

BBVA

RESEARCH

INFORME TRIMESTRAL
DE RIESGO PAIS

Junio

2017

(Datos hasta el 20
de Mayo de 2017)

Informe de Riesgo País

Resumen

Riesgo País

Agencias de Rating

- China y Hong Kong fueron rebajados por Moody's. Italia fue rebajada por Fitch y Sudáfrica por S&P. Argentina y Indonesia fueron mejoradas por S&P ➡

Mercados Financieros

- **Las tensiones financieras, la aversión global al riesgo (AGR) y los spreads soberanos han estado disminuyendo por más de un año**, alcanzando niveles mínimos no vistos desde la primavera de 2014 o desde 2007. La mayor parte de los aumentos de los spreads soberanos visto durante las turbulencias en 2015 y 2016 en MEs ha desaparecido ➡
- La disminución general de las primas soberanas ha llevado a este trimestre a ser una de las pocas veces en que se observan más países con presión alcista que bajista ➡
- El aumento de las presiones alcistas es especialmente notable en India, Tailandia y España ➡

BBVA Research

- **En general, el agregado neto de vulnerabilidades parece estar mejorando en ME y parece estable en MDs cuando se analizan por regiones** ➡
- La periferia de la UE y el núcleo de la UE continúan con niveles muy elevados de deuda pública, incrementando su vulnerabilidad fiscal, **pero los riesgos relacionados con el apalancamiento privado han mejorado en la mayoría de los países** ➡
- Las vulnerabilidades fiscales y externas siguen siendo preocupantes en LatAm, mientras que las vulnerabilidades externas siguen siendo altas en EM Europa ➡
- **Continúan las señales de desaceleración en el proceso de apalancamiento privado excesivo en China (y en los precios de vivienda), aunque los niveles de crecimiento anual siguen siendo elevados**. Se observa un claro exceso de apalancamiento en algunas economías avanzadas como Canadá, Australia, Noruega y algunos países del norte de Europa ➡

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](#)
 - [Radars 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**

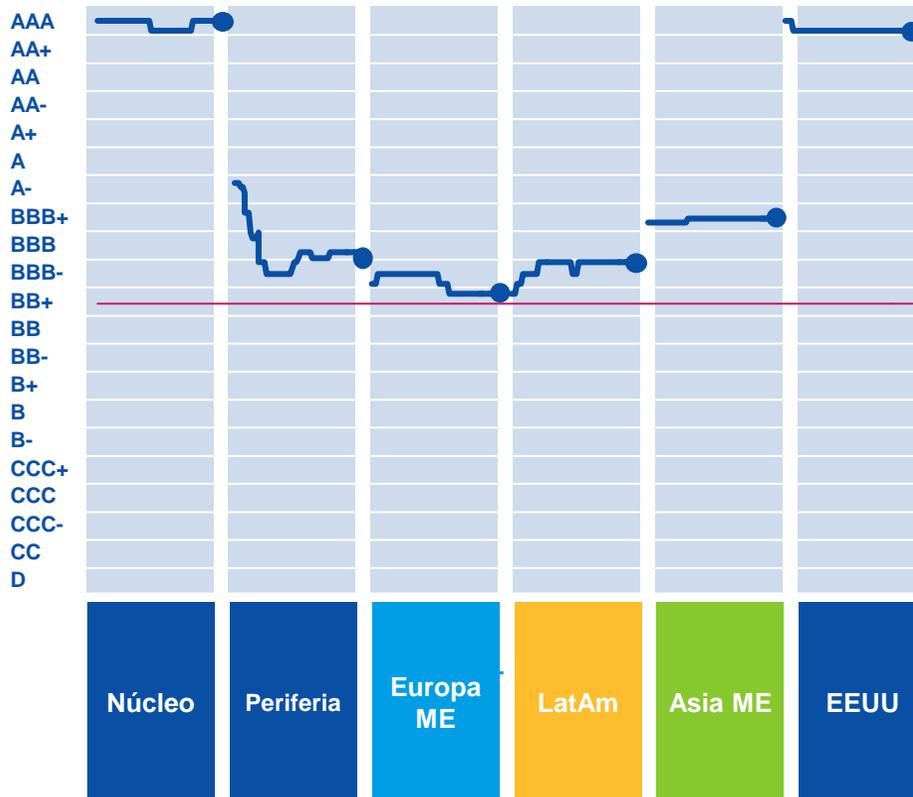
1

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



- **China** fue rebajada por Moody's, e **Italia** fue rebajada por Fitch. **Argentina** y **Indonesia** fueron mejoradas por S&P.
- Sudáfrica fue rebajada por S&P y Fitch. **Hong Kong** fue rebajada por Moody's.

