

Informe trimestral de Riesgo País

BBVA Research

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Junio 2013

Resumen

Mercados financieros y aversión global al riesgo

- Las economías desarrolladas siguen manteniendo distintas condiciones cíclicas. En los EE.UU., la especulación sobre una salida más temprana del QE ha traído una mayor volatilidad. Esto contrasta con el anuncio japonés de una mayor y más extensa política monetaria cuantitativa, lo que ha generado una búsqueda de alta rentabilidad
- El aumento en el ánimo comprador de activos emergentes alcanzó su punto máximo a finales de mayo, pero el anuncio de datos macroeconómicos peores de lo esperado en China, y las señales de salida temprana del QE por parte de la FED han deteriorado el apetito por los activos emergentes

Actualización de mercados de deuda soberana y ratings

- La mejora en el riesgo soberano de la UE se ha frenado. Las primas de riesgo de los países periféricos de la UE no han sido inmunes al aumento de la aversión global al riesgo
- El ciclo europeo de calificación crediticia se mantuvo estable, incluso con mejoras de rating en algunos de los países rescatados. Sin embargo, los rating implícitos de CDS aún señalan potenciales rebajas en algunos países periféricos y en Francia
- El ciclo de mejoras de rating en los ME se mantiene con la mejora en las calificaciones de algunas economías de Latam (México y Colombia), Asia (Tailandia y Filipinas) y Turquía. Por el contrario, el rating de Brasil ha recibido una perspectiva negativa

Nuestra valoración del riesgo país

- El aumento de la volatilidad global en los mercados financieros ha respondido a las diferentes estrategias de los bancos centrales y a las distintas posiciones cíclicas de las principales economías desarrolladas. La debilidad de los balances tanto públicos como privados en los mercados desarrollados mantiene a estos países muy expuestos a cambios de sentimiento de los inversores y en la aversión global al riesgo
- Mientras que la vulnerabilidad en los países emergentes siguen siendo relativamente baja, **sus autoridades económicas tendrán que intensificar los esfuerzos para gestionar sus economías en un entorno más volátil en los flujos de capital**. La combinación de una mayor aversión global al riesgo, resultados macroeconómicos peores de lo esperado en algunas de las grandes economías emergentes (especialmente China) y la inestabilidad política en algunos países como Turquía pueden contribuir al aumento de la volatilidad financiera

Índice

- 1. Mercados financieros internacionales, aversión global al riesgo y flujos de capital**
- 2. Actualización de mercados y ratings soberanos**
- 3. Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones**

Anexo

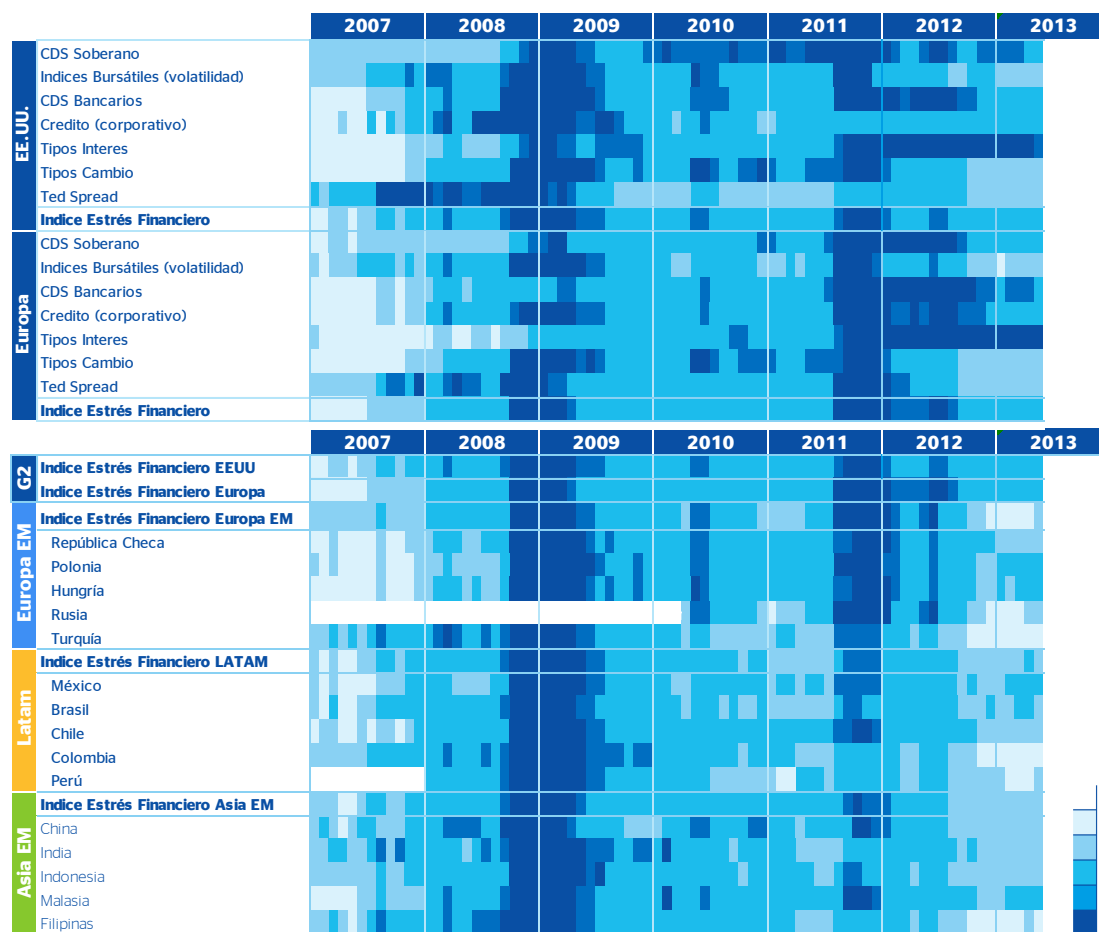
- Metodología

Sección 1

Estrés de los mercados financieros y aversión global al riesgo

Mapa de Estrés Financiero

Fuente: BBVA Research



- Las reacciones a las declaraciones de la FED se trasladaron en un aumento de la volatilidad de los tipos de interés a largo plazo al final del trimestre anterior, con un aumento en los diferenciales de bonos corporativos
- Durante el trimestre anterior, los indicadores financieros en los Mercados Emergentes continuaron sobresaliendo al mantenerse los efectos positivos de las acciones de los bancos centrales occidentales
- Algunos países han empezado a alejarse de los niveles de estrés financiero muy bajo, especialmente después del anuncio de salida temprana del QE por parte de la FED



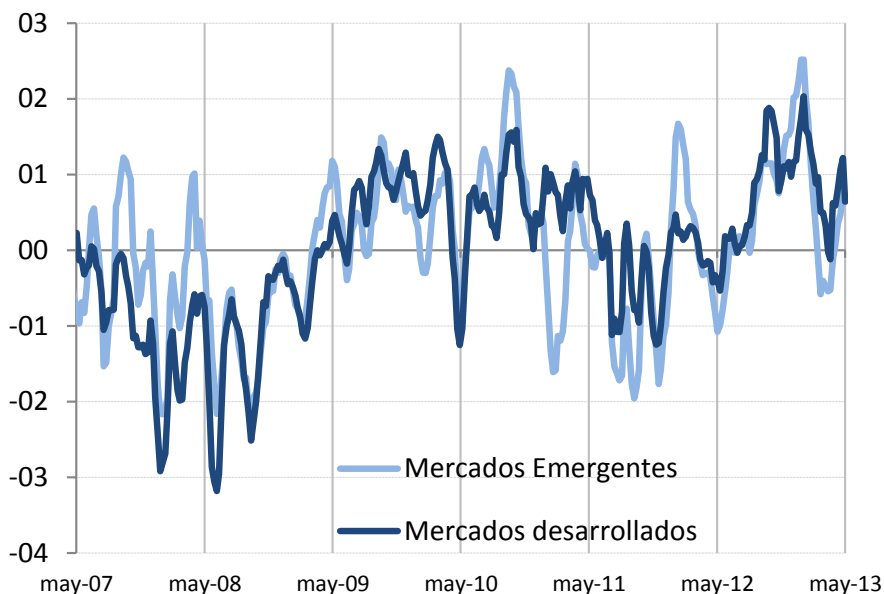
Sección 1

Actualización de flujos de capital

Flujos de renta fija y variable 2007 - Mayo 2013

(Cambios de la media entre periodos empleando datos estandarizados en el periodo 2007-2012)

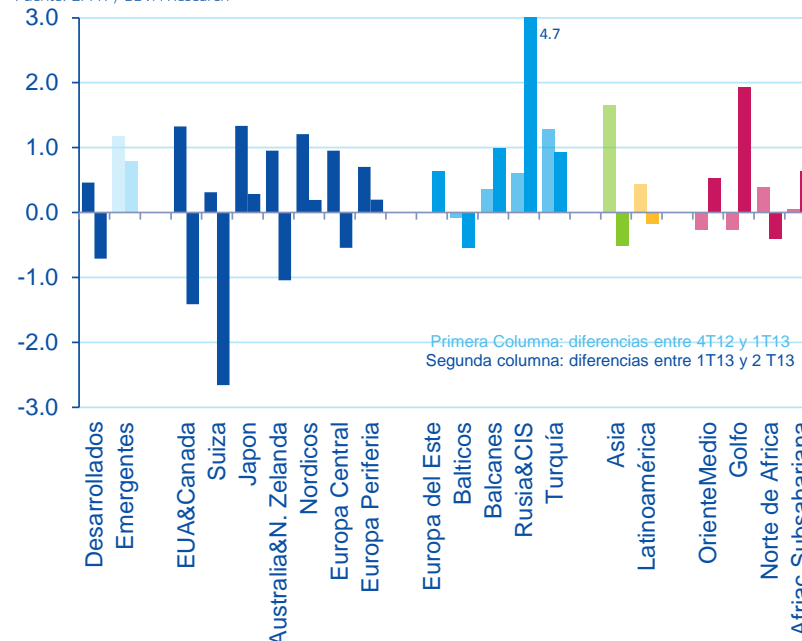
Fuente: EPFR y BBVA Research



Flujos de renta fija y variable 1Q13 -2Q13

(Cambios de la media entre periodos empleando datos estandarizados en el periodo 2007-2012)

