

# Informe de Riesgo País

Una guía trimestral al Riesgo País

Septiembre 2018

(Datos hasta Agosto 31)

# Resumen

## Riesgo País

### Agencias de Rating

- **Turquía** fue rebajada de nuevo por las tres agencias. **Grecia** fue mejorada por S&P y Fitch. La **República Checa** fue mejorada por Fitch, y **Chile** fue rebajado por Moody's ➡

### Mercados Financieros

- **La Aversión al Riesgo Global (GRA) no se ha visto alterada por las turbulencias en las divisas de los Mercados Emergentes (MEs).** El VIX y el Índice de Tensiones Financieras (ITF-EEUU) han disminuido durante el último trimestre, mientras que los tipos corporativos (EEUU) y el componente global de los CDS soberanos sólo han aumentado levemente ➡
- Las recientes crisis en las divisas de Argentina, Turquía y otros MEs han generado algún contagio a las monedas de otros países MEs, como refleja nuestro Indicador de Sincronización de FX MEs. Pero **el contagio a otros indicadores financieros de otros países** (CDS soberanos o Índices de Tensiones Financieras (ITF)) **ha sido reducido** ➡
- La ampliación de los diferenciales de los CDS en los MEs ha hecho que las brechas entre las calificaciones de las agencias y las de su contraparte implícita en los CDS sean más negativas (menos positivas) para la mayoría de los países. La presión a la baja es intensa para Italia y México ➡

### BBVA Research

- **Nuestra calificación basada en fundamentales (BBVA Research) está en línea con las presiones de mejora observadas en los CDS en ME-Europa.** Por otro lado, nuestra calificación es **ligeramente más positiva en Latinoamérica y en la periferia de la UE** que la de las agencias y los mercados. **En EM-Asia, las tres visiones coinciden actualmente** ➡
- **El apalancamiento vuelve a crecer en China y Turquía** tras una pausa de unos pocos trimestres, aunque todavía a un ritmo moderado. Observamos signos dispersos de crecimiento del crédito, pero el desapalancamiento continúa siendo la tendencia generalizada en la mayoría de países, tanto en MDs como en MEs. ➡
- **No existe actualmente una tendencia clara en los precios reales de la vivienda** predominante a nivel global o dentro de alguna región geográfica. Además, en la mayoría de los países prevalece un patrón de alta volatilidad en la evolución de los precios de la vivienda ➡
- **Nuestros Sistemas de Alerta Temprana de Crisis Bancarias y Monetarias continúan señalando sólo vulnerabilidades idiosincráticas** y no riesgos elevados a nivel regional o mundial. Sin embargo, no podemos descartar que el contagio de esas crisis individuales pueda intensificarse ➡

# Índice

## 01 Actualización de mercados y ratings soberanos

- Evolución de ratings soberanos
- Evolución de CDS soberanos por países
- Presión bajista/alcista de los mercados sobre ratings

## 02 Mercados globales, tensiones financieras y aversión global al riesgo

- Evolución de la Aversión Global al Riesgo de acuerdo a distintas medidas
- Índice de Tensiones Financieras
- Indicador de Sincronización de FX ME

## 03 Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones

- CDS de equilibrio por regiones
- Ratings BBVA-Research por regiones
- Radares de vulnerabilidades por regiones

## 04 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

# 01

## **Actualización de mercados y ratings soberanos**

Evolución de ratings soberanos

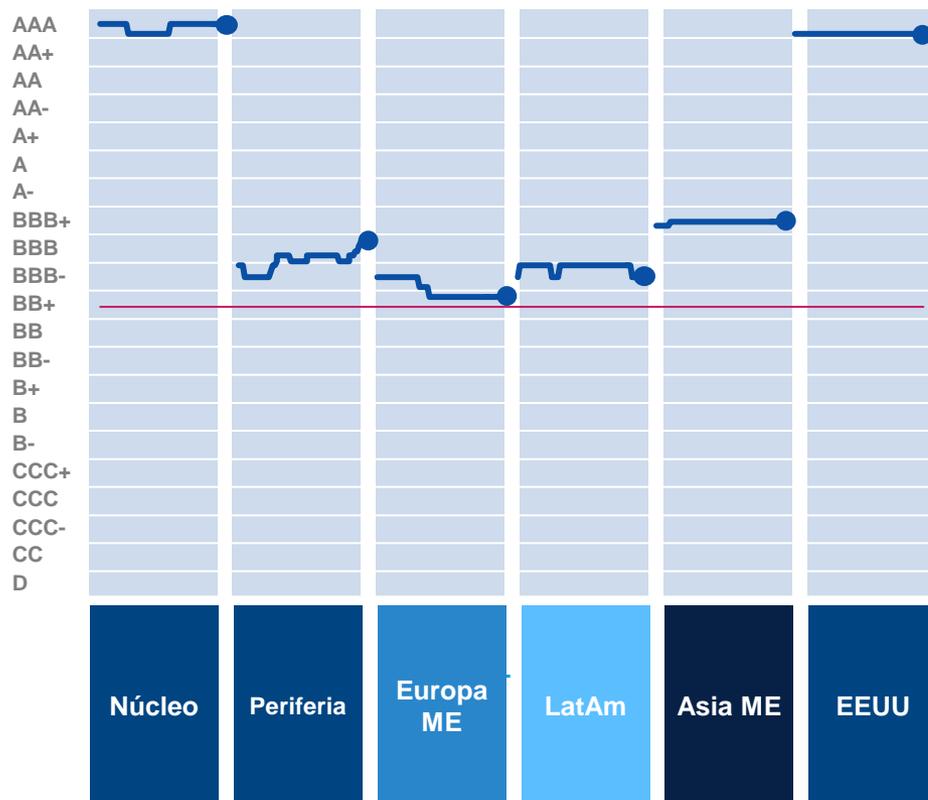
Evolución de CDS soberanos por países

El gran estrechamiento de los diferenciales soberanos: CDS vs Rating

Presión bajista/alcista de los mercados sobre ratings

# Actualización de mercados y ratings soberanos

## Índice de rating soberano 2011-18



- La calificación media de la UE periférica ha seguido mejorando durante tres trimestres consecutivos.
- Turquía fue rebajada por las tres agencias de calificación.
- Grecia fue mejorada por S&P y Fitch.
- La República Checa fue mejorada por Fitch, y Chile fue rebajado 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

# Actualización de mercados y ratings soberanos

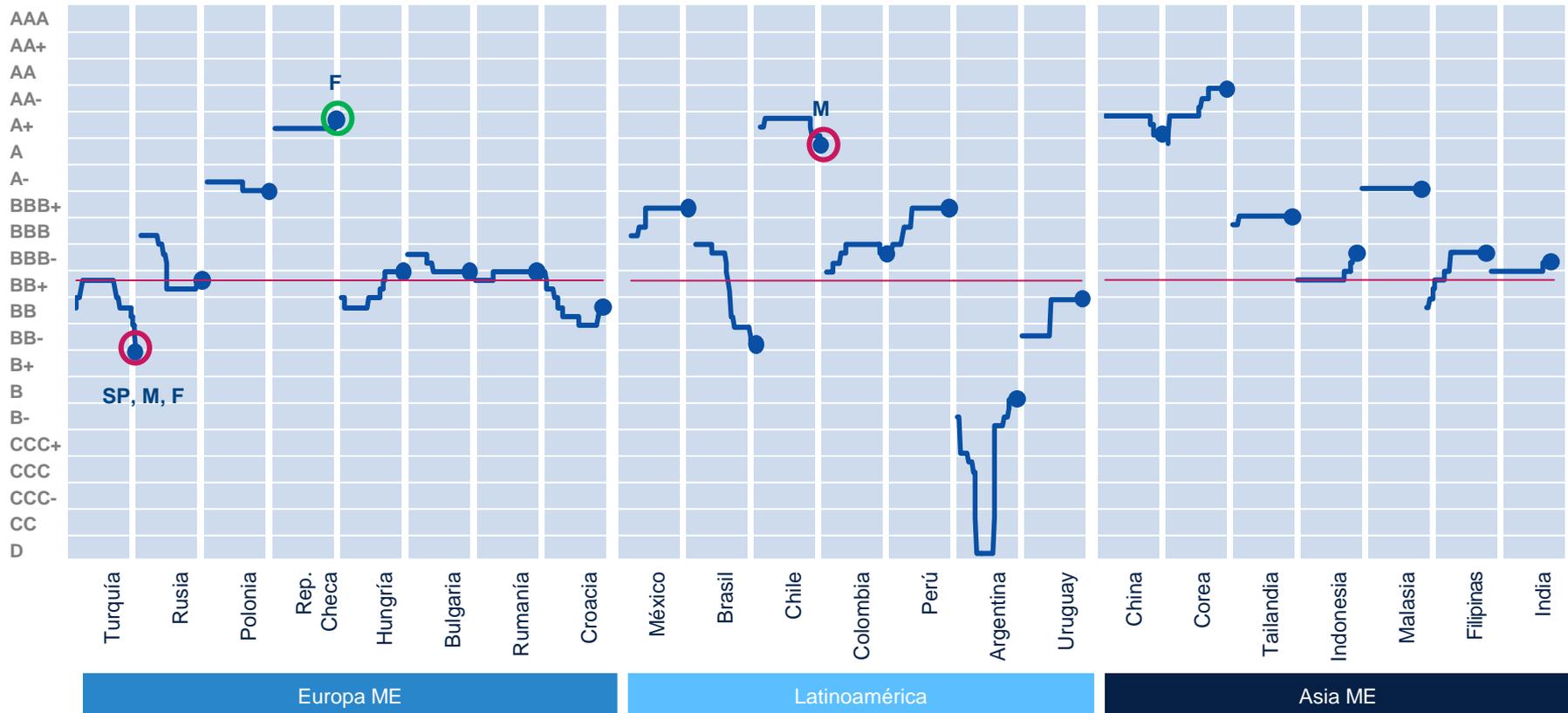
## Índice de rating soberano 2011-18: Mercados Desarrollados