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

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

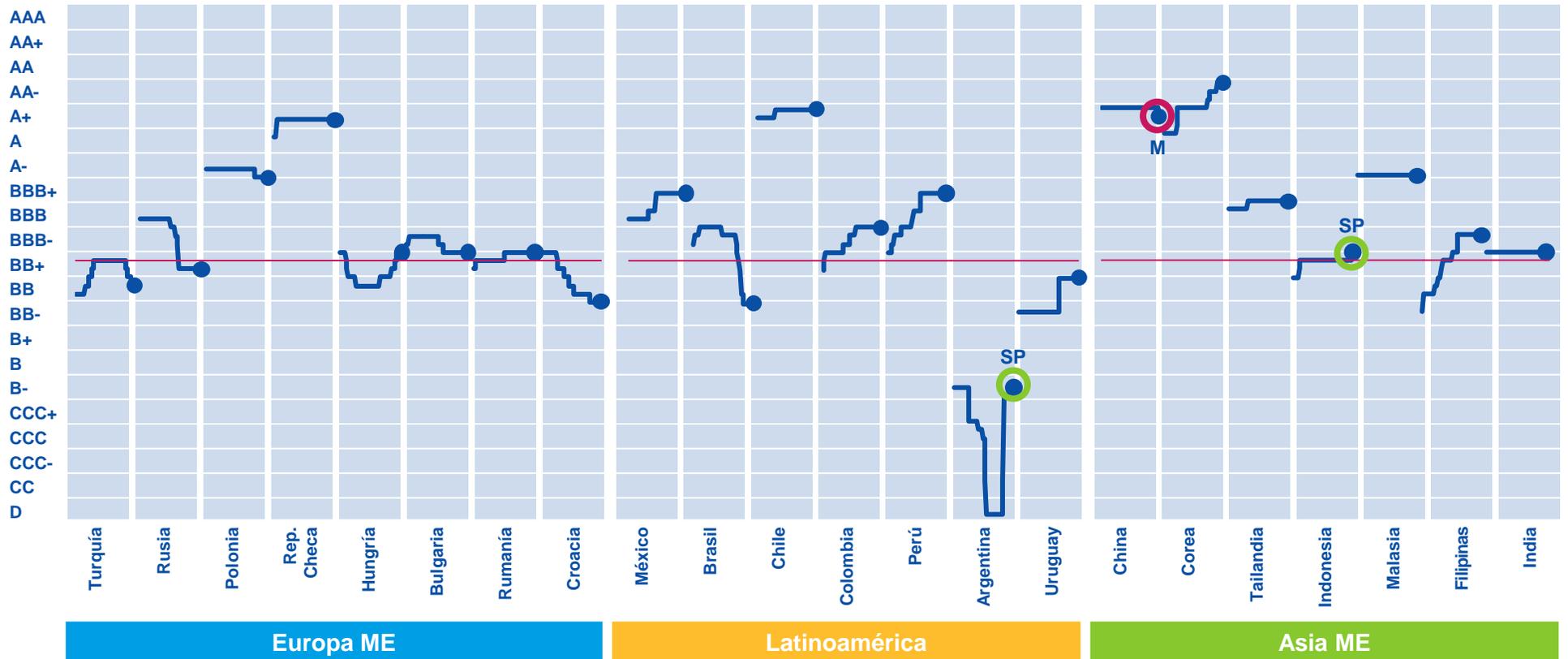


MERCADOS EMERGENTES

Actualización de mercados y ratings soberanos

Índice de rating soberano 2011-2017

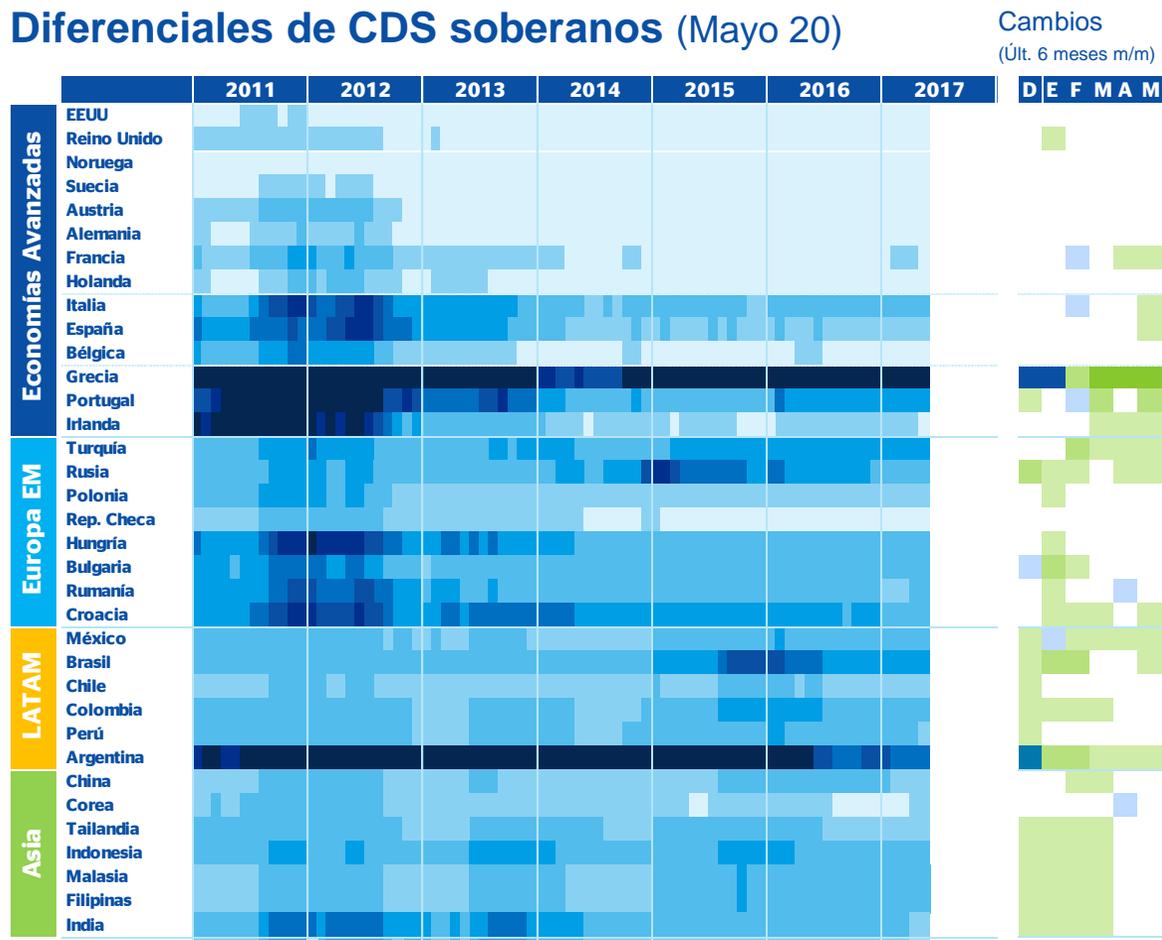
○ Aumento
 ○ Rebaja
 SP: Standard & Pools
 M: Moody's
 F: Fitch



Actualización de mercados y ratings soberanos

Un trimestre extremadamente calmado en los mercados soberanos de CDS. La mayoría de los países están cerca de sus niveles mínimos después de Lehman. La mayor parte de los aumentos de las primas durante la turbulencia en 2015 y 2016 en EM se han desvanecido.

Diferenciales de CDS soberanos (Mayo 20)



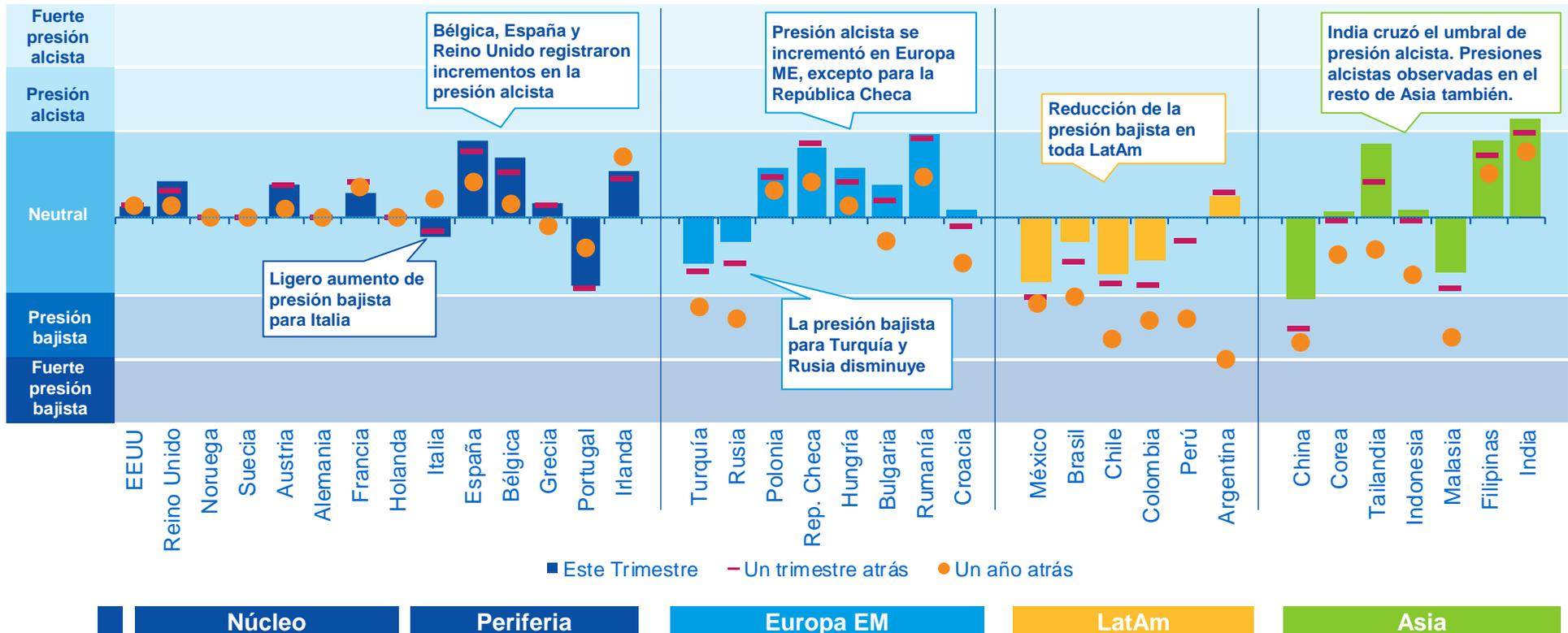
- La estabilidad continua en las economías avanzadas. Francia experimentó cierta volatilidad debido a las elecciones presidenciales.
- El CDS griego se redujo notablemente en los últimos 3 meses, al igual que su volatilidad.
- Europa ME registró una reducción de las primas o una clara estabilidad
- Los CDS de LatAm se han mantenido estables con ligeras disminuciones en Argentina, Brasil y México.
- Asia ME también experimentó estabilidad, a excepción de un reciente aumento en Corea del Sur, debido a las tensiones geopolíticas



Actualización de mercados y ratings soberanos

Las presiones bajistas disminuyeron en la todos los países, mientras que las presiones alcistas aumentaron especialmente en Europa ME y Asia. Esta es una de las pocas veces que hemos visto más países con las presiones alcistas en lugar de las presiones bajistas.

Brecha de presión bajista/alcista sobre las agencias de rating (Mayo 20 de 2017) (diferencia entre rating implícito en los CDS y rating soberano real, en escalones)



A hand is shown pointing at a globe that is rendered with a white, textured, wireframe-like appearance. A red target icon with concentric circles is overlaid on the hand's finger, suggesting a focus on a specific point of interest on the globe. The background is a soft, out-of-focus blue.