Fuente: EPFR y BBVA Research



- El QE japonés liberó flujos masivos en busca de rentabilidades fuera de sus fronteras (factor de empuje). Los países aparentemente infravalorados (EEMEA y periferia europea) fueron los principales perceptores mayoritarios flujos. En términos generales ya se aprecia una moderación en las entradas de capital que se acentuó al final del trimestre
- La obtención del “grado de inversión” por algunos países fue un factor adicional para la atracción de flujos de capital (factor de atracción). El aumento de la volatilidad al final del trimestre pesaran negativamente sobre las entradas de capital en el trimestre actual

Sección 2

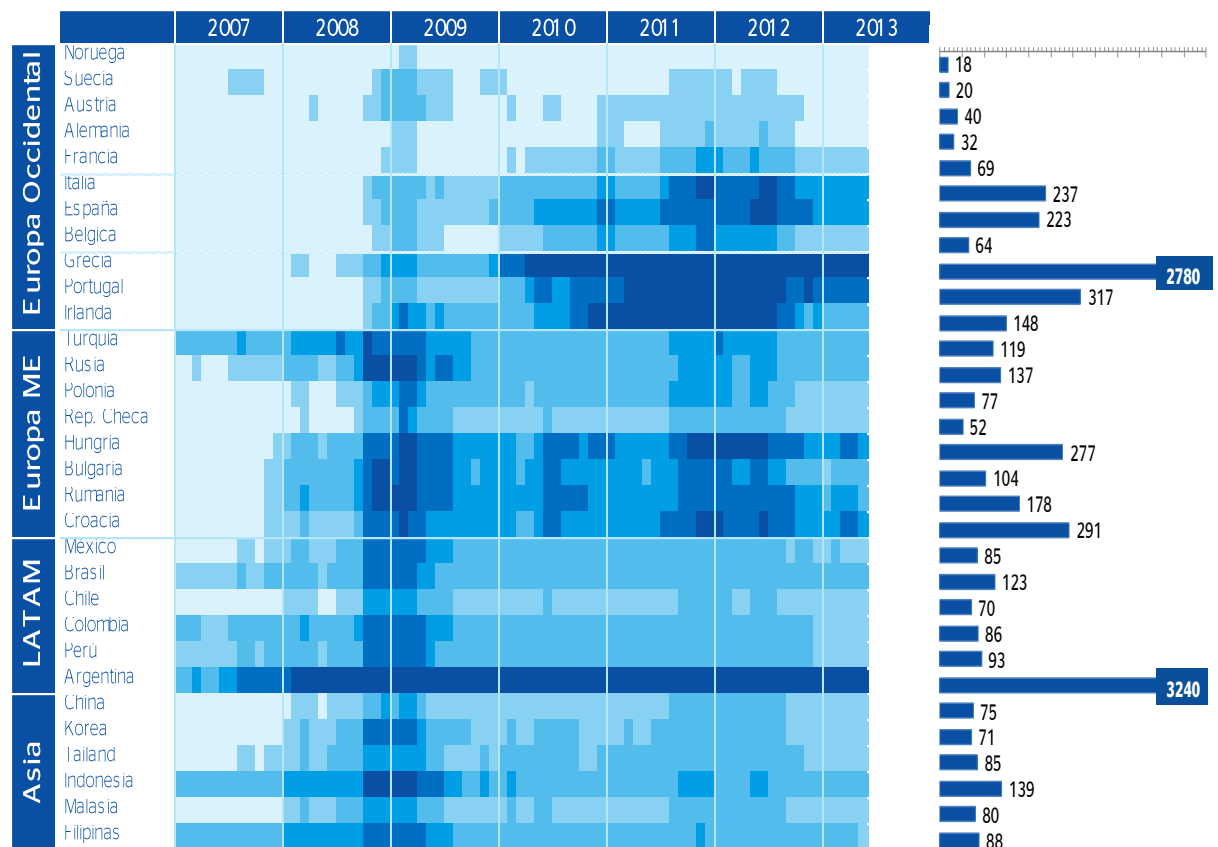
Actualización de Mercados Soberanos

Diferenciales de CDS soberanos

Fuente: Datastream y BBVA Research

Junio 2013

Fin de Mes



Mapa de CDS soberanos: Mapa de colores con 6 rangos de cotización de CDS (más oscuro >500, 300 a 500, 200 a 300, 100 a 200, 50 a 100 y más claro por debajo de 50 p.b.)

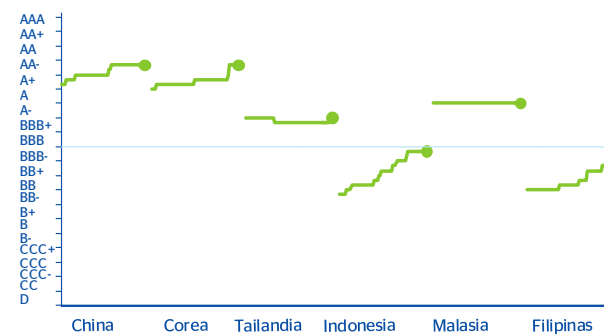
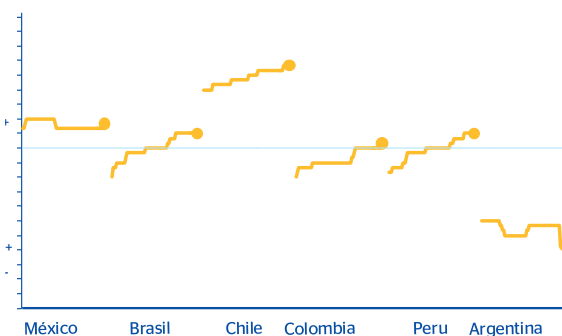
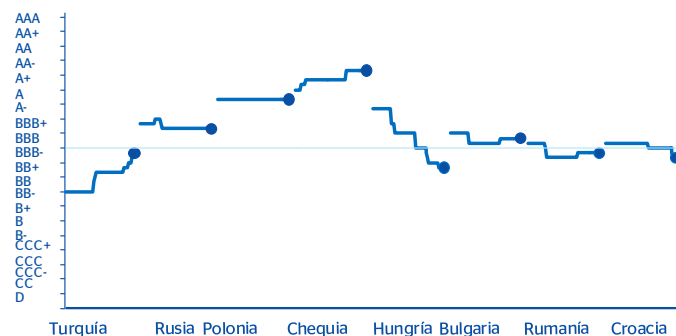
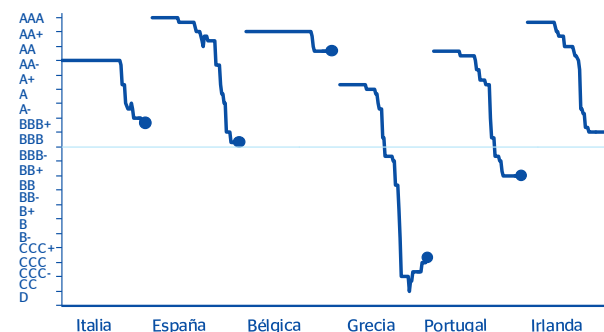
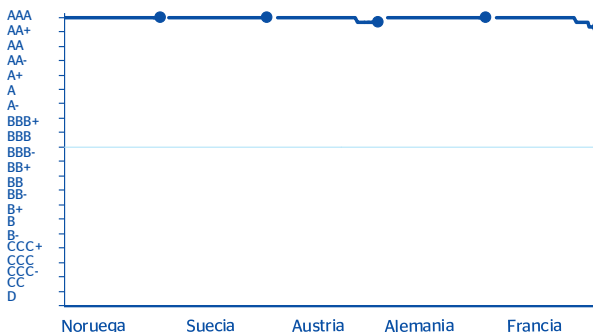
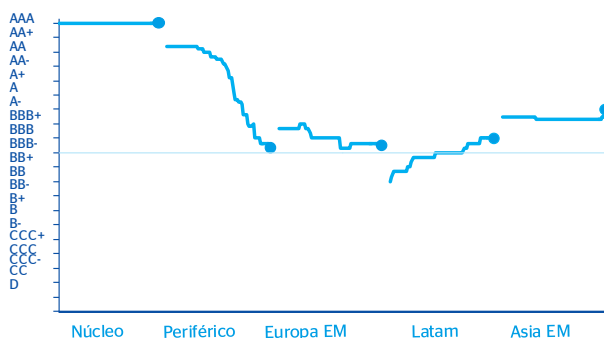
- Los diferenciales de los CDS de la periferia Europea muestran una mejora importante con respecto al trimestre anterior. **España, Portugal, Irlanda** y sobre todo **Grecia** continuaron su corrección. Por su parte, **Italia** se mantuvo estable
- En Europa emergente los diferenciales se mantuvieron en general estables, destacando un ligero aumento en el diferencial soberano de **Rusia**
- Los diferenciales de los CDS de América Latina se mantuvieron en general estables, con la excepción de un pequeño aumento en el spread de **Brasil** y un fuerte incremento en el de **Argentina**
- La mayoría de los spreads soberanos asiáticos mostraron una ligera tendencia al alza durante el último trimestre, con la excepción de **Filipinas**, que sobresalió en la región

Sección 2

Actualización de Ratings de Deuda Soberana

Índice de rating soberano 2007-2013

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



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

- Economías Desarrolladas: En el trimestre anterior casi no hubo cambios en las calificaciones de las economías más avanzadas y las perspectivas parecen seguir mejorando en la periferia de Europa, con la mejora en el rating de **Grecia** por parte de Fitch
- Mercados emergentes: La actividad de las agencias de calificación tuvo un signo claramente positivo durante el último trimestre. La única rebaja de rating fue para **Eslovenia** por parte de Moody's, en línea con rebajas anteriores de las otras agencias. Por el contrario, hubo numerosas mejoras: **Colombia** y **México** en América Latina (S & P y Fitch), **Filipinas** y **Tailandia** en Asia EM (Fitch) y una doble mejora de **Turquía** (por parte de S & P y Moody's)

