

Informe de Riesgo País

Una guía trimestral al Riesgo País

Septiembre 2017

Resumen: El apetito por el riesgo de los mercados financieros reduce los diferenciales soberanos más allá de los fundamentales

Riesgo País

Agencias de Rating

- Grecia fue mejorada por Moody's y Fitch. Chile fue rebajado por S & P y Fitch. Qatar fue rebajada por las tres agencias. Sudáfrica rebajada por Moody's ➔

Mercados Financieros

- **La aversión global al riesgo ha disminuido persistentemente desde Feb-2016, reduciendo fuertemente los diferenciales soberanos.** La mayor parte de los CDS soberanos está en sus niveles mínimos históricos, o cerca de ellos, lo que debería alertarnos de que no hay mucho espacio para mayores reducciones ➔
- La continua disminución de los diferenciales soberanos ha causado que sigamos viendo más países con una presión de subida en lugar de presión de rebaja ➔
- La reducción en la presión de la bajada fue más notable en LatAm, mientras que la presión de subida aumentó especialmente en EM Europa y Asia ➔

BBVA Research

- El agregado neto de vulnerabilidades parece estar mejorando en MEs, menos vulnerabilidades externas, y permanece estable en la periferia de la UE, menor apalancamiento privado aunque con persistencia de problemas antiguos (desempleo, alta deuda pública y externa, etc.) ➔
- El crecimiento del apalancamiento sigue moderándose en China, aunque el crecimiento de los precios de la vivienda sigue siendo elevado. Su exceso de apalancamiento acumulado todavía provoca una advertencia significativa ➔
- Sin embargo, **observamos signos de rápido crecimiento en el apalancamiento privado y en los precios de la vivienda en algunas Economías Avanzadas** como Canadá, Australia, Noruega y algunos países del norte de Europa (Bélgica, Finlandia). Más recientemente, también están apareciendo algunas señales de advertencia en EE.UU. relacionadas con un crecimiento más rápido del crédito. ➔

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 Tensiones financieras y aversión global al riesgo

Evolución de la Aversión Global al Riesgo de acuerdo a distintas medidas

Índice de Tensiones Financieras

03 Vulnerabilidad macroeconómica de valoración interna del riesgo país por regiones

CDS de equilibrio por regiones

Ratings BBVA-Research por regiones

Radars de vulnerabilidades por regiones

Niveles de deuda pública y privada

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

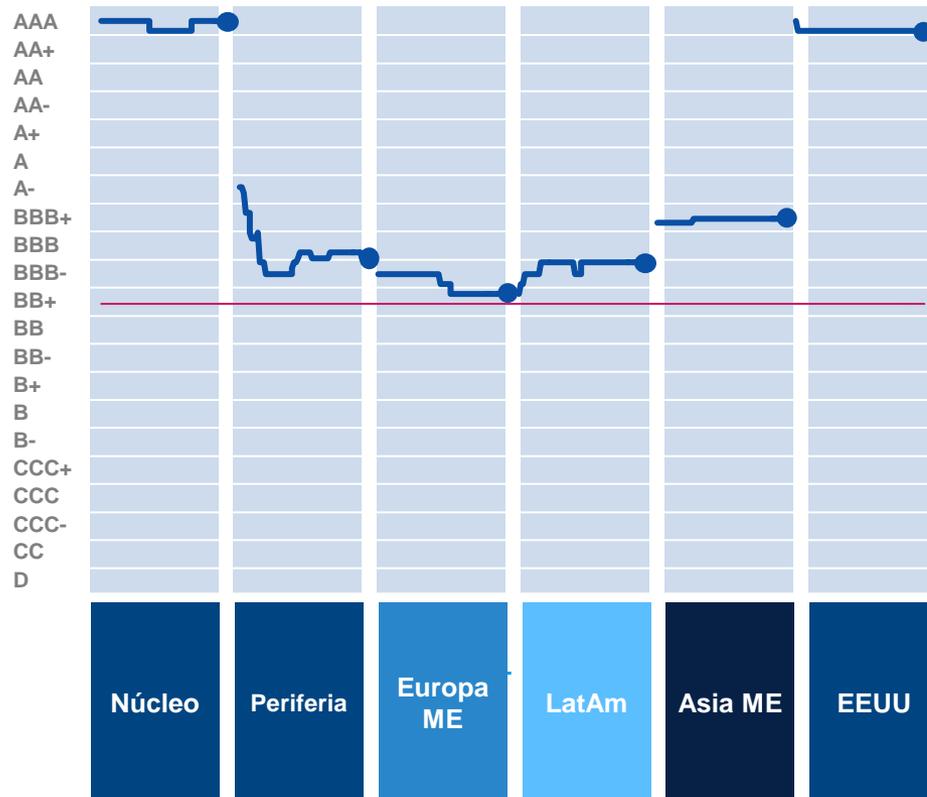
01

Actualización de mercados y ratings soberanos

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

Actualización de mercados y ratings soberanos

Índice de rating soberano 2011-17



- Sin cambios importantes en la calificación media de las principales áreas económicas
- **Grecia** fue mejorada por Moody's y Fitch. **Eslovenia** e **Islandia** fueron mejoradas por S&P y Fitch
- **Chile** fue rebajada por S&P y Fitch. **Qatar** fue rebajada por las tres agencias. **Sudáfrica** fue rebajada por Moody's y **Venezuela** por S&P

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

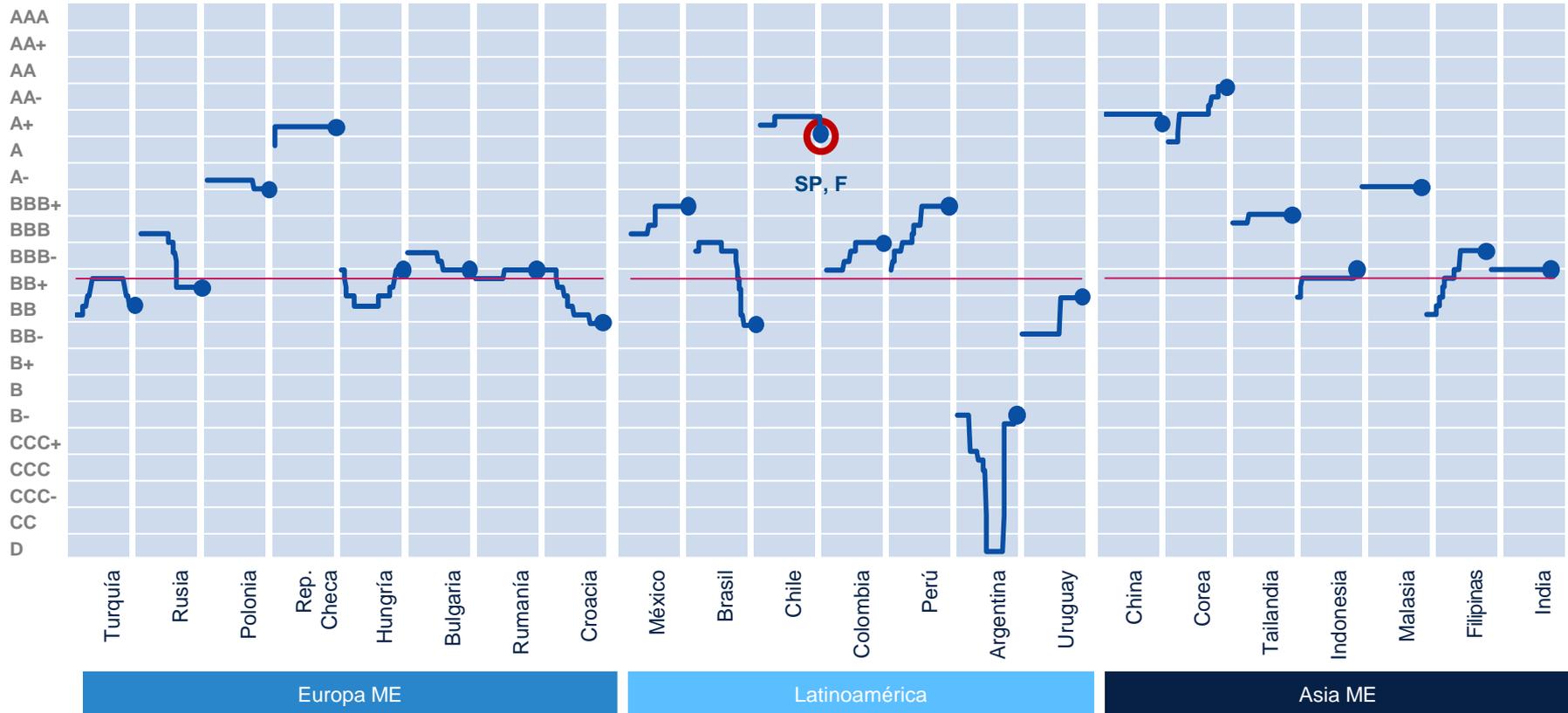
Índice de rating soberano 2011-17: Mercados Desarrollados