# Actualización de mercados y ratings soberanos

## Índice de rating soberano 2011-18: Mercados Emergentes

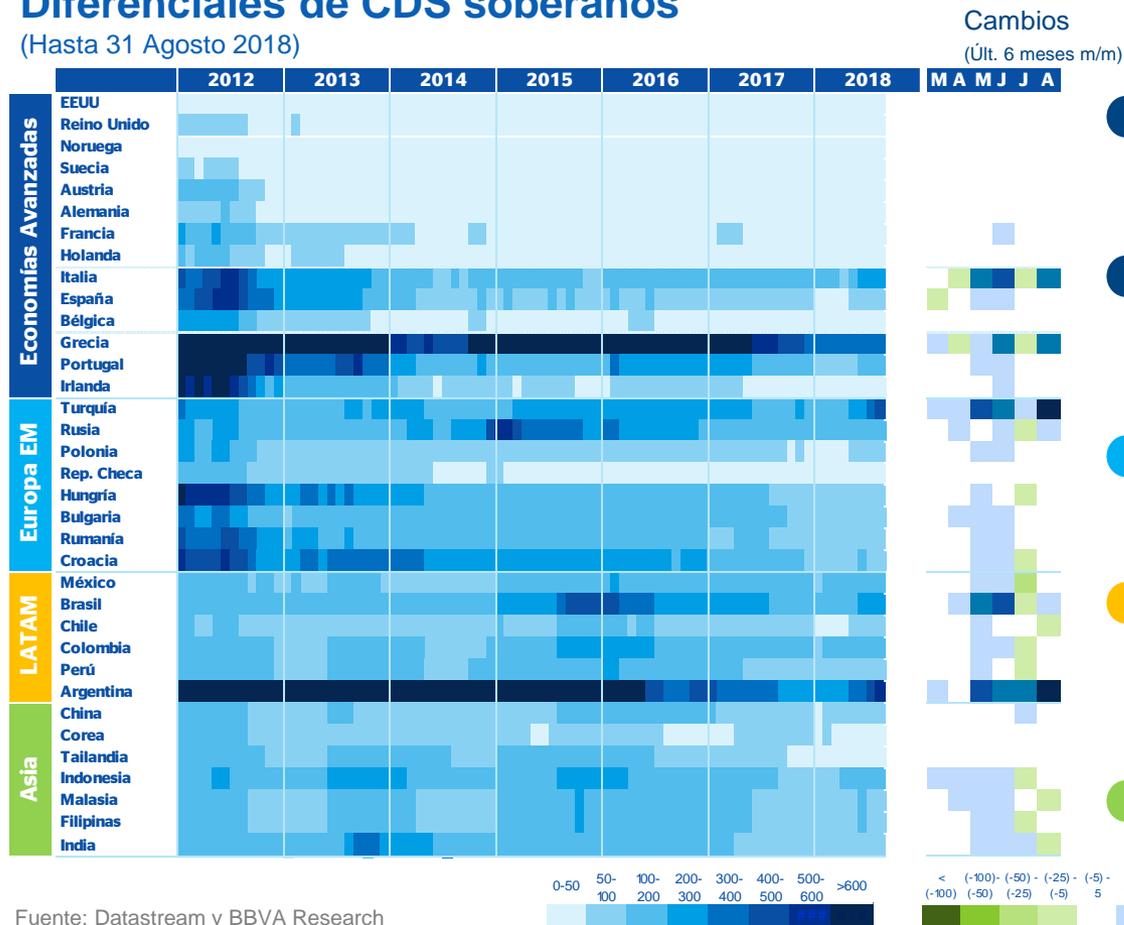
○ Rebaja   
 ○ Aumento   
 SP: Standard & Poor's   
 M: Moody's   
 F: Fitch



# Actualización de mercados y ratings soberanos

## Diferenciales de CDS soberanos

(Hasta 31 Agosto 2018)



Fuente: Datastream y BBVA Research

- Los CDS de las Economías Avanzadas continúan sin verse afectados por los eventos en los MEs
- Los CDS italianos se dispararon durante el mes de Julio debido a tensiones políticas. Grecia también subió con fuerza a pesar de las subidas a su calificación.
- El CDS de Turquía se disparó más de 200 puntos básicos en el último trimestre. El contagio en la región ha sido limitado.
- De manera similar, el CDS de Argentina también se ha disparado más de 200 bps con un contagio regional menor. Brasil subió con fuerza en junio, pero ha moderado desde entonces.
- Los CDS en ME Asia se han mantenido relativamente estables

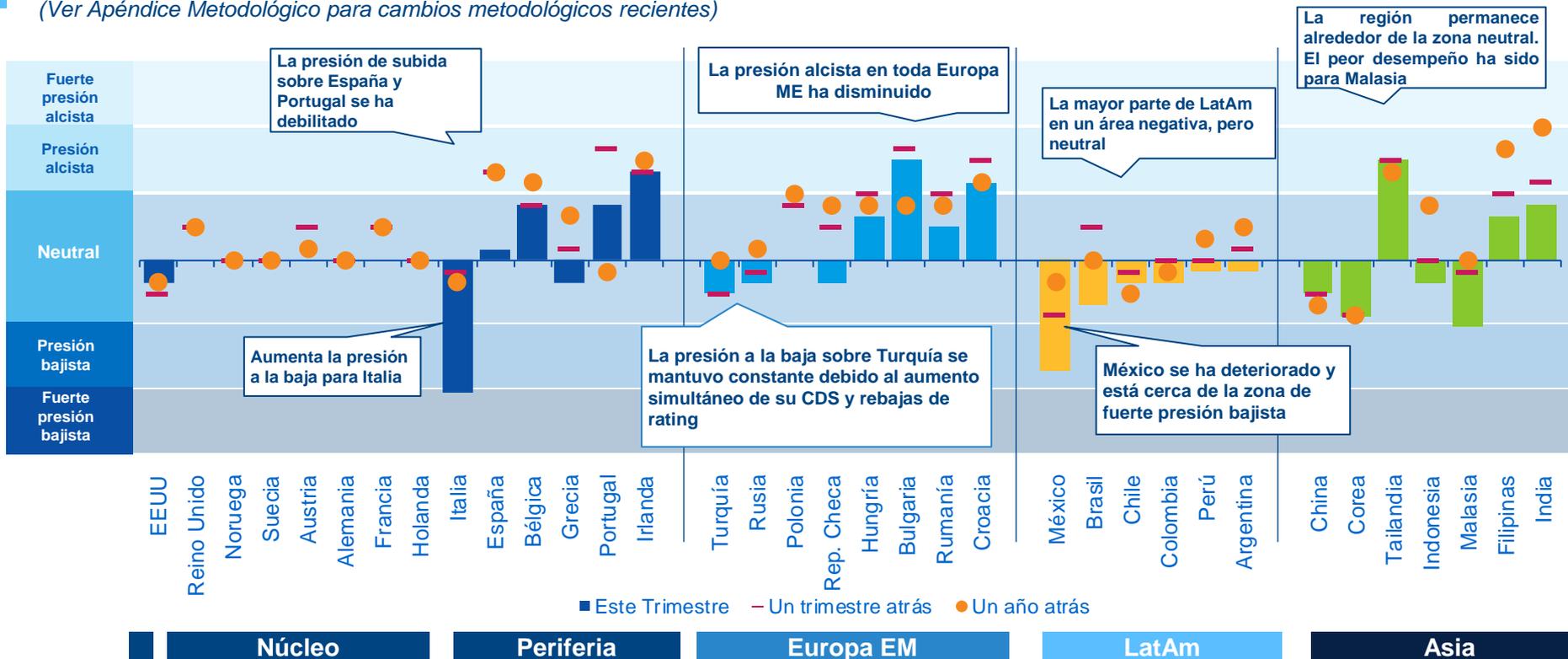
En los últimos meses se han registrado fuertes subidas en algunos países (Italia, Grecia, Turquía, Argentina y, en menor medida, Brasil), pero hasta ahora se han mantenido como choques idiosincrásicos con un contagio limitado a otros países o regiones.

# Actualización de mercados y ratings soberanos

## Brecha de presión bajista/alcista sobre las agencias de rating (Hasta 31 Agosto-2018)

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

(Ver Apéndice Metodológico para cambios metodológicos recientes)



Fuente: BBVA Research

La subida de los CDS en los MEs en el último trimestre ha hecho que las brechas de presión sean más negativas (menos positivas) para la mayoría de países. La presión a la baja es intensa para Italia y México; la presión a la baja es moderada para Turquía debido a la reducción consecutiva de las calificaciones de las agencias de calificación

# 02

## **Mercados financieros, tensiones financieras y aversión global al riesgo**

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

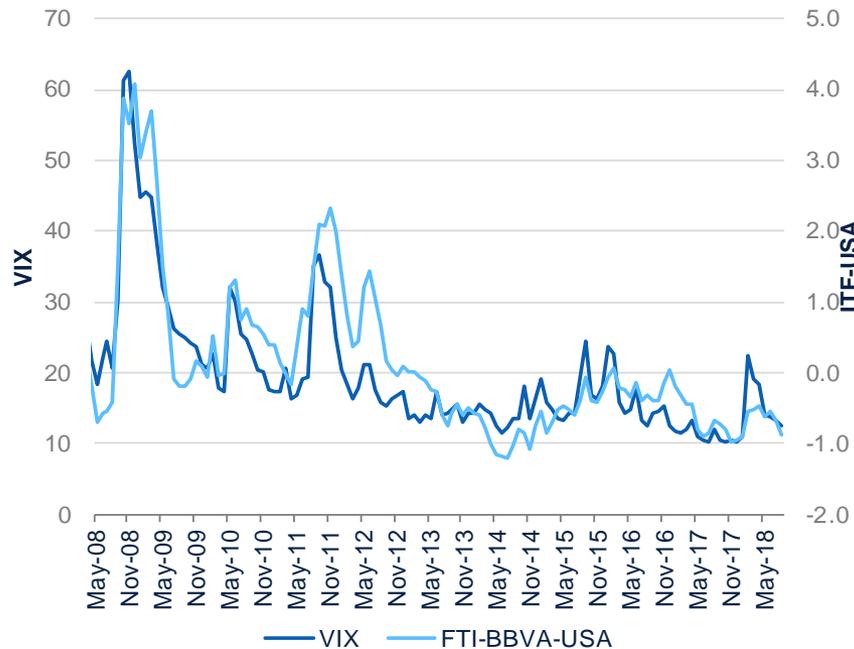
Índice de Tensiones Financieras

Indicador de Sincronización de FX ME

# Tensiones financieras y Aversión Global al Riesgo (AGR)

## Indicadores de AGR: ITF & VIX

(Promedio mensual)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## Indicadores de AGR: BAA Spread & componente global en CDS