Sección 2

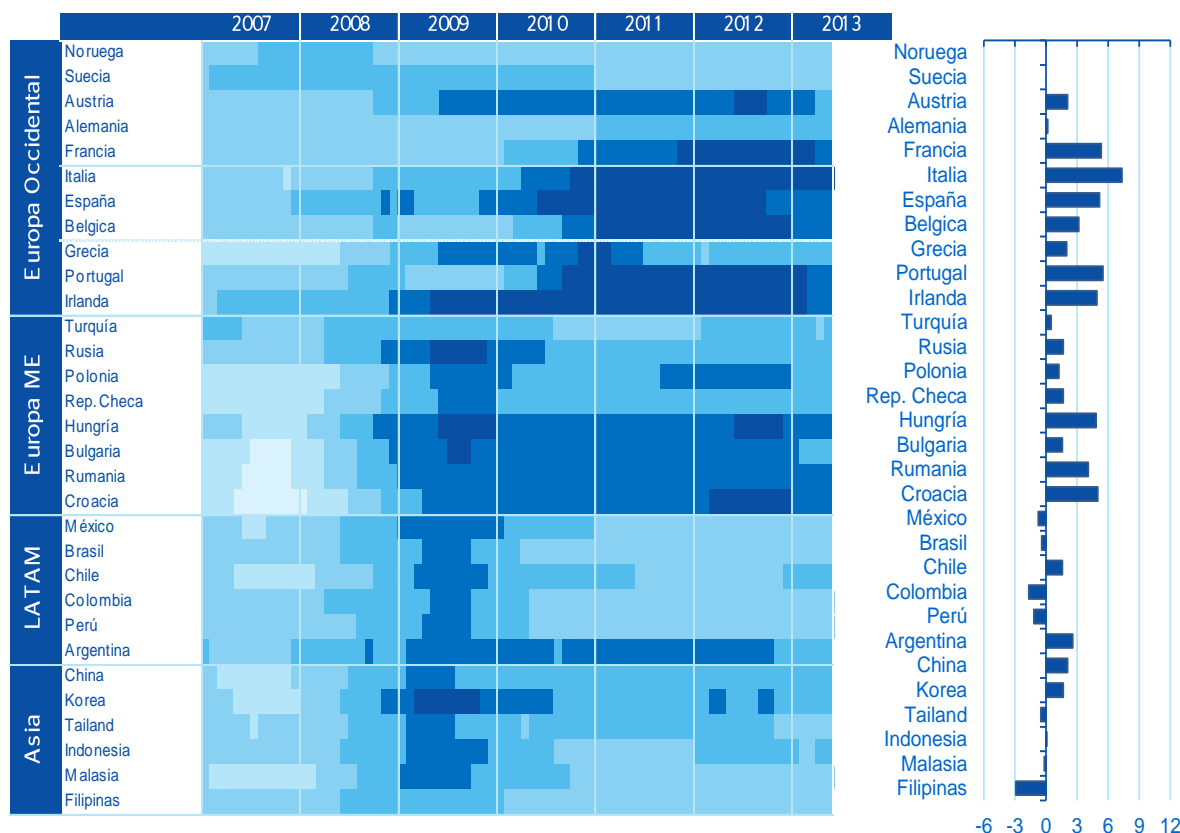
Mapa de presión bajista sobre el rating

Mapa de presión bajista de las agencias de rating Junio 2013

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

Fin de Mes

Fuente: BBVA Research



- El diferencial entre los ratings implícitos y observados en la **periferia de Europa continuó relajándose**. Sin embargo, la calificación implícita de Italia sigue indicando un importante riesgo de rebaja de rating
- En **Europa Emergente**, el riesgo de rebaja se mantiene en Hungría, Croacia y Rumania
- La reciente mejora de rating de **México** casi ha cerrado la brecha entre su rating implícito y observado, mientras que la diferencia en **Colombia** parece indicar que la posibilidad de mejora se mantiene
- Los ratings implícitos asiáticos permanecen cerca de los observados, con la clara excepción de **Filipinas**, que sigue mostrando un importante potencial de mejora

Mapa de presión bajista: El mapa muestra la diferencia entre el índice de ratings actuales (ordenados numéricamente desde impago (0) hasta AAA (20)) y los ratings implícitos en los CDS. Calculamos probabilidades implícitas de impago (PD) a partir de los CDS observados y el diferencial de equilibrio estimado. Para el cómputo de estos PD seguimos una metodología estándar como la descrita en Chan-Lau (2006) y asumimos una pérdida en caso de impago constante de 60% (tasa de recuperación igual a 40%) para todos los países de la muestra. Analizamos por grupos las PD obtenidas para clasificar cada país en cada momento del tiempo en una de 20 categorías distintas (ratings) equivalente a las mismas 20 categorías utilizadas por las agencias de calificación.

Sección 3

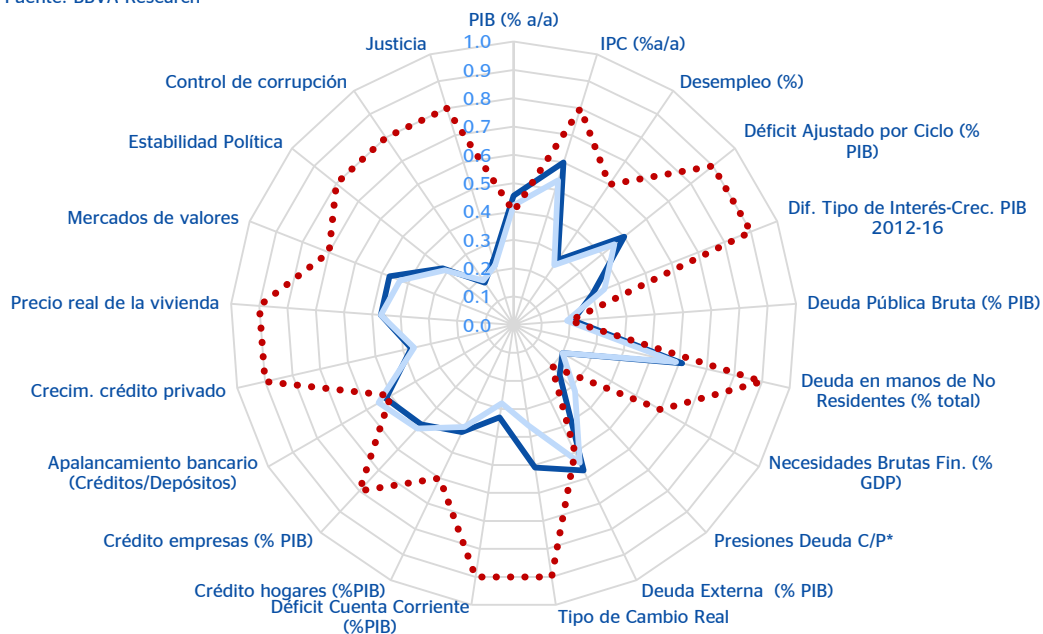
Actualización de Riesgo Regional: Núcleo Europeo

Núcleo europeo: radar de vulnerabilidad 2013

(todos los datos de 2012, posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

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

Fuente: BBVA Research



Desarrollados: (Deuda pública a corto plazo/Total deuda pública)

Emergentes: (Reservas frente a deuda externa a corto plazo)

1: Vulnerabilidad alta

0: Vulnerabilidad baja

— Núcleo Europeo 2013

— Núcleo Europeo 2012

..... Umbral de Riesgo Desarrollados 2013



La corrección del crédito privado y de los precios de vivienda continúa. La mayoría de los indicadores de vulnerabilidad se mantiene lejos de los umbrales de riesgo



El bajo crecimiento económico comienza a preocupar y se acerca a los umbrales de riesgo



La liquidez bancaria y los niveles de deuda externa se encuentran cerca o superando los umbrales de riesgo

Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos

Sección 3

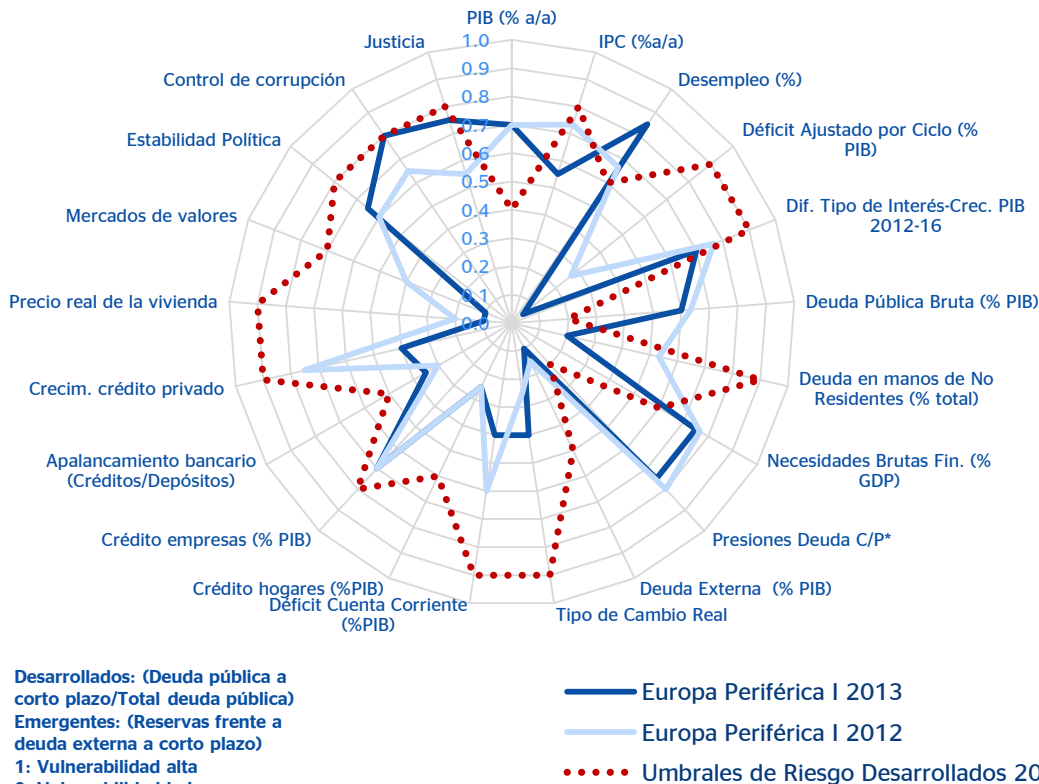
Actualización de Riesgo Regional: Europa Periférica I

Periferia Europea I: radar de vulnerabilidad 2013

(todos los datos de 2012, posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

*Incluye España e Italia

Fuente: BBVA Research



Mejora significativa de los déficit públicos estructurales. La corrección en el crédito privado y el precio de la vivienda se acelera. Mejoras también en cuenta corriente. La deuda en manos de no residentes disminuye



Cierto deterioro en los factores institucionales. La incertidumbre política aumenta