Actualización de mercados y ratings soberanos

Índice de rating soberano 2011-17: Mercados Emergentes

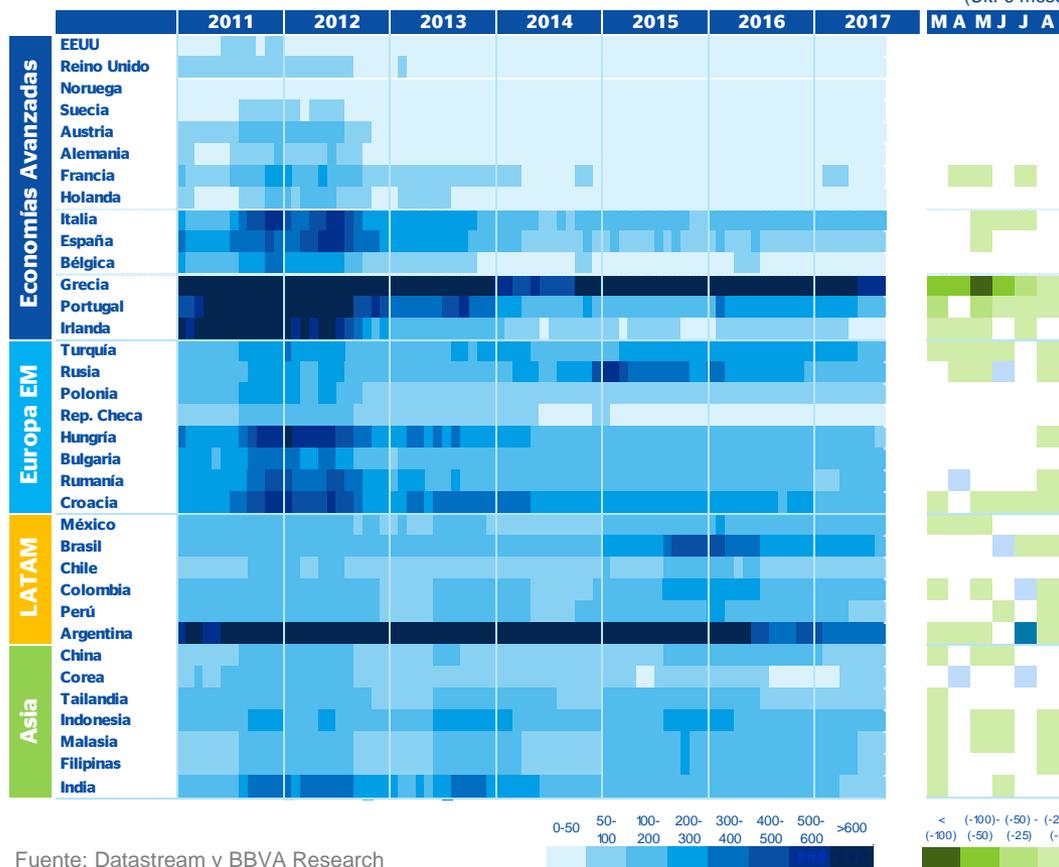
○ Rebaja
 ○ Aumento
 SP: Standard & Poor's
 M: Moody's
 F: Fitch



Actualización de mercados y ratings soberanos

Diferenciales de CDS soberanos (Agosto 30)

Cambios
(Últ. 6 meses m/m)



- La estabilidad continua en las economías avanzadas. Francia sigue viendo un ligero descenso en los niveles de las primas
- El CDS griego sigue experimentando una disminución significativa en los niveles de las primas
- Europa ME registró una reducción de las primas o una clara estabilidad.
- Los CDS de LatAm han experimentado una relativa estabilidad (salvo ligera volatilidad en Argentina) con ligeras disminuciones en Brasil, Perú, y Colombia
- Asia ME también experimentó estabilidad, a excepción de cierta volatilidad en Corea del Sur

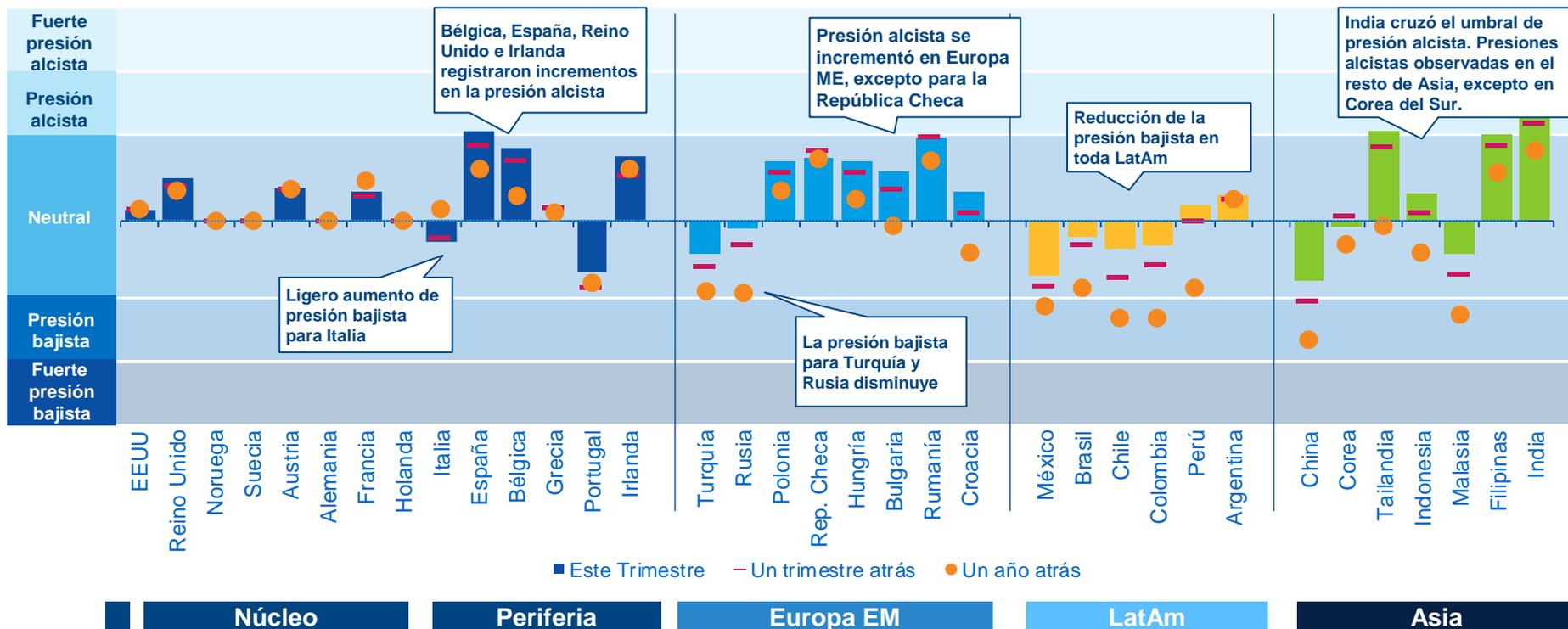
Fuente: Datastream y BBVA Research

Continúa el período de calma en los mercados soberanos de CDS. La mayoría de los países están cerca de sus niveles mínimos históricos, o cerca de ellos, lo que debería advertirnos que no hay mucho espacio para nuevas disminuciones

Actualización de mercados y ratings soberanos

Brecha de presión bajista/alcista sobre las agencias de rating (Agosto 30 de 2017)

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



Fuente: BBVA Research

Las reducciones de las presiones bajistas continuó en todos los países, en línea con la disminución de los diferenciales de CDS, mientras que las presiones alcistas aumentaron especialmente en Europa ME y Asia

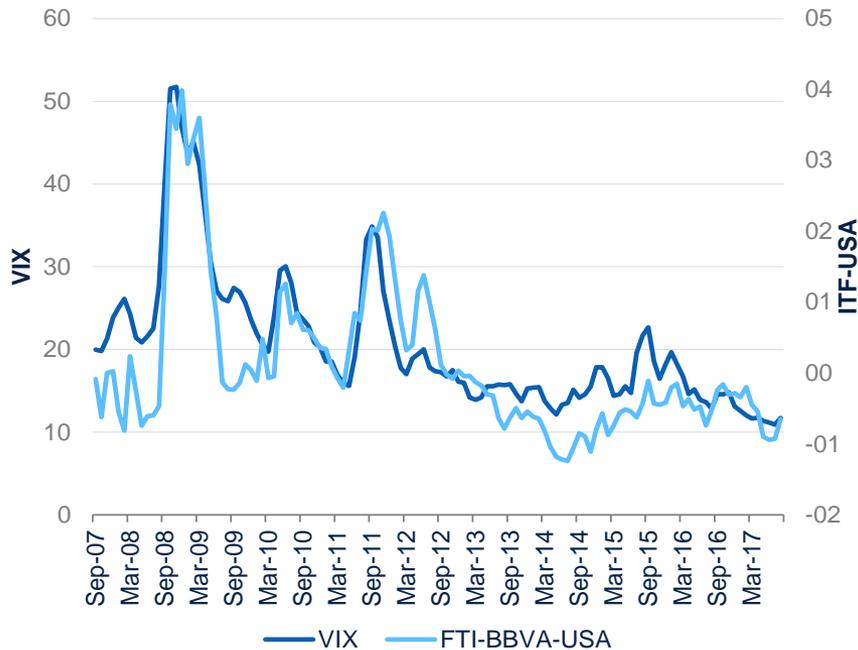
02

Tensiones financieras y aversión global al riesgo

Índice de Tensiones Financieras
Evolución de la aversión global al riesgo de acuerdo a
distintas medidas

