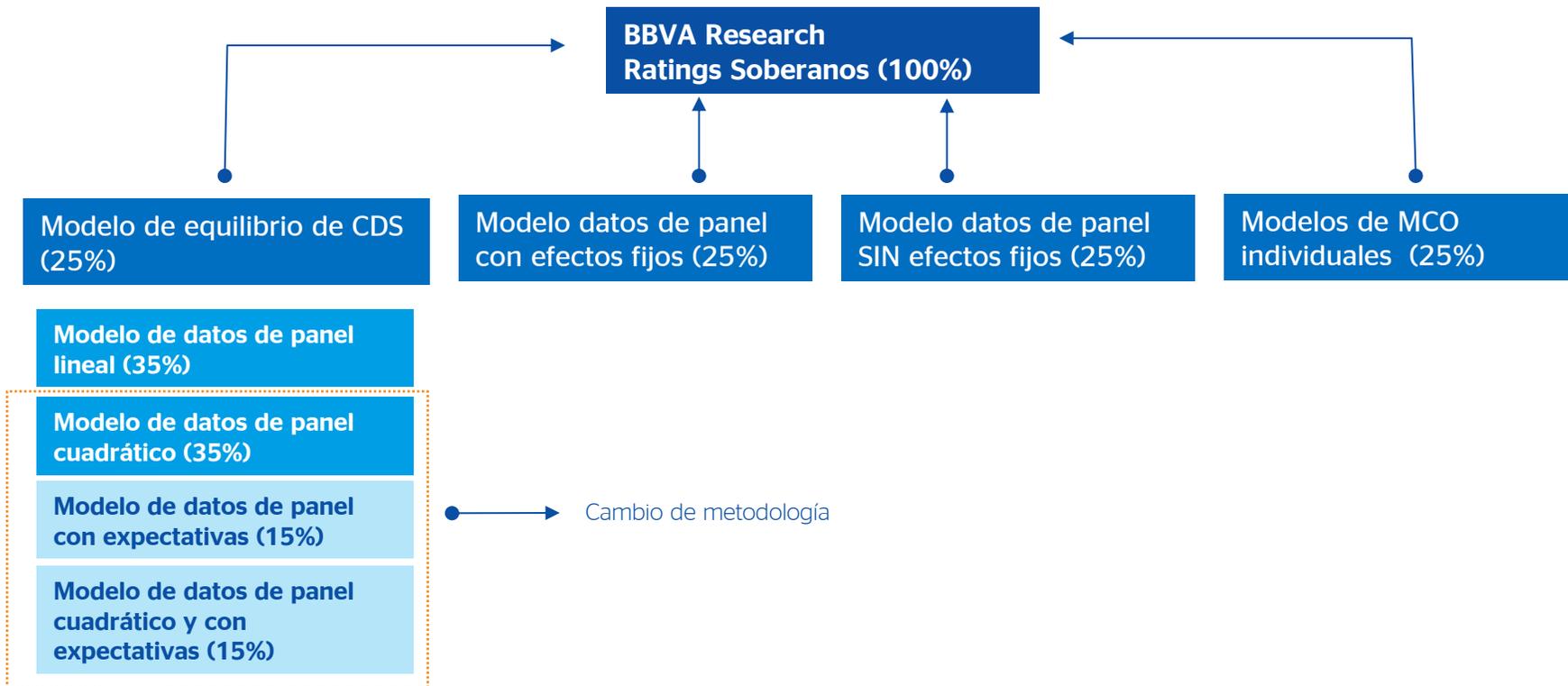
Informe de Riesgo País

Anexo

Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

Diagrama con metodología de estimación de ratings soberanos de BBVA Research

Fuente: BBVA Research



Informe de Riesgo País

Anexo

Metodología: Seguimiento de protestas y conflictos

Hemos elaborado unos índices de seguimiento de las protestas y los conflictos de todos los países del mundo desde el 1 de enero de 1979 al día de hoy en frecuencia diaria, mensual, trimestral y anual. Para construirlos, utilizamos una rica base de datos de eventos internacionales (GDELT en www.gdelt.org), que supervisa los eventos del mundo incluidos en los medios de comunicación noticias de casi todos los rincones del mundo en formatos de impresión, difusión y web, en más de 100 idiomas, cada momento de cada con actualizaciones diarias.

