

Informe de Riesgo País

Una guía trimestral al Riesgo País

Marzo 2018

(Datos hasta Febrero 15)

Resumen

Riesgo País

Agencias de Rating

- **Colombia y Brasil** fueron rebajados por S&P. **Grecia** fue mejorada por S&P y Fitch, quien también mejoró a **España, Croacia e Indonesia** ➔

Mercados Financieros

- Tras las recientes turbulencias registradas en los mercados bursátiles durante Febrero, se ha observado un **desacoplamiento de diferentes indicadores de Aversión al Riesgo Global (AGR)**. Mientras que el VIX y el ITF han aumentado, tanto los diferenciales corporativos como soberanos continúan disminuyendo ➔
- **Los mercados parecen estar dando mucho menos valor al riesgo recogido por las calificaciones soberanas. El estrechamiento de los diferenciales soberanos (CDS) es notable.** La divergencia en los diferenciales entre países con calificaciones muy desiguales está desapareciendo. Por ejemplo, cerca del 80% de los CDS en los países que seguimos cotizan ahora por debajo de los 100 pbs., a pesar de que sus calificaciones varían desde los dos grados por debajo del grado de inversión hasta el AAA ➔
- En consecuencia, **las presiones alcistas** definidas por la brecha entre la calificación de las agencias y las implícitas en los CDS **siguen creciendo de forma generalizada**, con especial intensidad en Europa Periférica, Europa ME y Asia ME ➔

BBVA Research

- **El proceso de desapalancamiento privado**, que lleva años en los mercados desarrollados MDs y en Europa Emergente, **ha reducido ya claramente sus indicadores de vulnerabilidad**. Por otra parte, los elevados niveles de deuda pública y externa siguen siendo motivo de preocupación en MDs. El apalancamiento privado parece ahora algo menos preocupante en los Mercados Emergentes (MEs) ➔
- Por otra parte, **el alto crecimiento de los mercados bursátiles** observado en los últimos meses **ha incrementado la vulnerabilidad** de varios países
- **El desapalancamiento continúa tanto en MDs como en MEs**, con pocas excepciones en DM. **La desaceleración del crédito en China continúa**. Sin embargo, **los precios de la vivienda continúan creciendo fuertemente** en varios países, incluso en países que están claramente desapalancándose ➔
- **Las señales de alerta del sistema bancario en la Periferia de la UE están desapareciendo finalmente. Los tipos de cambio parecen atravesar un período de bajas tensiones**, especialmente cuando se evalúa su ocurrencia a nivel regional ➔