(Promedio mensual)



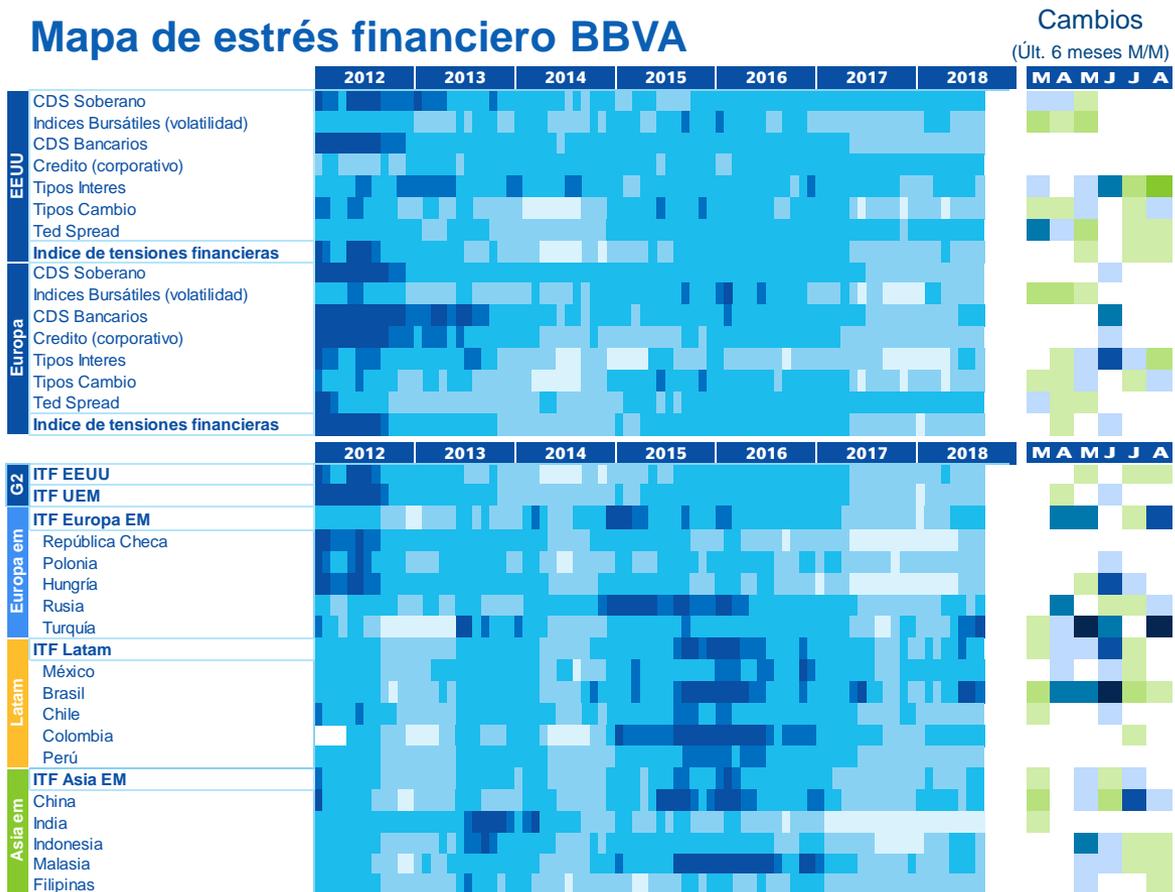
\*El componente global de los CDS soberanos corresponde al primer componente de un análisis de PCA sobre los CDS tanto de los EM como de los

Fuente: FED, Datastream y BBVA Research

Al igual que en el trimestre anterior, las recientes turbulencias en los mercados de divisas MEs han tenido un impacto limitado en los indicadores de AGR. El VIX y el ITF-EEUU han vuelto a disminuir, mientras que los tipos empresariales (EE.UU.) y el componente global de los CDS han aumentado sólo ligeramente

# Tensiones financieras (TF) y aversión global al riesgo (AGR)

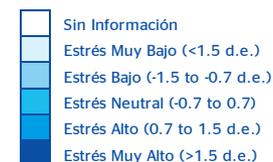
## Mapa de estrés financiero BBVA



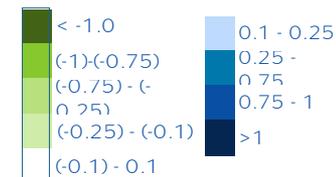
Fuente: BBVA Research

- El ITF en EE.UU. se reduce levemente. El ITF en la UE aumentó en junio debido a las tensiones políticas en Italia (reflejadas en los tipos de interés) y se ha relajado desde entonces.
- El ITF Europa ME sigue creciendo de forma acusada, liderada casi en su totalidad por los problemas de Turquía.
- De manera similar, el ITF de América Latina también se ha visto impulsado por las tensiones políticas en Brasil, pero se ha relajado durante los meses de julio y agosto.
- El ITF en Asia ME ha visto un pequeño incremento debido al aumento de las tensiones en China.

Escala de colores para Índice



Escala de colores para cambios mensuales

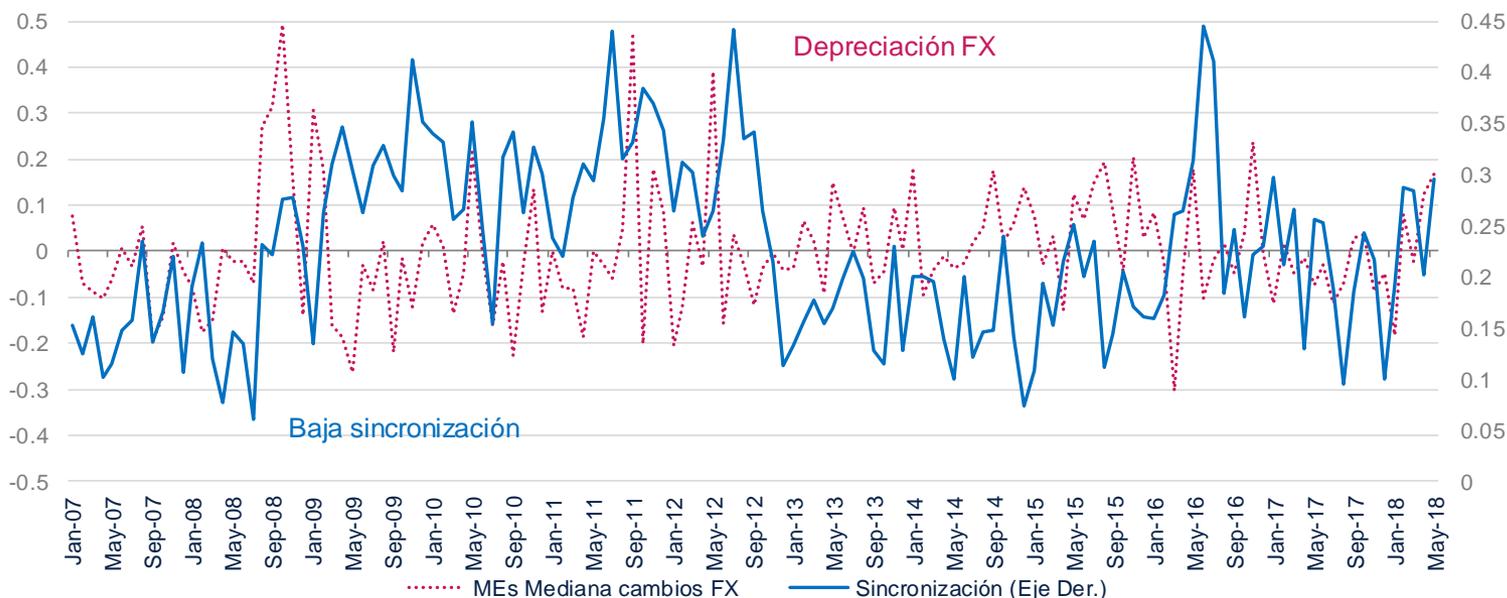


Las tensiones financieras en los MDs se mantuvieron estables, mientras que se observó un aumento general en los MEs. Al igual que en el caso de los CDS soberanos, el aumento ha tenido una clara diferenciación entre regiones y dentro de cada una de ellas, con poco contagio, a pesar del intenso aumento en países como Turquía o Brasil

# Tema especial: Indicador de sincronización

## Sincronización de las variaciones en tipos de cambio en MEs:

Mediana de variaciones en tipos de cambio (FX) ME (aumento significa depreciación) versus Índice de sincronización de cambios en FX ME



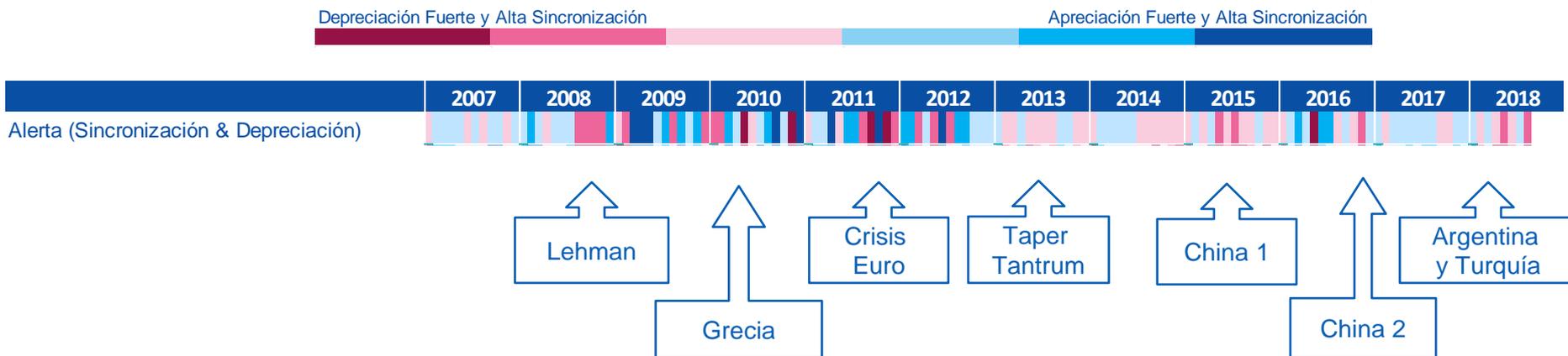
Fuente: BBVA Research

La sincronización en los mercados de divisas de MEs disminuyó durante Junio y Julio, pero aumentó nuevamente en Agosto junto con la fuerte depreciación observada en Turquía y Argentina. El aumento de la sincronización y de la depreciación media durante el último año es consistente con el proceso de normalización de la Reserva Federal y el aumento de las incertidumbres idiosincráticas en MEs.