2 Tensiones financieras y aversión global al riesgo

Índice de Tensiones Financieras

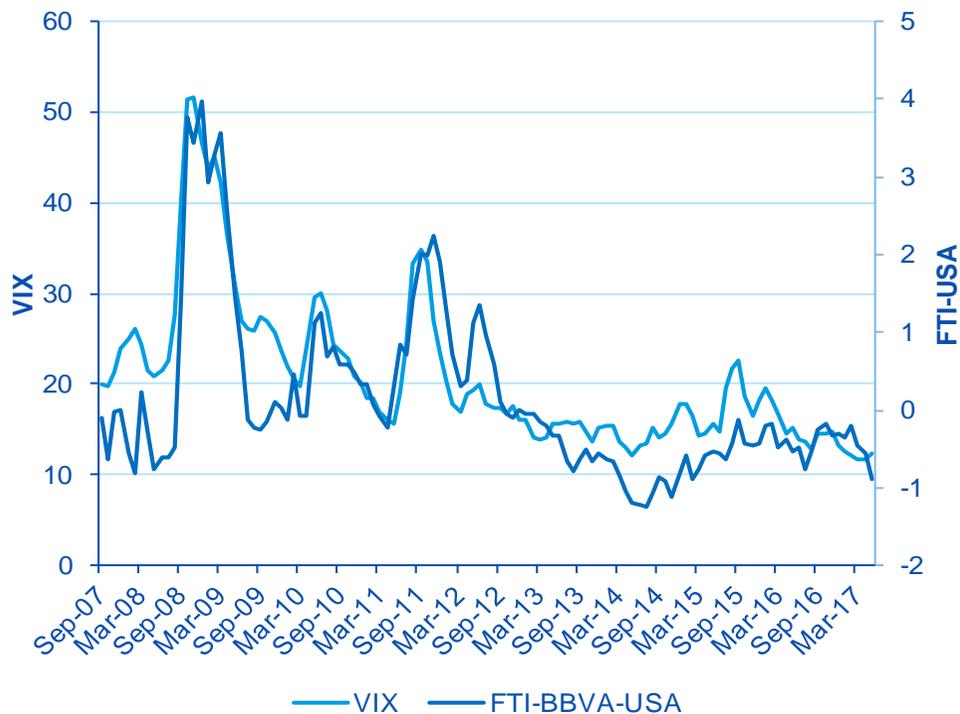
Evolución de la aversión global al riesgo de acuerdo a distintas medidas

Tensiones financieras y aversión global al riesgo

La aversión global al riesgo ha disminuido durante más de un año, y continuó haciéndolo durante el segundo trimestre de 2017. Se observaron ligeros incrementos durante 2017, reflejando las preocupaciones sobre las elecciones europeas y la agenda política de Trump.

Indicadores de AGR: ITF & VIX

(Promedio mensual)



Indicadores de AGR: BAA Spread & componente global en CDS

(Promedio mensual)

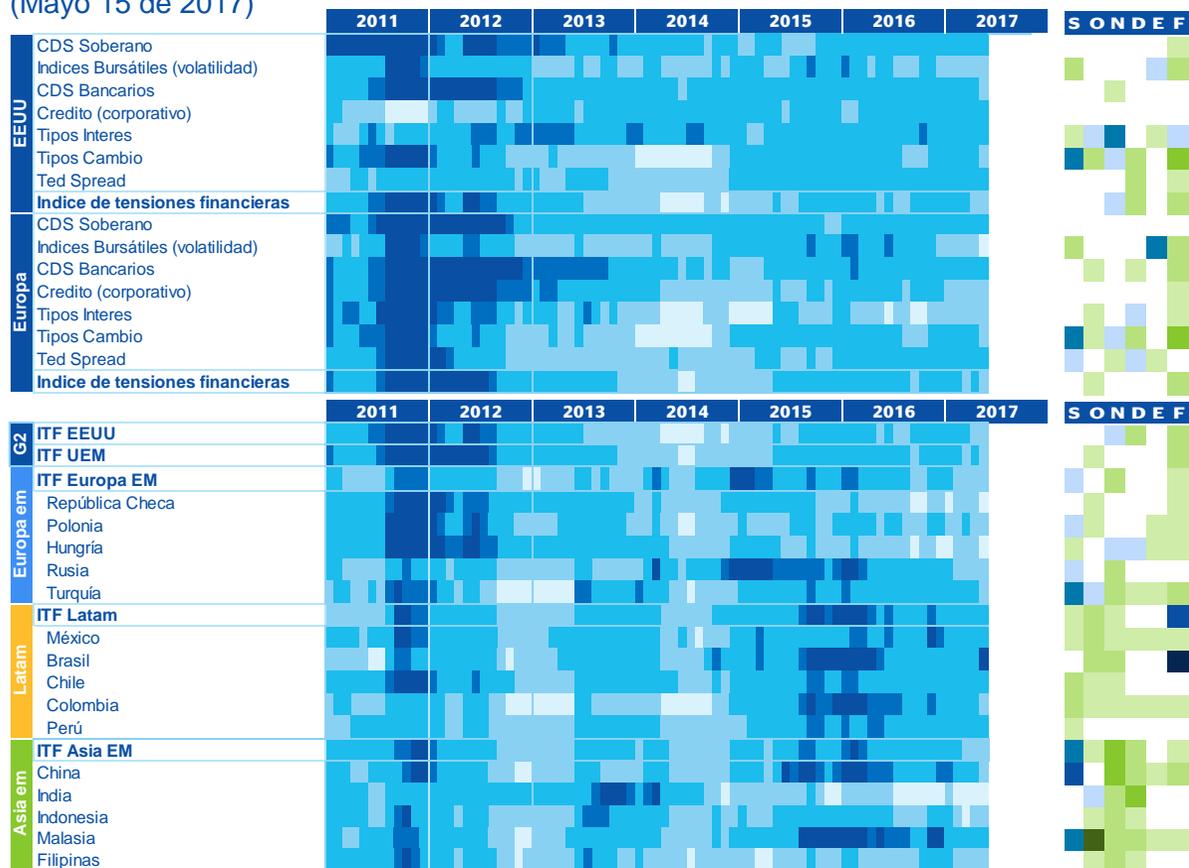


Tensiones financieras y aversión global al riesgo

Las tensiones financieras (FT) se encuentran actualmente en niveles muy bajos, con la excepción de Brasil en Mayo, En el 2T-2017 se produjo un nuevo descenso de las tensiones financieras (FT) y estabilidad general

Mapa de estrés financiero BBVA

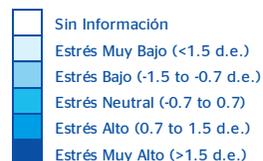
(Mayo 15 de 2017)



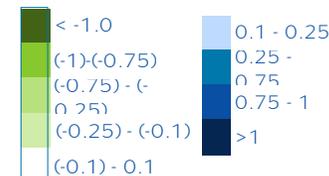
Cambios
(Últ. 6 meses m/m)

- Estados Unidos y Europa registraron disminuciones estables y ligeras en las TF. Esto fue más notable en los tipos de cambio, mientras que la equidad en Europa vio ligera volatilidad durante abril.
- Europa ME también mostró notable estabilidad, con una ligera disminución de las TF durante mayo.
- Las TF en LatAm, al igual que otras regiones, muestra estabilidad y una reducción gradual, con la excepción de Brasil, que se ha agravado en mayo debido a las tensiones políticas..
- Asia ME vio TF en total, leve a disminuir desde febrero, impulsado por China, Malasia e India.