Índice

01 Actualización de mercados y ratings soberanos

Evolución de ratings soberanos

Evolución de CDS soberanos por países

El gran estrechamiento de los diferenciales soberanos: CDS vs Rating

Presión bajista/alcista de los mercados sobre ratings

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

Radares de vulnerabilidades por regiones

04 Valoración de desequilibrios financieros y externos

Crecimiento del crédito privado por países

Crecimiento de los precios de la vivienda por países

Sistema de alerta temprana de crisis bancaria por regiones

Sistema de alerta temprana de crisis cambiarias por regiones

- Datos de indicadores de vulnerabilidad por países
- Apéndice Metodológico

01

Actualización de mercados y ratings soberanos

Evolución de ratings soberanos

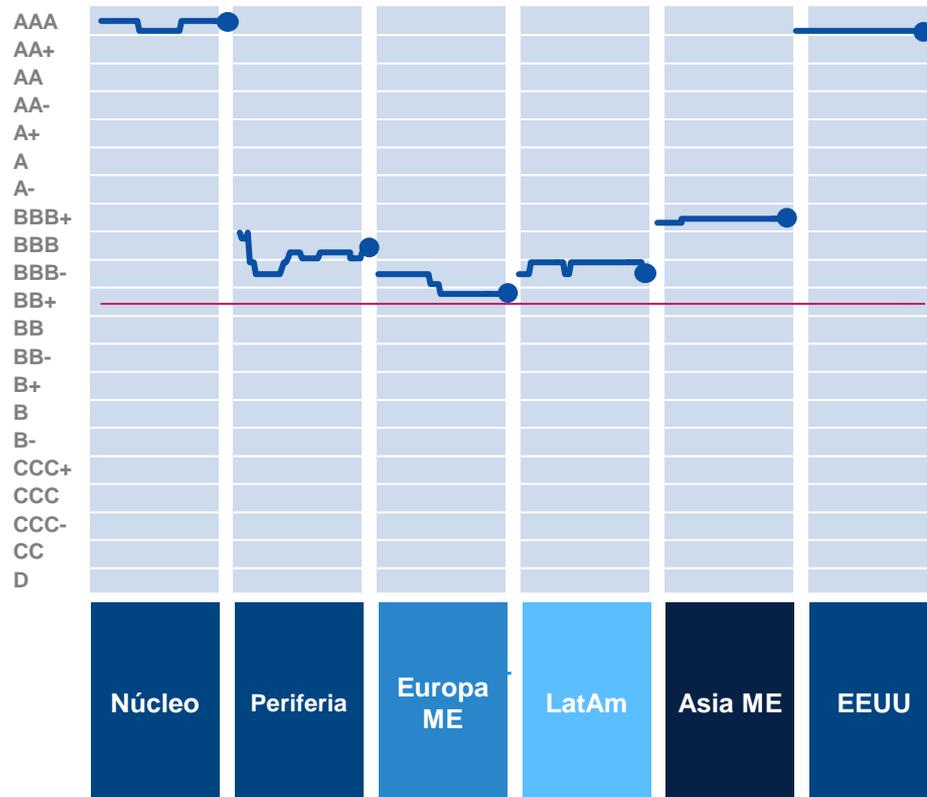
Evolución de CDS soberanos por países

El gran estrechamiento de los diferenciales soberanos: CDS vs Rating

Presión bajista/alcista de los mercados sobre ratings

Actualización de mercados y ratings soberanos

Índice de rating soberano 2011-18



- La calificación media de LatAm se ha deteriorado mientras que en la Periferia de la UE ha mejorado
- **Colombia y Brasil** fueron rebajados por S&P. **Grecia** fue mejorada por S&P y Fitch, que también mejoró a **España, Croacia e Indonesia**.

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

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

Actualización de mercados y ratings soberanos

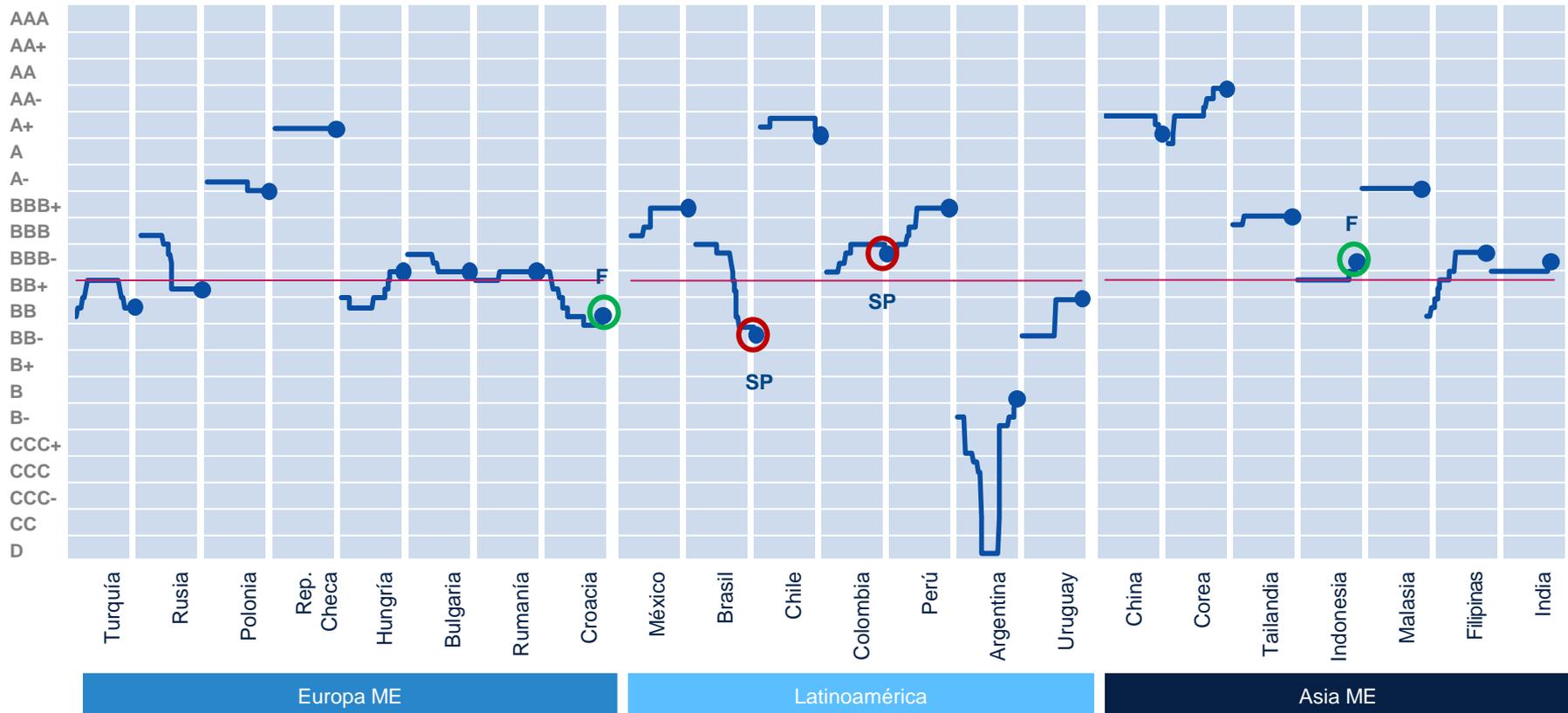
Índice de rating soberano 2011-18: Mercados Desarrollados