# Actualización de mercados y ratings soberanos

## Sincronización de los cambios FX de los MEs:

Indicador de alerta basado en la mediana de variaciones de tipos de cambio MEs en combinación con el indicador de sincronización



Basado en el índice de sincronización y el cambio medio en los mercados EM, nuestro indicador de advertencia toma el valor máximo cuando (en promedio) los tipos de cambio EM FX se están depreciando fuertemente y hay un alto grado de sincronización (rojo intenso). Por otra parte, el valor mínimo del índice de advertencia se produce cuando, en promedio, los tipos de cambio se están apreciando con fuerza y de forma sincronizada (azul intenso). Los colores intermedios incluyen varias combinaciones posibles de niveles inferiores de amortización/valorización y/o grados inferiores de sincronización.

Fuente: BBVA Research

**El indicador combinado de alerta de sincronización en FX de MEs señala que las recientes turbulencias durante los meses de Mayo y Agosto han tenido un alto nivel de sincronización entre las distintas monedas emergentes (aunque no el nivel más alto posible).**

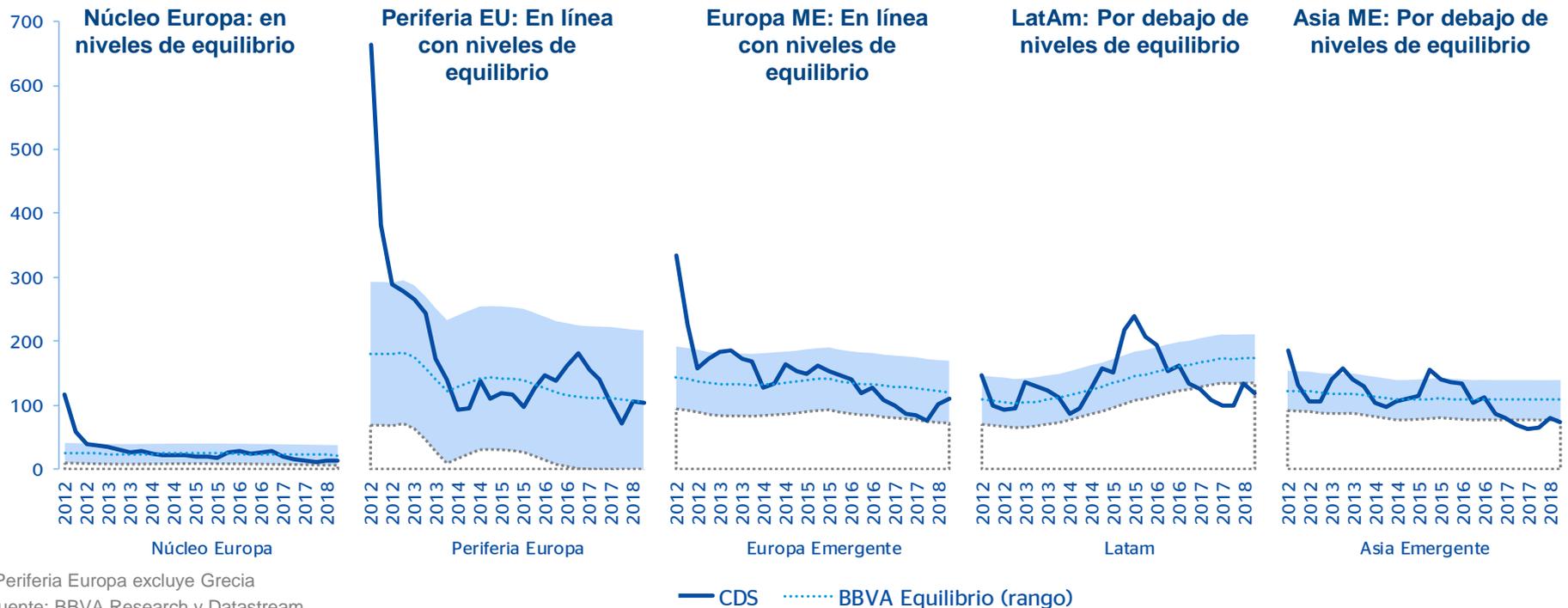
# 03

## **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

## CDS y diferenciales de riesgo de equilibrio: Agosto 2018



\*Periferia Europa excluye Grecia

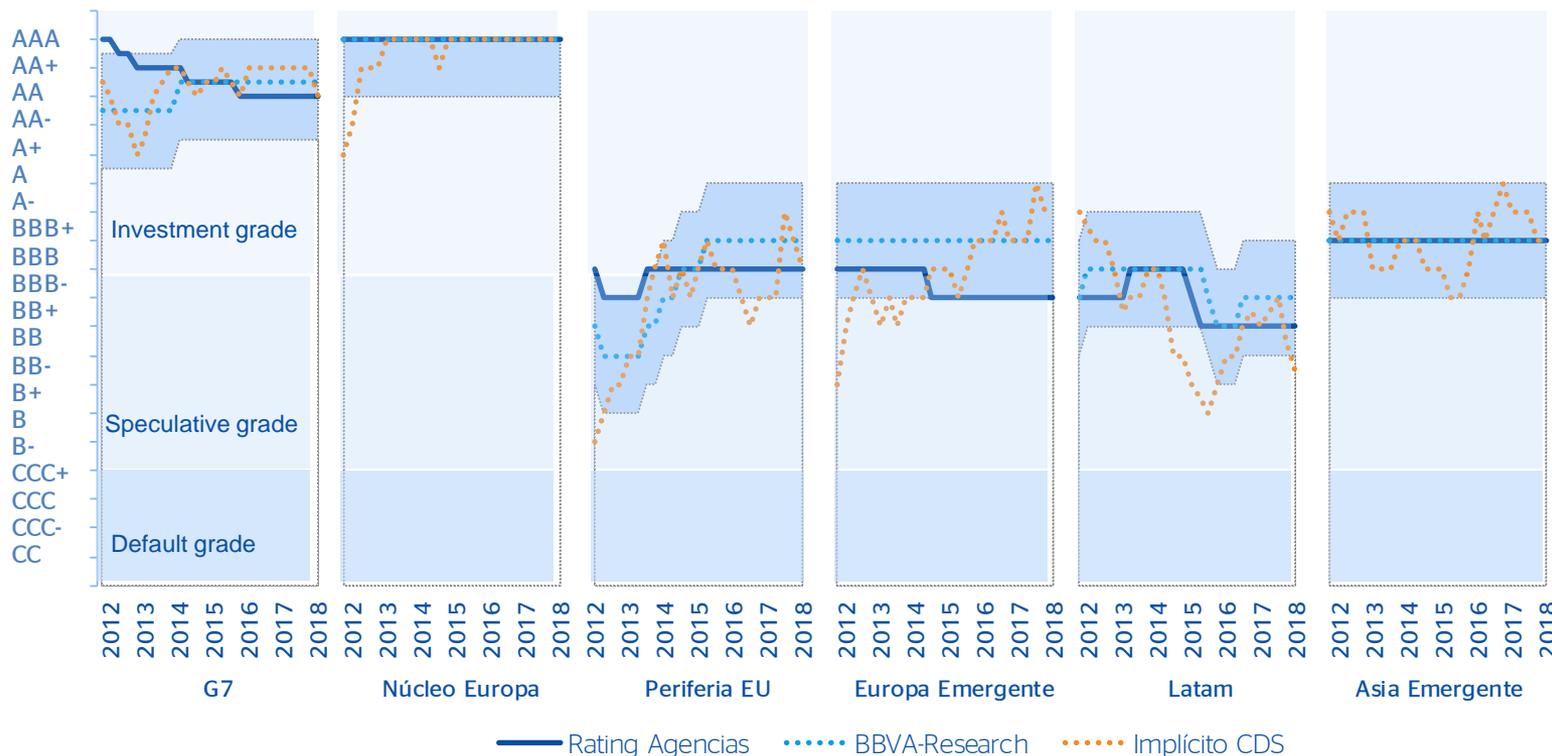
Fuente: BBVA Research y Datastream

Los CDS de Europa ME han cerrado la brecha con sus niveles de Equilibrio, mientras que se mantienen por debajo de dichos niveles en Latinoamérica y Asia ME (en promedio).

# Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

## Rating soberano de agencias vs. BBVA Research

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



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

La calificación de BBVA Research, basada en fundamentales, está en línea con las presiones de mejora observadas en los CDS soberanos para Europa ME. Por otro lado, nuestra calificación es ligeramente más positiva en Latinoamérica y en la periferia de la UE que la de las agencias y los mercados. En EM-Asia, las tres visiones coinciden actualmente

# Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

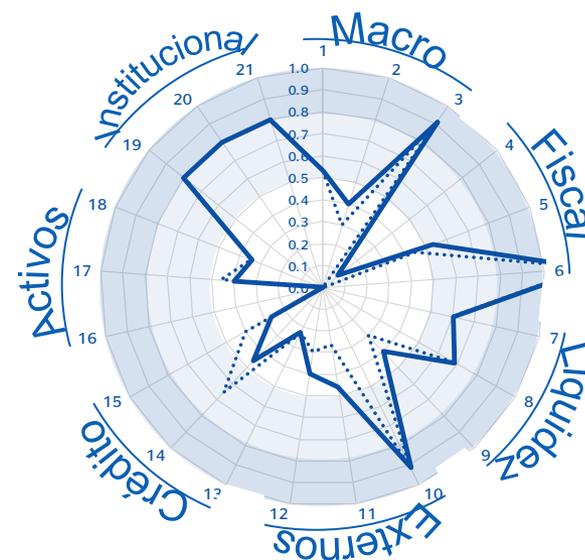
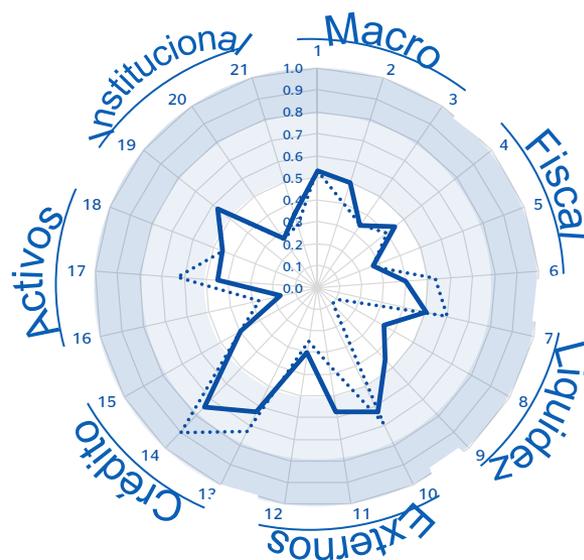
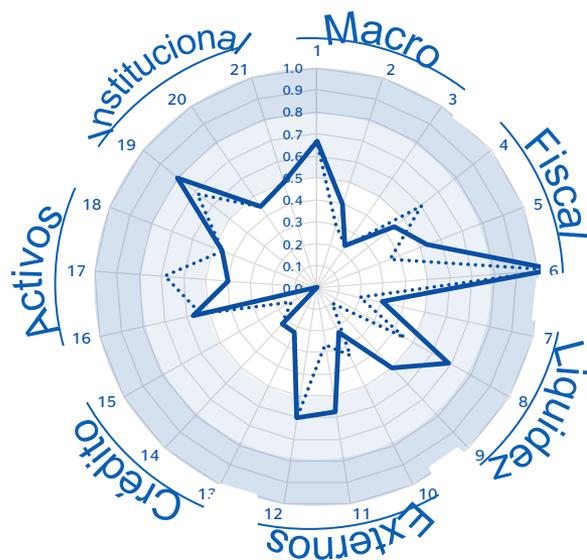
## Economías desarrolladas: radar de vulnerabilidad 2018

(Posición relativa de economías desarrolladas, riesgo igual a umbral=0.8, mínimo riesgo=0. La línea punteada corresponde a los datos del año anterior)

**G7:** Aumento de la vulnerabilidad por los niveles de deuda pública y de las necesidades de financiación. Reducción en la vulnerabilidad por los precios de vivienda y menor apalancamiento

**Núcleo Europa:** Aumento de la vulnerabilidad debido a mayores necesidades financieras. El apalancamiento empresarial sigue siendo la principal vulnerabilidad

**Periferia UE:** El desempleo, los niveles de deuda pública y externa y los riesgos institucionales siguen siendo las mayores vulnerabilidades. El apalancamiento privado sigue mejorando



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

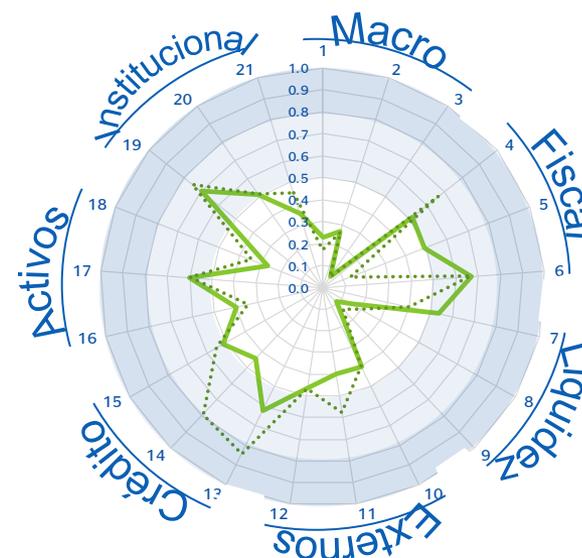
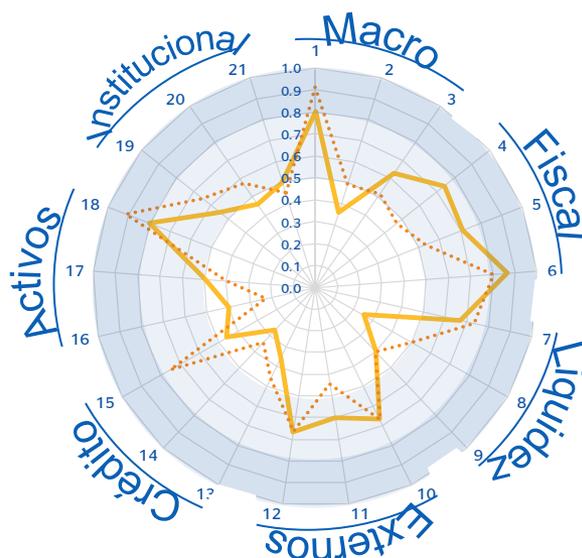
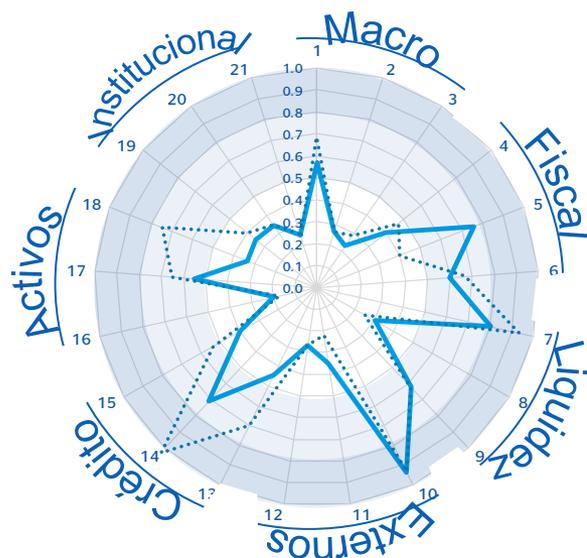
## Economías Emergentes: radar de vulnerabilidad 2018

(Posición relativa de economías desarrolladas, riesgo igual a umbral=0.8, mínimo riesgo=0. La línea punteada corresponde a los datos del año anterior)

**Europa ME:** Alta vulnerabilidad por el apalancamiento empresarial, deuda externa y la deuda pública en manos de no residentes. Mayor vulnerabilidad fiscal por el diferencial de crecimiento de las tipos de interés.

**LatAm:** El bajo crecimiento económico y los altos niveles de deuda pública son las mayores vulnerabilidades. En general las vulnerabilidades fiscales se deterioran

**Asia EM:** Mejora el apalancamiento de las empresas y los hogares. Empeoramiento de las vulnerabilidades fiscales.



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

# 04

## **Valoración de desequilibrios financieros y externos**

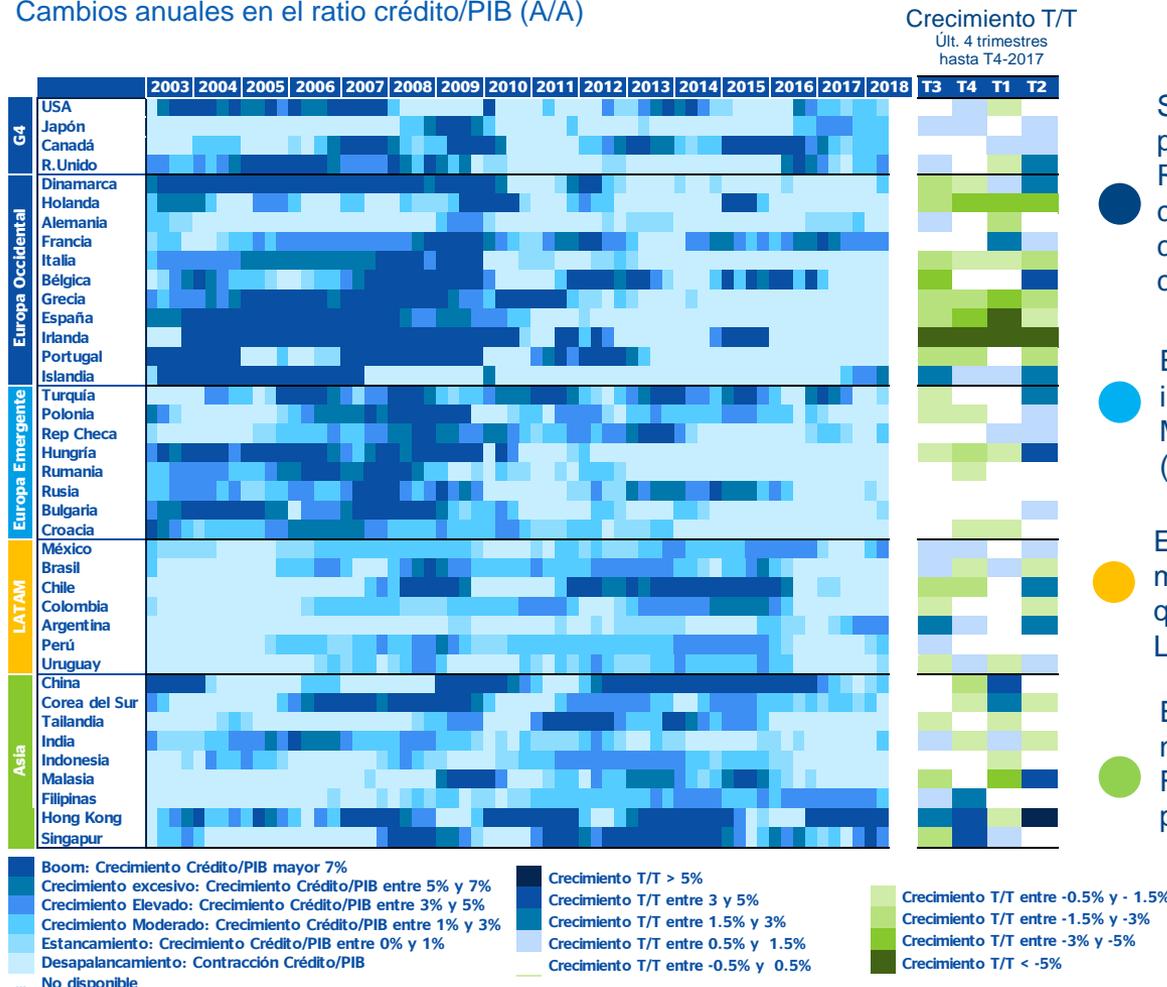
Crecimiento del crédito privado por países  
Crecimiento de los precios de la vivienda por países  
Sistema de alerta temprana de crisis bancaria por regiones  
Sistema de alerta temprana de crisis cambiarias por regiones