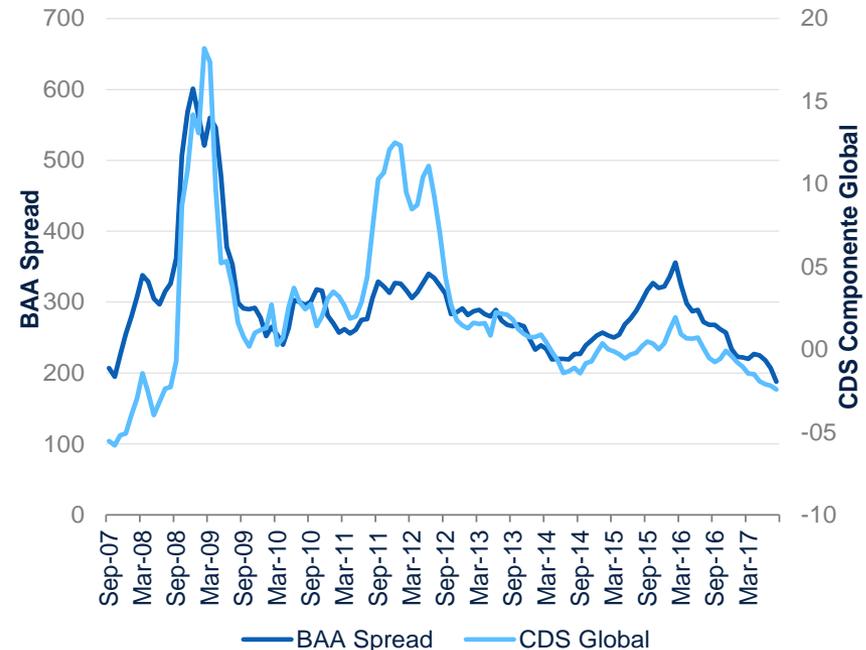
Tensiones financieras y aversión global al riesgo

Indicadores de AGR: ITF & VIX
(Promedio mensual)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Indicadores de AGR: BAA Spread & componente global en CDS
(Promedio mensual)

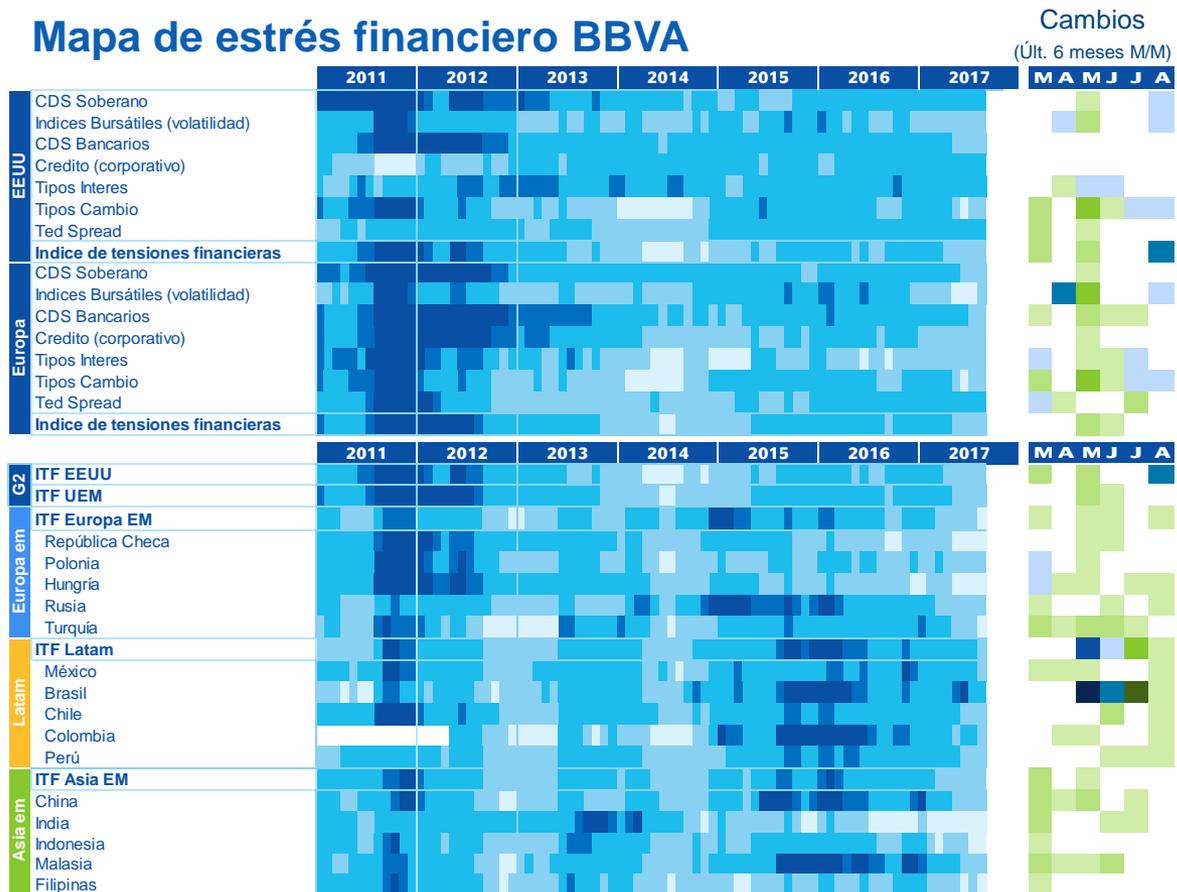


Fuente: FED y BBVA Research

La aversión global al riesgo ha disminuido de forma continuada desde Feb-2016, reduciendo los diferenciales soberanos. Recientemente, se observó un ligero aumento en el VIX y FTI-BBVA-USA durante el último trimestre, lo que refleja la incertidumbre sobre las tensiones geopolíticas

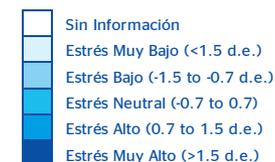
Tensiones financieras y aversión global al riesgo

Mapa de estrés financiero BBVA

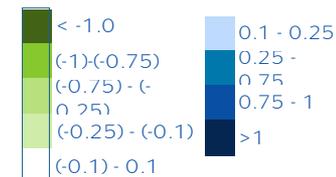


- Estados Unidos y Europa tuvieron estabilidad relativa hasta Agosto, donde se observó un ligero aumento en las tensiones relacionadas con los tipos de cambio.
- Europa ME continuó mostrando notable estabilidad en TF.
- Las TF en LatAm, al igual que otras regiones, muestra estabilidad y una reducción gradual. Brasil ha atravesado cierta volatilidad debido a las tensiones políticas.
- Asia ME continuó experimentando un leve a decreciente TF en todos los países.

Escala de colores para Índice



Escala de colores para cambios mensuales



Fuente: BBVA Research

Las tensiones financieras (FT) se encuentran actualmente en niveles muy bajos y disminuyendo, con excepción de EEUU durante el mes de Agosto. El ultimo trimestre registró una nueva reducción y estabilidad general