Los indicadores de actividad y empleo se mantienen en la zona de riesgo

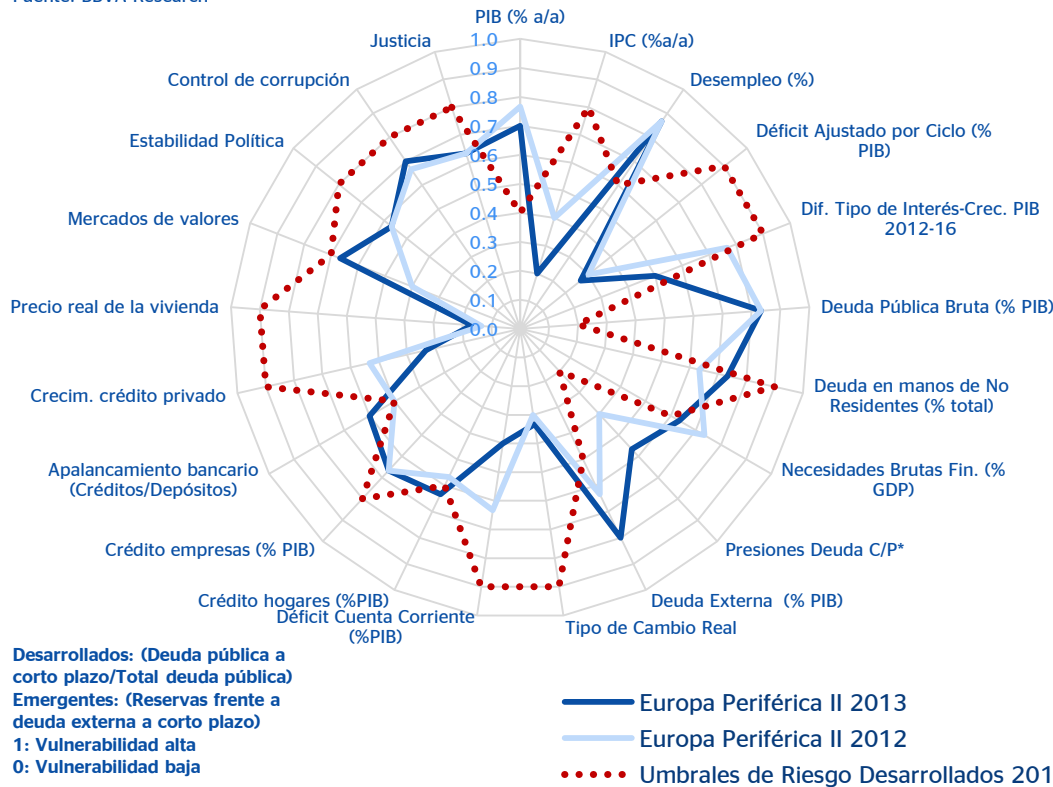
Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos

Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Europa Periférica II

Periferia Europea II: radar de vulnerabilidad 2013

(todos los datos de 2012, posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)
 *Incluye Grecia, Irlanda y Portugal
 Fuente: BBVA Research



Algunas mejoras en crecimiento, inflación y en la reducción del diferencial entre tipos de interés y el crecimiento del PIB mejora la dinámica de la deuda. El desapalancamiento de los hogares continúa



El crecimiento de los mercados de valores se acerca a los umbrales de riesgo (problemas de valoración)



Niveles de deuda pública y externa todavía altos, junto a niveles de liquidez por encima de los umbrales de riesgo. Balance de los hogares y empresas todavía débil

Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos

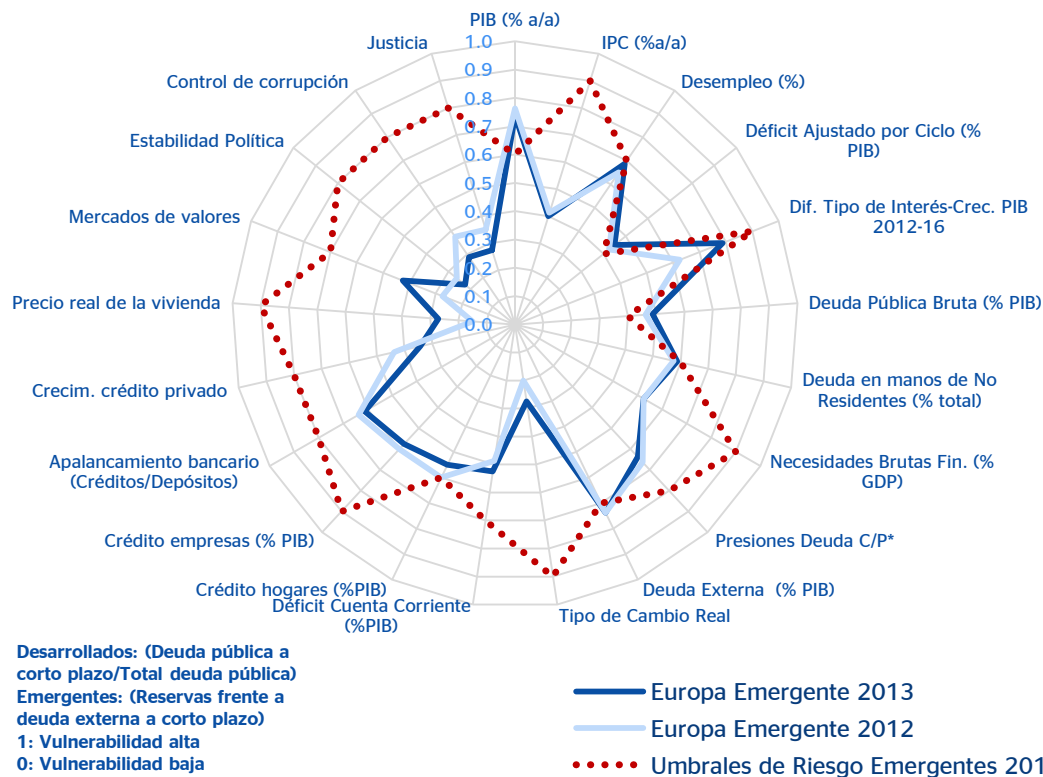
Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Europa Emergente

Europa emergente: radar de vulnerabilidad 2013

(todos los datos de 2012, posición relativa de economías emergentes, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

Fuente: BBVA Research



La mayoría de las variables de riesgo bajo control y por debajo de sus correspondientes umbrales de riesgo



El crecimiento de los mercados de valores y de los precios de la vivienda sigue siendo bajos, pero en aumento, con los precios de la vivienda en el área de riesgo para algunos países (Rusia)



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

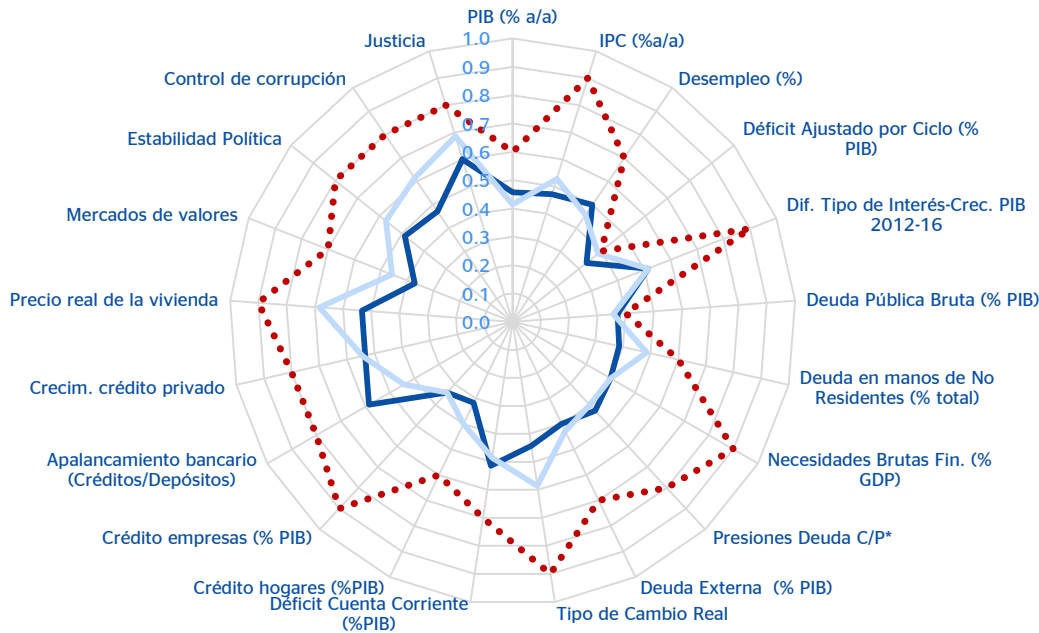
Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos

Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: América Latina

América Latina: radar de vulnerabilidad 2013

(todos los datos de 2012, posición relativa de países de economías emergentes ,máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)
Fuente: BBVA Research



Desarrollados: (Deuda pública a corto plazo/Total deuda pública)
Emergentes: (Reservas frente a deuda externa a corto plazo)
1: Vulnerabilidad alta
0: Vulnerabilidad baja

— Latam 2013
— Latam 2012
••••• Umbrales de Riesgo Emergentes 2013



Todas las variables por debajo de sus umbrales de riesgo y la mayoría de ellas mejorando con respecto al año anterior



El riesgo de excesivo crecimiento de los precios de la vivienda mejorando con respecto al informe anterior, aunque con algunas excepciones (Perú)



Disminución en la liquidez bancaria (ratio de créditos a depósitos aumentando en algunos países). El déficit ajustado por ciclo aún elevado para garantizar una dinámica de deuda estable

Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos

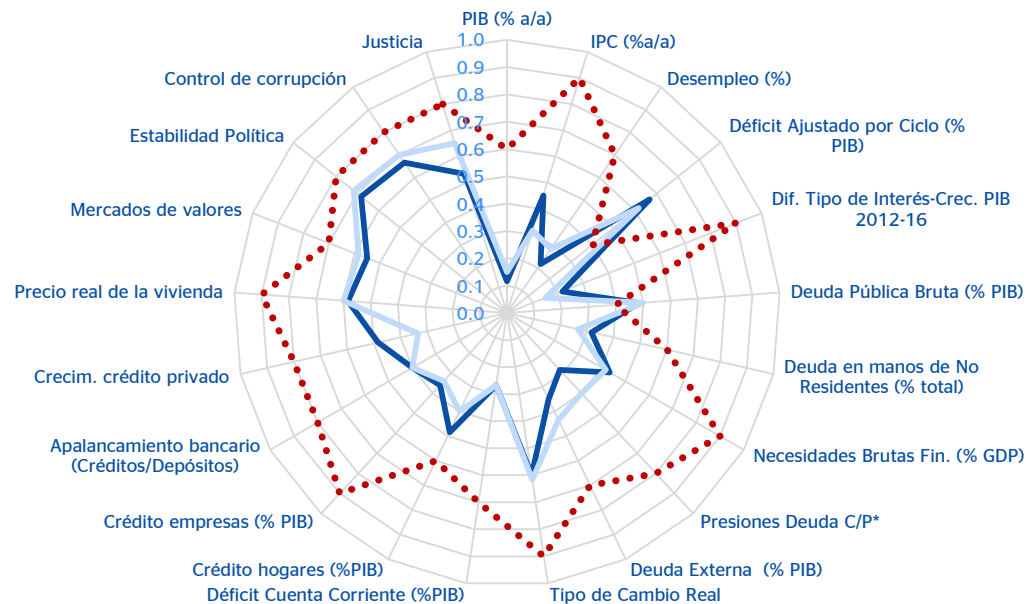
Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Asia