Escala de colores para Índice



Escala de colores para cambios mensuales



3

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones

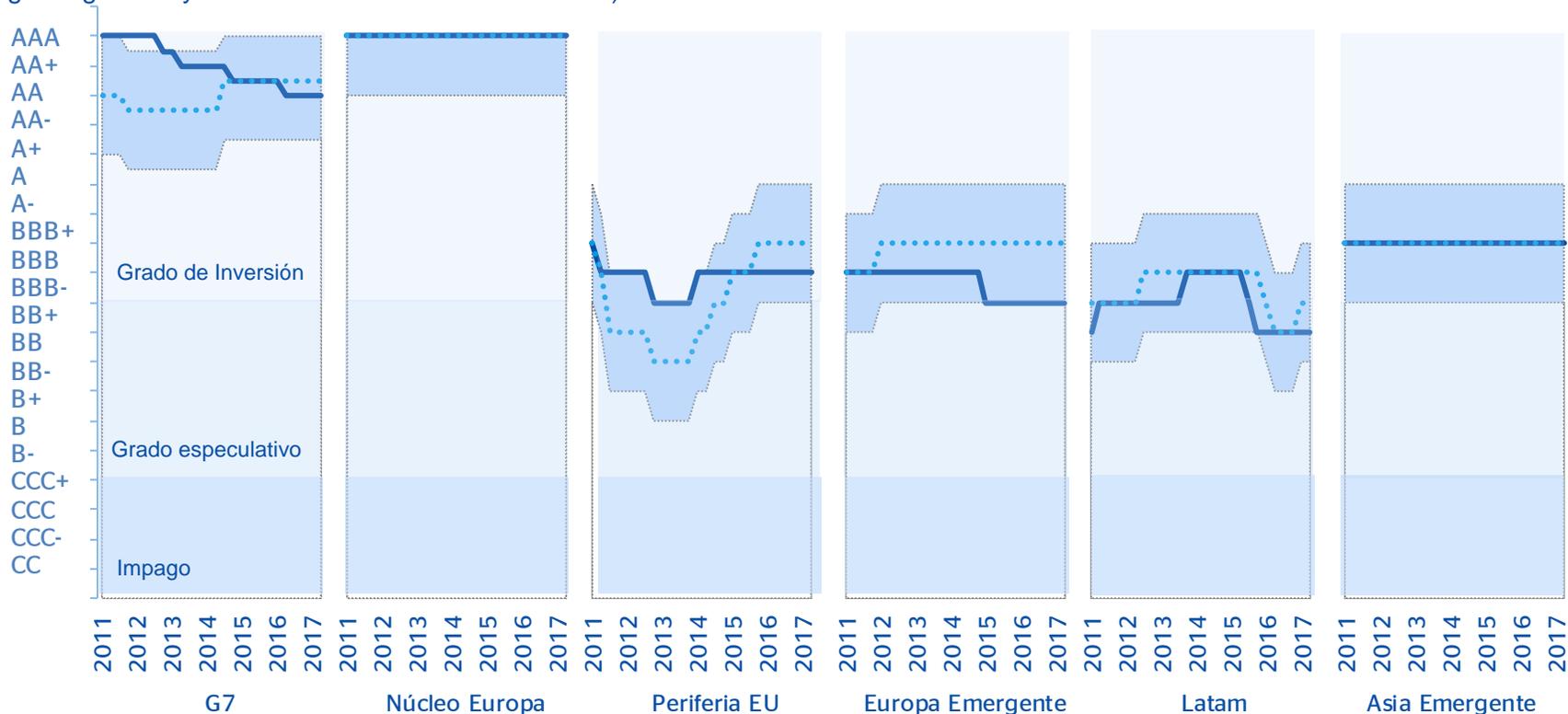
Ratings BBVA-Research por regiones
CDS de equilibrio por regiones
Radares de vulnerabilidades por regiones
Niveles de deuda pública y privada

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

La calificación promedio de las agencias de LatAm continúa por debajo del grado de inversión, ahora también por debajo de nuestra calificación (BBVA Research). La periferia de la UE y Europa ME siguen estando 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

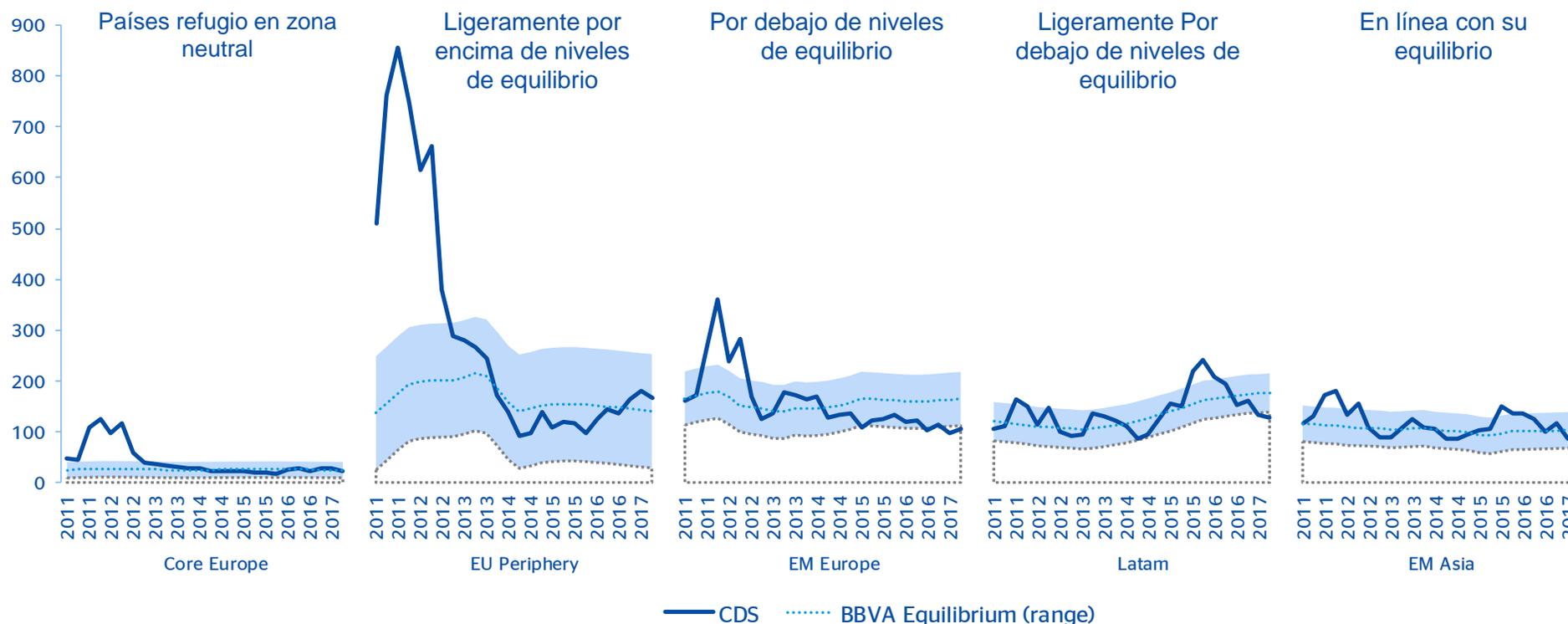
(Rating de agencias y de BBVA Research +/-1 desv. est.)



Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

Europa ME y LatAm son las regiones con mayor desviación sobre sus niveles de equilibrio. Asia ME también cae por debajo de su nivel de equilibrio. El Núcleo y la Periferia de la UE se mantienen cerca del equilibrio.

CDS y diferenciales de riesgo de equilibrio Mayo 2017



*Periferia Europa excluye Grecia
Fuente: BBVA Research y Datastream

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

Los niveles de deuda pública y externa han seguido empeorando en varias economías desarrolladas. Aumentan los riesgos de sobrevaloración del mercado de valores y la inestabilidad política