# Valoración de desequilibrios financieros y externos

El apalancamiento crece de nuevo en China y Turquía tras una pausa, aunque todavía a un ritmo moderado. Observamos signos dispersos de crecimiento del apalancamiento, pero la mayoría de los países sigue desapalancándose

## Mapa de crédito al sector privado (2002-2017 T4)

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



Suave crecimiento del apalancamiento en los dos primeros trimestres de 2018 en EE.UU., Japón, Reino Unido y Canadá. El desapalancamiento continúa en la mayoría de los países de Europa, con la excepción de Francia e Islandia, y un comportamiento errático en otros países

En los dos últimos trimestres hemos visto un incipiente aumento del apalancamiento en Europa ME después de un período de desapalancamiento (como en Turquía, Polonia, República Checa).

El apalancamiento de Argentina ha crecido de manera constante durante más de un año, mientras que el apalancamiento en otros países de América Latina sigue siendo leve o está estancado.

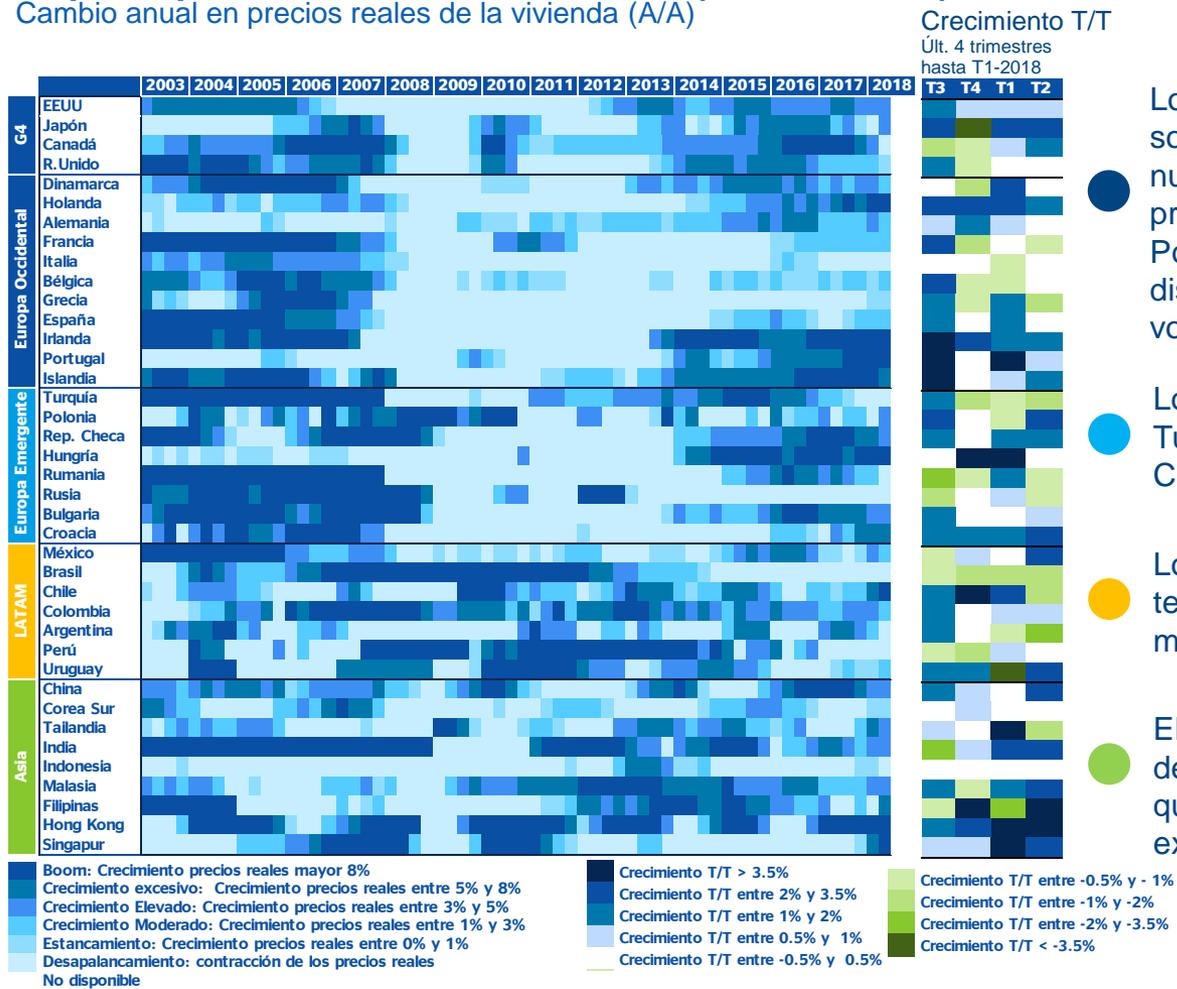
El apalancamiento de China está creciendo de nuevo. El apalancamiento en HK continúa imparabile. Filipinas se está desacelerando mientras que otros países continúan sin un patrón de crecimiento claro.

# Valoración de desequilibrios financieros y externos

No hay una tendencia clara en los precios de la vivienda que pueda ser identificada a nivel general o dentro de las regiones consideradas. Además, en la mayoría de los países parece prevalecer un patrón de alta volatilidad.

## Mapa de precios reales de la vivienda (2003-2018 T1)

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



Los precios están creciendo de forma sostenida en EE.UU. y Japón, y crecen de nuevo en Canadá. El alto crecimiento de los precios continúa en Holanda, Irlanda y Portugal, mientras que en otros países disminuye o muestra un comportamiento muy volátil.

Los precios reales están disminuyendo en Turquía, mientras que en Croacia, la República Checa y Hungría crecen fuertemente.

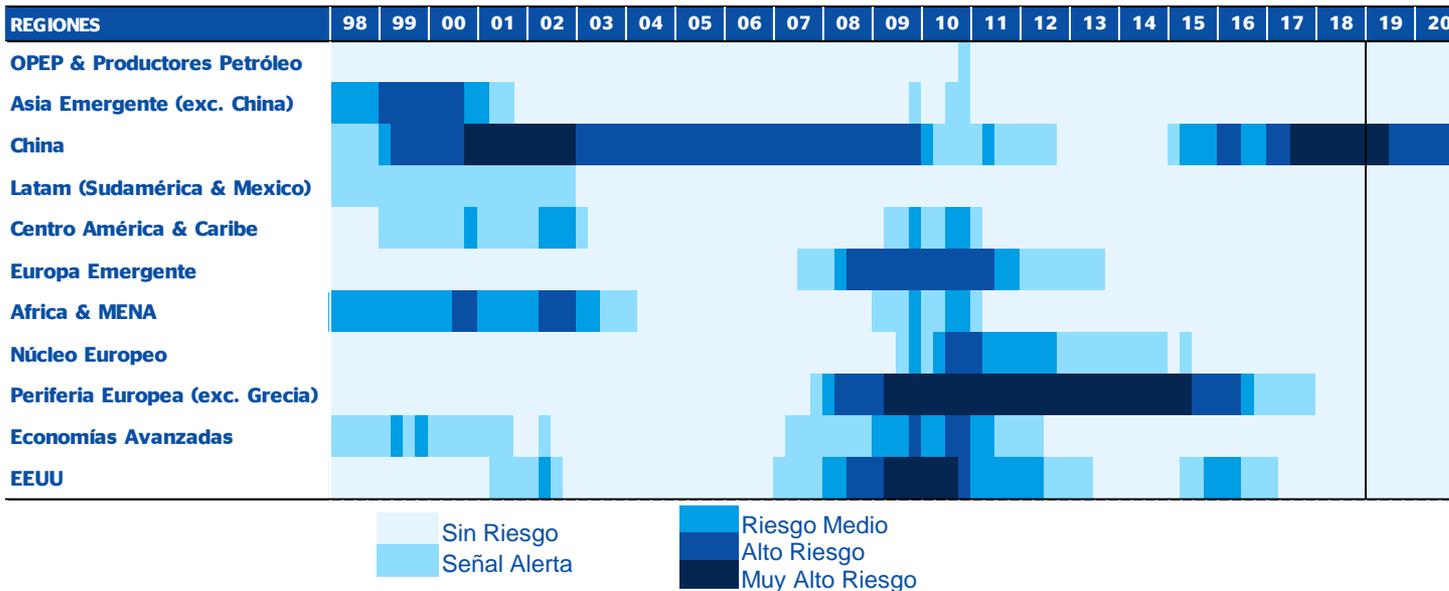
Los precios en Latinoamérica no muestran una tendencia clara. El crecimiento real es aún mayor, pero volátil, en Colombia y Chile.

El crecimiento de los precios está repuntando de nuevo en China, India y Malasia, mientras que en Hong Kong y Singapur continúan en expansión.

# Valoración de desequilibrios financieros y externos

## Sistema de Alerta Temprana (SAT) de crisis bancarias (1997T1 -2019T4)

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



● La desaceleración del apalancamiento en China ha reducido en cierta medida el riesgo de una crisis bancaria en los próximos años.