Asia emergente: radar de vulnerabilidad 2013

(todos los datos de 2012, posición relativa de países de economías emergentes ,máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

Fuente: BBVA Research



Desarrollados: (Deuda pública a corto plazo/Total deuda pública)
Emergentes: (Reservas frente a deuda externa a corto plazo)
1: Vulnerabilidad alta
0: Vulnerabilidad baja

— Asia Emergente 2013
 - - - Asia Emergente 2012
 Umbrales de Riesgo Emergentes 2013



Los indicadores de actividad son los más sólidos entre todas las regiones. El riesgo de crecimiento excesivo del crédito es moderado



El riesgo por crecimiento excesivo de los precios de la vivienda va en aumento. Empeoramiento de los datos macroeconómicos de China



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

Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos

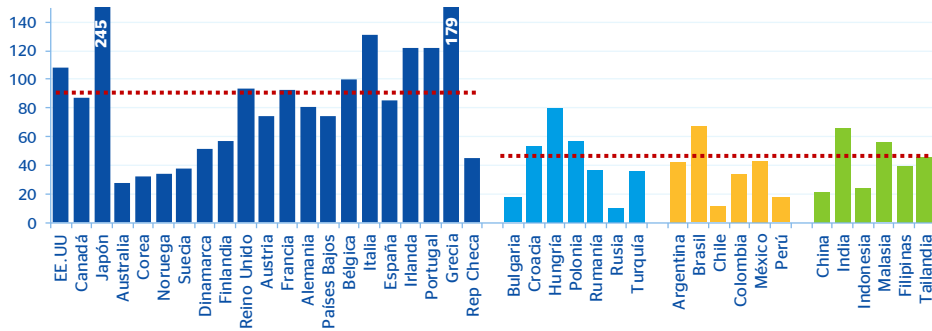
Sección 3

Deuda Pública y Privada

Deuda Pública Bruta 2013

(% PIB)

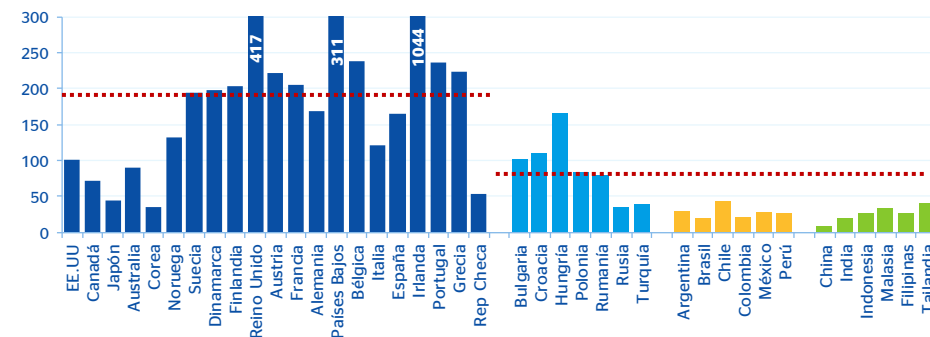
Fuente: BBVA Research y FMI



Deuda Externa 2013

(% PIB)

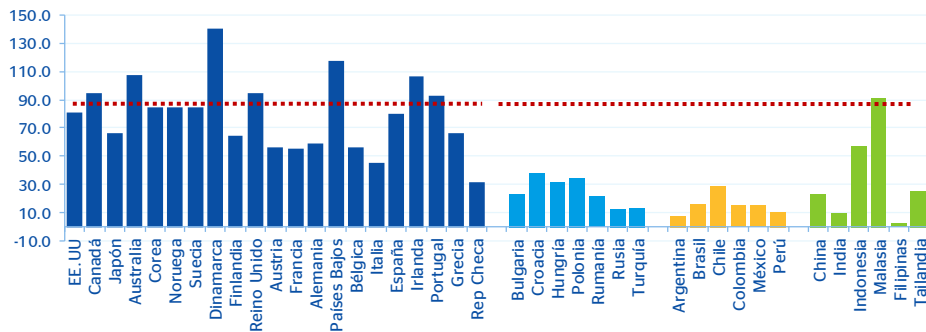
Fuente: BBVA Research y FMI



Deuda Hogares 2013

(% PIB)

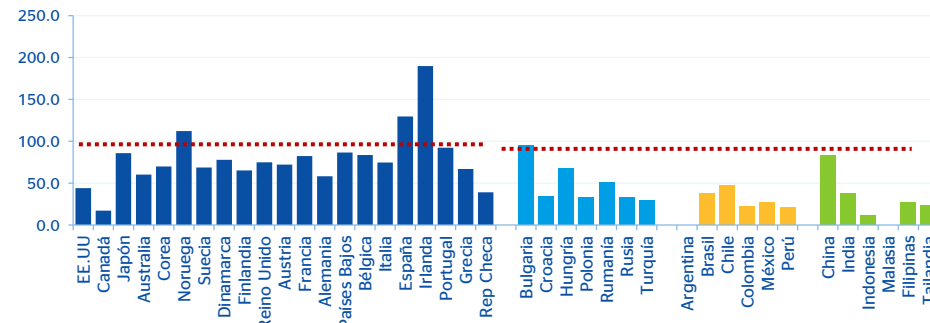
Fuente: BBVA Research y BIS



Deuda Empresas 2013

(% PIB)

Fuente: BBVA Research y BIS



..... Umbral de Riesgo

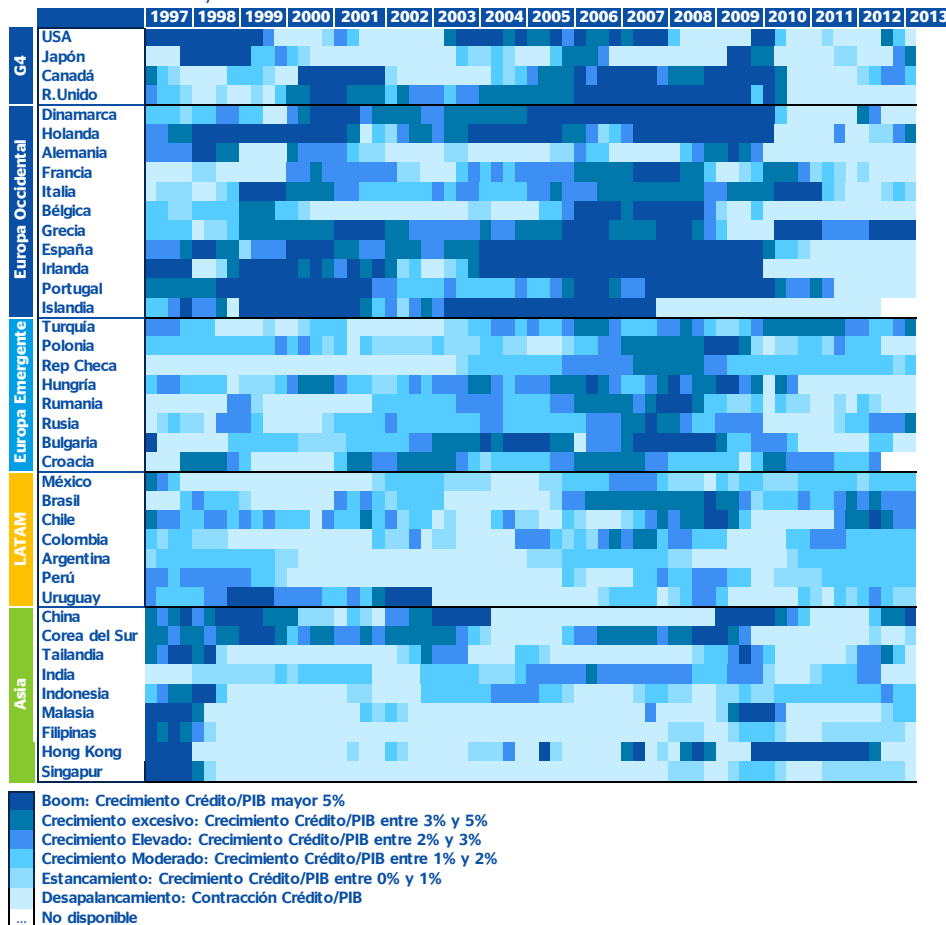
Sección 3

Pulso del crédito privado

Mapa de crédito al sector privado (1996-2012T4)

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

Fuente: BBVA Research y Haver



- La mayoría de las economías avanzadas se mantienen en el proceso de desapalancamiento. Algunas señales de elevado crecimiento en **Japón** y los **Países Bajos**. El ratio Crédito-PIB continúa aumentando rápidamente en **Grecia**, pero muy probablemente debido a la fuerte disminución en el PIB
- En Europa del Este, **Turquía** y **Rusia** siguen mostrando signos de un fuerte crecimiento del crédito privado, pero por debajo de la zona de “Boom”
- El crecimiento del crédito privado en **América Latina** parece estar moderando su ritmo de crecimiento en la mayoría de los países
- En Asia, el crecimiento del crédito se aceleró en **China** durante el primer trimestre, aunque los datos del mes de Mayo muestran una moderación