Actualización de mercados y ratings soberanos

Índice de rating soberano 2011-18: Mercados Emergentes

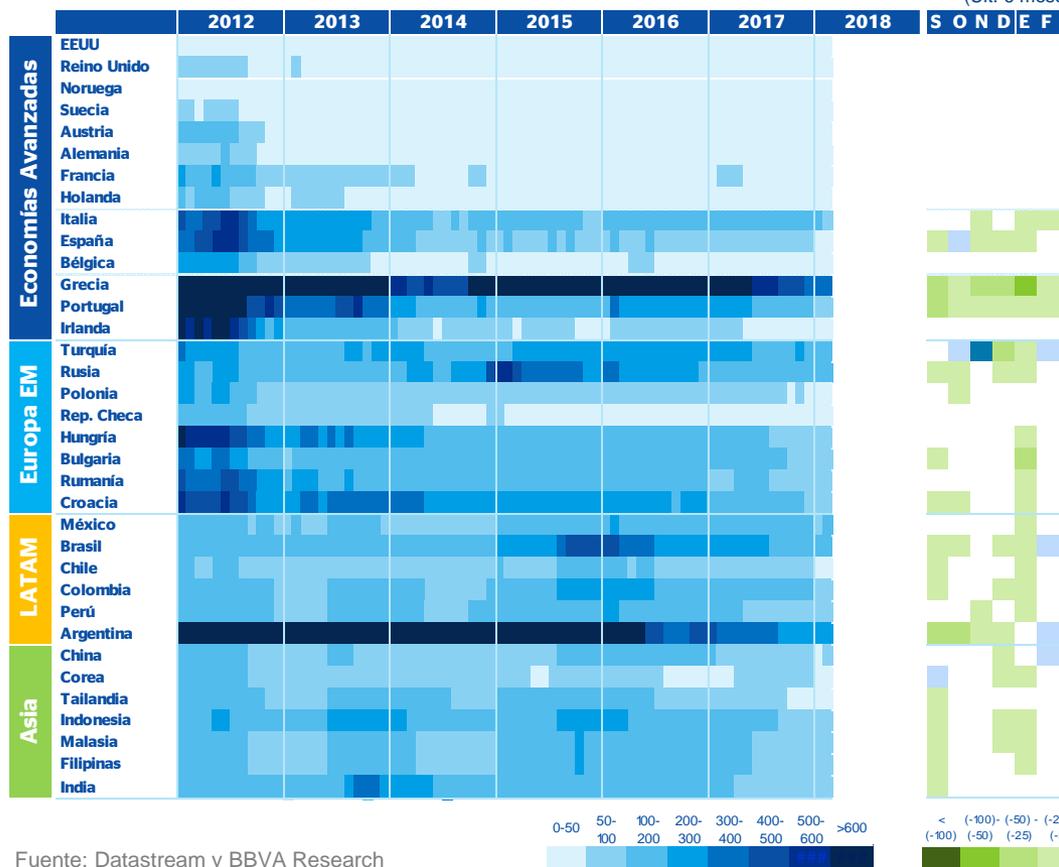
○ Rebaja
 ○ Aumento
 SP: Standard & Poor's
 M: Moody's
 F: Fitch



Actualización de mercados y ratings soberanos

Diferenciales de CDS soberanos (Febrero)

Cambios
(Últ. 6 meses m/m)



- Los CDS de las Economías Avanzadas continúan prácticamente sin cambios.
- Disminuciones ligeras pero sostenidas en la Periferia de la UE. Todos los países excepto Italia por debajo de 50 bps.
- Con la excepción de una ligera volatilidad en Turquía, los CDS en Europa MEs se mantienen estables.
- Sin cambios notables en LatAm en los últimos 3 meses.
- Asia MEs se mantiene estable. Corea y Tailandia por debajo de 50 bps.