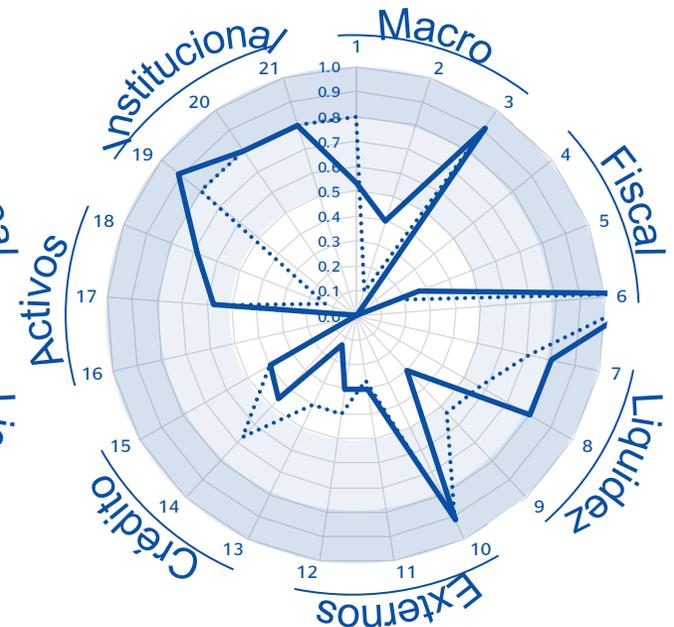
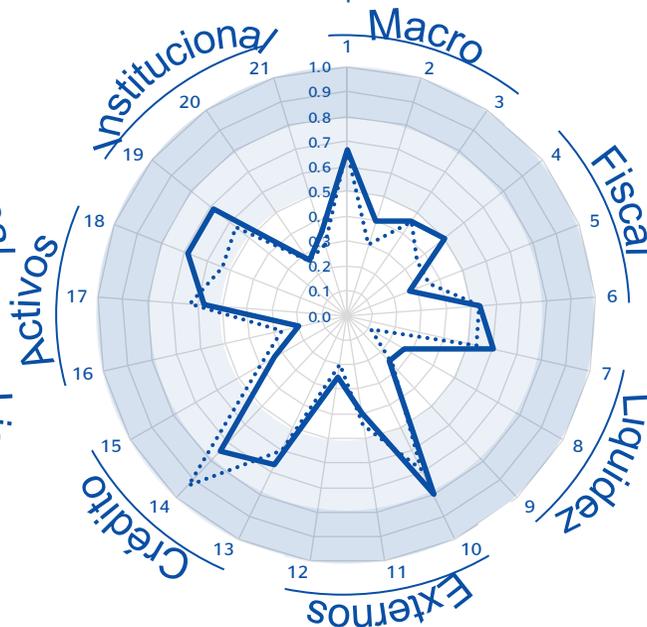
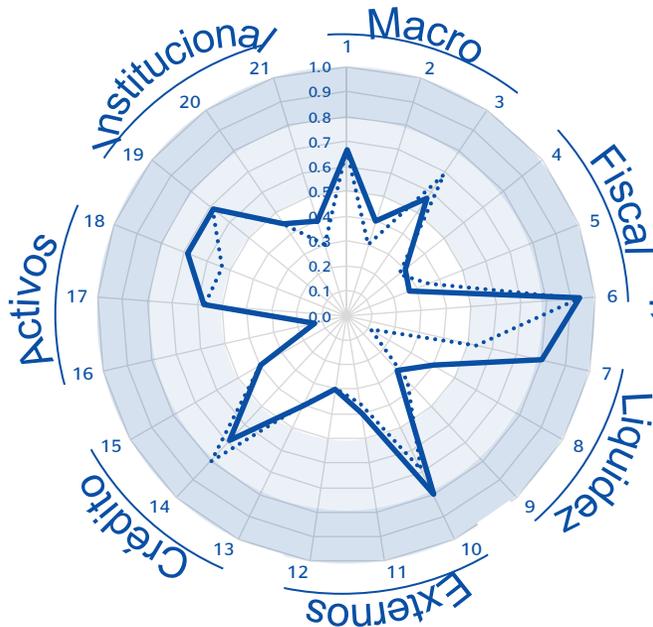
Economías Avanzadas: radar de vulnerabilidad 2017

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)

Líquidez: (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 INDICE del riesgo país

En general, las vulnerabilidades parecen estar mejorando en ME. Sin embargo, las vulnerabilidades externas y de sobrevaloración del mercado de valores están en niveles elevados en Europa ME y LatAm. La deuda pública debe ser monitoreada en LatAm y Asia ME.

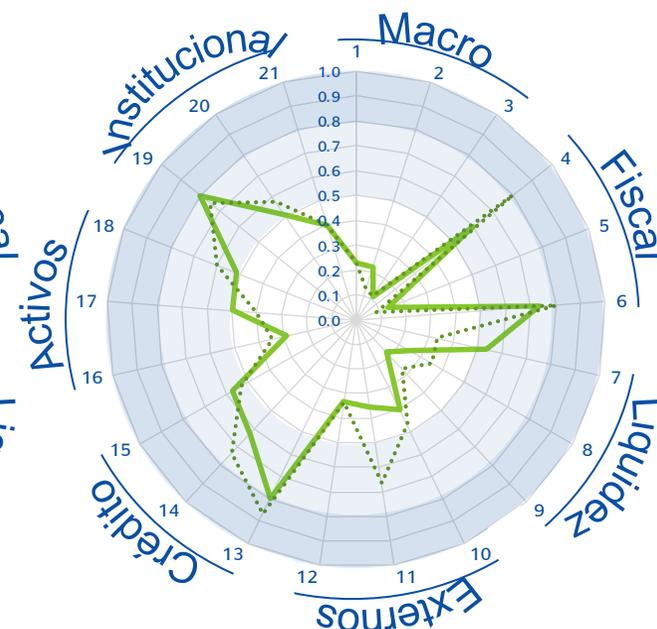
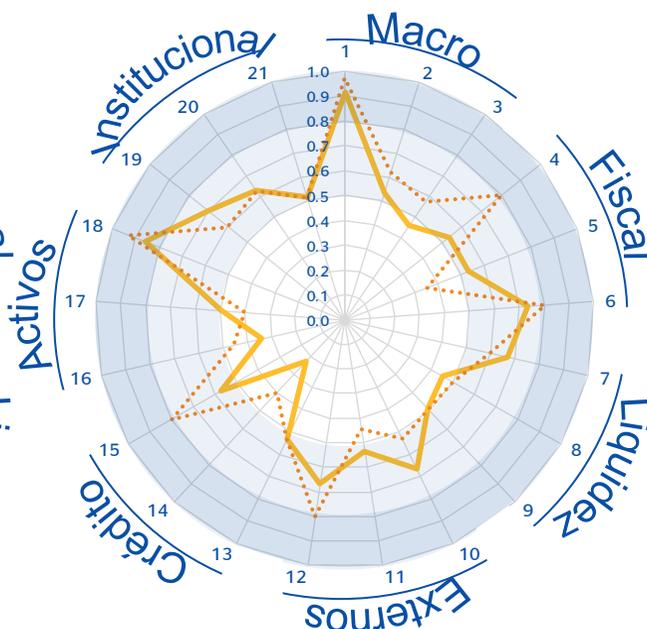
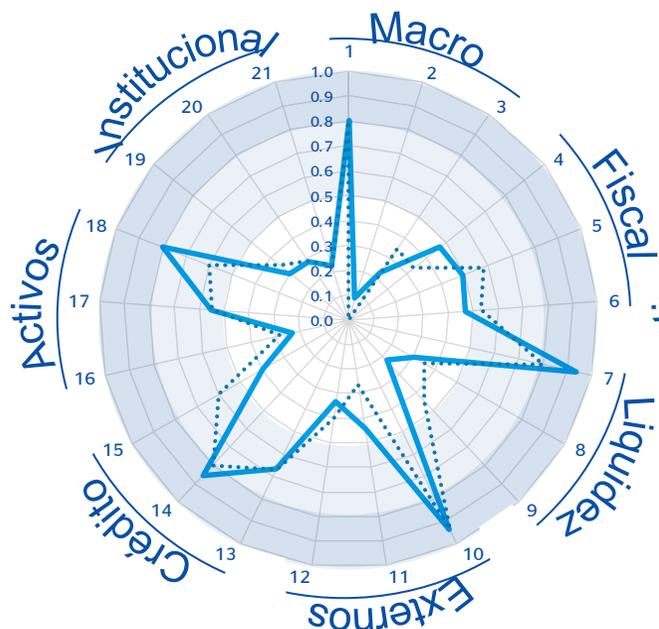
Economías Emergentes: radar de vulnerabilidad 2017

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 (%)

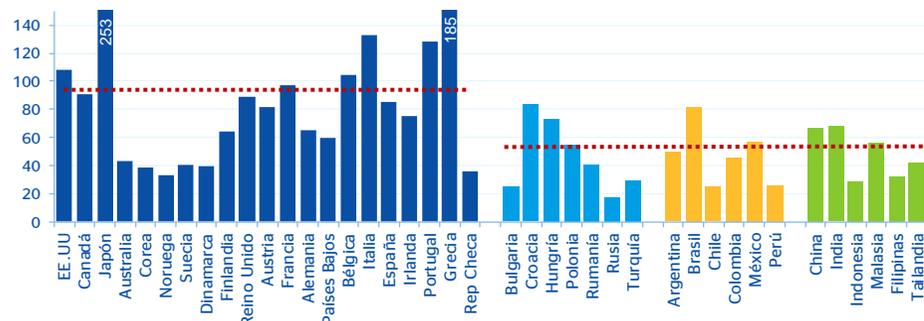
Institucional: (19) Estabilidad Política (20) Corrupción (21) Justicia