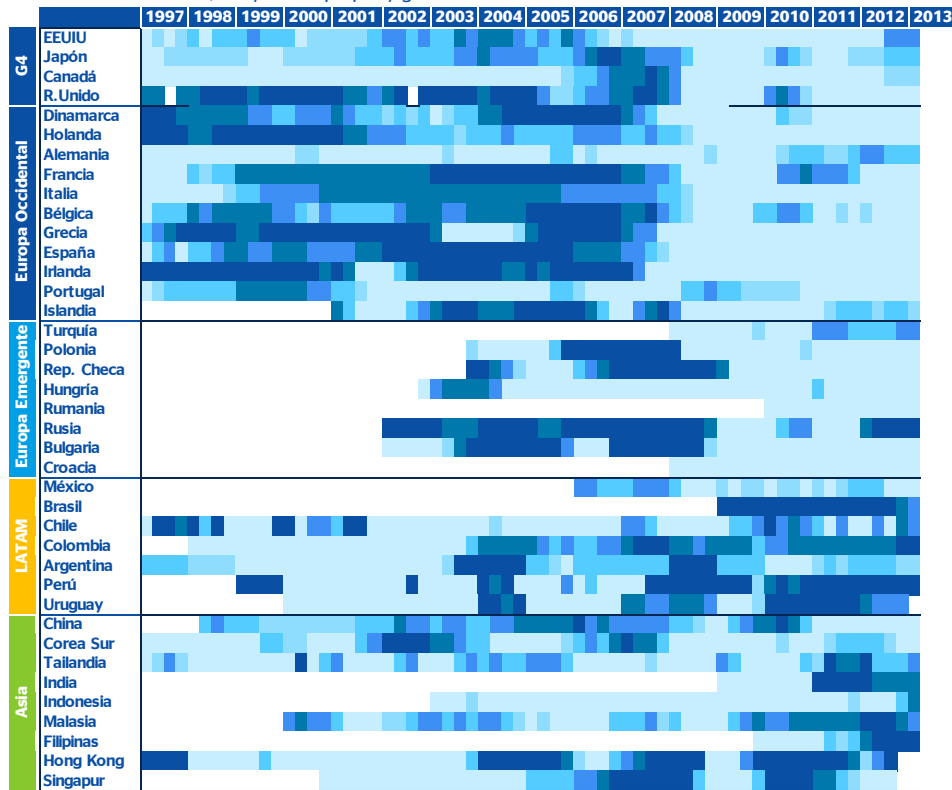
Sección 3

Pulso de los precios de la vivienda

Mapa de precios reales de la vivienda (1996-2012)

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

Fuente: BBVA Research, BIS y Global property guide



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

- Los precios reales de la vivienda siguen recuperándose en los **EE.UU.**. En Europa, los precios reales de la vivienda europeos siguen estancados o en descenso en términos reales, con la única excepción de **Alemania**
- En Europa del Este, el crecimiento de los precios reales de la vivienda en **Rusia** no se corrige y completa un año entero en niveles de “boom”. Los precios en **Turquía** siguen aumentando, pero a un ritmo menos preocupante
- En Latinoamérica, el crecimiento de los precios de la vivienda se está acelerando en **Colombia**, y se mantiene en niveles de “boom” en el **Perú**. En **Brasil** se observa una clara moderación
- El crecimiento de los precios en el Sudeste Asiático (**Tailandia, India, Malasia, Filipinas**) se acelera con respecto al trimestre anterior. Filipinas y Hong Kong son los que muestran signos más claros de sobrecalentamiento

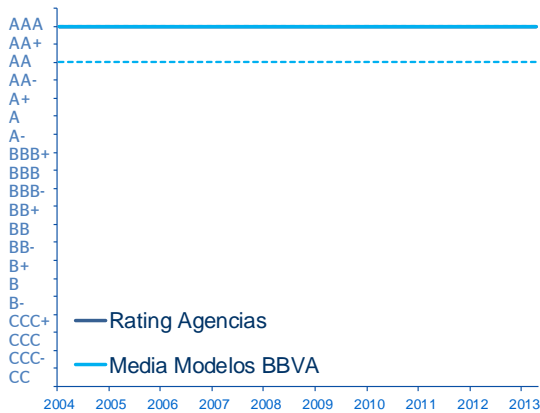
Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Riesgo Soberano

Países Centrales de Europa: Rating soberano

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

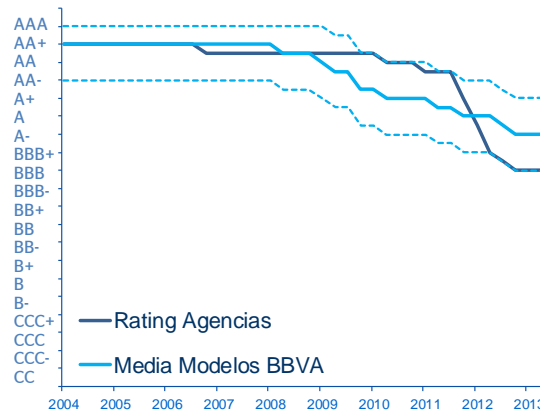
Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research



Periferia Europea I: Rating soberano

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

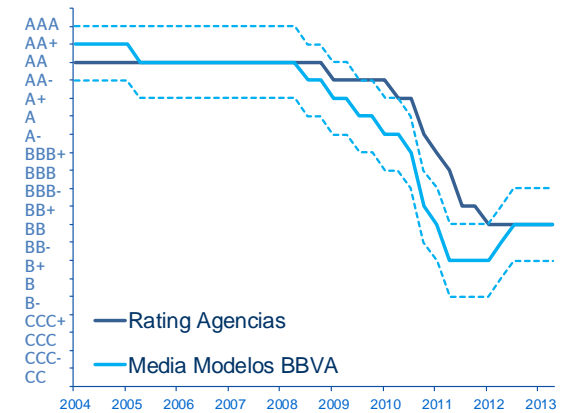
Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research



Periferia Europea II: Rating soberano

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

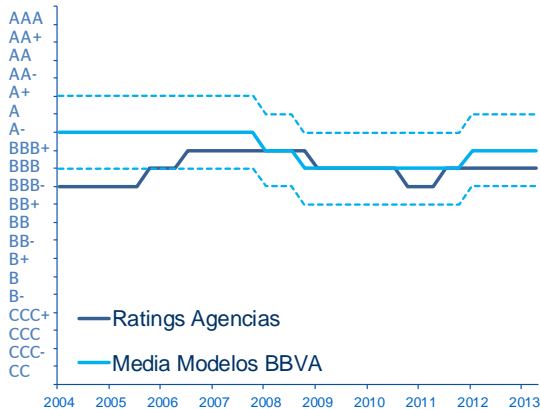
Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research



Europa Emergente: Rating soberano

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

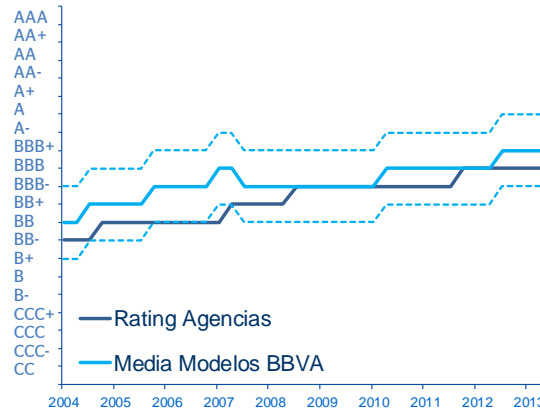
Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research



América Latina: Rating soberano

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

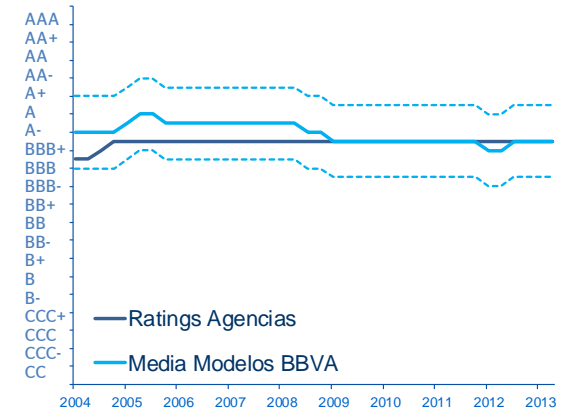
Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research



Asia Emergente: Rating soberano

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

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

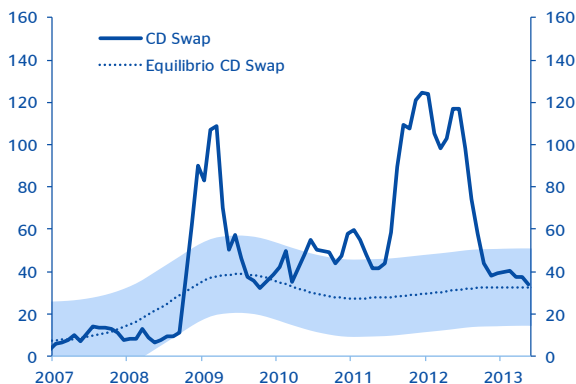


Sección 3

Riesgo Regional: Actualización CD Swaps

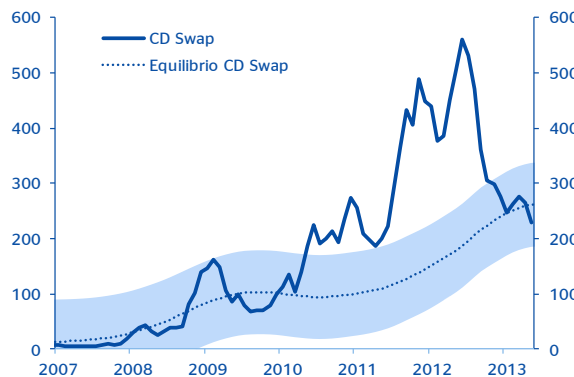
Países Centrales de Europa: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



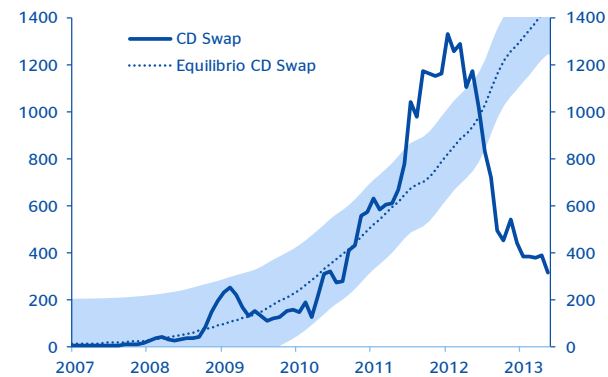
Periferia Europea I: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



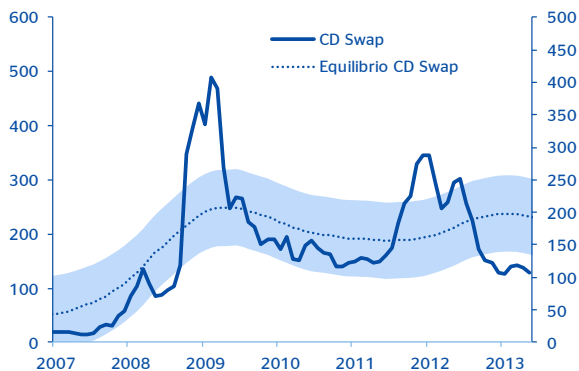
Periferia Europea II: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