- **BBVA Índice de Intensidad Protesta:** Recopilamos toda protesta registrada en el mundo durante un tiempo determinado teniendo en cuenta una **amplia variedad de manifestaciones** como: protestas y manifestaciones en general, protestas para el cambio de líder, protestas para cambio de política, manifestarse a favor de los derechos, manifestarse a favor de cambios en las instituciones y el régimen, llevar a cabo una huelga de hambre para el cambio de liderazgo, llevar a cabo una huelga de hambre para el cambio de políticas, llevar a cabo una huelga de hambre por los derechos, llevar a cabo una huelga de hambre para el cambio en las instituciones y el régimen, llevar a cabo una huelga de hambre por otro tema no especificado antes, realizar huelga o boicot para el cambio de liderazgo, realizar huelga o boicot para el cambio de políticas, realizar huelga o boicot de los derechos, realizar huelga o boicot para el cambio en las instituciones y el régimen, llevar a cabo una huelga o boicot no especificado anteriormente, obstruir el paso o bloquear, obstruir el paso para exigir un cambio de liderazgo, obstruir el paso para exigir un cambio de política, obstruir paso para exigir derechos, obstruir el paso para exigir cambios en las instituciones y el régimen, protestar con violencia o disturbios, participar en la protesta violenta para el cambio de liderazgo, participar en la protesta violenta para el cambio de políticas, participar en la protesta violenta por los derechos, participar en la protesta violenta para el cambio en instituciones y régimen, participar en cualquier disidencia política no especificada antes.
- **BBVA índice de intensidad del conflicto:** de la misma manera, recogemos todos los conflictos registrados en el mundo por un tiempo determinado teniendo en cuenta una **amplia variedad de conflictos** como: imponer restricciones a las libertades políticas, la prohibición de los partidos políticos o políticos, imponer el toque de queda, imponer el estado de emergencia o la ley marcial, conducta suicida, llevar a cabo los atentados suicidas, llevar a cabo atentado con coche bomba, llevar a cabo bombardeos en carretera, atentado con vehículo u otro atentado no militar que no se haya especificado antes, utilizar como escudo humano, uso de la fuerza militar convencional no especificado antes, imponer el bloqueo, restringir el movimiento, ocupar el territorio, luchar con artillería y tanques, el empleo de armas aéreas, violar alto el fuego, participar en la expulsión masiva, participar en asesinatos en masa, participar en la limpieza étnica, utilizar la violencia masiva no convencional no especificado antes, utilizar armas químicas, biológicas o radiológicas, detonar armas nucleares, usan armas de destrucción masiva no comentadas anteriormente.

Usando esta información, construimos un índice de intensidad para ambos eventos. **El número de protestas y conflictos cada mes se dividirá por el número total de todos los eventos registrados en GDELT ese mes para crear un índice de protesta y de conflicto** que rastrea cuán prevalente ha sido la protesta y el conflicto mes a mes en el último trimestre, corrigiendo de esta manera por el aumento exponencial de los medios de comunicación en los últimos 30 años y por la naturaleza imperfecta de procesamiento informático de las noticias.



Symbol	Price	Change	Volume	Market Cap	PE Ratio	Dividend Yield
US4581401001	15.34	-0.12	1,234,567	1.2B	12.5	2.5%
US4612021034	55.89	0.15	987,654	2.5B	15.2	3.1%
US46185R1005	119.73	0.20	543,210	3.8B	18.7	4.2%
US4661211016	15.34	-0.10	1,100,000	1.0B	11.8	2.8%
US46203RT0A1	100.00	0.00	1,000,000	1.0B	10.0	0.0%
US4824801009	44.4	-0.5	800,000	0.8B	9.5	2.0%
US4987611013	13.0	-0.2	700,000	0.7B	8.2	1.8%
US5128131017	76.3	0.8	600,000	0.6B	7.5	1.5%
US5172111005	40.7	-0.3	500,000	0.5B	6.8	1.2%

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,
Análisis Transversal de Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
+34 630 144 485
alvaro.ortiz@bbva.com

Gonzalo de Cadenas
+34 606 001 949
gonzalo.decadenas@bbva.com

Alfonso Ugarte
+ 34 91 537 37 35

Tomasa Rodrigo
+3491 537 8840
tomasa.rodrido@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 Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo.lopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech

r.domelech@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