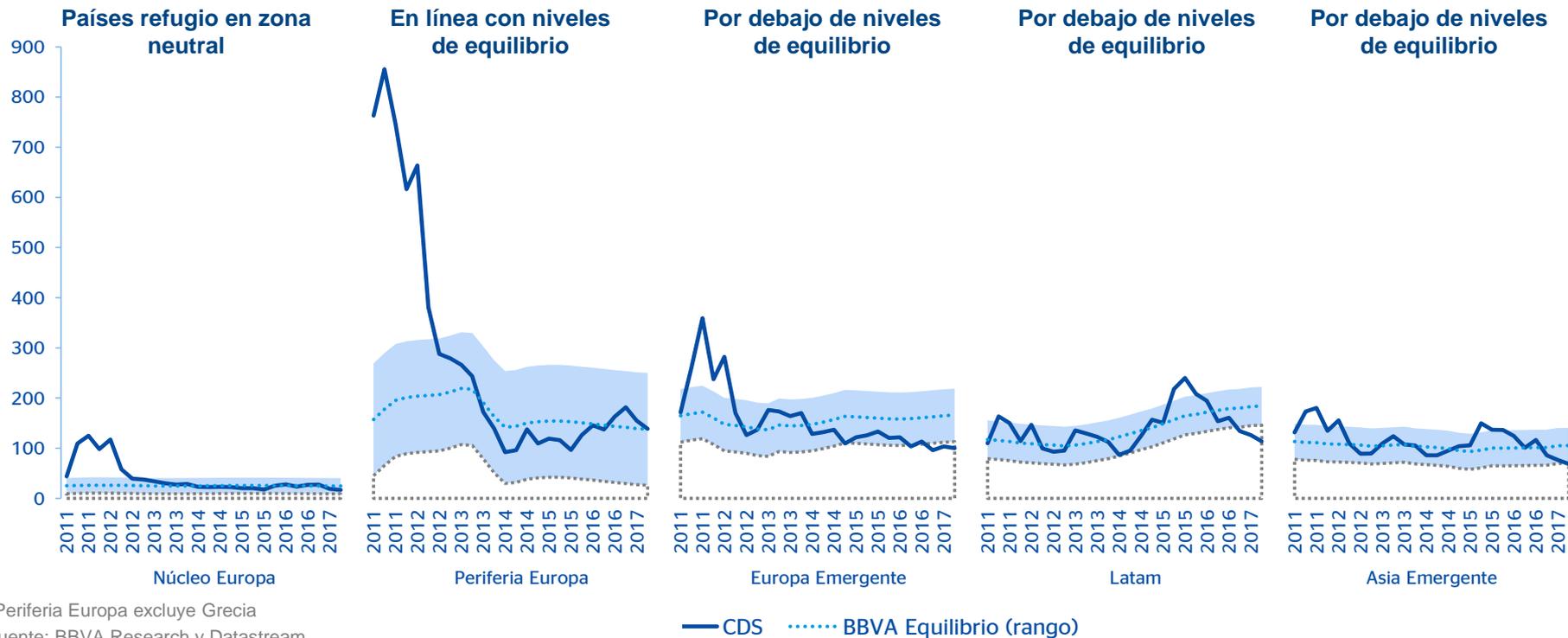
03

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones

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

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

CDS y diferenciales de riesgo de equilibrio: Agosto 2017



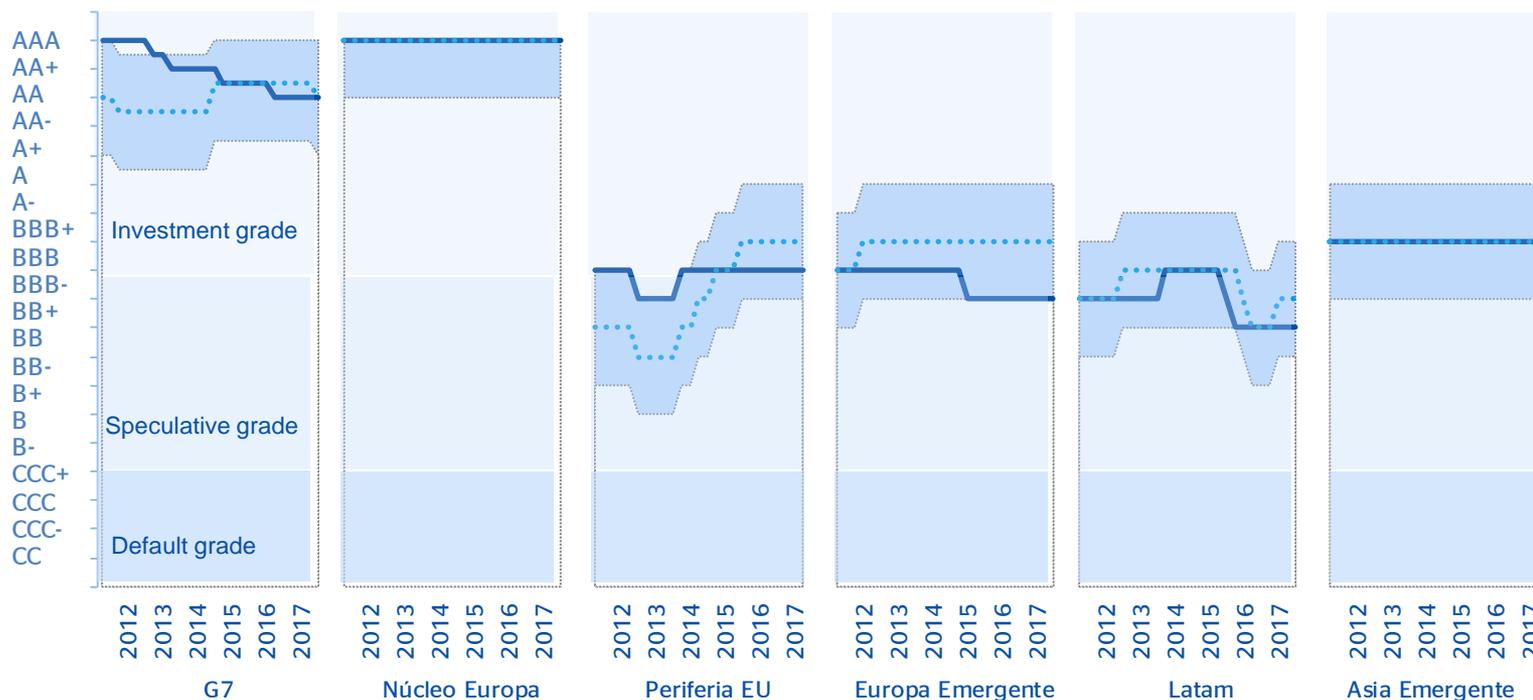
*Periferia Europa excluye Grecia
Fuente: BBVA Research y Datastream

Como se mencionó anteriormente, la mayoría de CDS soberanos se encuentran cerca de mínimos históricos. Esto se ve reflejado en que muchos CDS están muy por debajo de sus niveles de “equilibrio” (de acuerdo con los fundamentales a largo plazo), lo cual es más notable en LatAm, Europa ME y Asia ME

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

— Rating Agencias BBVA-Research

La calificación promedio de las agencias para LatAm continúa por debajo del grado de inversión y por debajo de nuestra calificación (BBVA Research). La periferia de la UE y Europa ME siguen estando por debajo de los fundamentales, en línea con la presión de los mercados soberanos

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

Los niveles de deuda pública y externa, han seguido empeorando en varias economías desarrolladas. Los riesgos de sobrevaloración del mercado de valores y la inestabilidad política están en niveles elevados de vulnerabilidad

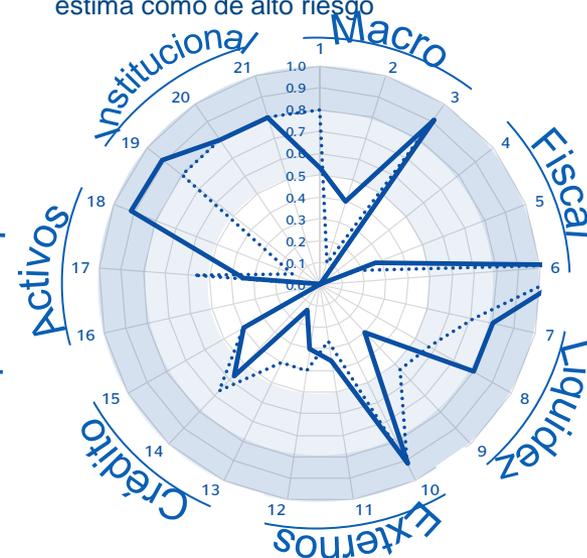
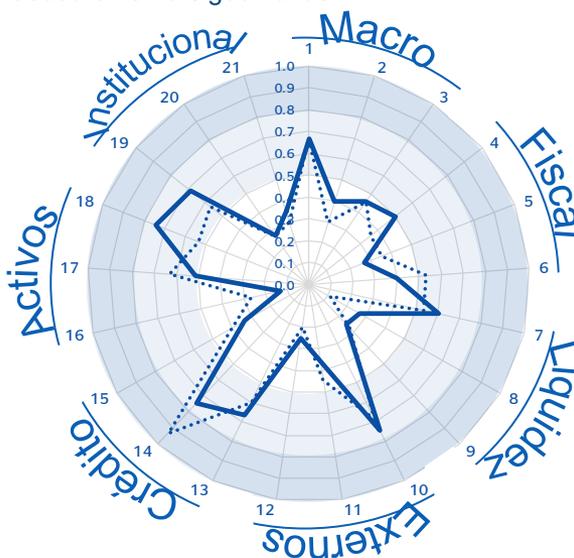
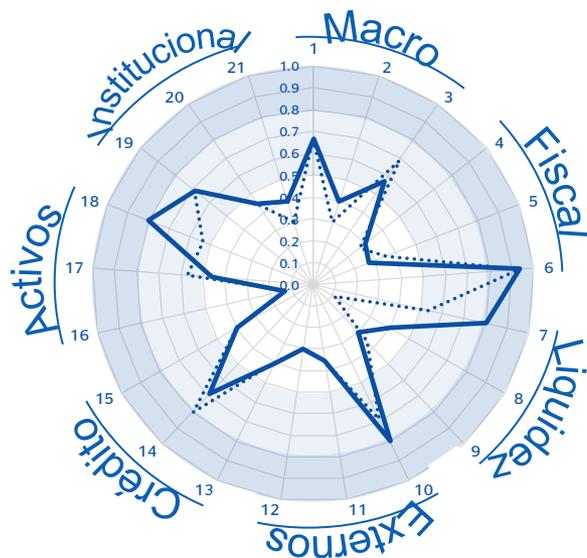
Economías desarrolladas: radar de vulnerabilidad 2017

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

G7: Los niveles de deuda pública y externa, y sobrevaloración del mercado de valores siguen siendo elevados. El desempleo y apalancamiento corporativo disminuyen

Núcleo Europa : El apalancamiento corporativo disminuye ligeramente, mientras que la inestabilidad política aumenta. La vulnerabilidad por sobrevaloración del mercado de valores y la deuda externa siguen altas

Periferia EU : La deuda pública y externa, y los niveles de desempleo se mantienen altos, mientras la inestabilidad política y sobrevaloración del mercado de valores se estima como de alto riesgo



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

En general, las vulnerabilidades parecen estar mejorando en los ME. Sin embargo, los riesgos por vulnerabilidades externas y por sobrevaloración del mercado de valores, están en niveles elevados en Europea ME y LatAm. Los niveles de deuda pública deben ser monitoreados en LatAm e Asia