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

Ratios de deuda pública y privada todavía elevados en algunos desarrollados

Deuda Pública Bruta 2017

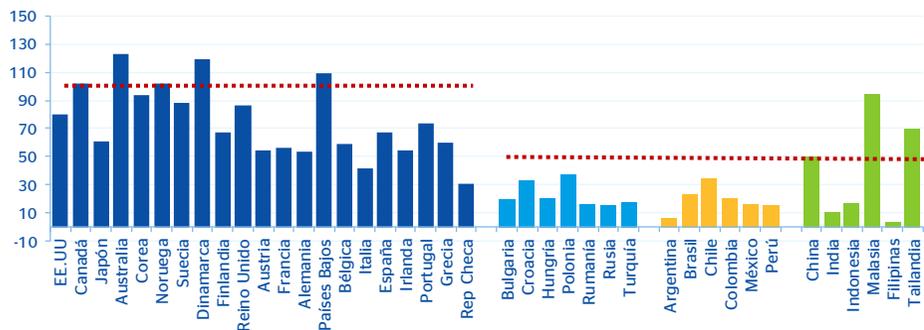
(% PIB)



Fuente: BBVA Research & FMI

Deuda Hogares 2017

(% PIB)

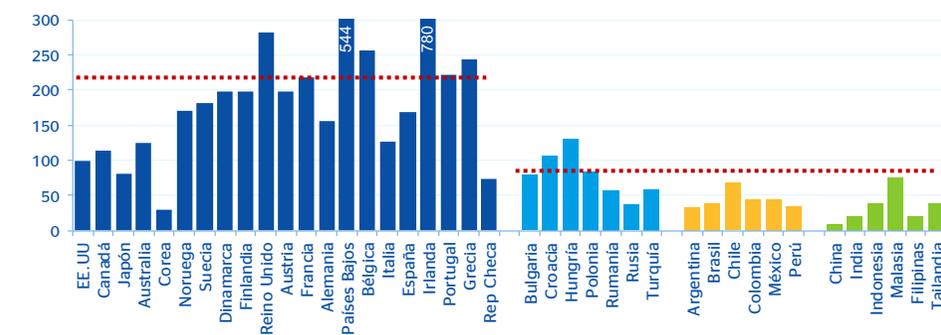


Fuente: BBVA Research , BIS & FMI

Deuda Externa 2017

(% PIB)

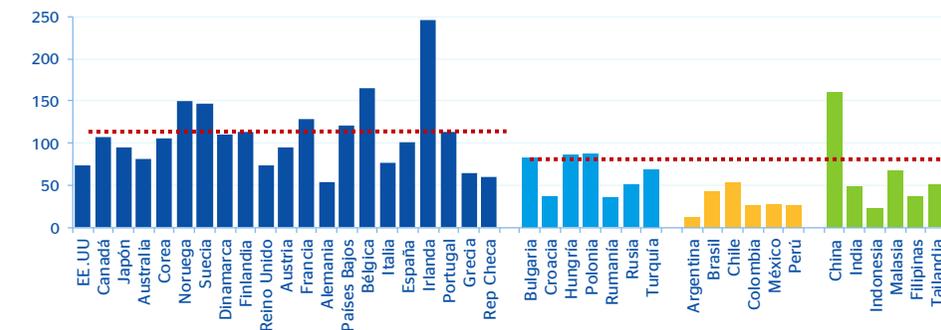
..... Niveles de riesgo



Fuente: BBVA Research & FMI

Deuda Empresas 2017

(% PIB, excluyendo emisiones de bonos)



Fuente: BBVA Research, BIS & FMI

4

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

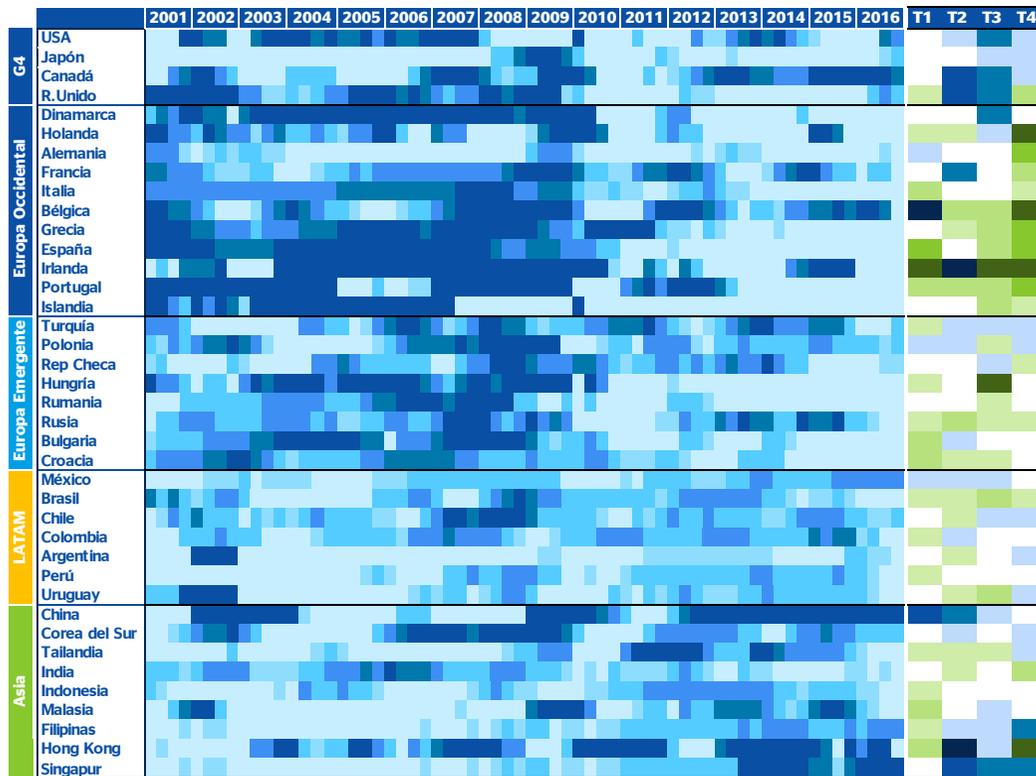
Valoración de desequilibrios financieros y externos

El crecimiento de apalancamiento en China se desacelera, pero sigue siendo alto en términos interanuales. Todos los países de Europa occidental en desapalancamiento en T4-2016. El crecimiento del crédito en Canadá se desaceleró ligeramente después de dos años de crecimiento excesivo.

Mapa de crédito al sector privado (2001-2016 T4)

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

Crecimiento T/T
Últ. 4 trimestres
hasta T4-2016



- El crecimiento del crédito canadiense se desaceleró, pero todavía tiene niveles excesivos. En términos anuales, todos los países de Europa occidental estaban desapalancando durante el cuarto trimestre de 2016.
- El crecimiento del crédito está repuntando de nuevo en Turquía. A lo largo de Europa ME, el crecimiento del crédito se mantuvo débil o negativo en general.
- El crecimiento del crédito en LatAm siguió desacelerándose. Mientras tanto, México registró un crecimiento elevado, mientras que Chile experimentó niveles moderados.
- El crecimiento del crédito en China sigue en desaceleración, aunque sigue siendo alto. El crecimiento en Filipinas se mantuvo alto y bajo en el resto de Asia.

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%

Valoración de desequilibrios financieros y externos

Desaceleración en los precios de la vivienda en varios países, especialmente en China, España, Colombia y Brasil. Mientras tanto, Islandia, Irlanda y Filipinas continuaron exhibiendo un fuerte crecimiento de los precios.

Mapa de precios reales de la vivienda (2001-2016T4)

