

BBVA

RESEARCH

INFORME TRIMESTRAL
DE RIESGO PAÍS
Febrero

2017

(Datos hasta el 15
de Febrero de 2017)

Informe de Riesgo País

Resumen

Riesgo País

Agencias de Rating

Mercados Financieros

BBVA Research

- Bélgica y Turquía fueron rebajados por Fitch. Hungría fue mejorada por Moody's e Islandia por S&P. Túnez fue rebajada por Fitch ➡
- Otro trimestre en el que las tensiones financieras, la aversión global al riesgo (AGR) y los CDS soberanos han disminuido de manera significativa, con algunos picos durante el trimestre debido a la incertidumbre sobre las nuevas políticas de la Administración de Estados Unidos. La mayoría de medidas de AGR están alcanzando niveles que no se veían desde la primavera de 2014 ➡
- La disminución general de los diferenciales de CDS redujo las presiones bajistas y aumentó las alcistas en la mayoría de los países ➡
- La disminución de la presión bajista fue notable en Latinoamérica, pero también se sintió en el resto de Mercados Emergentes (MEs). China, México y Portugal son quienes enfrentan una mayor presión bajista
- Europa emergente es la región cuyos países tienen mayor probabilidad de que sus ratings sean mejorados por las agencias de calificación, dada la visión BBVA Research sobre sus fundamentales, seguidos por los países de la periferia de la UE ➡
- Los niveles de deuda pública siguen empeorando en varias economías desarrolladas, aumentando aún más la vulnerabilidad fiscal. Sin embargo, los riesgos relacionados con el apalancamiento privado disminuyen ➡
- Las vulnerabilidades externas y el alto crecimiento del mercado de valores parecen algo preocupantes en Europa ME y Latinoamérica. La vulnerabilidad fiscal sigue elevada en Asia ME.
- Se observan algunos signos de desaceleración en el proceso de apalancamiento privado de China, aunque el crecimiento de los precios de la vivienda sigue siendo una preocupación ➡

Índice

1. Actualización de mercados y ratings soberanos
 - [Evolución de ratings soberanos](#)
 - [Evolución de CDS soberanos por países](#)
 - [Presión bajista/alcista de los mercados sobre ratings](#)
 2. Tensiones financieras y aversión global al riesgo
 - [Evolución de la Aversión Global al Riesgo de acuerdo a distintas medidas](#)
 - [Índice de Tensiones Financieras](#)
 3. Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones
 - [Ratings BBVA-Research por regiones](#)
 - [CDS de equilibrio por regiones](#)
 - [Radares de vulnerabilidades por regiones](#)
 - [Niveles de deuda pública y privada](#)
 5. Valoración de desequilibrios financieros y externos
 - [Crecimiento del crédito privado por países](#)
 - [Crecimiento de los precios de la vivienda por países](#)
 - [Sistema de alerta temprana de crisis bancaria por regiones](#)
 - [Sistema de alerta temprana de crisis cambiarias por regiones](#)
- Datos de indicadores de vulnerabilidad por países
 - Apéndice Metodológico

1

Actualización de mercados y ratings soberanos

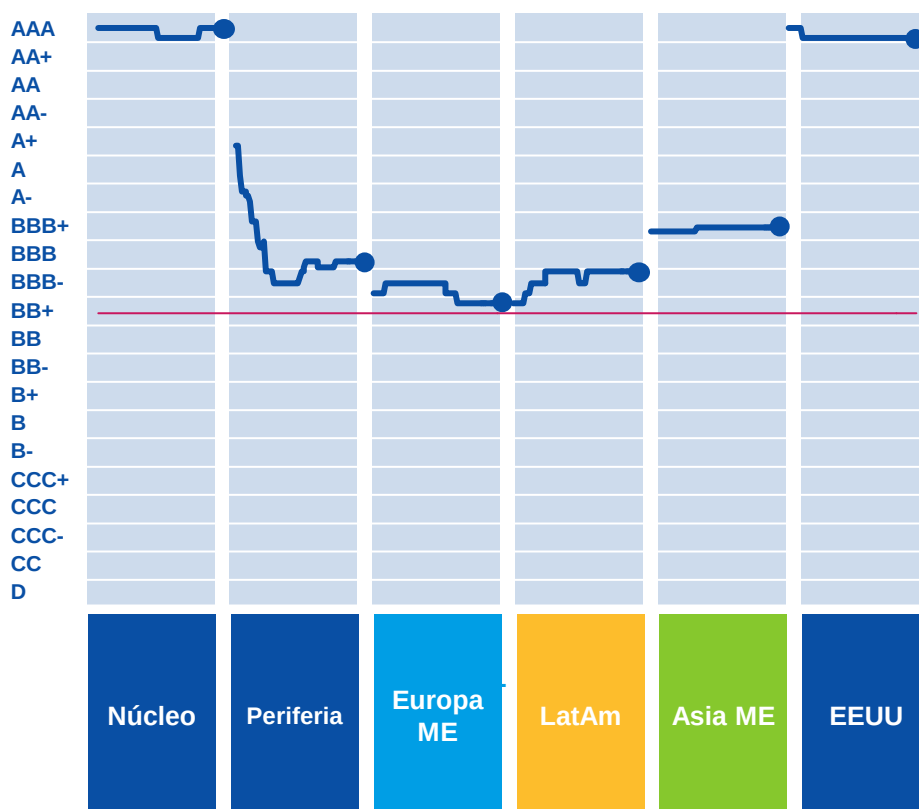
Evolución de ratings soberanos

Evolución de CDS soberanos por países

Presión bajista/alcista de los mercados sobre ratings

Actualización de mercados y ratings soberanos

Índice de rating soberano 2011-17



- **Bélgica y Turquía** fueron rebajados por Fitch. **Hungría** fue mejorada por Moody's e **Islandia** por S & P. Túnez fue rebajada por Fitch.

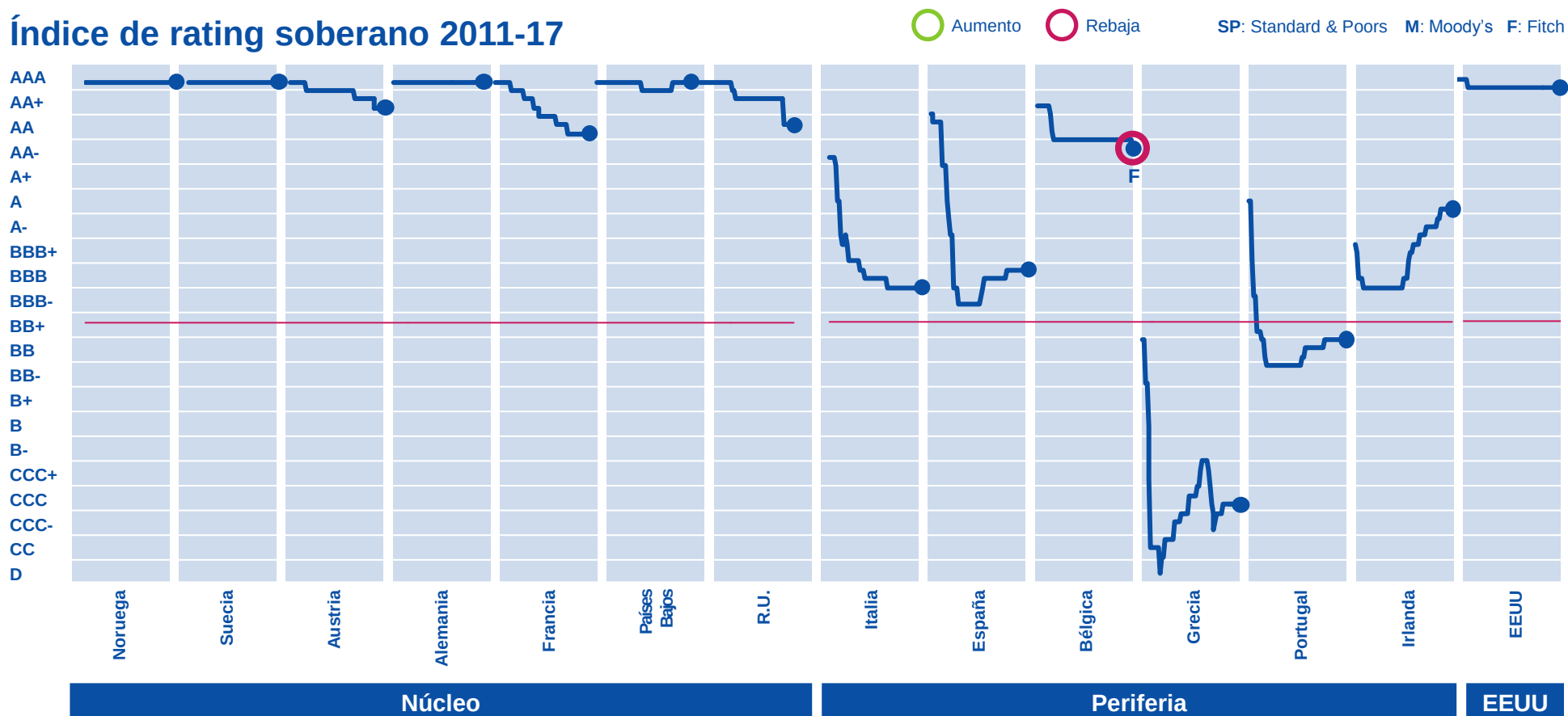
Fuente: BBVA Research con datos de S&P, Moodys y Fitch