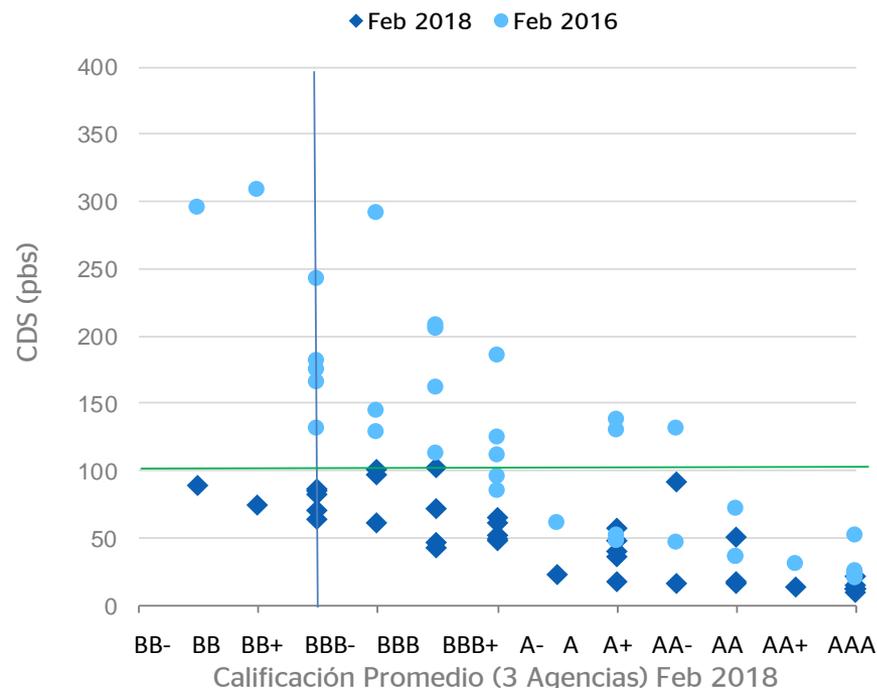
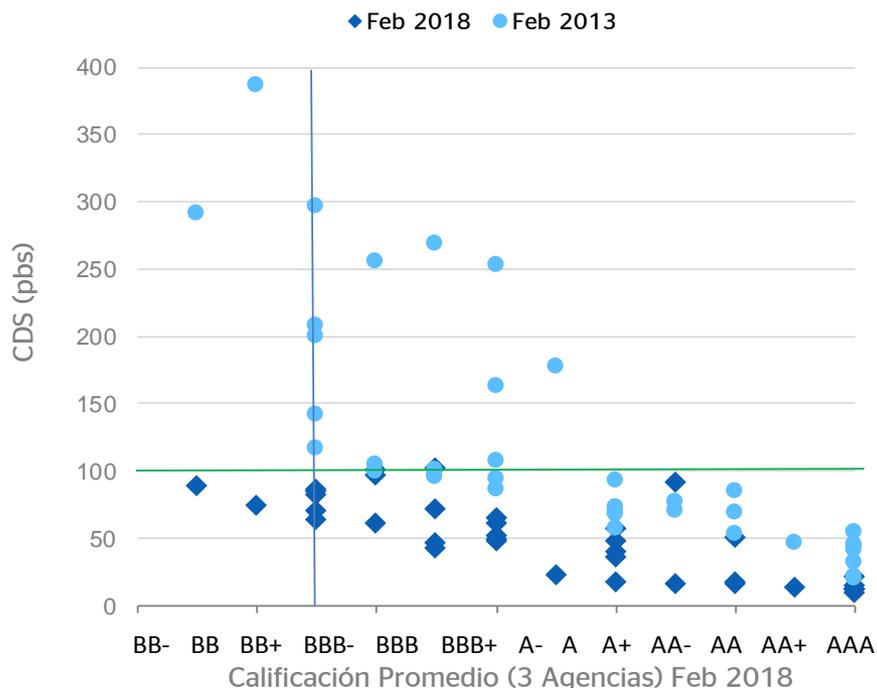
Fuente: Datastream y BBVA Research

El estrechamiento de los diferenciales continúa a pesar de la reciente volatilidad de los mercados. El 80% de los CDS de los países que seguimos está por debajo de 100 bps, a pesar de que sus calificaciones varían ampliamente, desde dos grados por debajo del grado de inversión hasta AAA