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



Crecimiento T/T
Últ. 4 trimestres
hasta T4-2016



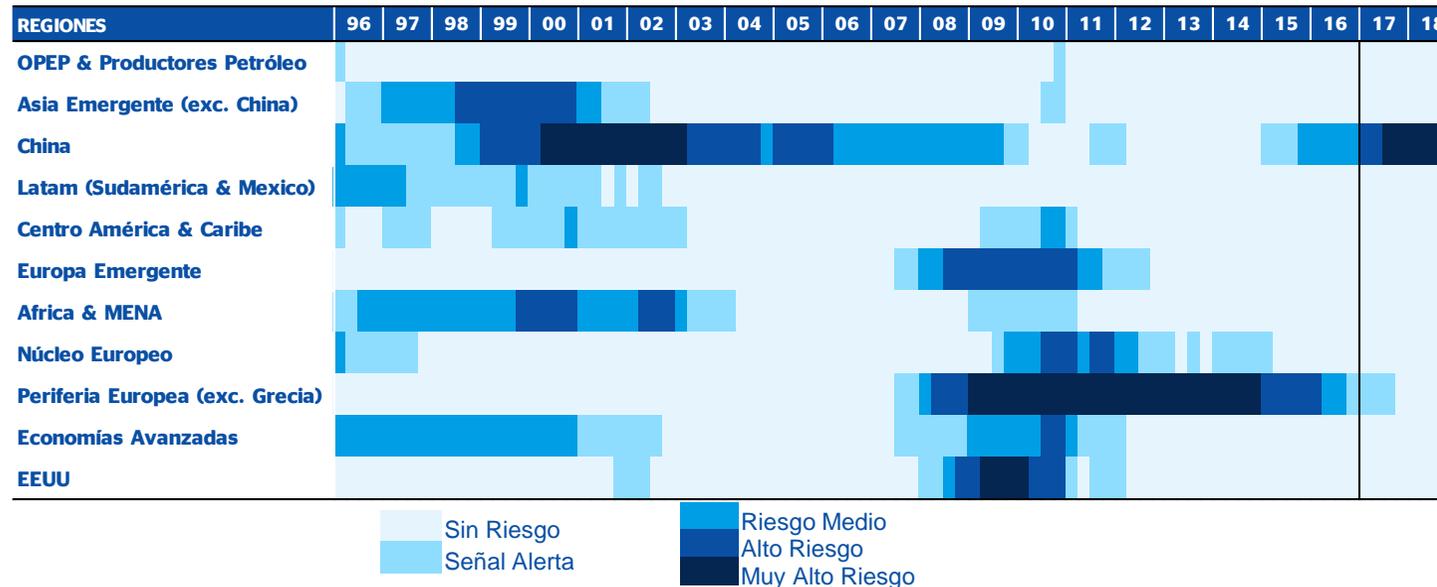
- Alto crecimiento de precios en EEUU, Dinamarca, Irlanda y Portugal e Islandia
- Datos mixtos en Europa ME. Rumania, Turquía, República Checa y Bulgaria mantuvieron altos niveles de crecimiento de los precios.
- Los precios en México se desaceleran. Colombia y Brasil registraron una caída en los precios, mientras que Perú experimentó volatilidad.
- Los precios en China se desaceleran por primera vez en un año, así como en Malasia. Se observó un leve crecimiento en otros países, excepto en Filipinas.

Valoración de desequilibrios financieros y externos

China sigue siendo la principal región/país con una probabilidad significativa de una crisis bancaria. La señal de alerta para algunos países en la periferia de la UE permanece.

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

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



- La probabilidad de crisis bancarias en los productores de OPEP y de petróleo ha disminuido
- El crecimiento ilimitado del crédito de China podría causar una crisis bancaria durante 2017-18
- Algunos países de la periferia europea (sin Grecia) siguen mostrando signos 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.

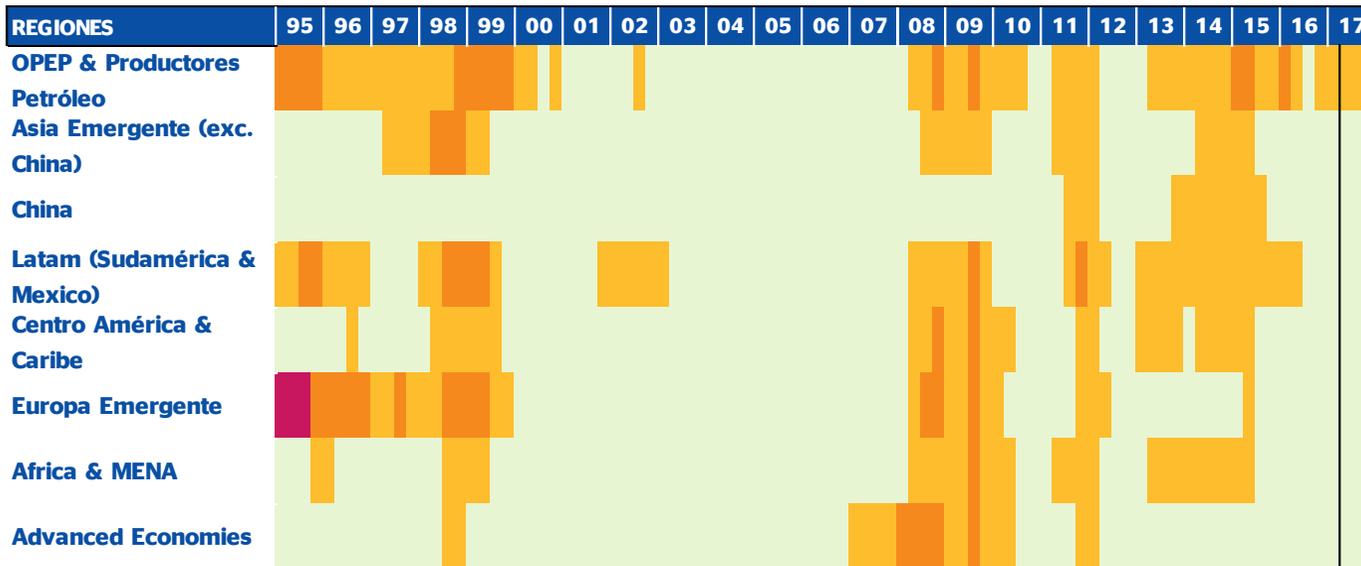
*La probabilidad de una crisis en el T4-2016 está basada en datos del T4-2014. Fuente: BBVA Research

Valoración de desequilibrios financieros y externos

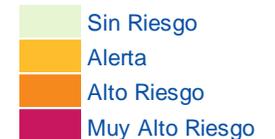
Prevedemos renovadas tensiones de los problemas de moneda en algunos países de la OPEP y productores de petróleo.

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



● Prevedemos futuros problemas de moneda en OPEP y países productores de petróleo como Rusia, Azerbaiyán y Venezuela