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

ECONOMÍAS AVANZADAS

Actualización de mercados y ratings soberanos

Índice de rating soberano 2011-17



MERCADOS EMERGENTES

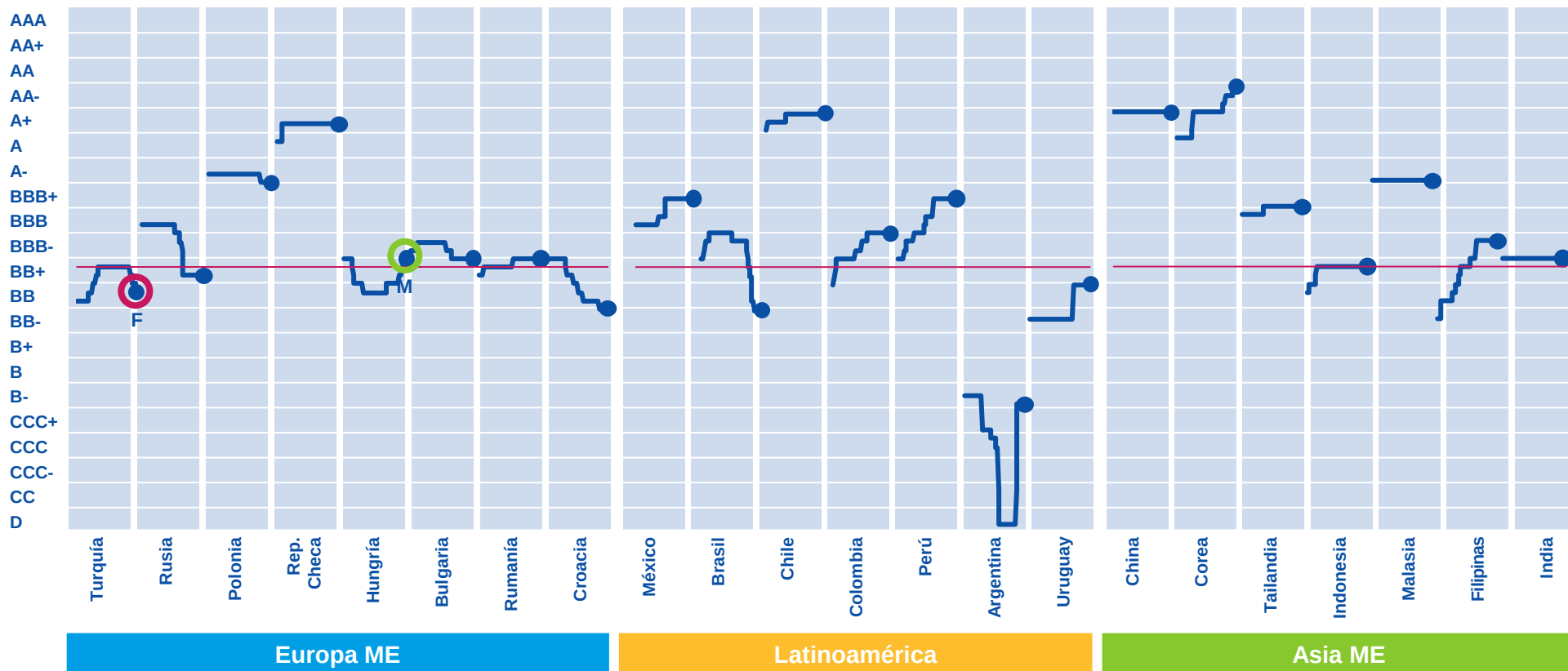
Actualización de mercados y ratings soberanos

Índice de rating soberano 2011-2017

○ Aumento

○ Rebaja

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

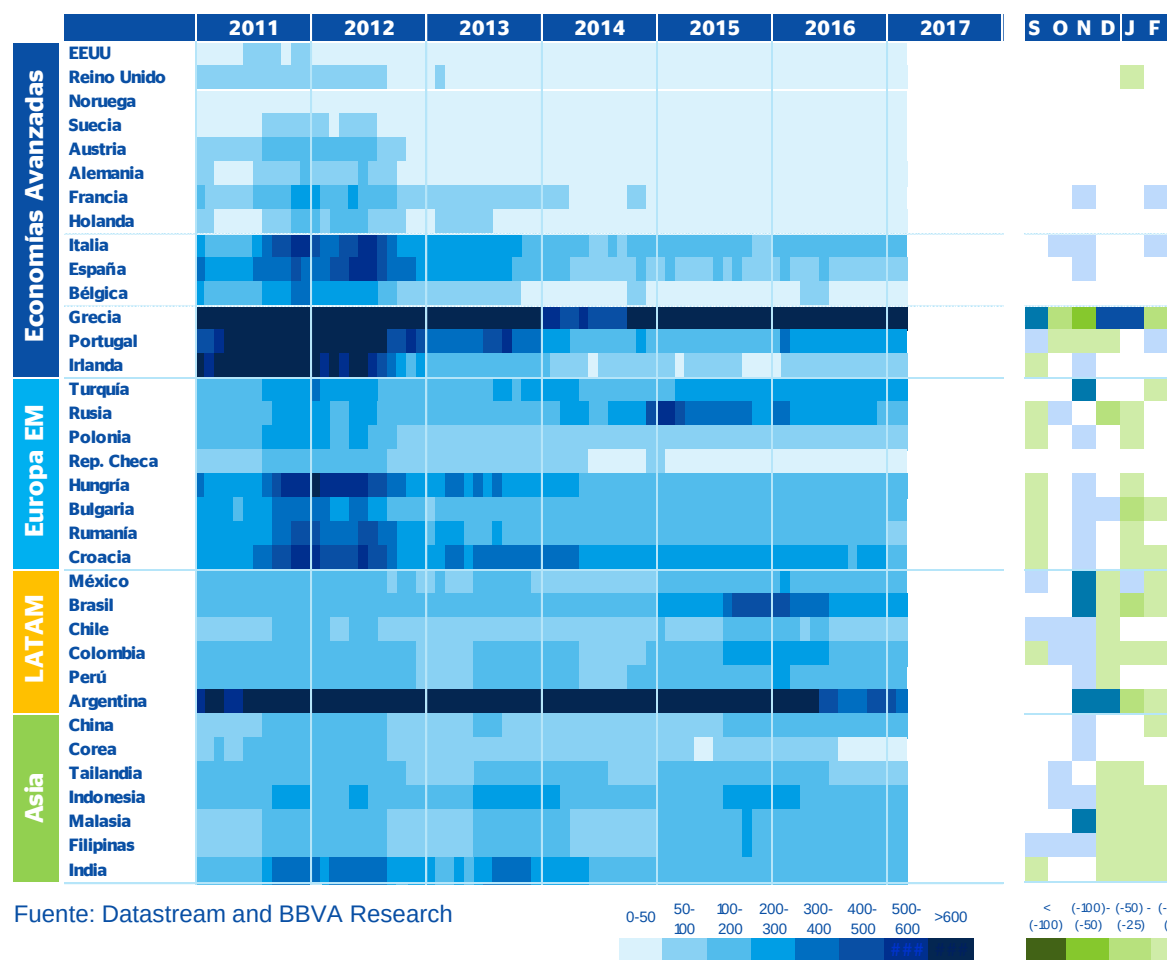


Actualización de mercados y ratings soberanos

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

Diferenciales de CDS soberanos (Feb. 15)

Cambios
(Últ. 6 meses m/m)



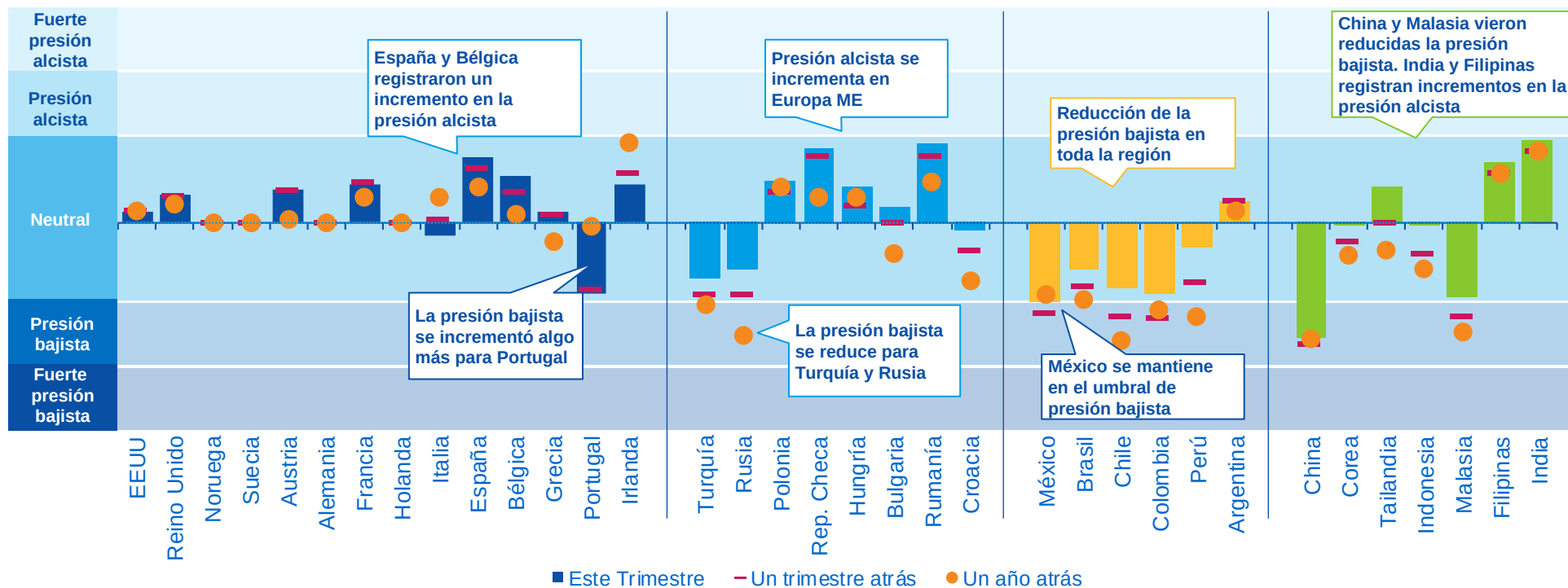
- La estabilidad continua en las economías avanzadas. Francia e Italia experimentaron un ligero crecimiento en medio de preocupaciones cada vez mayores sobre la situación política.
- El CDS griego experimento alguna volatilidad, dado el contexto de la falta de acuerdo de sus acreedores
- Relajación en Europa ME. Turquía registró un fuerte aumento en Noviembre, tras lo cual se ha mantenido estable
- Los CDS de LatAm disminuyeron en todos los países, aunque Argentina todavía está experimentando cierta volatilidad
- Asia ME registró una leve y constante disminución en sus diferenciales

Actualización de mercados y ratings soberanos

La disminución global de CDS redujo las presiones bajistas y aumentó las alcistas en la mayoría de los países. La disminución de la presión bajista fue especialmente importante en Latinoamérica, pero también en el resto de MEs.