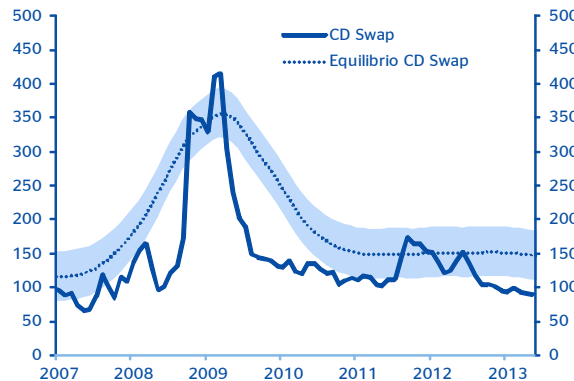
Europa Emergente: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



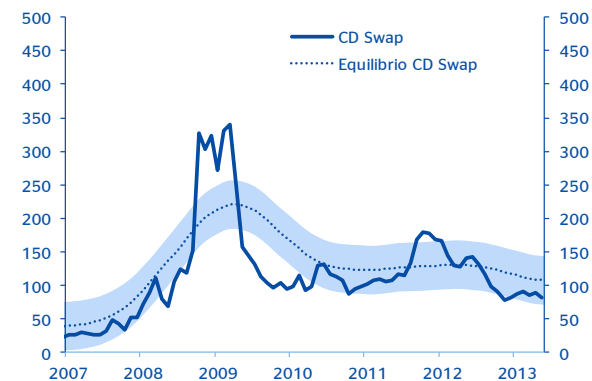
LATAM: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



Asia Emergente: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



Sección 3

Indicadores de vulnerabilidad: Economías desarrolladas

Indicadores de vulnerabilidad* 2013: Países desarrollados

Fuente: BBVA Research, Haver, BIS, FMI y Banco Mundial

	Sostenibilidad fiscal			Sostenibilidad exterior			Manejo de liquidez			Datos macroeconómicos			Crédito y vivienda			Deuda privada			Instituciones		
	Balance primario estructural (1)	Dif. Tipo de Interés-Crec. PIB 2013-17	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidades Brutas Fin. (1)	Deuda pública a corto plazo (3)	Deuda en manos de no residentes (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempleo (5)	Crecim. del crédito privado sobre PIB (4)	Crecim. precios reales de la vivienda (4)	Crecim. Mercado de valores (4)	Crédito hogares (1)	Crédito empresas no financieras (1)	Apalancamiento bancario (6)	Estabilidad política BM (7)	Control de la corrupción BM (7)	Justicia BM (7)
EE.UU	-2.7	-1.8	108	-2.9	100	-0.5	25	19	32	1.9	1.8	7.7	2.4	3.7	10.3	81	44	61	-0.5	-1.2	-1.6
Canadá	-1.7	0.2	87	-3.5	72	-0.8	16	13	23	1.5	1.5	7.3	3.4	1.6	2.9	94	17	108	-1.0	-2.0	-1.8
Japón	-8.7	-1.2	245	1.2	43	-21.8	59	49	9	1.6	0.1	4.1	4.1	0.1	23.0	66	86	47	-1.0	-1.5	-1.3
Australia	-0.6	-1.2	28	-5.5	90	6.8	4	3	72	3.2	2.5	5.3	2.0	2.2	12.7	107	60	122	-0.9	-2.2	-1.8
Corea	1.7	-2.1	33	2.7	35	2.4	1	3	14	2.3	2.4	3.3	-1.1	-1.8	-0.5	85	70	130	-0.2	-0.5	-1.0
Noruega	-8.6	-1.7	34	11.7	132	0.7	-8	4	39	2.5	1.5	3.1	-4.1	7.3	10.1	84	112	114	-1.3	-2.2	-1.9
Suecia	-1.9	-1.5	38	6.0	194	4.9	4	3	47	1.0	0.3	8.1	3.7	4.6	11.8	84	69	307	-1.3	-2.2	-1.9
Dinamarca	-1.6	0.5	52	4.7	199	-3.1	10	7	46	0.8	2.0	7.6	-2.9	-1.8	20.2	140	78	395	-1.1	-2.4	-1.9
Finlandia	-0.7	-1.2	57	-1.7	204	-2.0	8	6	91	0.5	2.9	8.1	1.7	-11.8	1.7	65	65	154	-1.4	-2.2	-2.0
Reino Unido	-2.4	-0.3	94	-4.4	417	0.3	13	6	32	0.7	2.7	7.8	-8.2	-0.4	11.2	94	75	111	-0.4	-1.5	-1.7
Austria	0.3	0.1	74	2.2	223	0.0	8	6	83	0.8	2.2	4.6	-3.2	4.3	8.9	56	72	155	-1.2	-1.4	-1.8
Francia	0.3	-0.1	93	-1.3	205	-2.8	17	13	64	-0.1	1.6	11.2	-1.1	-3.3	9.0	56	82	142	-0.6	-1.5	-1.5
Alemania	2.1	0.0	80	6.1	168	-3.3	8	8	61	0.6	1.6	5.7	-3.1	1.3	12.2	59	58	68	-0.9	-1.7	-1.6
Países Bajos	-0.1	0.0	74	8.7	311	-0.8	12	9	53	-0.5	2.8	6.3	4.1	-10.0	7.6	117	86	117	-1.1	-2.2	-1.8
Bélgica	1.0	1.0	100	-0.1	238	-1.1	18	16	57	0.2	1.7	8.0	-4.2	-1.0	15.8	56	84	74	-0.9	-1.6	-1.4
Italia	4.9	2.4	131	0.3	120	-1.6	28	25	35	-1.5	2.0	12.0	1.8	-5.0	-4.0	45	75	91	-0.6	0.0	-0.4
España	1.6	2.3	85	0.5	166	-1.8	18	14	29	-1.4	1.7	27.1	-14.8	-10.8	-1.1	80	130	139	-0.1	-1.1	-1.2
Irlanda	-1.3	0.4	122	3.4	1044	-3.7	13	6	64	1.1	1.3	14.2	-19.8	-4.0	21.6	107	190	139	-1.0	-1.5	-1.8
Portugal	0.9	1.2	122	0.1	236	-0.9	23	18	60	-2.3	0.7	18.3	-14.1	-4.7	10.9	92	92	157	-0.7	-1.1	-1.0
Grecia	4.3	1.0	179	-0.3	223	-2.3	20	15	68	-4.2	-0.8	27.0	16.1	-15.1	19.2	66	67	118	0.1	0.1	-0.6

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

Sección 3

Indicadores de vulnerabilidad: Economías emergentes

Indicadores de vulnerabilidad* 2013: Países emergentes

Fuente: BBVA Research, Haver, BIS, FMI y Banco Mundial

	Sostenibilidad fiscal			Sostenibilidad exterior			Manejo de liquidez			Datos macroeconómicos			Crédito y vivienda			Deuda privada			Instituciones		
	Balance primario estructural (1)	Dif. Tipo de Interés-Crec. PIB 2013-17	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidades Brutas Fin. (1)	Reservas sobre deuda exterior a c/p (3)	Deuda en manos de no residentes (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempleo (5)	Crecim. del crédito privado sobre PIB (4)	Crecim. precios reales de la vivienda (4)	Crecim. Mercado de valores (4)	crédito hogares (1)	Crédito empresas no financieras (1)	Apalancamiento bancario (6)	Estabilidad política BM (7)	Control de la corrupción BM (7)	Justicia BM (7)
Bulgaria	0.2	-0.1	18	-1.9	101	-0.9	4	1.3	47	1.2	2.1	12.4	1.9	-7.1	24.4	23	95	107	-0.3	0.2	0.1
Rep Checa	-0.7	-0.2	45	-2.1	53	-3.9	11	8	33	0.3	2.3	8.1	1.0	-0.6	-1.1	32	39	85	-1.1	-0.3	-1.0
Croacia	-2.8	1.7	53	0.0	111	-2.7	11	2.3	34	-0.2	3.2	15.2	na	n.a.	9.5	38	34	115	-0.5	0.0	-0.2
Hungría	1.9	1.3	80	2.1	164	-4.5	21	1.2	68	0.0	3.2	10.5	-8.1	-4.4	-4.2	32	68	142	-0.7	-0.3	-0.8
Polonia	-0.3	-0.1	57	-3.6	83	-0.6	12	1.4	53	1.3	1.9	11.0	-2.3	-17.9	9.4	35	32	103	-1.1	-0.5	-0.7
Rumanía	0.7	-0.8	37	-4.2	79	1.6	12	1.5	48	1.6	4.6	7.0	-1.6	-14.1	4.9	22	50	117	-0.1	0.2	0.0
Rusia	0.2	-1.2	10	2.5	34	6.2	2	5.7	19	3.4	6.9	5.5	4.5	9.3	-5.2	12	33	116	0.9	1.1	0.8
Turquía	1.0	0.4	36	-6.9	39	1.9	9	1.1	32	4.0	6.8	8.8	4.0	4.2	37.6	14	30	116	0.9	-0.1	-0.1
Argentina	-0.4	-12.6	42	-0.1	30	-5.9	9	1.6	32	2.8	9.8	7.1	2.0	0.9	26.0	8	--	77	-0.2	0.4	0.6
Brasil	3.3	2.4	67	-3.0	19	-1.8	17	11.0	18	3.4	6.3	6.0	3.5	4.9	-12.6	16	37	116	0.0	-0.2	0.0
Chile	-0.5	0.1	11	-4.0	43	5.0	1	2.4	16	4.9	2.1	6.5	4.3	-1.3	-5.1	29	48	180	-0.6	-1.6	-1.4
Colombia	0.5	-0.6	34	-2.9	21	4.4	4	3.3	28	4.1	2.2	10.3	2.8	8.0	-6.0	15	22	188	1.3	0.3	0.3
México	-0.5	-0.2	44	-1.0	28	8.2	11	3.0	33	3.4	3.7	4.8	1.7	-1.2	17.2	15	27	75	0.7	0.4	0.5
Perú	2.3	-2.7	17	-3.5	26	7.1	0	7.2	50	6.3	2.1	6.8	1.3	15.3	-15.9	11	20	90	0.7	0.2	0.6
China	-0.3	-7.7	57	2.8	7	10.6	6	6.2	...	8.0	3.0	4.1	6.7	-2.6	-5.5	23	83	154	0.7	0.7	0.5
India	-4.3	-4.5	66	-4.1	19	-2.0	13	3.4	7	5.7	6.6	0.0	-2.9	5.8	8.2	10	37	77	1.2	0.6	0.1
Indonesia	-1.4	-5.2	24	-2.0	25	0.5	4	2.8	55	6.3	5.1	6.1	2.6	5.3	19.9	57	12	88	0.8	0.7	0.7
Malasia	-2.1	-2.4	56	10.3	33	3.5	10	4.3	29	4.8	2.6	3.0	1.6	6.7	4.7	91	--	89	-0.2	0.0	-0.5
Filipinas	0.5	-1.9	40	3.3	26	9.9	8	11.0	...	6.0	3.5	7.0	0.3	11.3	34.1	2	27	65	1.4	0.8	0.5
Tailandia	-2.5	-4.8	46	1.6	40	4.3	8	4.0	10	4.7	3.4	0.7	3.0	3.4	30.4	25	24	98	1.0	0.4	0.2