● Las señales de alerta en la periferia de la UE han desaparecido actualmente

- 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.

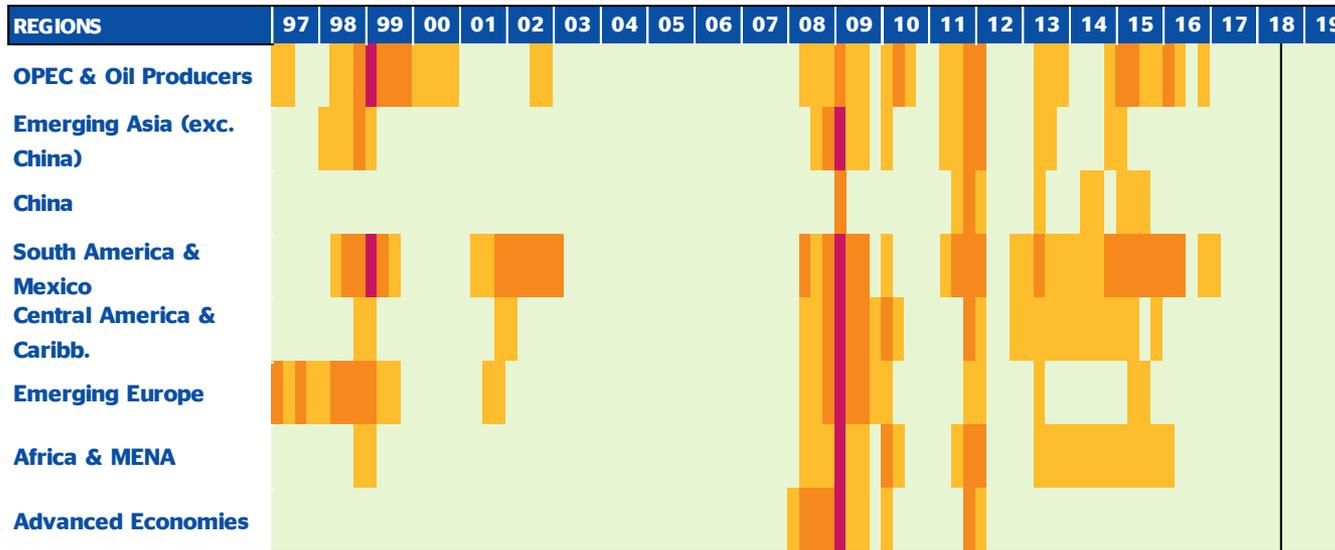
\*La probabilidad de una crisis en el T4-2016 está basada en datos del T4-2014. Fuente: BBVA Research

**El sobreendeudamiento de China sigue generando una vulnerabilidad importante de su sector bancario, que debe continuar siendo abordada con políticas macro-prudenciales y otras políticas económicas orientadas a alcanzar una suave absorción de los excesos anteriores.**

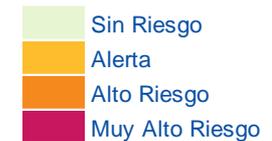
# Valoración de desequilibrios financieros y externos

## 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



● Nuestro Sistema de Alerta Temprana de tensiones monetarias, no anticipa una **crisis generalizada** en ninguna de las regiones, pero muestra un alto grado de diferenciación dentro de las regiones.



- Nuestro Sistema de Alerta Temprana SAT de crisis cambiarias 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

Fuente: BBVA Research

**Durante los últimos meses, varios países emergentes han experimentado una depreciación significativa de su tipo de cambio. Este episodio, sin embargo, no puede generalizarse en todos los países MEs como una "crisis". Nuestro SAT continúa señalando la alta vulnerabilidad de varios países individualmente, pero no de riesgos elevados a nivel regional o mundial.**

## Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

# Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

## Indicadores de vulnerabilidad\* 2018: países desarrollados

	Fiscal sustainability			External sustainability			Liquidity management			Macroeconomic performance			Credit and housing			Private debt			Institutional		
	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)
<b>EE.UU</b>	-3.3	-0.6	108	-3.0	97	3.8	24	17	31	2.9	2.6	3.9	0.0	4.6	13.7	78	74	65	-0.4	-1.3	-1.7
<b>Canadá</b>	-0.7	-0.1	87	-3.2	118	-2.0	9	10	25	2.1	2.2	6.2	2.0	3.7	7.2	99	120	130	-1.2	-2.0	-1.8
<b>Japón</b>	-3.1	-0.9	236	3.8	79	0.5	41	16	10	1.2	0.8	2.9	2.6	-0.5	11.3	58	103	49	-1.0	-1.5	-1.4
<b>Australia</b>	-0.5	-1.3	42	-1.9	113	-1.4	3	4	42	3.0	2.3	5.3	-1.1	-2.3	9.1	122	76	134	-1.0	-1.8	-1.8
<b>Corea</b>	1.2	-1.4	39	5.5	27	4.1	1	7	13	3.0	2.1	3.6	-0.1	0.3	-2.7	96	101	99	-0.2	-0.4	-1.1
<b>Noruega</b>	-10.6	-1.6	37	6.1	159	1.5	-9	8	51	2.1	1.8	3.9	-8.8	-3.0	30.1	100	140	139	-1.2	-2.2	-2.0
<b>Suecia</b>	0.6	-2.9	38	3.1	186	-4.5	3	11	36	2.6	1.5	6.3	0.2	2.7	-2.7	87	141	187	-1.0	-2.2	-2.0
<b>Dinamarca</b>	-1.1	-0.6	36	7.6	163	1.1	5	11	35	2.0	1.6	5.7	1.2	3.9	-2.7	116	110	285	-0.8	-2.2	-1.9
<b>Finlandia</b>	-1.0	-1.9	61	1.4	163	1.4	8	10	73	2.6	1.7	8.0	-0.2	-2.3	4.5	67	108	139	-1.0	-2.3	-2.0
<b>Reino Unido</b>	-0.2	-0.4	86	-3.7	331	-5.2	9	8	35	1.6	2.7	4.4	3.3	1.9	4.4	86	83	57	-0.4	-1.9	-1.6
<b>Austria</b>	0.5	-1.4	75	2.5	169	2.0	6	8	81	2.6	2.2	5.2	-4.0	5.4	4.8	51	93	91	-0.8	-1.5	-1.8
<b>Francia</b>	-0.1	-0.9	96	-1.3	226	1.8	13	11	61	2.1	1.4	8.8	4.5	2.1	4.0	56	133	107	0.1	-1.4	-1.4
<b>Alemania</b>	1.4	-2.2	60	8.2	146	2.8	4	8	56	2.5	1.6	3.6	-1.8	4.3	-0.2	53	54	86	-0.8	-1.8	-1.6
<b>P. Bajos</b>	0.6	-1.9	54	9.6	569	1.8	7	14	52	3.2	2.1	4.9	-13.9	9.0	8.8	102	116	102	-0.9	-2.0	-1.9
<b>Bélgica</b>	0.6	-1.1	101	0.3	265	2.8	18	17	61	1.9	1.5	7.0	-1.5	1.0	2.2	61	161	56	-0.5	-1.6	-1.4
<b>Italia</b>	2.2	0.6	130	2.6	129	1.3	22	16	36	1.5	1.6	10.9	-5.6	-1.1	5.1	41	73	90	-0.4	0.0	-0.3
<b>España</b>	-0.2	-0.9	85	1.6	175	2.3	18	16	50	2.8	1.6	15.5	-12.9	1.7	-7.9	60	98	96	-0.5	-0.5	-1.0
<b>Irlanda</b>	0.9	-2.2	67	9.8	667	0.2	7	10	60	4.5	1.8	5.5	-36.5	12.0	2.3	47	205	47	-0.9	-1.6	-1.5
<b>Portugal</b>	2.3	-0.3	121	0.2	220	0.7	14	10	63	2.4	1.8	7.3	-5.4	11.4	14.3	70	108	110	-1.0	-1.0	-1.1
<b>Grecia</b>	3.8	-1.8	191	-0.8	231	0.1	15	8	82	2.0	0.9	19.8	-9.4	0.5	-8.0	57	65	127	0.1	0.1	-0.2