Brecha de presión bajista/alcista sobre las agencias de rating (Febrero 15 de 2017)

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



Núcleo

Periferia

Europa EM

LatAm

Asia



2

Tensiones financieras y aversión global al riesgo

Índice de Tensiones Financieras

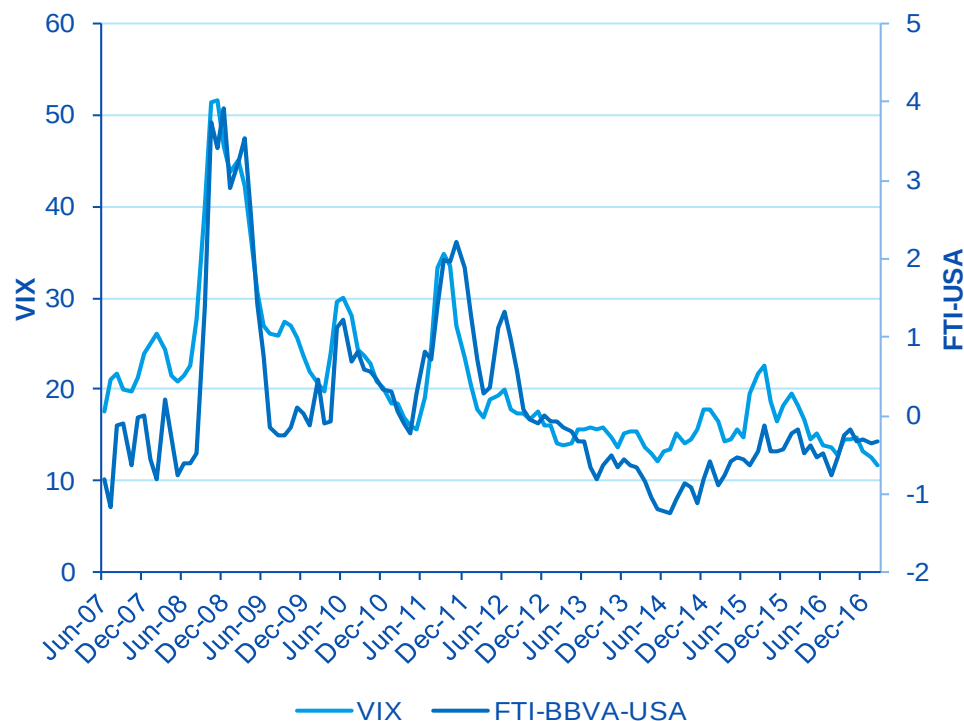
Evolución de la aversión global al riesgo de acuerdo a distintas medidas

Tensiones financieras y aversión global al riesgo

La aversión global al riesgo ha disminuido constantemente durante todo un año, de acuerdo con la mayoría de medidas, con excepción de ITF-BBVA sobre el que ha pesado la incertidumbre sobre las nuevas políticas económicas en EE.UU.

Indicadores de AGR: ITF & VIX

(Promedio mensual)



Fuente: BBVA Research

Indicadores de AGR: BAA Spread & componente global en CDS

(Promedio mensual)

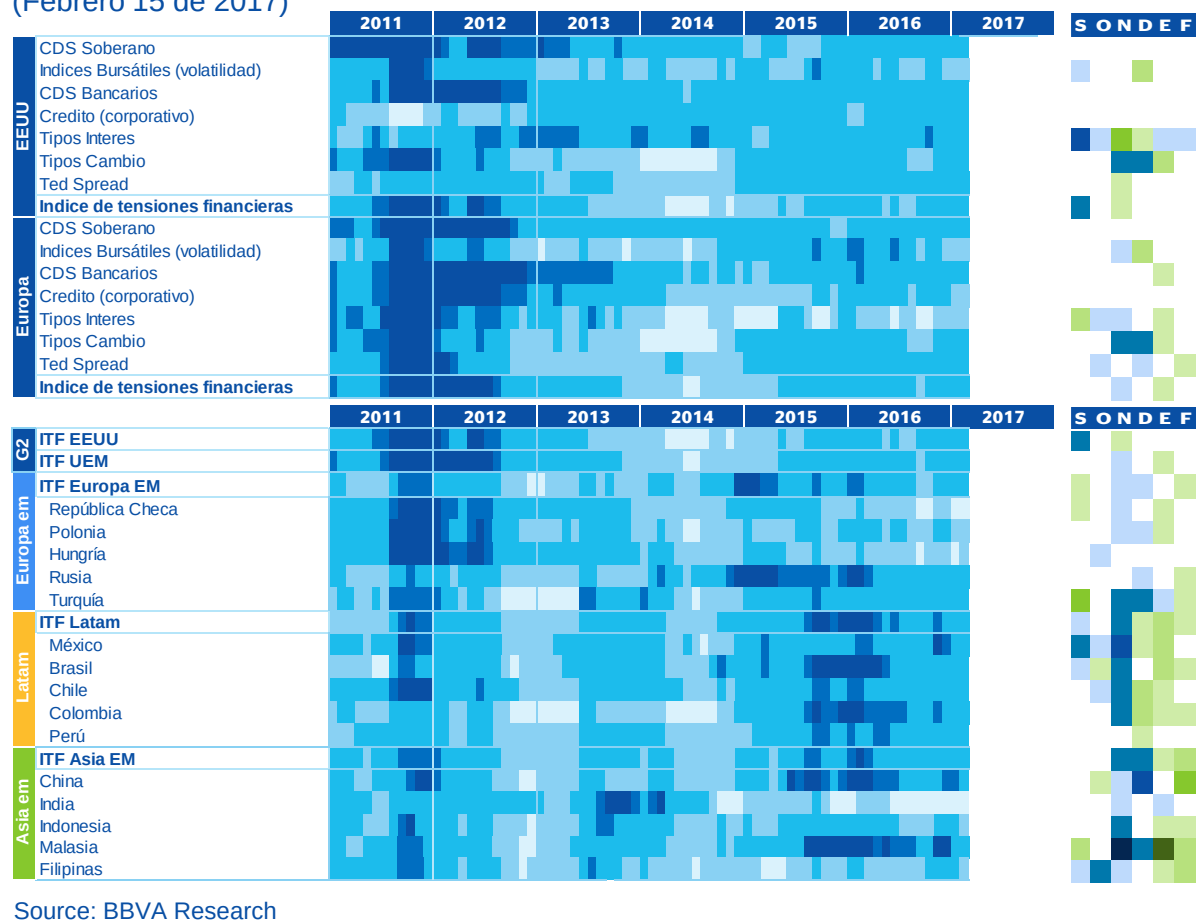


Tensiones financieras y aversión global al riesgo

Las tensiones financieras (FT) registraron un aumento tras las elecciones en EE.UU., pero han caído desde entonces de forma general.

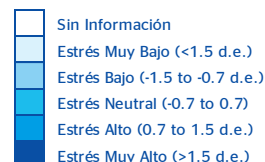
Mapa de estrés financiero BBVA

(Febrero 15 de 2017)

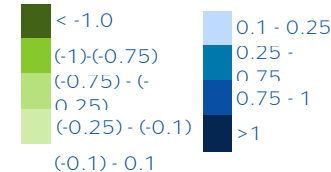


- Las tensiones financieras se mantuvieron estables en general en EE.UU. y Europa. Los tipos de interés, en particular, experimentaron cierta volatilidad después de Noviembre, pero ha cedido desde entonces.
- El índice de TF en Europa ME se ha mantenido marcadamente estable.
- El ITF en Latinoamérica disminuyó, especialmente en México, luego del repunte en noviembre.
- Asia ME se mantuvo estable, con una reducción generalizada post-noviembre. Los más volátiles de la región fueron China y Malasia

Escala de colores para Índice



Escala de colores para cambios mensuales



3

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones

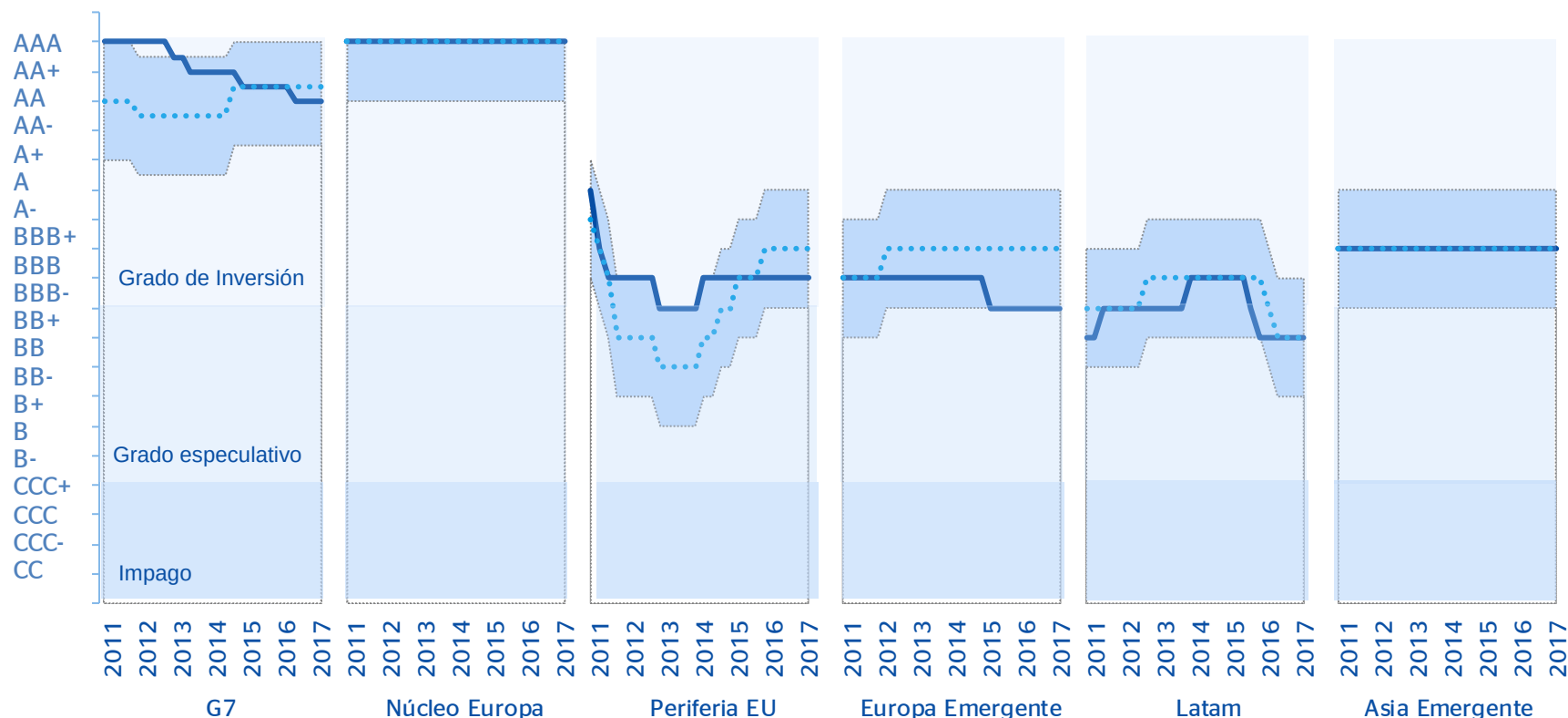
Ratings BBVA-Research por regiones
CDS de equilibrio por regiones
Radares de vulnerabilidades por regiones
Niveles de deuda pública y privada

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

La periferia de la UE y Europa ME se sitúan por debajo de los niveles determinados por sus fundamentales, en línea con la presión de los mercados soberanos.