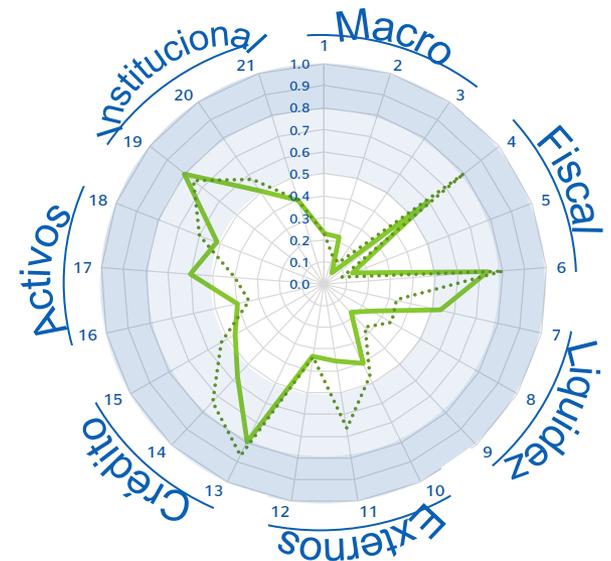
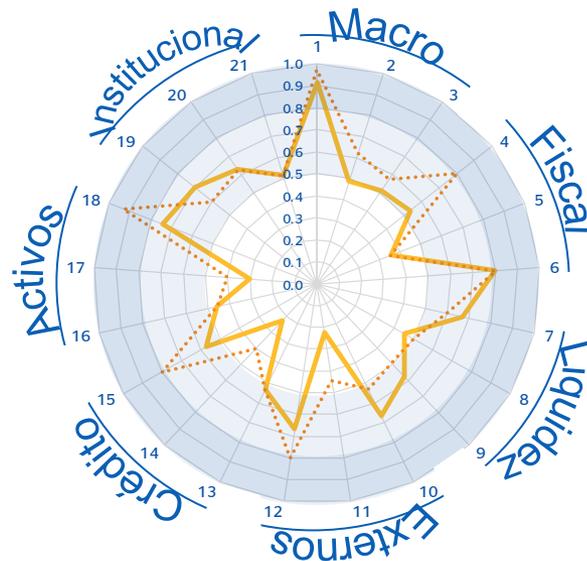
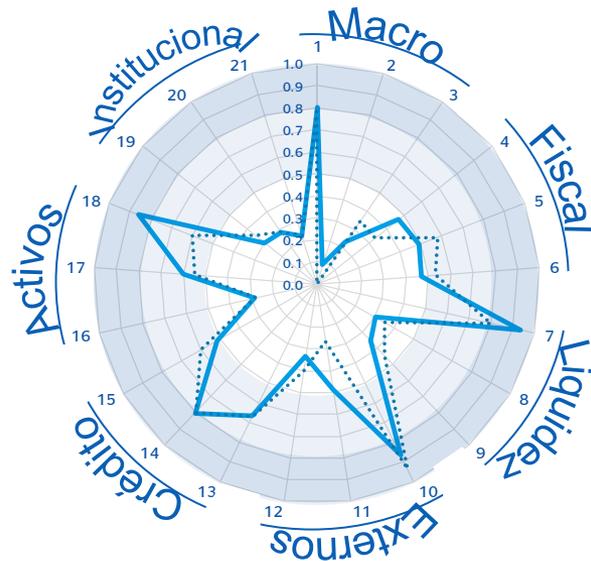
Economías Emergentes: radar de vulnerabilidad 2017

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

Europa ME: Aumento del riesgo de sobrevaloración del mercado de valores. Niveles elevados de deuda externa y en manos de no-residentes.

LatAm: En general, la mayoría de las vulnerabilidades están en un nivel de riesgo moderado, excepto las vulnerabilidades relacionadas con el crecimiento.

Asia EM: La inestabilidad política y crédito a los hogares continúan elevados. El riesgo por apreciación de TCR se reduce.



■ 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 (%)

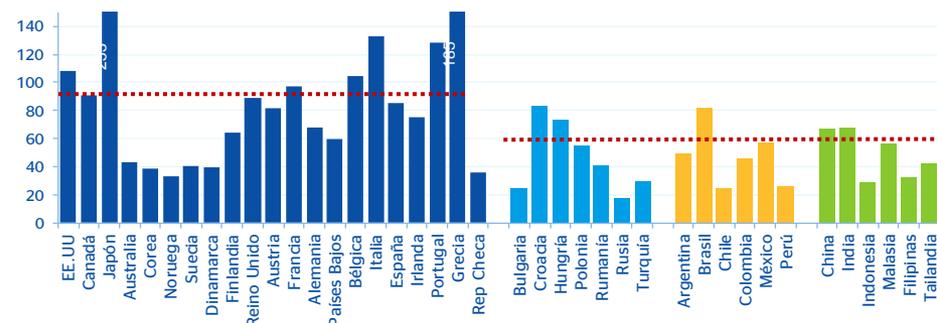
Activos: (16) Crédito Privado / PIB (%a/a) (17) Precio Real Vivienda (%a/a) (18)

Mercado Valores (%)

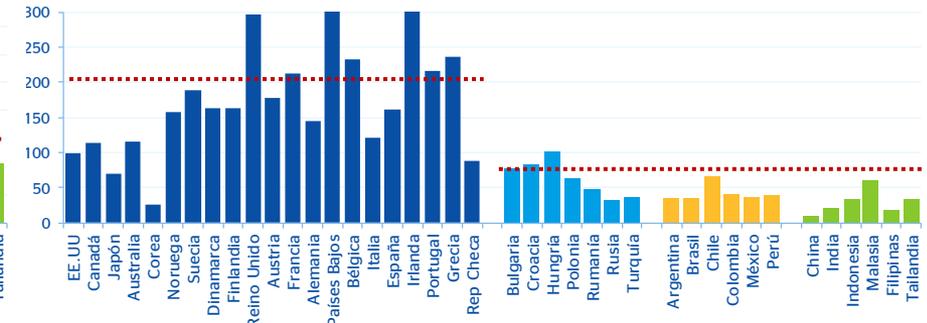
Institucional: (19) Estabilidad Política (20) Corrupción (21) Justicia

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

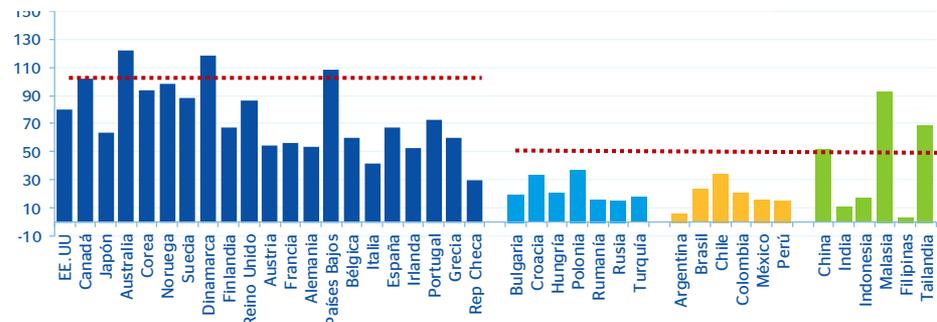
Deuda Pública Bruta 2017 (% PIB)



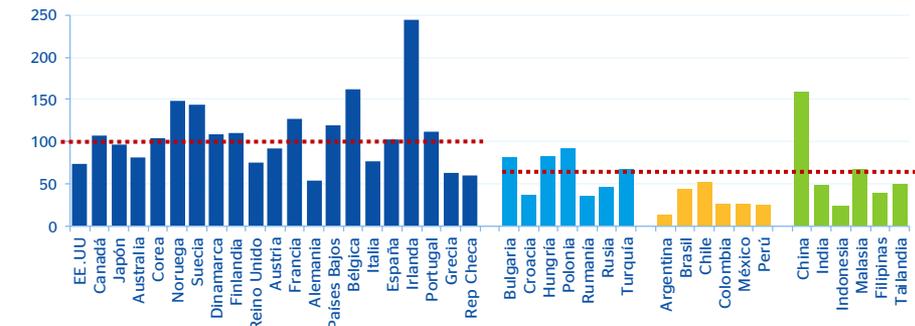
Deuda Externa 2017 (% PIB)



Deuda Hogares 2017 (% PIB)



Deuda Empresas 2017 (% PIB, excluyendo emisiones de bonos)