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

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

# Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

## Indicadores de vulnerabilidad\* 2018: países emergentes

	Fiscal sustainability			External sustainability			Liquidity management			Macroeconomic performance			Credit and housing			Private debt			Institutional		
	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 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	3.0	69	2.8	4	1.7	44	3.8	2.1	6.0	0.9	5.0	-9.8	21	79	79	0.0	0.2	0.0
Rep Checa	1.0	-1.9	33	0.3	90	6.0	6	23	55	3.5	2.2	3.0	1.9	5.6	8.5	32	56	82	-1.0	-0.5	-1.1
Croacia	1.9	-0.3	75	3.0	84	2.2	12	2.8	34	2.8	1.2	12.0	-1.4	7.5	-2.6	32	27	89	-0.7	-0.2	-0.4
Hungría	-0.6	-1.8	67	2.5	102	-0.9	18	1.1	42	3.8	3.2	3.8	-1.0	9.5	2.6	18	83	82	-0.7	-0.1	-0.5
Polonia	-1.0	-1.6	51	-0.9	68	0.2	8	1.6	53	4.1	2.9	4.1	-2.1	-8.2	-8.3	35	90	107	-0.5	-0.7	-0.7
Rumanía	-3.4	-2.7	38	-3.7	51	0.9	9	1.9	50	5.1	3.5	4.6	-1.3	2.3	2.9	16	36	80	-0.3	0.0	-0.3
Rusia	0.4	-0.3	19	4.5	24	0.3	1	4.9	20	1.7	3.5	5.5	-0.6	-2.0	22.9	17	50	107	0.9	0.9	0.8
Turquía	-1.9	-0.4	28	-6.3	53	0.6	7	0.9	37	3.0	20.0	11.0	0.3	-0.3	-3.9	17	70	128	2.0	0.2	0.2
Argentina	-2.8	-8.0	61	-4.7	43	-22.2	11	1.0	40	0.5	33.1	8.9	4.8	2.1	18.8	8	16	74	-0.2	0.3	0.3
Brasil	-1.4	2.2	87	-1.6	33	-4.7	14	4.0	9	2.3	3.9	11.6	-0.6	-3.8	15.7	25	43	89	0.4	0.4	0.1
Chile	-1.9	-2.3	24	-1.8	62	8.3	2	1.6	26	3.4	2.6	6.2	-2.0	5.3	11.7	35	52	159	-0.5	-1.1	-1.1
Colombia	0.5	0.3	49	-2.6	39	35.6	5	2.8	31	2.7	3.4	9.2	-1.6	3.9	14.8	21	25	115	1.0	0.3	0.3
México	1.1	0.4	54	-1.9	37	-9.5	7	3.4	32	2.3	3.6	3.5	3.1	3.2	-3.6	16	26	85	0.8	0.8	0.5
Perú	-1.8	-2.2	27	-1.3	36	7.5	4	6.3	40	3.2	2.0	6.6	1.1	-2.8	22.7	16	35	107	0.2	0.4	0.5
China	-3.1	-5.7	71	1.0	13	0.9	4	3.8	..	6.6	2.8	4.0	1.7	4.4	-10.9	60	152	93	0.5	0.3	0.2
India	-1.6	-4.1	69	-1.5	20	1.1	11	4.0	6	7.4	5.2	3.5	1.1	4.9	14.6	11	44	79	1.0	0.3	0.1
Indonesia	-0.8	-2.8	30	-1.9	35	-0.6	5	2.3	59	5.3	3.5	5.2	-0.5	0.4	-0.5	17	22	100	0.4	0.4	0.4
Malasia	0.4	-2.4	54	3.7	66	1.6	10	1.3	27	5.3	3.0	3.2	-2.3	3.9	-4.1	88	--	113	-0.1	-0.1	-0.5
Filipinas	0.9	-4.6	37	-0.5	18	-6.9	5	5.4	26	6.7	4.1	5.5	2.3	-1.7	-8.3	4	41	69	1.3	0.5	0.4
Tailandia	-0.7	-2.5	42	9.3	34	3.1	7	3.4	14	3.9	0.8	0.7	-1.2	6.1	1.3	68	47	99	0.9	0.4	0.0

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

# 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. A partir de junio de 2018, el análisis de cluster se realiza de forma recursiva, partiendo de una muestra inicial que va de enero de 2004 a diciembre de 2008 y añadiendo un mes a cada paso, generando umbrales mensuales específicos para la determinación de las calificaciones implícitas.
- 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
<b>Macroeconómica</b>				
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
<b>Vulnerabilidad Fiscal</b>				
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
<b>Problemas de liquidez</b>				
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
<b>Vulnerabilidad Externa</b>				
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
<b>Balances del sector privado</b>				
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
<b>Crédito y Activos</b>				
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
<b>Instituciones</b>				
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

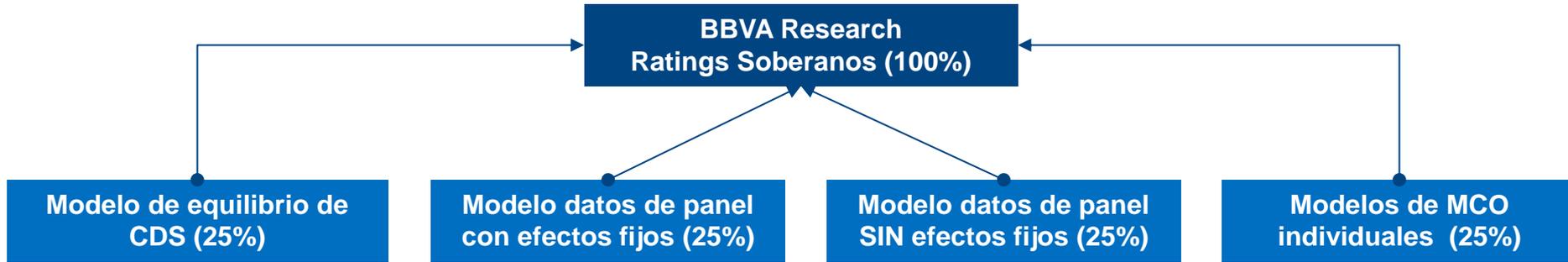
## Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

- **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: Tema Especial

- **Indicador de Sincronización:** Este indicador mide en qué medida todos los tipos de cambio (frente al USD) de un grupo de 23 economías emergentes se están moviendo juntos durante un período de 15 días (ventana móvil). En una próxima nota se incluirá una descripción más amplia de la metodología.
- Primero calculamos la variación porcentual diaria del tipo de cambio de cada uno de los 23 países utilizando una muestra diaria de la que va desde enero de 2004 hasta el 31 de mayo de 2018.
- Luego, estimamos a través de un análisis PCA un factor común único usando todas las observaciones en toda la muestra de 3576 días. Además, también estimamos la mediana diaria de los variaciones de los tipos de cambio para los 23 países (los cambios están estandarizados). Las ponderaciones que cada país tiene sobre el factor común se mantienen constantes durante toda la muestra. Sin embargo, estimamos diariamente hasta qué punto este factor común explica la variación total de los tipos de cambio ( $R^2$ ) de los 23 países en una ventana móvil que incluye los últimos 15 días. Asumimos que cuanto más alta sea el  $R^2$ , más alta será la sincronización de los 23 tipos de cambio. Este  $R^2$  móvil corresponde a la línea azul oscuro del gráfico de la diapositiva 19. La línea roja punteada corresponde al promedio de los últimos 30 días del cambio mediano diario entre los 23 países.
- Una vez que hemos estimado el índice de Sincronización y el cambio mediano, construimos un indicador de alerta que toma el valor máximo cuando (en promedio) los tipos de cambio en MEs se están depreciando fuertemente y hay un alto grado de sincronización (rojo intenso). Por otra parte, el valor mínimo del índice de alerta se produce cuando, en promedio, los tipos de cambio se están apreciando fuertemente y de forma sincronizada (azul intenso). Los colores intermedios incluyen varias combinaciones posibles de niveles inferiores de amortización/depreciación y/o grados inferiores de sincronización.

# 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:

- OPEC and Other Oil Exporters: Algeria, Angola, Azerbaijan, Bahrain, Canada, Ecuador, Nigeria, Norway, Qatar, Russia and Venezuela
- OPEP y otros exportadores de petróleo: Argelia, Angola, Azerbaiyán, Bahrein, 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, Bahrein, 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 elaborado por la unidad de Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

## Economista Líder de Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

**J. Julián Cubero Calvo**  
[juan.cubero@bbva.com](mailto:juan.cubero@bbva.com)

**María Sara Baliña Veites**  
[mariasara.balina@bbva.com](mailto:mariasara.balina@bbva.com)

**Rodolfo Méndez-Marcano**  
[rodolfo.mendez@bbva.com](mailto:rodolfo.mendez@bbva.com)

**Jorge Redondo**  
[jorge.redondo@bbva.com](mailto:jorge.redondo@bbva.com)

**Alfonso Ugarte Ruiz**  
[alfonso.ugarte@bbva.com](mailto:alfonso.ugarte@bbva.com)

## BBVA-Research

**Jorge Sicilia Serrano**

### Análisis Macroeconómico

**Rafael Doménech**  
[r.domenech@bbva.com](mailto:r.domenech@bbva.com)

#### Escenarios Económicos Globales

**Miguel Jiménez**  
[mjimenezg@bbva.com](mailto:mjimenezg@bbva.com)

#### Mercados Financieros Globales

**Sonsoles Castillo**  
[s.castillo@bbva.com](mailto:s.castillo@bbva.com)

#### Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

**Julián Cubero**  
[juan.cubero@bbva.com](mailto:juan.cubero@bbva.com)

#### Economía Digital

**robertoalejandro.neut@bbva.com**

#### Innovación y Procesos

**Oscar de las Peñas**  
[oscar.delaspenas@bbva.com](mailto:oscar.delaspenas@bbva.com)

### Sistemas Financieros y Regulación

**Santiago Fernández de Lis**  
[sfernandezdelis@bbva.com](mailto:sfernandezdelis@bbva.com)

#### Coordinación entre Países

**Olga Cerqueira**  
[Olga.cerqueira@bbva.com](mailto:Olga.cerqueira@bbva.com)

#### Regulación Digital

**Álvaro Martín**  
[alvaro.martin@bbva.com](mailto:alvaro.martin@bbva.com)

#### Regulación

**Ana Rubio**  
[arubiog@bbva.com](mailto:arubiog@bbva.com)

#### Sistemas Financieros

**Olga Cerqueira**  
[Olga.cerqueira@bbva.com](mailto:Olga.cerqueira@bbva.com)

### España y Portugal

**Miguel Cardoso**  
[miguel.cardoso@bbva.com](mailto:miguel.cardoso@bbva.com)

#### Estados Unidos

**Nathaniel Karp**  
[Nathaniel.karp@bbva.com](mailto:Nathaniel.karp@bbva.com)

#### México

**Carlos Serrano**  
[carlos.serranoh@bbva.com](mailto:carlos.serranoh@bbva.com)

#### Oriente Medio, Asia y Geopolítica

**Álvaro Ortiz**  
[alvaro.ortiz@bbva.com](mailto:alvaro.ortiz@bbva.com)

#### Turquía

**Álvaro Ortiz**  
[alvaro.ortiz@bbva.com](mailto:alvaro.ortiz@bbva.com)

#### Asia

**Le Xia**  
[Le.xia@bbva.com](mailto:Le.xia@bbva.com)

### América del Sur

**Juan Manuel Ruiz**  
[juan.ruiz@bbva.com](mailto:juan.ruiz@bbva.com)

#### Argentina

**Gloria Sorensen**  
[gsorensen@bbva.com](mailto:gsorensen@bbva.com)

#### Colombia

**Juana Téllez**  
[juana.tellez@bbva.com](mailto:juana.tellez@bbva.com)

#### Perú

**Francisco Grippa**  
[fgrippa@bbva.com](mailto:fgrippa@bbva.com)

#### Venezuela

**Julio Pineda**  
[juliocesar.pineda@bbva.com](mailto:juliocesar.pineda@bbva.com)