Rating soberano de agencias vs. BBVA Research Octubre 2016

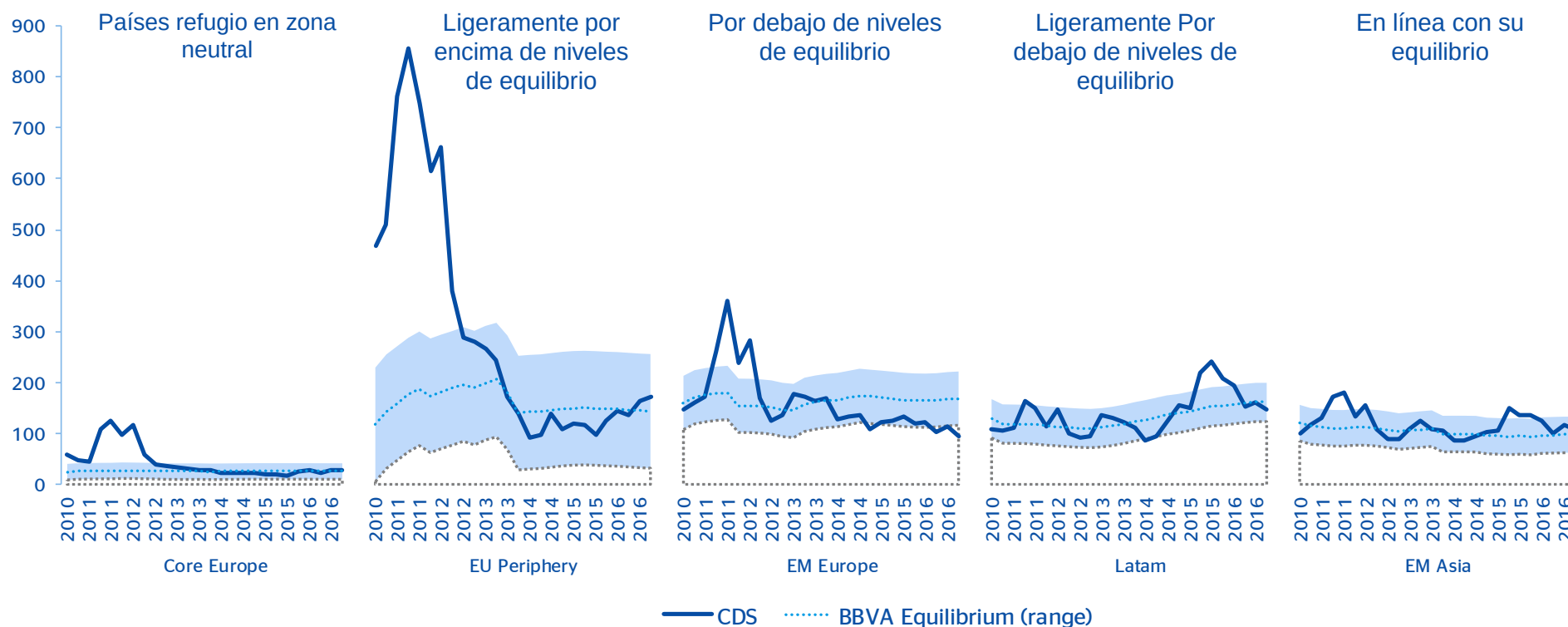
(Rating de agencias y de BBVA Research +/-1 desv. est.)



Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

Europa ME es la región con una mayor desviación (en promedio) de su nivel de equilibrio. Todas las demás regiones se encuentran relativamente próximas a sus niveles de equilibrio

CDS y diferenciales de riesgo de equilibrio Febrero 2017



*Periferia Europa excluye Grecia

Fuente: BBVA Research y Datastream

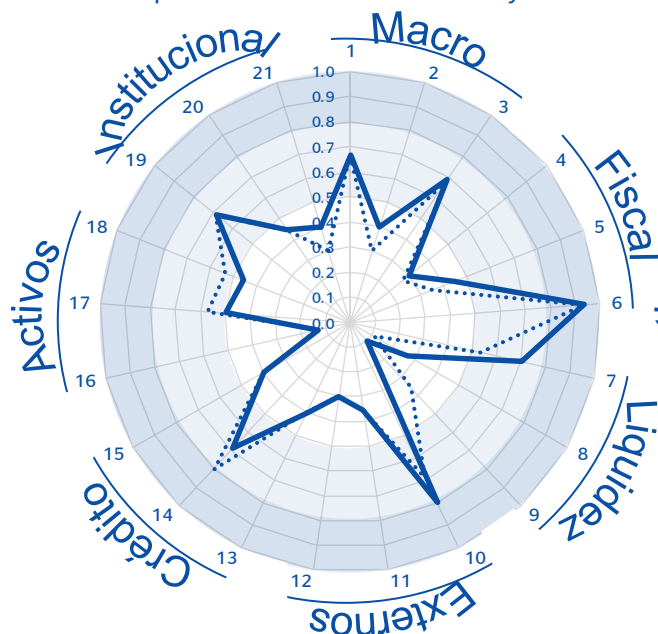
Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

Los niveles de deuda pública han empeorado aún más en varias economías desarrolladas, mientras que el riesgo relacionado con el apalancamiento privado ha seguido disminuyendo

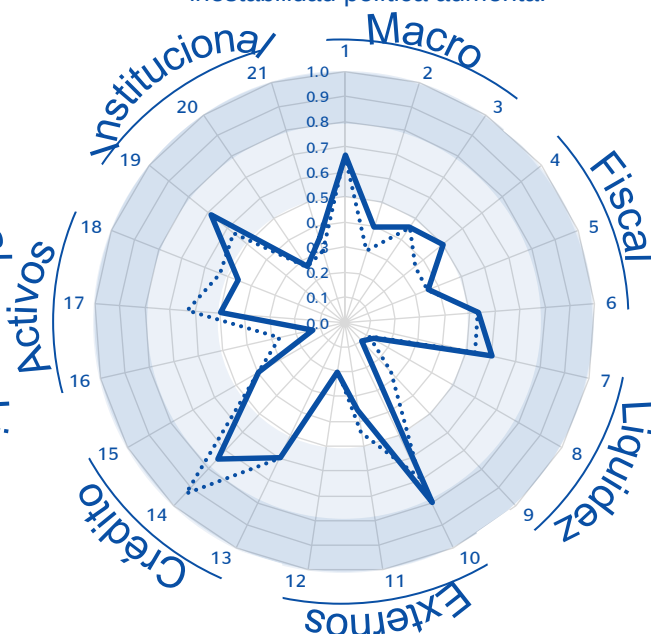
Economías Avanzadas: radar de vulnerabilidad 2017

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

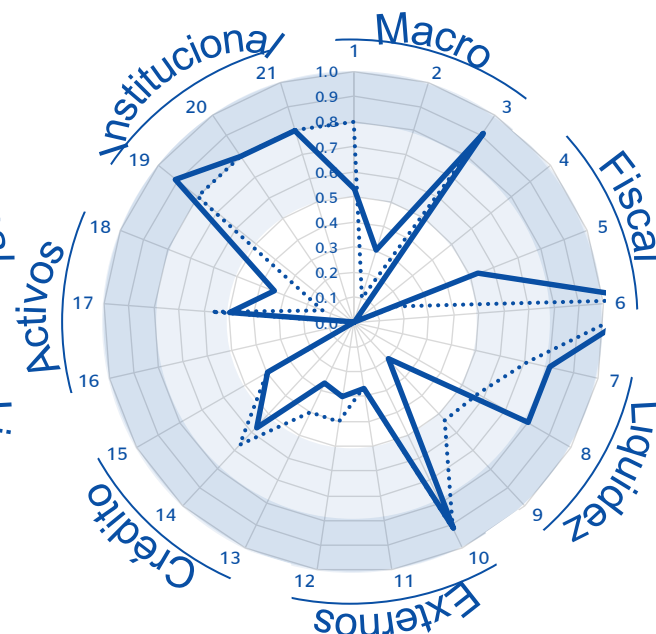
G7: Los niveles de deuda pública siguen siendo elevados, mientras que los riesgos de crédito y precios de la vivienda disminuyen



Núcleo Europa: El apalancamiento corporativo ve un ligero descenso, mientras que la inestabilidad política aumenta.



Periferia EU: El aumento de la deuda pública mantiene la vulnerabilidad fiscal en un nivel alto, al igual que la estabilidad política.