- 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 de Brutas Fin. (1)	Deuda Pública a Corto Plazo (3)	Deuda en manos de no residentes (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempleo (5)	Crecim. del crédito privado sobre PIB (4)	Crecim. precios reales de la vivienda (4)	Crecim. Mercado de valores (4)	crédito hogares (1)	Crédito empresas no financieras (1)	Apalancamiento bancario (6)	Estabilidad política BM (7)	Control de la corrupción BM (7)	Justicia BM (7)
EE.UU	-1.9	-1.0	108	-2.4	100	9.1	19	14	32	2.3	2.6	4.5	4.0	3.6	16.8	80	74	64	-0.7	-1.4	-1.6
Canadá	-1.5	-0.4	91	-2.9	114	-7.5	11	9	24	1.9	2.1	6.9	6.8	-10.2	15.2	102	107	130	-1.2	-1.9	-1.8
Japón	-3.7	-1.1	239	4.2	80	0.3	41	15	10	1.2	0.8	3.1	1.4	1.7	12.8	61	94	48	-1.0	-1.6	-1.5
Australia	-0.7	-1.3	43	-2.8	124	-0.4	3	2	42	3.1	2.0	5.2	2.6	2.6	14.6	123	82	133	-0.9	-1.9	-1.8
Corea	0.4	-1.3	39	6.2	30	3.6	2	6	12	2.7	2.2	3.8	2.2	1.6	8.2	93	105	98	-0.1	-0.5	-1.0
Noruega	-10.8	-1.5	33	5.7	170	-2.2	-9	8	55	1.2	2.6	4.5	8.5	-0.6	19.6	102	150	132	-1.1	-2.3	-2.0
Suecia	-1.1	-2.1	40	4.6	182	-6.0	5	10	42	2.7	1.5	6.7	-10.5	4.7	16.2	88	147	188	-1.0	-2.2	-2.0
Dinamarca	-0.7	-1.0	40	7.5	198	-1.3	5	9	38	1.5	0.7	5.8	-1.7	3.3	-3.4	119	110	306	-0.9	-2.2	-2.0
Finlandia	-0.8	-1.6	64	-1.3	198	-3.2	8	9	81	1.3	1.5	8.5	-11.0	5.8	14.6	68	113	131	-1.0	-2.3	-2.1
Reino Unido	-1.0	-0.8	89	-3.2	282	-10.7	9	7	34	1.7	2.6	4.9	2.0	3.2	18.6	86	74	56	-0.6	-1.9	-1.8
Austria	0.6	-0.9	81	2.4	198	-0.5	5	5	85	1.4	1.7	5.9	3.0	4.6	24.6	54	94	97	-1.2	-1.5	-1.9
Francia	-0.8	-1.2	98	-1.3	219	-2.7	13	10	65	1.4	1.5	9.6	-0.4	1.5	16.8	56	128	106	-0.3	-1.3	-1.4
Alemania	1.2	-1.4	68	7.6	156	-2.7	3	5	63	1.7	2.0	4.2	-2.8	3.9	23.6	53	54	86	-0.7	-1.8	-1.8
P. Bajos	1.0	-1.2	60	9.2	544	-1.5	6	5	55	2.1	1.2	5.4	-8.6	2.9	17.4	109	120	93	-0.9	-1.9	-1.9
Bélgica	0.1	-0.9	104	0.9	256	0.1	18	15	67	1.6	1.4	7.8	-0.7	1.5	12.6	59	165	52	-0.6	-1.6	-1.4
Italia	1.9	0.8	133	2.5	126	-3.0	17	11	39	1.0	1.6	11.4	-2.6	0.9	13.1	42	77	101	-0.3	0.0	-0.3
España	-0.1	-2.2	85	1.8	169	-3.2	18	15	51	3.0	2.1	17.3	-10.4	2.7	19.9	67	101	102	-0.3	-0.5	-0.9
Irlanda	1.4	-1.6	75	4.7	780	-3.6	6	7	69	3.5	1.4	6.5	-52.2	7.0	5.5	54	245	48	-0.9	-1.6	-1.8
Portugal	2.7	0.7	129	-0.3	221	-0.7	12	8	64	1.7	2.6	10.6	-11.3	3.5	10.5	74	113	124	-0.9	-0.9	-1.1
Grecia	3.3	-1.8	181	-0.3	244	-3.4	15	6	82	2.2	1.3	21.9	-6.6	-1.3	15.4	60	64	145	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	24	2.3	79	-2.5	4	2.9	44	2.9	1.7	7.1	-1.6	4.8	42.0	20	83	79	0.0	0.3	0.1
Rep Checa	0.3	-1.6	36	1.2	73	0.0	6	15	46	2.8	2.3	3.8	0.5	3.7	9.0	31	60	86	-1.0	-0.4	-1.1
Croacia	1.0	0.3	83	2.8	107	-0.3	15	3.7	39	2.9	0.8	13.9	-3.9	1.0	19.1	34	36	93	-0.6	-0.2	-0.2
Hungría	1.6	-1.5	73	3.7	131	-1.8	16	1.8	51	2.9	2.8	4.4	-7.1	2.4	19.6	20	86	85	-0.7	-0.1	-0.4
Polonia	-1.4	-2.1	55	-1.7	84	-3.0	10	2.4	53	3.4	2.3	5.5	1.6	3.0	18.1	37	87	106	-0.9	-0.6	-0.8
Rumanía	-2.6	-2.6	41	-2.8	57	-5.2	8	3.0	47	4.2	2.2	5.4	-1.8	7.6	19.8	16	35	83	-0.2	0.0	-0.2
Rusia	-2.0	0.0	17	3.3	36	4.8	4	5.7	17	1.4	4.4	5.5	-2.6	-12.1	6.7	15	51	106	1.0	0.9	0.7
Turquía	-1.1	-1.8	30	-4.7	58	0.6	8	1.0	34	2.5	10.0	11.5	-0.4	4.7	6.8	18	70	123	1.3	0.1	0.1
Argentina	-4.0	-12.6	49	-2.9	32	-4.3	11	1.0	36	2.2	21.6	7.4	-0.1	-29.0	56.0	6	13	61	0.1	0.6	0.8
Brasil	-1.1	2.4	81	-1.3	39	5.7	17	6.5	9	0.2	4.4	12.1	-5.0	-16.2	29.8	24	44	99	0.4	0.4	0.2
Chile	-1.5	-1.8	25	-1.4	68	1.3	4	2.3	22	1.6	3.0	6.9	1.2	-1.8	21.5	35	53	147	-0.4	-1.3	-1.3
Colombia	0.6	0.9	46	-3.6	43	-26.5	5	3.5	33	2.3	4.1	9.5	-1.0	2.2	2.8	21	26	109	1.1	0.3	0.3
México	0.5	0.4	57	-2.8	44	-14.6	9	0.3	34	1.6	5.6	4.1	3.2	4.8	7.7	16	27	83	0.9	0.7	0.5
Perú	-1.0	-1.0	26	-1.9	34	-2.1	5	8.1	42	3.5	2.9	6.7	-1.1	2.5	30.7	15	25	99	0.5	0.6	0.5
China	-2.7	-5.6	67	2.3	10	-2.7	4	3.3	..	6.3	2.3	4.0	7.8	7.1	-0.3	49	161	108	0.6	0.3	0.3
India	-1.5	-4.1	68	-1.2	20	8.8	11	4.9	6	7.2	4.5	5.5	-3.7	-0.8	16.9	10	50	83	0.9	0.4	0.1
Indonesia	-0.8	-3.1	28	-1.9	38	5.2	4	2.2	59	5.1	4.2	5.4	-0.4	1.2	14.9	17	23	98	0.6	0.5	0.4
Malasia	-0.9	-2.8	56	1.8	76	-9.1	11	0.9	34	4.4	2.7	3.4	-1.5	3.8	1.3	94	--	110	-0.2	-0.3	-0.6
Filipinas	0.8	-4.3	33	0.9	21	-3.1	8	5.3	31	6.6	3.3	6.0	3.5	14.5	0.7	3	37	65	0.8	0.4	0.3
Tailandia	-0.8	-1.5	42	8.4	38	-0.6	7	2.8	12	3.4	1.4	0.7	-1.8	-1.1	11.9	70	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 globe composed of white horizontal lines on a blue background. A hand is shown from the right side, with the index finger pointing towards the center of the globe. Overlaid on the hand and the globe is a red target icon consisting of concentric circles and a central red dot. The globe shows the continents of North and South America.

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
- **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.

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). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Diferencial esperado tipos de interés-crecim. PIB a 5 años vista	3,6	1,1	Más alto	Baldacci et al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Deuda pública bruta	73,0	50,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Problemas de liquidez				
Necesidades de financiación brutas	17,0	21,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Deuda en manos de no residentes	84,0	40,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/101
Presión de deuda a corto plazo				
Deuda pública a c/p % de la deuda pública total (Desarrollados)	15,0		Más alto	Baldacci et al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Reservas sobre deuda a corto plazo (Emergentes)		0,6	Más bajo	Baldacci et al (2011). Assesing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Vulnerabilidad Externa				
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	4,0	6,0	Más bajo	BBVA Research
Deuda Externa(% PIB)	200,0	60,0	Más alto	BBVA Research
Tipo de cambio real (Desviación de la media móvil de 4 años)	5,0	10,0	Más alto	Comisión UE (2012) y BBVA Research
Balances del sector privado				
Deuda hogares (% PIB)	84,0	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

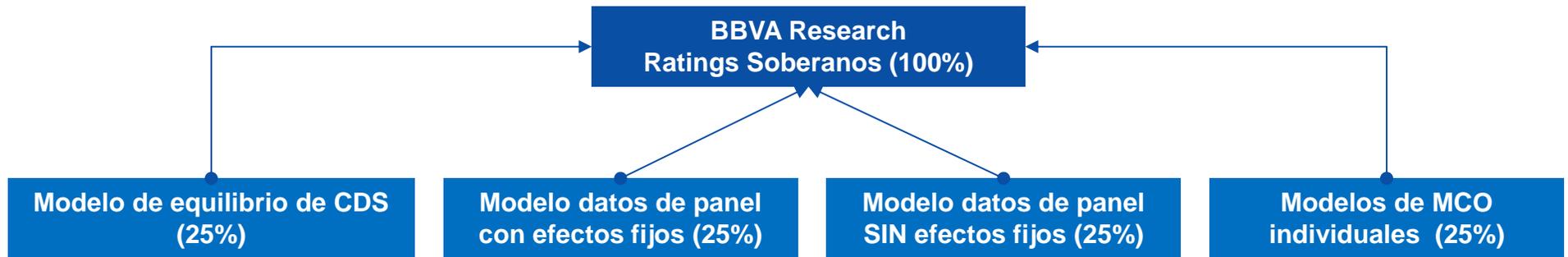
Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

- **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 Principal:

Alejandro Neut

robertoalejandro.neut@bbva.com

Economista:

Jorge redondo

jorge.redondo.caballero@bbva.com

Economista Senior:

Alfonso Ugarte

alfonso.ugarte@bbva.com

Becario:

Akshaya Sharma

akshaya.sharma@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
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.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.