04

Valoración de desequilibrios financieros y externos

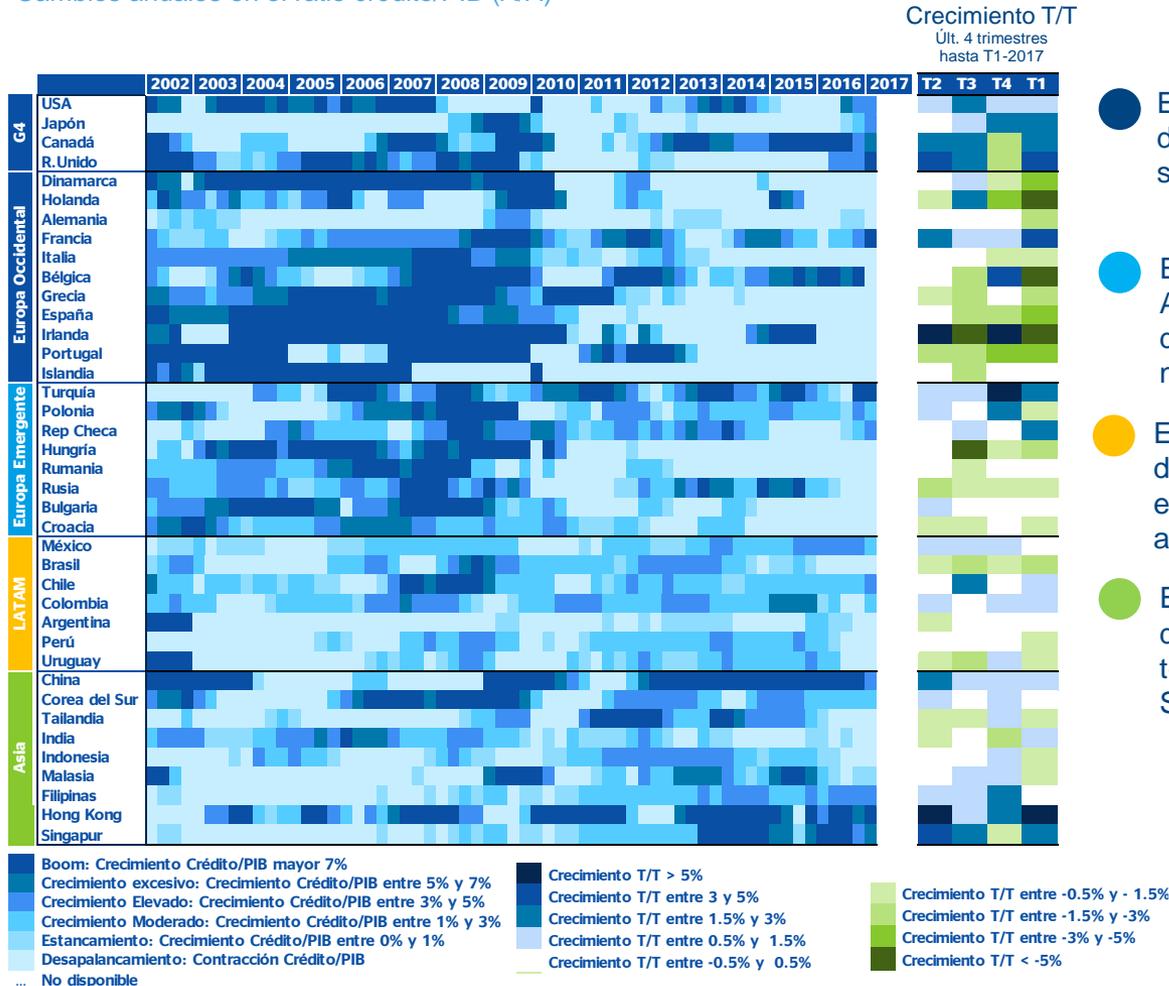
Crecimiento del crédito privado por países
Crecimiento de los precios de la vivienda por países
Sistema de alerta temprana de crisis bancaria por regiones
Sistema de alerta temprana de crisis cambiarias por regiones

Valoración de desequilibrios financieros y externos

El crecimiento de apalancamiento ha experimentado un ligero repunte en 2017 en algunas economías avanzadas y partes de ME Asia. El apalancamiento chino continúa desacelerándose, pero sigue siendo alto en términos anuales.

Mapa de crédito al sector privado (2002-2017 T1)

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



- El apalancamiento en Canadá crece nuevamente después de una ligera desaceleración. Situación similar en Japón, Reino Unido y Francia
- El crecimiento de crédito sigue creciendo en Turquía. A excepción de la República Checa, el crecimiento del crédito de ME Europa siguió siendo débil o negativo en general
- El crecimiento del crédito en LatAm siguió desacelerándose. Mientras tanto, Chile y Colombia experimentaron un ligero crecimiento del apalancamiento
- El crecimiento del crédito en China sigue en desaceleración, aunque sigue siendo alto en términos anuales. El crecimiento en Hong Kong y Singapur también esta aumentando

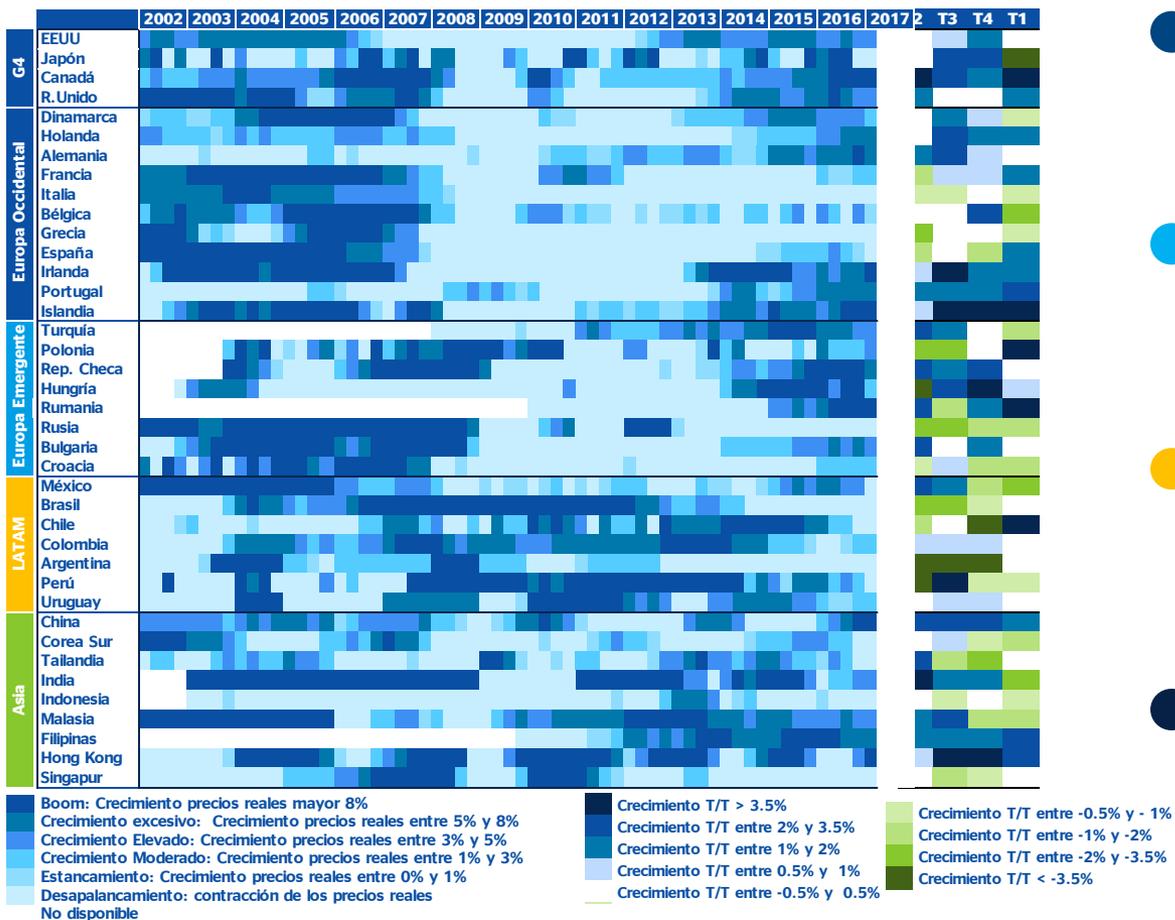
Valoración de desequilibrios financieros y externos

Fuerte crecimiento de los precios de la vivienda en buena parte de MDs. Se observa una desaceleración en el crecimiento o estabilidad relativa en la mayor parte de MEs, aunque el crecimiento de los precios en China sigue siendo fuerte

Mapa de precios reales de la vivienda (2002-2017T1)

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

Crecimiento T/T
Últ. 4 trimestres
hasta T1-2017

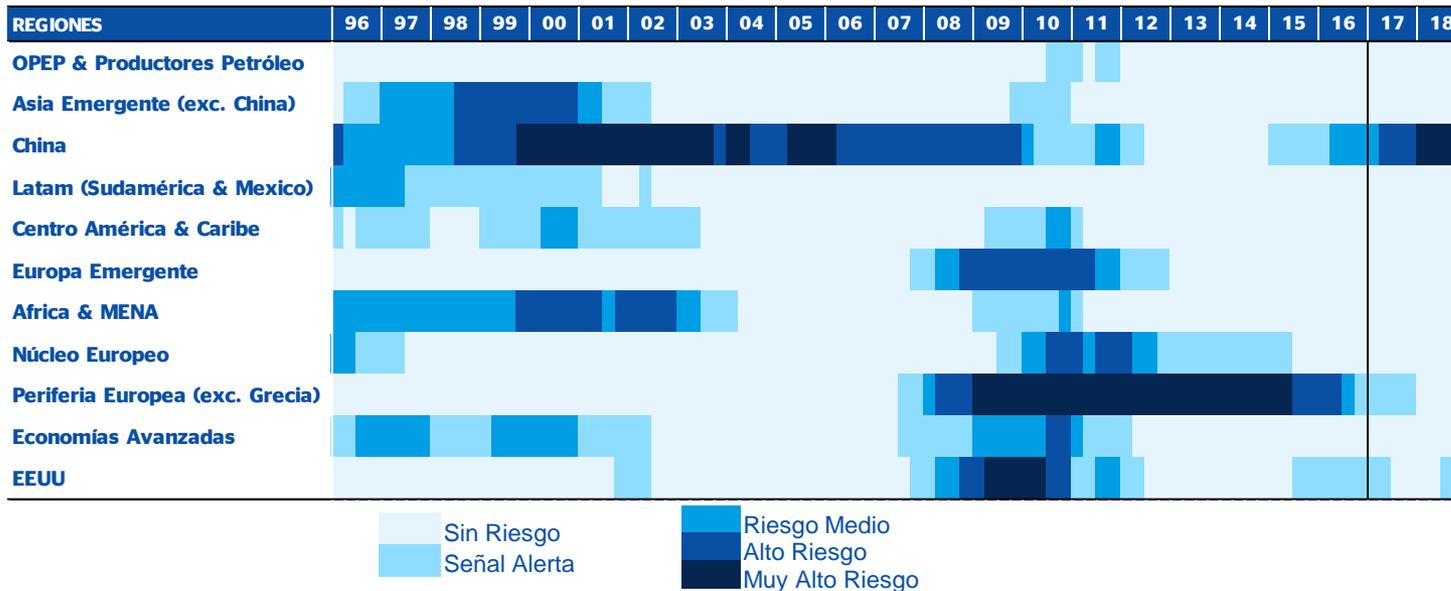


- Alto crecimiento de precios en Canadá, Islandia, Reino Unido, Países Bajos, y Alemania
- Datos mixtos nuevamente en Europa ME. Rumanía y Polonia crecen mientras que se observa estabilidad o ligera disminución en el resto de países
- El crecimiento mexicano siguió desacelerándose. Chile experimentó un aumento trimestral en los precios, mientras que se observa estabilidad en el resto de la región
- China muestra signos leves de desaceleración, aunque los precios siguen creciendo. Se observó una ligero decrecimiento en otros países, excepto Filipinas y HK