■ Riesgo alto ■ Riesgo moderado ■ Riesgo bajo

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

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

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

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

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

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

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

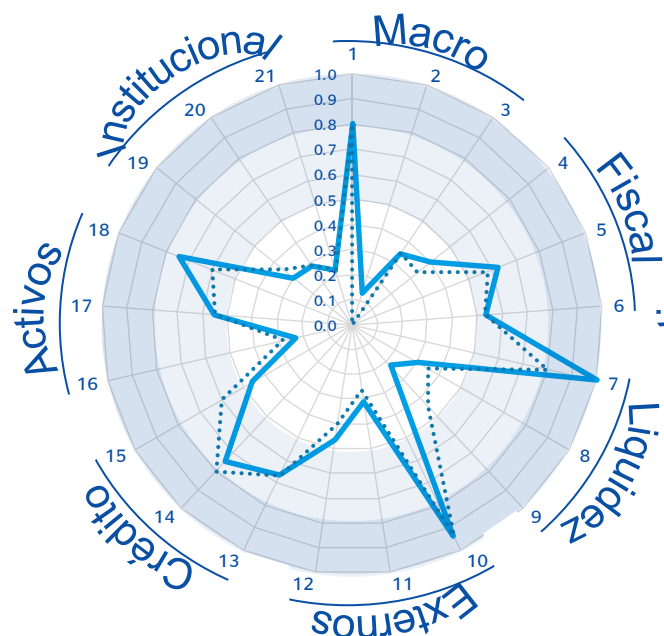
Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

Las vulnerabilidades externas y el riesgo de sobrevaloración del mercado de valores están en niveles altos en Europa ME y Latinoamérica. La vulnerabilidad fiscal sigue siendo alta en Asia

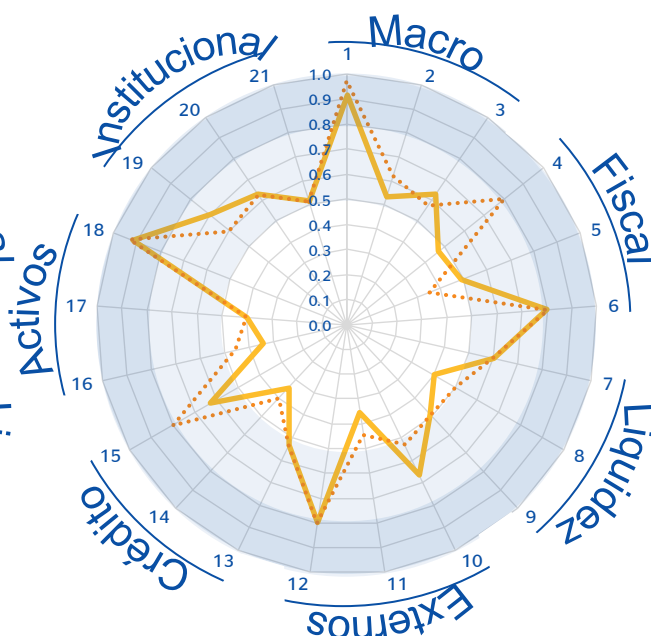
Economías Emergentes: radar de vulnerabilidad 2017

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

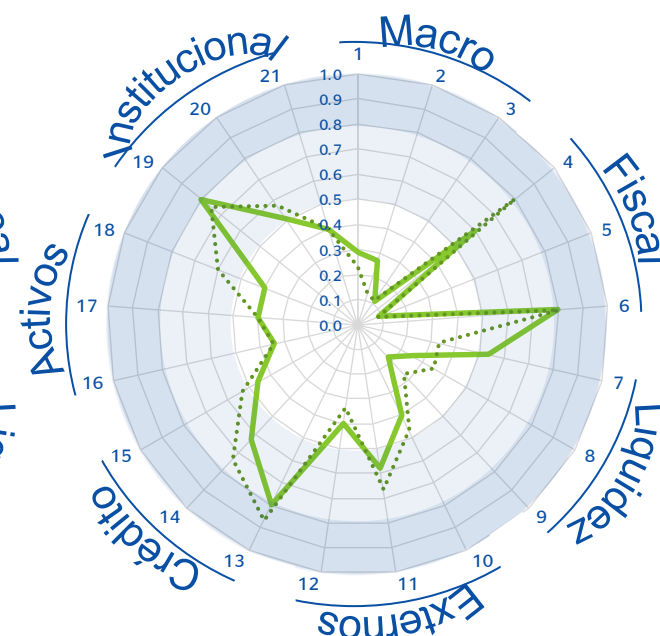
Europa ME: Aumento importante de la deuda en manos de no residentes. Altos niveles de deuda corporativa y externa



LatAm: Deuda externa empeora con respecto a 2016. Alto crecimiento de los mercados de capital (promedio)



Asia EM: Los niveles de deuda pública junto con la inestabilidad política son las principales vulnerabilidades



■ Riesgo alto ■ Riesgo moderado ■ Riesgo bajo

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

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

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

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

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

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

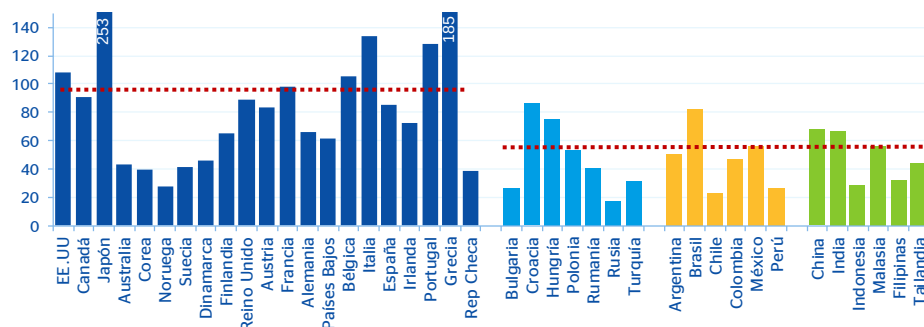
Institucional: (19) Estabilidad Política (20) Corrupción (21) Justicia

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna

Ratios de deuda pública y privada todavía elevados en algunos desarrollados

Deuda Pública Bruta 2017

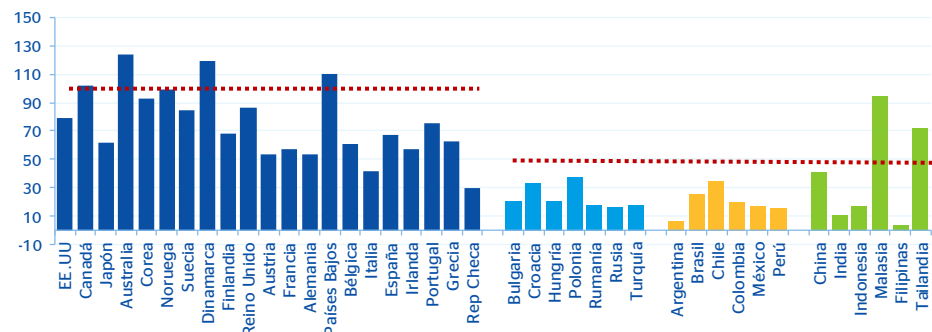
(% PIB)



Fuente: BBVA Research & FMI

Deuda Hogares 2017

(% PIB)

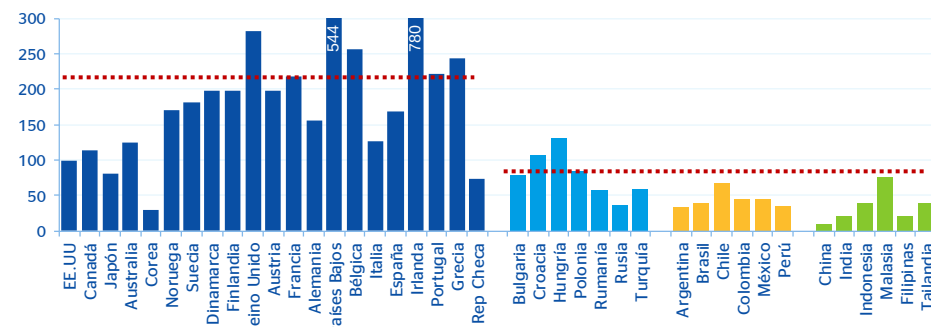


Fuente: BBVA Research , BIS & FMI

Deuda Externa 2017

(% PIB)

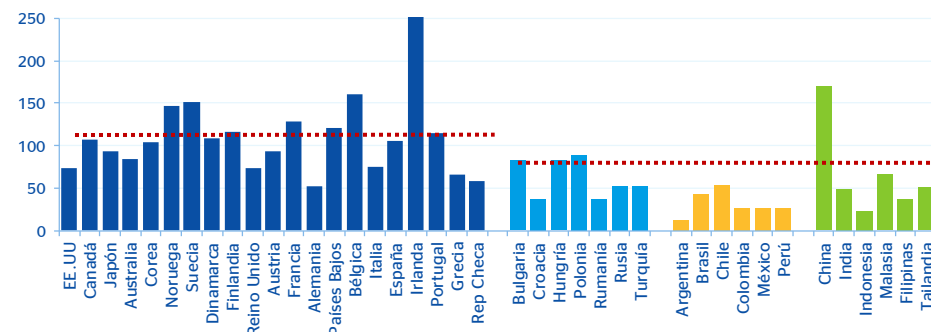
..... Niveles de riesgo



Fuente: BBVA Research & FMI

Deuda Empresas 2017

(% PIB, excluyendo emisiones de bonos)



Fuente: BBVA Research, BIS & FMI

5

Valoración de desequilibrios financieros y externos

- Crecimiento del crédito privado por países
- Crecimiento de los precios de la vivienda por países
- Sistema de alerta temprana de crisis bancaria por regiones
- Sistema de alerta temprana de crisis cambiarias por regiones

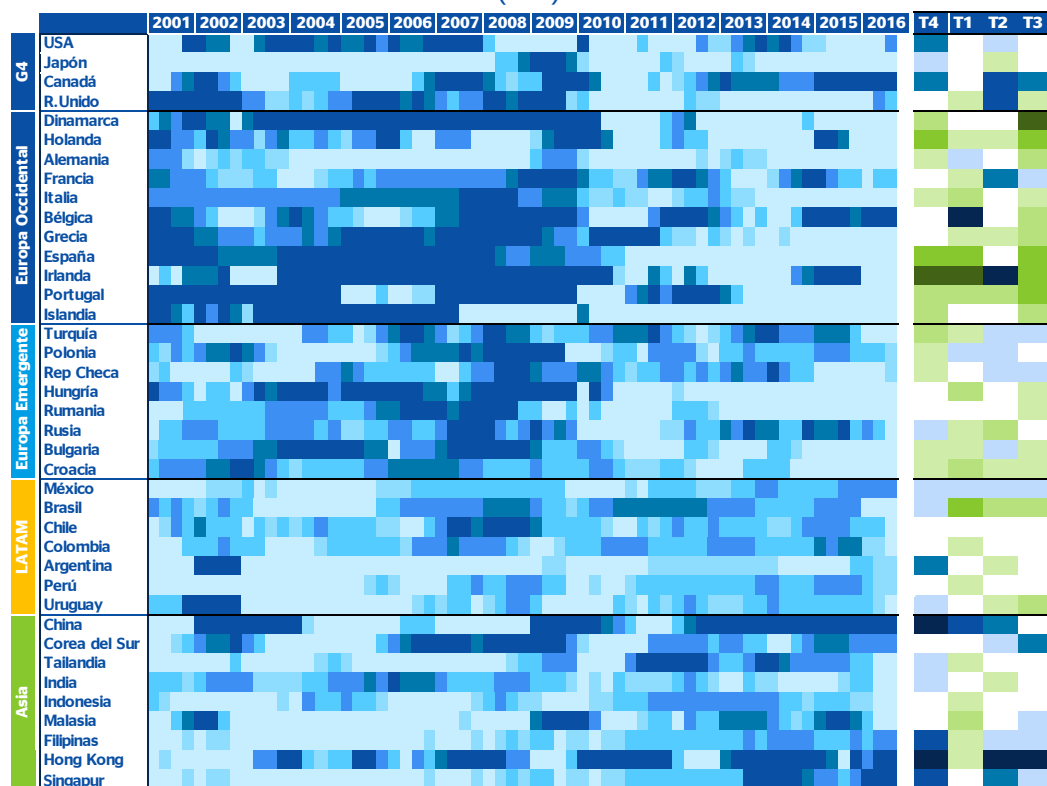
Valoración de desequilibrios financieros y externos