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

Anexo

Metodología: indicadores y mapas

- **Mapa de estrés financiero:** Señala los niveles de estrés respecto a los movimientos de series temporales normalizados. Las unidades estándar positivas más altas (1,5 o superiores) señalan altos niveles de estrés (azul oscuro), y las desviaciones estándar más bajas (-1,5 o inferiores) indican niveles más bajos de estrés del mercado (colores más claros)
- **Índice de rating soberano:** Índice que traduce los códigos de letras de las tres agencias importantes (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) a posiciones numéricas desde 20 (AAA) hasta impago (0). El índice muestra la media de los tres ratings numéricos
- **Mapa de CDS soberanos:** Mapa de colores con 6 rangos de cotización de CDS (más oscuro >500 p.b., 300 a 500, 200 a 300, 100 a 200, 50 a 100 p.b. y más claro por debajo de 50 p.b.)
- **Mapa de presión de ratings implícitos:** El mapa muestra la diferencia entre el índice de ratings actuales (ordenados numéricamente desde impago (0) hasta AAA (20)) y los ratings implícitos en los CDS. Calculamos probabilidades implícitas de impago (PD) a partir de los CDS observados y el diferencial de equilibrio estimado. Para el cómputo de estos PD seguimos una metodología estándar como la descrita en Chan-Lau (2006) y asumimos una pérdida en caso de impago constante de 60% (tasa de recuperación igual a 40%) para todos los países de la muestra. Analizamos por grupos las PD obtenidas para clasificar cada país en cada momento del tiempo en una de 20 categorías distintas (ratings) equivalente a las mismas 20 categorías utilizadas por las agencias de calificación. El mapa y la gráfica muestran la diferencia entre el índice de rating soberano y el rating implícito del CDS en categorías. Una mayor diferencia positiva indica presiones bajistas sobre el rating y diferencias negativas indican un potencial alcista. Consideramos un rango de +- 3 categorías como neutral
- **Radares de Vulnerabilidad & mapa de umbrales de riesgo:**
 - Un **Radar de Vulnerabilidad** muestra la vulnerabilidad de varios países de forma estática. Para ello usamos diferentes dimensiones de vulnerabilidad, cada una compuesta por tres indicadores. Las dimensiones incluidas son: macroeconomía, fiscal, liquidez, sector exterior, exceso de crédito y activos, balances del sector privado y la dimensión institucional. Una vez recopilados los datos los países se reordenan de acuerdo al percentil que ocupan en relación a su grupo (desarrollados o emergentes), partiendo desde 0 (el valor más bajo entre el grupo) hasta 1 (máxima vulnerabilidad). Las posiciones interiores (más cercanas a 0) en el radar muestran un nivel de vulnerabilidad bajo mientras que las más alejadas del centro (cercanas a 1) representan una mayor vulnerabilidad. Además se comparan las posiciones del país con el umbral de riesgo (línea roja), calculado en base a nuestro propio análisis o tomando como fuente otra literatura empírica
 - **Distancia al mapa de riesgo:** Sintetiza en un mapa de colores la vulnerabilidad mostrada en los radares. Los colores más oscuros representan indicadores por encima de los umbrales de riesgo (desarrollado o emergente). Los colores más claros representan valores más seguros en el sentido de que se encuentran más alejados del umbral. Las dimensiones son la media de los tres indicadores que componen cada una de ellas

Anexo

Metodología : Indicadores y Mapas

Tabla Umbrales de Riesgo

Dimensiones de vulnerabilidad	Umbral de riesgo países desarrollados	Umbral de riesgo países emergentes	Dirección del riesgo	Fuente
Macroeconómica				
PIB	1.5	3.0	Más bajo	BBVA Research
Inflación	4.0	10.0	Más alto	BBVA Research
Desempleo	10.0	10.0	Más alto	BBVA Research
Vulnerabilidad Fiscal				
Déficit ajustado por el ciclo ("Déficit estructural")	-4.2	-0.5	Más bajo	Baldacci et Al (2011). 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	43.0	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)	9.1		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	84.0	Más alto	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & Comisión UE (2012)
Deuda empresas no financieras (% PIB)	90.0	90.0	Más alto	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & Comisión UE (2012)
Apalancamiento bancario (Crédito/Depósitos)	130.0	130.0	Más alto	Comisión UE (2012) y BBVA Research
Crédito y Activos				
Crédito privado sobre PIB (cambio anual)	8.0	8.0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
Crecimiento de los precios reales de la vivienda (% a/a)	8.0	8.0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
Crecimiento de los mercados de valores (% a/a)	20.0	20.0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
Instituciones				
Estabilidad política	0.2 (percentil 9)	-1.0 (percentil 8)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Control de la corrupción	0.6 (percentil 9)	-0.7 (percentil 8)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Justicia	0.6 (percentil 8)	-0.6 (percentil 8)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial

Anexo

Metodología: Indicadores y Mapas

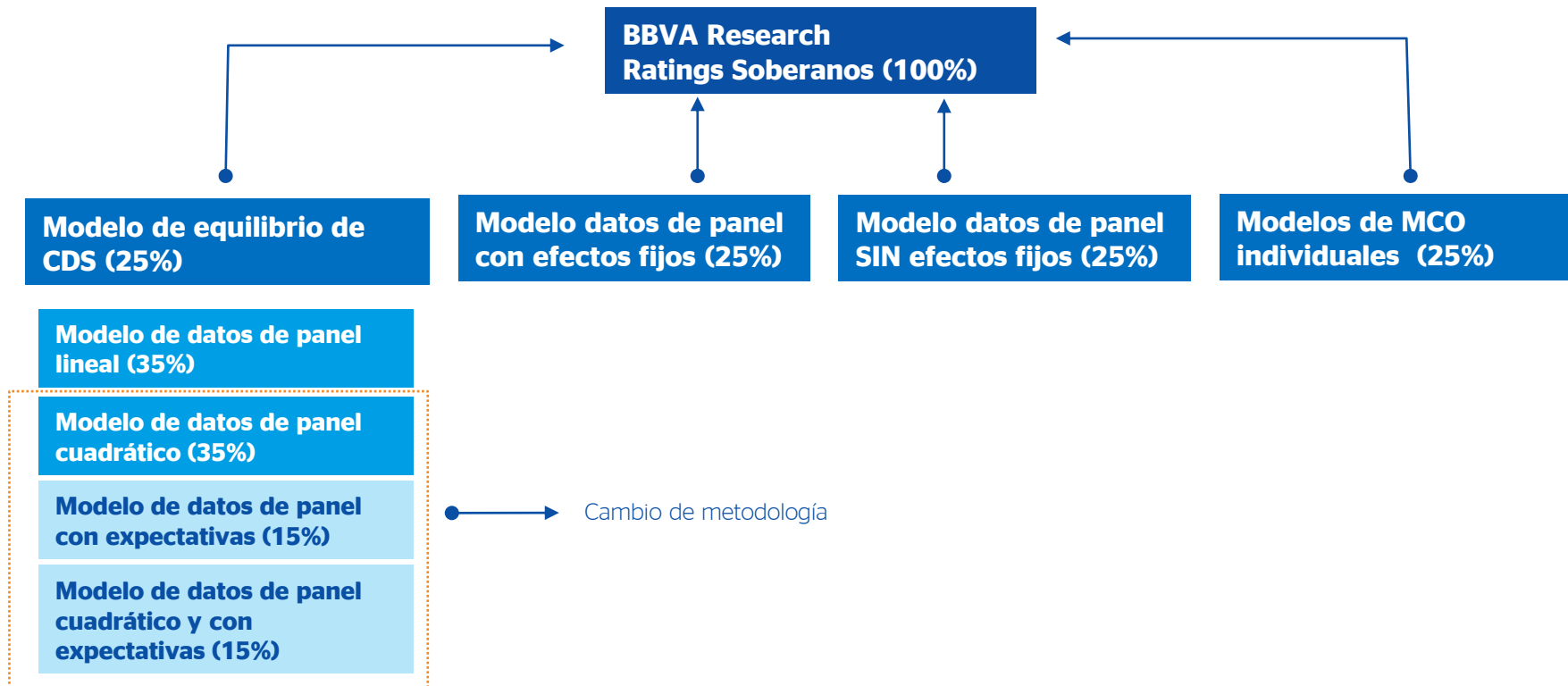
- **Metodología de los ratings soberanos de BBVA Research:** Elaboramos nuestros ratings soberanos tomando la media de cuatro modelos de ratings desarrollados por BBVA Research:
 - **Modelo de panel CDS de equilibrio:** Este modelo estima los niveles actuales y realiza previsiones de los niveles de equilibrio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

Anexo

Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

Diagrama con metodología de estimación de ratings soberanos de BBVA Research

Fuente: BBVA Research



AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Análisis Transversal Economías Emergentes

Economista Jefe, Economías Emergentes

Alicia García-Herrero

+852 2582 3281

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Economista Jefe,

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

+34 630 144 485

alvaro.ortiz@bbva.com

Gonzalo de Cadenas

+34 606 001 949

gonzalo.decadenas@bbva.com

David Martínez

+34 690 845 429

dmartinez@bbva.com

Alfonso Ugarte

+ 34 91 537 37 35

Rodrigo Falbo

Rodrigo.falbo@bbva.com

Con la colaboración de:

Carrie Liu

carrie.liu@bbva.com

Edward Wu

edward.wu@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

México

Carlos Serrano

carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam

Juan Ruíz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo.lopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel. + 34 91 374 60 00 y+ 34 91 537 70 00

Fax. +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com

BBVA Research Asia

43/F Two International Finance Centre

8 Finance Street Central

Hong Kong

Tel: +852 2582 3111

E-mail: research.emergingmarkets@bbva.com.hk