Valoración de desequilibrios financieros y externos

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

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



- El apalancamiento excesivo en China sigue generando una alerta importante. Esto ha desencadenado un endurecimiento regulatorio para controlar este riesgo
- Algunos países de la periferia europea (sin Grecia) siguen mostrando signos de estrés bancario.
- Estados Unidos comienza a mostrar señales de alerta.

- 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.

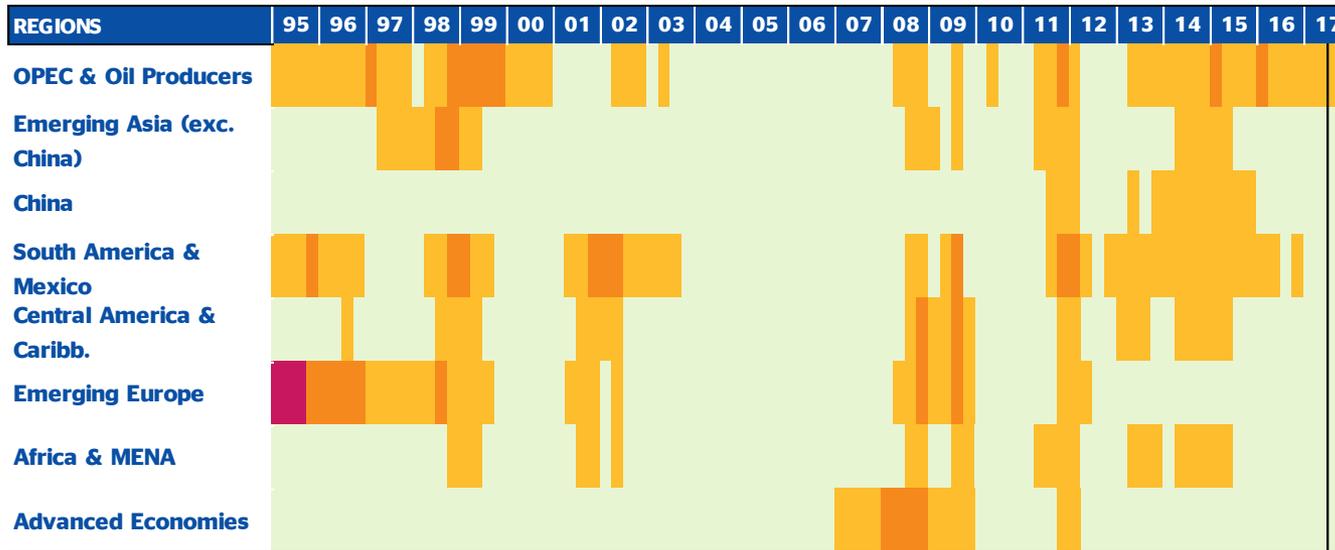
*La probabilidad de una crisis en el T4-2016 está basada en datos del T4-2014. Fuente: BBVA Research

China sigue siendo la principal región/país con una probabilidad significativa de una crisis bancaria. Si embargo, Estados Unidos comienza a mostrar señales de alerta, lo que sugiere la presencia de algunos desequilibrios financieros

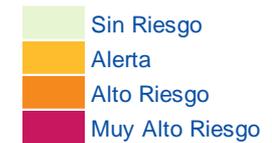
Valoración de desequilibrios financieros y externos

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



● Preveamos futuros problemas de moneda en OPEP y países productores de petróleo como Rusia, Azerbaiyán y Venezuela permanece pero ha disminuido



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

Fuente: BBVA Research

La probabilidad de tensiones de tipo de cambio en algunos países de la OPEP y productores de petróleo durante el año 2017 ha disminuido. No preveamos graves tensiones en los próximos meses en estas regiones en su conjunto, aunque puedan haber tensiones en países dentro de cada región.

Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

Indicadores de vulnerabilidad* 2017: 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)
EE.UU	-1.9	-1.0	108	-2.4	100	4.5	19	14	32	2.3	2.6	4.5	4.5	3.2	19.1	80	74	64	-0.7	-1.4	-1.6
Canadá	-1.5	-0.4	91	-2.9	114	-7.1	11	9	24	1.9	2.1	6.9	6.9	-1.8	7.9	102	107	131	-1.2	-1.9	-1.8
Japón	-3.7	-1.1	239	4.2	69	1.0	41	15	10	1.2	0.8	3.1	4.0	15.2	28.6	63	97	48	-1.0	-1.6	-1.5
Australia	-0.7	-1.3	43	-2.8	116	-1.8	3	2	42	3.1	2.0	5.2	-4.4	9.2	8.5	122	81	131	-0.9	-1.9	-1.8
Corea	0.4	-1.3	39	6.2	26	0.1	2	6	12	2.7	2.2	3.8	1.0	-1.1	21.4	93	103	98	-0.1	-0.5	-1.0
Noruega	-10.8	-1.5	33	5.7	158	-3.9	-9	8	55	1.2	2.6	4.5	2.1	7.1	15.6	98	148	134	-1.1	-2.3	-2.0
Suecia	-1.1	-2.1	40	4.6	189	-5.4	5	10	42	2.7	1.5	6.7	17.0	6.6	21.1	89	144	196	-1.0	-2.2	-2.0
Dinamarca	-0.7	-1.0	40	7.5	164	-0.7	5	9	38	1.5	0.7	5.8	-3.8	1.6	3.2	118	108	306	-0.9	-2.2	-2.0
Finlandia	-0.8	-1.6	64	-1.3	164	-1.5	8	9	81	1.3	1.5	8.5	-45.2	-1.8	21.1	67	111	102	-1.0	-2.3	-2.1
Reino Unido	-1.0	-0.8	89	-3.2	297	-9.8	9	7	34	1.7	2.6	4.9	8.3	3.4	12.4	86	75	56	-0.6	-1.9	-1.8
Austria	0.6	-0.9	81	2.4	179	0.2	5	5	85	1.4	1.7	5.9	-1.6	0.2	48.2	54	92	98	-1.2	-1.5	-1.9
Francia	-0.8	-1.2	98	-1.3	213	-1.5	13	10	65	1.4	1.5	9.6	7.3	1.7	20.8	57	127	105	-0.3	-1.3	-1.4
Alemania	1.2	-1.4	68	7.6	145	-1.3	3	5	63	1.7	2.0	4.2	-2.1	6.1	27.3	53	54	84	-0.7	-1.8	-1.8
P. Bajos	1.0	-1.2	60	9.2	516	-1.0	6	5	55	2.1	1.2	5.4	-17.6	5.3	16.4	108	118	89	-0.9	-1.9	-1.9
Bélgica	0.1	-0.9	104	0.9	234	0.5	18	15	67	1.6	1.4	7.8	-3.9	0.5	6.2	60	163	51	-0.6	-1.6	-1.4
Italia	1.9	0.8	133	2.5	122	-1.8	17	11	39	1.0	1.6	11.4	-2.2	-2.4	27.1	41	76	101	-0.3	0.0	-0.3
España	-0.1	-2.2	85	1.8	162	-0.4	18	15	51	3.0	2.1	17.3	-9.2	-0.5	27.9	67	102	101	-0.3	-0.5	-0.9
Irlanda	1.4	-1.6	75	4.7	746	-1.6	6	7	69	3.5	1.4	6.5	-35.4	9.1	21.0	53	244	47	-0.9	-1.6	-1.8
Portugal	2.7	0.7	129	-0.3	216	-0.6	12	8	64	1.7	2.6	10.6	-11.1	6.3	19.3	73	112	120	-0.9	-0.9	-1.1
Grecia	3.3	-1.8	181	-0.3	236	-1.8	15	6	82	2.2	1.3	21.9	-4.6	-3.4	51.9	60	63	146	0.2	0.1	-0.2