El crecimiento excesivo de apalancamiento en Canadá continúa, mientras que China y Bélgica mostraron signos de desaceleración en los dos últimos trimestres

Mapa de crédito al sector privado (2001-2016 T3)

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

Crecimiento T/T
Últ. 4 trimestres
hasta T3-2016



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

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

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

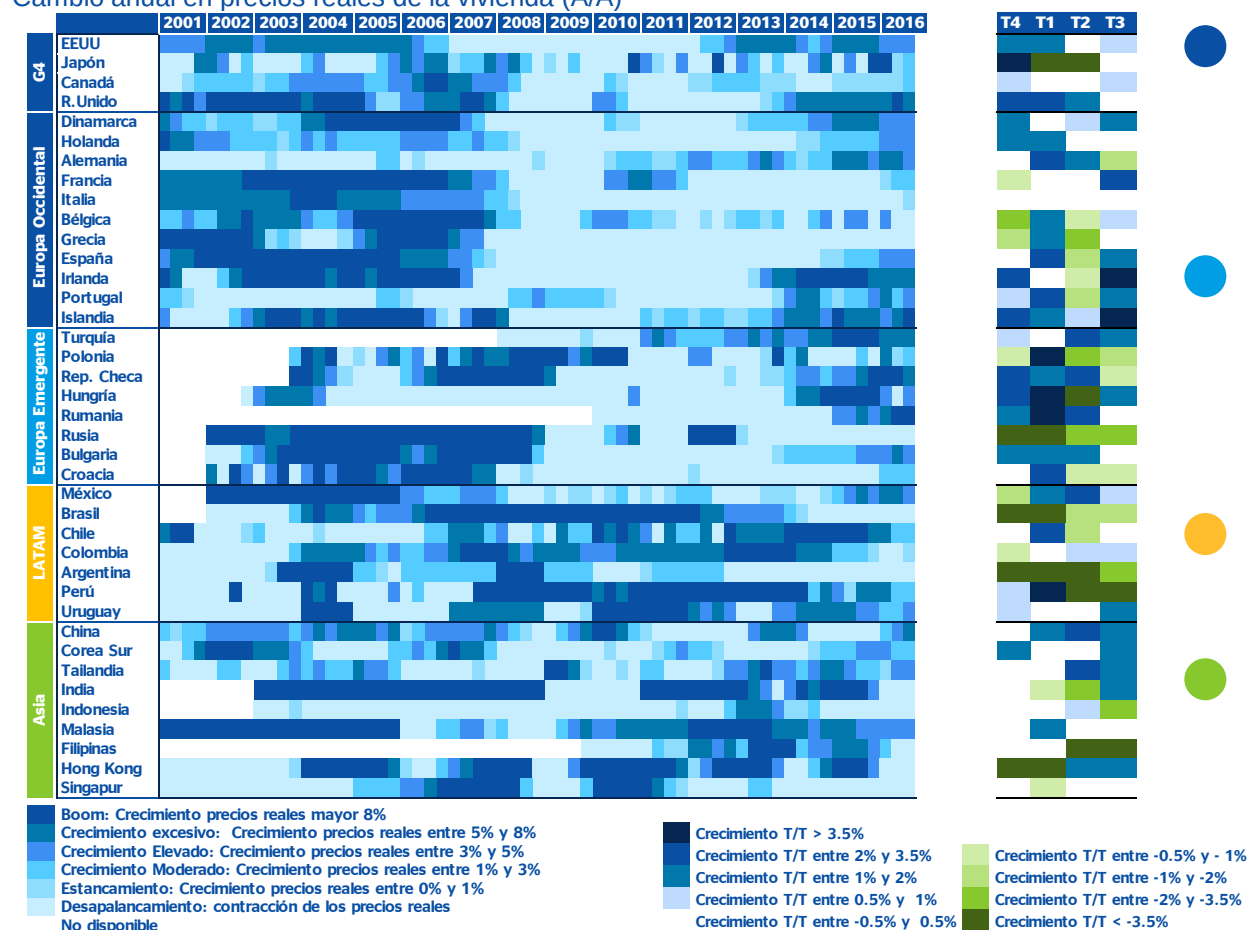
- Canadá continuó experimentando un crecimiento acelerado de apalancamiento, mientras que U.K y Bélgica comenzaron un proceso de desapalancamiento. El desapalancamiento continúa de forma general.
- El crecimiento del crédito en Europa ME se mantuvo débil o negativo en general. Turquía y República Checa crecen moderadamente.
- El crecimiento del crédito en Latinoamérica siguió desacelerándose. México experimentó un bajo crecimiento.
- El apalancamiento se acelera en Corea y se mantiene fuerte en HK. China comenzó a mostrar signos de desaceleración en términos trimestrales.

Valoración de desequilibrios financieros y externos

Crecimiento más fuerte en el último trimestre en Europa Occidental y Asia. Se observan crecimientos moderados o negativos en otras economías avanzadas, Europa ME y Latinoamérica.

Mapa de precios reales de la vivienda (2001-2016T3)

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



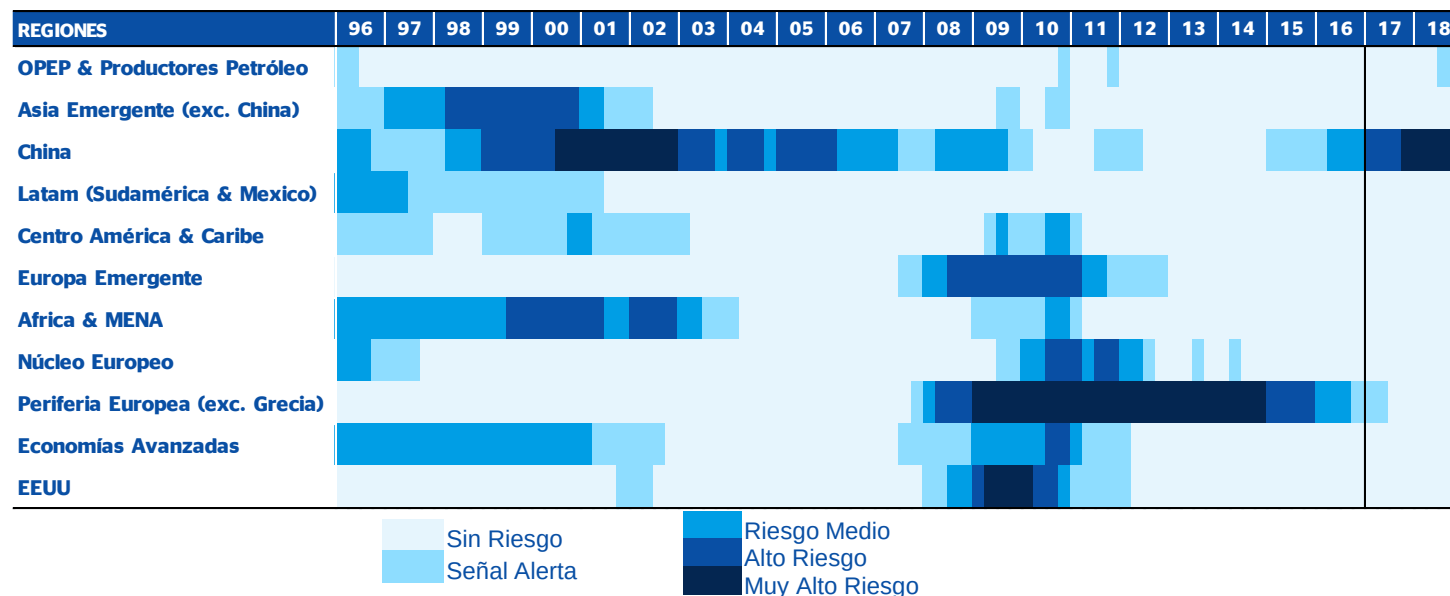
- El crecimiento de los precios se aceleró en España, Irlanda, Portugal e Islandia. Desaceleración en Alemania y R.U. Casi todos los países registran algún crecimiento, excepto Bélgica y Grecia.
- Otros trimestre de datos mixtos en Europa ME. Los precios se aceleran de nuevo en Turquía y Hungría. Se observó una desaceleración en Chequia, Polonia y Bulgaria, mientras Rusia continúa en contracción
- En Uruguay y Colombia se registró ligera recuperación. Desaceleración o retroceso en los demás países.
- Se observó un elevado crecimiento y aceleración de los precios en casi todos los países, a excepción de Indonesia, Malasia y Filipinas.

Valoración de desequilibrios financieros y externos

Algunos exportadores de petróleo y China, siguen siendo quienes más probabilidades tienen de enfrentar una crisis bancaria en los próximos dos años

Sistema de Alerta Temprana SAT de crisis bancarias (1996T1 -2018T4)

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



- El reciente repunte del precio del petróleo no ha eliminado la posibilidad de problemas bancarios en los productores de OPEP y petróleo
- El crecimiento ilimitado del crédito de China puede causar una crisis bancaria en los próximos años
- Algunos países de la periferia europea (sin Grecia) muestran signos renovados de estrés bancario.

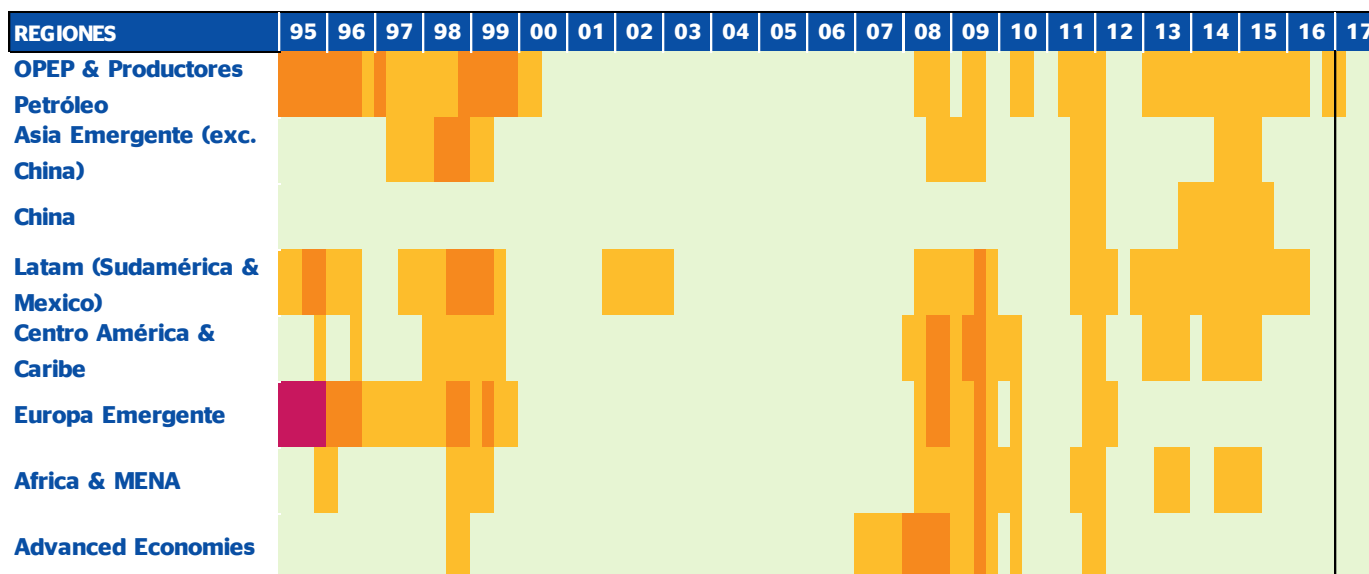
- La ocurrencia de una crisis bancaria sigue la definición descrita por Valencia y Laeven (2012) que se describe en el Apéndice.
- La descripción completa de la metodología puede encontrarse en <https://goo.gl/r0BLbl> o en <https://goo.gl/VA8xXv>.
- Las probabilidades mostradas son el promedio simple de las probabilidades estimadas para cada país dentro de cada región. La definición de los países incluidos en cada región puede verse en el Apéndice.

Valoración de desequilibrios financieros y externos

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

Sistema de alerta temprana SAT de crisis cambiarias: probabilidad de tensiones de tipo de cambio

La probabilidad de crisis está basada en datos rezagados 4 trimestres, p.e. la probabilidad en el T4-2016 está basada en datos del T4-2015



Como se predijo en informes anteriores, varios exportadores de petróleo (Angola, Azerbaiyán, Nigeria y Venezuela) han sufrido fuertes y continuas devaluaciones durante 2016

Varios países de Sudamérica también sufrieron devaluaciones significativas en la primera mitad de 2016, como fue alertado por nuestro EWS



- Hemos desarrollado un Sistema de Alerta Temprana SAT de crisis cambiarias que nos permite estimar la probabilidad de ocurrencia de una crisis cambiaria, que se define como una fuerte depreciación y caída de las reservas internacionales en un país.
- De forma similar, las probabilidades mostradas son el promedio simple de las probabilidades individuales de cada país dentro de cada región. La lista de indicadores adelantados utilizada en la estimación de la probabilidad y la lista de países incluidos en cada región puede encontrarse en el Apéndice.



Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

Indicadores de vulnerabilidad: países desarrollados

Indicadores de vulnerabilidad* 2017: países desarrollados

	Sostenibilidad fiscal			Sostenibilidad exterior			Manejo de liquidez			Datos macroeconómicos			Crédito y vivienda			Deuda privada			Instituciones		
	Balance primario estructural (1)	Dif. Tipo de Interés- Crec. PIB 2013-17	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidad des 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	108	-3.0	100	13.1	15	10	33	2.3	2.3	4.5	3.8	4.3	13.4	79	73	64	-0.7	-1.4	-1.6
Canadá	-1.7	-0.6	90	-3.1	113	-8.4	9	7	22	1.9	2.1	7.1	8.6	2.7	17.5	102	107	131	-1.2	-1.9	-1.8
Japón	-5.0	-0.8	253	3.3	80	-0.5	33	11	10	0.6	0.7	3.2	-0.7	1.6	0.4	61	94	47	-1.0	-1.6	-1.5
Australia	-1.0	-0.7	43	-3.9	124	-3.1	3	1	46	2.7	2.0	5.7	2.8	2.0	7.0	124	84	134	-0.9	-1.9	-1.8
Corea	0.5	-1.8	39	5.9	30	0.8	1	5	13	3.0	2.2	3.3	3.5	2.3	3.3	93	103	97	-0.1	-0.5	-1.0
Noruega	-11.3	-0.3	28	7.6	170	-2.3	-9	8	47	1.2	2.5	4.5	10.6	-0.5	14.6	99	147	131	-1.1	-2.3	-2.0
Suecia	-1.1	-2.5	41	5.3	182	-8.5	5	10	47	2.6	1.6	6.7	-5.6	6.1	4.9	84	151	194	-1.0	-2.2	-2.0
Dinamarca	-1.0	-0.6	46	6.6	198	-1.8	6	11	33	1.4	1.1	5.8	-7.8	3.6	-12.8	119	108	296	-0.9	-2.2	-2.0
Finlandia	-0.7	-1.2	65	0.2	198	-2.6	4	3	82	1.1	1.4	8.9	-5.7	4.9	3.6	68	116	133	-1.0	-2.3	-2.1
Reino Unido	-0.7	-0.7	89	-4.3	282	-8.8	9	6	31	1.1	2.5	5.2	1.4	6.3	14.4	87	73	57	-0.6	-1.9	-1.8
Austria	0.5	-0.5	84	2.7	198	-0.9	5	4	80	1.2	1.3	6.4	-1.6	7.5	9.2	54	93	96	-1.2	-1.5	-1.9
Francia	-0.7	-1.0	98	-0.4	219	-3.1	10	6	62	1.3	0.2	9.6	2.5	1.8	4.9	57	128	110	-0.3	-1.3	-1.4
Alemania	0.8	-1.3	66	8.1	156	-2.5	2	3	59	1.4	1.6	4.5	-2.2	3.8	6.9	54	52	88	-0.7	-1.8	-1.8
P. Bajos	0.5	-1.2	62	8.2	544	-2.0	4	4	54	1.6	1.0	6.5	-8.4	3.7	9.4	110	120	95	-0.9	-1.9	-1.9
Bélgica	-0.1	-0.6	105	0.4	256	-0.9	18	14	61	1.4	1.2	8.3	9.0	-0.9	1.3	61	161	52	-0.6	-1.6	-1.4
Italia	2.2	1.0	133	1.9	126	-3.6	11	6	38	0.9	0.8	11.2	-3.6	0.0	-10.2	41	75	105	-0.3	0.0	-0.3
España	0.0	-0.5	85	1.9	169	-2.1	19	14	50	2.2	0.7	18.0	-12.1	3.3	-2.0	67	105	105	-0.3	-0.5	-0.9
Irlanda	1.3	-2.1	73	9.1	780	-4.6	6	7	70	3.2	1.3	7.7	-24.4	6.9	-4.0	57	267	53	-0.9	-1.6	-1.8
Portugal	2.0	0.8	128	-0.7	221	-1.6	19	12	70	1.1	0.0	10.7	-9.4	3.5	-0.2	75	114	128	-0.9	-0.9	-1.1
Grecia	2.6	-1.8	185	0.0	244	-4.0	15	6	82	2.8	1.1	21.5	-3.7	-0.9	1.9	62	66	147	0.2	0.1	-0.2

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

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

Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

Indicadores de vulnerabilidad: países emergentes

Indicadores de vulnerabilidad* 2017: países emergentes

	Sostenibilidad fiscal			Sostenibilidad exterior		Manejo de liquidez				Datos macroeconómicos			Crédito y vivienda			Deuda privada			Instituciones		
	Balance primario estructural (1)	Dif. Tipo de Interés- Crec. PIB 2013-17	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidad de Brutas Fin. (1)	Reservas sobre deuda exterior a c/p (3)	Deuda en manos de no residentes (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempleo (5)	Crecim. del crédito privado sobre PIB (4)	Crecim. precios reales de la vivienda (4)	Crecim. Mercado de valores (4)	crédito hogares (1)	Crédito empresas no financieras (1)	Apalancamiento bancario (6)	Estabilidad política BM (7)	Control de la corrupción BM (7)	Justicia BM (7)
Bulgaria	-0.5	0.4	26	0.0	79	-3.2	4	2.9	44	2.8	1.4	7.1	-2.4	4.8	27.2	20	83	80	0.0	0.3	0.1
Rep Checa	-0.1	-1.4	39	1.1	73	-1.0	5	11	38	2.7	2.2	4.1	0.7	6.4	-3.6	30	59	87	-1.0	-0.4	-1.1
Croacia	0.8	0.5	86	2.2	107	-1.9	16	3.7	41	2.1	1.2	15.9	-4.6	2.9	18.1	34	37	93	-0.6	-0.2	-0.2
Hungría	0.3	-0.8	75	4.6	131	-3.0	18	1.8	55	2.5	2.6	5.8	-3.1	3.0	33.8	20	82	93	-0.7	-0.1	-0.4
Polonia	-1.2	-1.3	53	-1.0	84	-6.7	9	2.4	56	3.4	1.5	6.2	0.3	1.7	11.4	37	88	110	-0.9	-0.6	-0.8
Rumanía	-1.7	-1.8	40	-2.8	57	-4.3	9	3.0	49	3.8	2.7	6.2	-1.9	10.1	1.2	18	37	87	-0.2	0.0	-0.2
Rusia	-1.2	1.0	18	3.5	36	-2.3	6	5.7	14	1.1	4.9	5.9	-1.9	-13.4	26.8	16	51	106	1.0	0.9	0.7
Turquía	0.7	-0.6	31	-5.6	58	0.6	5	0.9	36	3.0	6.2	10.2	-0.3	5.9	8.9	18	52	124	1.3	0.1	0.1
Argentina	-4.2	-13.5	51	-2.8	32	-9.6	11	1.0	21	2.8	20.8	9.3	0.5	-39.7	44.9	6	12	65	0.1	0.6	0.8
Brasil	-1.2	4.1	82	-1.0	39	-0.3	19	6.5	14	0.9	4.5	11.8	-6.8	-16.1	38.9	25	43	104	0.4	0.4	0.2
Chile	-1.5	-1.8	23	-2.4	68	1.1	4	2.3	20	1.6	3.2	7.6	-0.3	1.5	12.8	34	54	149	-0.4	-1.3	-1.3
Colombia	1.0	0.2	47	-4.2	43	-30.5	5	3.5	28	2.7	3.7	9.6	-1.0	0.4	18.2	20	26	110	1.1	0.3	0.3
México	0.3	0.4	56	-3.2	44	-22.3	7	1.8	32	1.0	6.0	4.4	3.5	3.3	7.6	17	26	82	0.9	0.7	0.5
Perú	-0.4	-0.7	26	-3.1	34	-5.5	5	8.1	42	4.1	2.5	6.0	0.0	1.6	58.1	15	26	98	0.5	0.6	0.5
China	-2.2	-4.7	68	1.6	10	-0.5	4	3.3	..	6.0	2.7	4.1	12.3	6.4	-19.6	41	169	86	0.6	0.3	0.3
India	-2.1	-4.3	67	-2.0	20	8.1	11	4.9	6	7.6	5.3	5.5	-0.1	-1.9	1.9	10	49	82	0.9	0.4	0.1
Indonesia	-1.0	-3.2	28	-2.3	38	5.6	4	2.2	59	5.3	4.4	5.7	-0.6	-2.0	15.3	17	23	100	0.6	0.5	0.4
Malasia	-0.6	-2.6	56	1.5	76	-10.7	10	0.9	27	4.6	3.0	3.2	-1.1	3.4	-3.0	95	--	109	-0.2	-0.3	-0.6
Filipinas	0.3	-3.9	32	1.4	21	-1.1	8	5.3	30	6.7	3.2	5.7	3.9	-2.6	-1.6	3	37	65	0.8	0.4	0.3
Tailandia	0.3	-2.5	44	7.7	38	-1.2	6	2.8	11	3.3	1.7	0.7	-1.3	4.8	19.8	72	51	100	1.0	0.4	0.1