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

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

Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

Indicadores de vulnerabilidad* 2017: 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	2.3	76	-1.3	4	2.8	44	2.9	1.7	7.1	-0.1	3.2	54.4	20	80	79	0.0	0.3	0.1
Rep Checa	0.3	-1.6	36	1.2	89	4.0	6	15	46	2.8	2.3	3.8	3.5	7.3	20.0	30	59	82	-1.0	-0.4	-1.1
Croacia	1.0	0.3	83	2.8	83	0.3	15	3.7	39	2.9	0.8	13.9	-2.8	1.0	11.3	33	36	96	-0.6	-0.2	-0.2
Hungría	1.6	-1.5	73	3.7	102	0.5	16	1.8	51	2.9	2.8	4.4	-8.8	2.3	33.7	20	83	88	-0.7	-0.1	-0.4
Polonia	-1.4	-2.1	55	-1.7	63	0.0	10	2.2	53	3.4	2.3	5.5	2.1	3.8	36.4	37	92	108	-0.9	-0.6	-0.8
Rumanía	-2.6	-2.6	41	-2.8	47	-4.8	8	2.9	47	4.2	2.2	5.4	-1.6	8.2	21.3	16	36	84	-0.2	0.0	-0.2
Rusia	-2.0	0.0	17	3.3	31	3.0	4	5.6	17	1.4	4.4	5.5	-4.9	-9.8	-0.6	15	45	106	1.0	0.9	0.7
Turquía	-1.1	-1.9	29	-4.7	49	0.6	8	1.0	37	5.0	9.0	11.3	9.9	3.2	30.8	18	68	126	1.3	0.1	0.1
Argentina	-4.0	-12.6	51	-4.0	35	1.1	11	1.2	36	2.7	20.5	7.4	-0.5	-25.4	49.2	6	12	62	0.1	0.6	0.8
Brasil	-1.1	2.4	81	-0.7	35	-1.2	17	6.9	9	0.6	3.7	12.1	-5.1	-6.1	22.1	24	43	96	0.4	0.4	0.2
Chile	-1.3	-1.8	25	-1.4	65	-0.7	4	2.3	22	1.3	2.8	6.9	3.1	-0.4	18.8	35	53	151	-0.4	-1.3	-1.3
Colombia	0.6	0.9	46	-3.6	41	-24.8	5	3.4	33	2.3	4.1	9.5	1.8	2.7	11.6	21	26	112	1.1	0.3	0.3
México	0.5	0.4	57	-2.8	36	-8.4	9	0.3	34	1.6	5.6	4.1	2.6	0.0	12.4	16	26	84	0.9	0.7	0.5
Perú	-1.4	-2.2	26	-2.0	38	-3.9	4	0.1	46	2.2	2.1	6.7	-1.4	-2.7	16.4	15	25	98	0.5	0.6	0.5
China	-2.7	-5.6	67	2.3	9	-4.1	4	3.3	..	6.3	2.3	4.0	4.8	9.7	0.4	52	159	85	0.6	0.3	0.3
India	-1.5	-4.1	68	-1.2	20	9.7	11	4.3	6	7.2	4.5	3.4	-3.2	3.7	14.5	10	47	83	0.9	0.4	0.1
Indonesia	-0.8	-3.1	28	-1.9	33	5.1	4	2.5	59	5.1	4.2	5.4	-0.3	-1.0	16.2	17	23	97	0.6	0.5	0.4
Malasia	-0.9	-2.8	56	1.8	61	-6.6	11	0.9	34	4.4	2.7	3.4	0.6	3.8	6.6	93	--	110	-0.2	-0.3	-0.6
Filipinas	0.8	-4.3	33	0.9	19	-3.7	8	5.1	31	6.6	3.3	6.0	4.1	7.6	0.6	3	38	66	0.8	0.4	0.3
Tailandia	-0.8	-1.5	42	8.4	33	0.5	7	2.8	12	3.4	1.4	0.7	-1.3	-1.9	9.0	69	49	99	1.0	0.4	0.1

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

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

Apéndice Metodológico

Apéndice

Metodología: Indicadores y Mapas

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

Apéndice

Metodología: Indicadores y Mapas

Tabla umbrales de riesgo

Dimensiones de vulnerabilidad	Umbral de riesgo países desarrollados	Umbral de riesgo países emergentes	Dirección del riesgo	Fuente
Macroeconómica				
PIB	1,5	3,0	Más bajo	BBVA Research
Inflación	4,0	10,0	Más alto	BBVA Research
Desempleo	10,0	10,0	Más alto	BBVA Research
Vulnerabilidad Fiscal				
Déficit ajustado por el ciclo ("Déficit estructural")	-4,2	-1,0	Más bajo	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Diferencial esperado tipos de interés-crecim. PIB a 5 años vista	3,6	1,1	Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Deuda pública bruta	73,0	50,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Problemas de liquidez				
Necesidades de financiación brutas	17,0	21,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Deuda en manos de no residentes	84,0	40,0	Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/101
Presión de deuda a corto plazo				
Deuda pública a c/p % de la deuda pública total (Desarrollados)	15,0		Más alto	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Reservas sobre deuda a corto plazo (Emergentes)		0,6	Más bajo	Baldacci et al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Vulnerabilidad Externa				
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	4,0	6,0	Más bajo	BBVA Research
Deuda Externa(% PIB)	200,0	60,0	Más alto	BBVA Research
Tipo de cambio real (Desviación de la media móvil de 4 años)	5,0	10,0	Más alto	Comisión UE (2012) y BBVA Research
Balances del sector privado				
Deuda hogares (% PIB)	84,0	24,0	Más alto	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & Comisión UE (2012)
Deuda empresas no financieras (% PIB)	90,0	53,0	Más alto	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & Comisión UE (2012)
Apalancamiento bancario (Crédito/Depósitos)	150,0	130,0	Más alto	Comisión UE (2012) y BBVA Research
Crédito y Activos				
Crédito privado sobre PIB (cambio anual)	8,0	8,0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
Crecimiento de los precios reales de la vivienda (% a/a)	8,0	8,0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
Crecimiento de los mercados de valores (% a/a)	20,0	20,0	Más alto	Informe de estabilidad financiera global del FMI
Instituciones				
Estabilidad política	1 (9th percentil)	-0.6 (8th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Control de la corrupción	1 (9th percentil)	-0.6 (8th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Justicia	1 (8th percentil)	-1 (8 th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial

Apéndice

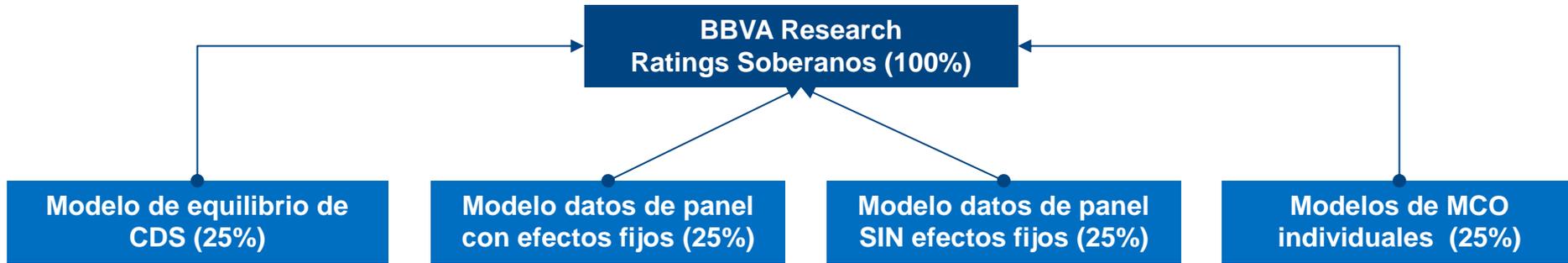
Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

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

Apéndice

Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

Diagrama con metodología de estimación de ratings soberanos de BBVA Research



Apéndice

Metodología: Sistemas de Alerta Temprana

SAT de crisis bancarias:

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

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

SAT de crisis cambiarias:

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

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

Apéndice

Metodología: Sistemas de Alerta Temprana

Definición de regiones en el análisis SAT de crisis bancarias:

- 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

Alejandro Neut
 robertoalejandro.neut@bbva.com

Rodolfo Méndez-Marcano
 rodolfo.mendez@bbva.com

Jorge Redondo
 jorge.redondo@bbva.com

Alfonso Ugarte Ruiz
 alfonso.ugarte@bbva.com

Akshaya Sharma
 akshaya.sharma@bbva.com

BBVA-Research

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico
 Rafael Doménech
 r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales
 Miguel Jiménez
 mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales
 Sonsoles Castillo
 s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global
 Julián Cubero
 juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos
 Oscar de las Peñas
 oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación
 Santiago Fernández de Lis
 sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países
 Olga Cerqueira
 Olga.cerqueira@bbva.com

Regulación Digital
 Álvaro Martín
 alvaro.martin@bbva.com

Regulación
 María Abascal
 maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros
 Ana Rubio
 arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera
 David Tuesta
 David.tuesta@bbva.com

España y Portugal
 Miguel Cardoso
 miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos
 Nathaniel Karp
 Nathaniel.karp@bbva.com

México
 Carlos Serrano
 carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica
 Álvaro Ortiz
 alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía
 Álvaro Ortiz
 alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
 Le Xia
 Le.xia@bbva.com

América del Sur
 Juan Manuel Ruiz
 juan.ruiz@bbva.com

Argentina
 Gloria Sorensen
 gsorensen@bbva.com

Chile
 Jorge Selaive
 jselaive@bbva.com

Colombia
 Juana Téllez
 juana.tellez@bbva.com

Perú
 Hugo Perea
 hperea@bbva.com

Venezuela
 Julio Pineda
 juliocesar.pineda@bbva.com