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

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

The background of the slide features a stylized, wireframe globe in white and blue. Overlaid on the right side of the globe is a hand with a finger being scanned by a fingerprint scanner, which is depicted with concentric white circles and a red center. The entire scene is set against a blurred background of a person in a light blue shirt.

Apéndice Metodológico

Apéndice

Metodología: indicadores y mapas

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

Apéndice

Metodología: indicadores y mapas

Tabla umbrales de riesgo

Dimensiones de vulnerabilidad	Umbral de riesgo países desarrollados	Umbral de riesgo países emergentes	Dirección del riesgo	Fuente
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

Apéndice

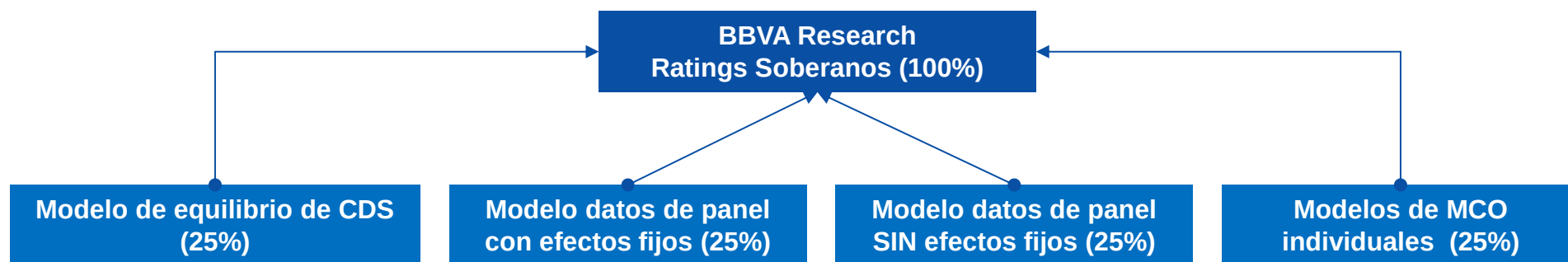
Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

- **Metodología de los ratings soberanos de BBVA Research:** Elaboramos nuestros ratings soberanos tomando la media de cuatro modelos de ratings desarrollados por BBVA Research:
 - **Modelo de panel CDS de equilibrio:** Este modelo estima los niveles de CDS actuales y proyectados para 48 países desarrollados y emergentes con base en 10 variables explicativas macroeconómicas. El equilibrio CDS se calcula utilizando la media móvil de 5 años centrada de las variables explicativas ponderándolas por sus sensibilidades estimadas. Para estimar el nivel de equilibrio, el spread BAA se mantiene inalterado en su nivel mediano a largo plazo (2003-2016). Los valores de estos CDS de equilibrio se convierten finalmente en una escala de escala soberana de escala 1-20.
 - **Modelo de datos de panel en Probit ordenado de ratings soberanos con efectos fijos:** El modelo calcula un índice de ratings soberanos (un índice de escala numérica de 0 a 20 de las tres agencias de rating soberano) mediante técnicas de datos de panel en Probit ordenado. Este modelo tiene en cuenta ratios de sostenibilidad de stock y flujos fundamentales idiosincráticos que permiten efectos fijos, incluyendo así efectos idiosincráticos específicos de países
 - **Modelo de datos de panel en Probit ordenado de ratings soberanos sin efectos fijos:** El modelo calcula un índice de ratings soberanos (un índice de escala numérica de 0 a 20 de las tres agencias de rating soberano) mediante técnicas de datos de panel en Probit ordenado. Este modelo tiene en cuenta ratios de sostenibilidad de stocks y flujos fundamentales idiosincráticos sin incluir efectos fijos, por lo que todos los países se tratan de forma simétrica sin incluir los efectos fijos a largos plazo específicos de países
 - **Modelos OLS (*Ordinary Least Squares*) individuales de rating soberano:** Estos modelos calculan el índice de ratings soberanos (un índice de escala numérica de 0 a 20 de las tres agencias de rating soberano) individualmente. Además, se estiman parámetros de distintos indicadores de vulnerabilidad teniendo en cuenta la historia del país con independencia del resto de los países. La estimación proviene de Oxford Economics Forecasting (OEF) para la mayoría de los países. Para los países que no son analizadas por OEF, se estiman modelos individuales OLS similares.

Apéndice

Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

Diagrama con metodología de estimación de ratings soberanos de BBVA Research



Apéndice

Metodología: Sistemas de Alerta Temprana

SAT de crisis bancarias:

La descripción completa de la metodología puede encontrarse aquí: <https://goo.gl/r0BLbl> y aquí: <https://goo.gl/VA8xXv>. Una crisis bancaria sistémica se define si se cumplen los siguientes criterios: 1) signos significativos de tensión financiera en el sistema bancario (corridas bancarias significativas, fuertes pérdidas en el sistema bancario, y / o liquidaciones bancarias), 2) intervenciones públicas en el sistema bancario en respuesta a pérdidas significativas. La probabilidad de una crisis se estima utilizando un modelo logit en datos de panel con datos anuales para 68 países entre 1990 y 2012. El modelo estimado se aplica luego a datos trimestrales. La probabilidad es una función de los siguientes indicadores (con un retraso de 2 años):

- Brecha del ratio Crédito a PIB (Desviación del nivel observado frente a un nivel estructural estimado)
- Balance de cuenta corriente sobre PIB
- Tipos de interés de corto plazo (desviación con respecto al tipo de EEUU)
- Tipo de interés Libor
- Ratio de crédito a depósitos
- Ratio de capital regulatorio a Activos ponderados por riesgo

SAT de crisis cambiarias:

Se estima la probabilidad de una crisis cambiaria (un evento de fuerte caída del tipo de cambio y de las reservas) a través de un modelo logit en datos de panel con datos trimestrales para 78 países entre 1980T1 a 2015T4, como una función de las siguientes variables (con un retraso de 4 trimestres):

- Brecha del ratio Crédito a PIB (Desviación sobre la tendencia de un filtro Hodrick-Prescott)
- Inflación
- BAA Spread
- Cuenta corriente cíclica (Desviación sobre la tendencia de un filtro Hodrick-Prescott)
- Tipos de interés de corto plazo (desviación con respecto al tipo de EEUU)
- Tipo de interés Libor
- Tipo de cambio efectivo real
- Ratio de inversión a PIB
- Tasa de crecimiento real del PIB (tendencia estructural y desviación cíclica estimadas por un filtro Hodrick-Prescott)
- Ratio de comercio total a PIB (Exportaciones + Importaciones)/PIB

Apéndice

Metodología: Sistemas de Alerta Temprana

Definición de regiones en el análisis SAT de crisis bancarias:

- OPEP y otros exportadores de petróleo: Argelia, Angola, Azerbaiyán, Bahréin, Canadá, Ecuador, Nigeria, Noruega, Qatar, Rusia y Venezuela
- Asia Emergente: Bangladesh, China, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Filipinas, Tailandia y Vietnam.
- Sudamérica & México: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay
- Centroamérica & Caribe: Bolivia, Costa Rica, Rep. Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá
- África & MENA: Botsuana, Egipto, Israel, Marruecos, Namibia y Sudáfrica.
- Europa Emergente: Armenia, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Chipre, Republica Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Eslovenia, Turquía y Ucrania
- Europa Central: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Holanda, Suecia y Reino Unido.
- Periferia Europea: Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España
- Economías Avanzadas: Australia, Japón, Corea, Singapur, Islandia, Nueva Zelanda y Suiza.

Definición de regiones en el análisis SAT de crisis cambiarias:

- OPEP y otros productores de petróleo : Argelia, Angola, Azerbaiyán, Bahréin, Nigeria, Noruega, Omán, Qatar, Rusia, Trinidad and Tobago, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela
- Asia Emergente: Bangladesh, China, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Filipinas, Tailandia y Vietnam.
- Sudamérica & México: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay
- Centroamérica & Caribe: Bolivia, Costa Rica, Rep. Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, Nicaragua y Panamá
- África & MENA: Botsuana, Egipto, Israel, Marruecos, Namibia, Sudáfrica y Túnez.
- Europa Emergente: Armenia, Bielorrusia, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Chipre, Republica Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Eslovenia, Turquía y Ucrania
- Economías Avanzadas: Australia, Japón, Canadá, Corea, Singapur, Islandia, Nueva Zelanda y Suiza.

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

Economista Líder:

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Economista Principal:

Rodolfo Méndez - Marcano

rodolfo.mendez@bbva.com

Economista Pincipal:

Alejandro Neut

robertoalejandro.neut@bbva.com

Economista:

Jorge redondo

jorge.redondo.caballero@bbva.com

Economista Senior:

Alfonso Ugarte

alfonso.ugarte@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Gilbal

Julían Cubero

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas

oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira

olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín

alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Geopolítica

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia

le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda

juliocesar.pineda@bbva.com

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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