Actualización de mercados y ratings soberanos

El gran estrechamiento de los diferenciales soberanos: CDS vs Rating Promedio:

CDS de los países con diferenciales actuales inferiores (o cercanos a) 100 bps, frente a su calificación media actual en febrero de 2018, frente a su diferencial 5 años antes (febrero de 2013) y 2 años antes (febrero de 2016)



La calificación observada en 2018 no tiene que coincidir necesariamente con las calificaciones anteriores, es decir, tanto las calificaciones CDS como las calificaciones podrían haber cambiado. Mantenemos la calificación de 2018 para facilitar la comparación

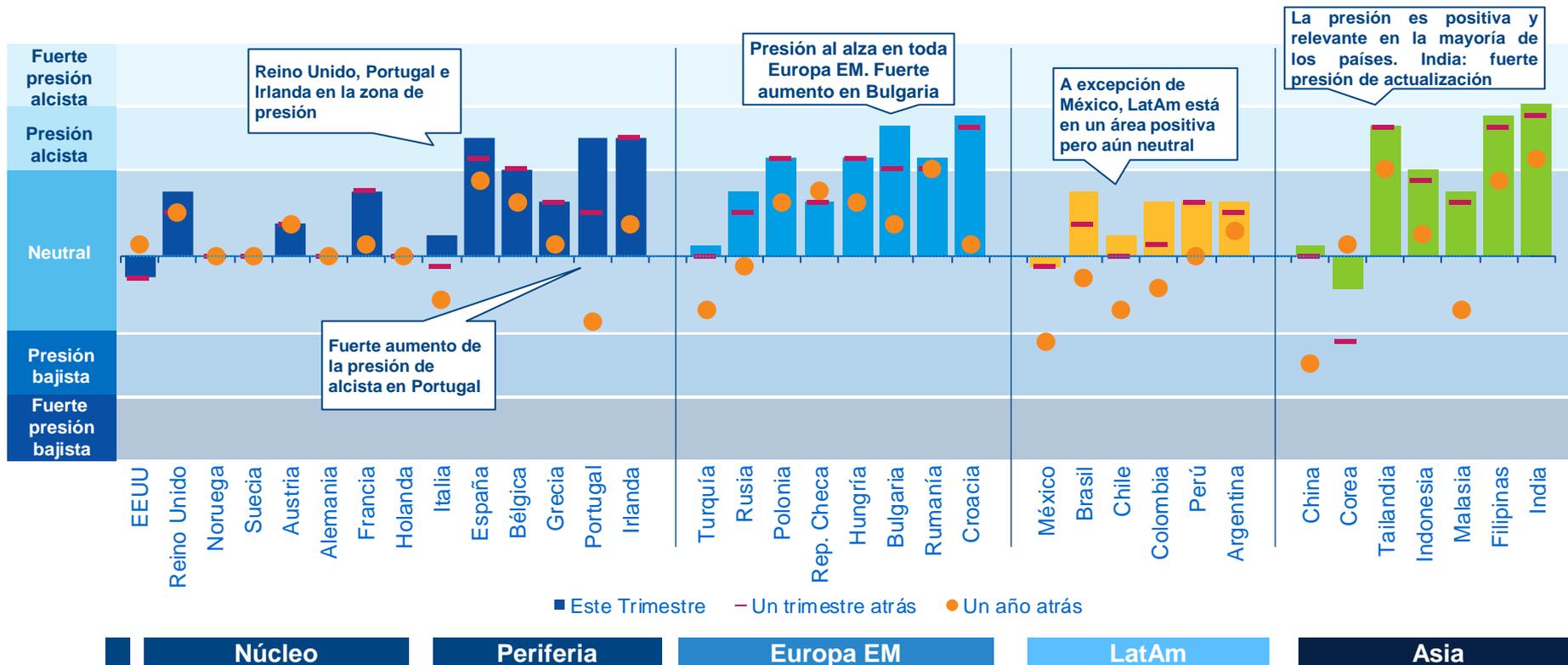
Fuente: BBVA Research

La divergencia entre los diferenciales de países con calificaciones muy alejadas está desapareciendo y los mercados parecen estar dando mucho menos valor al riesgo recogido por las calificaciones soberanas

Actualización de mercados y ratings soberanos

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

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



Fuente: BBVA Research

El estrechamiento de los diferenciales de CDS continúa aumentando la presión alcista en todas las regiones, con especial intensidad en Europa Periférica, Europa ME y Asia ME

02

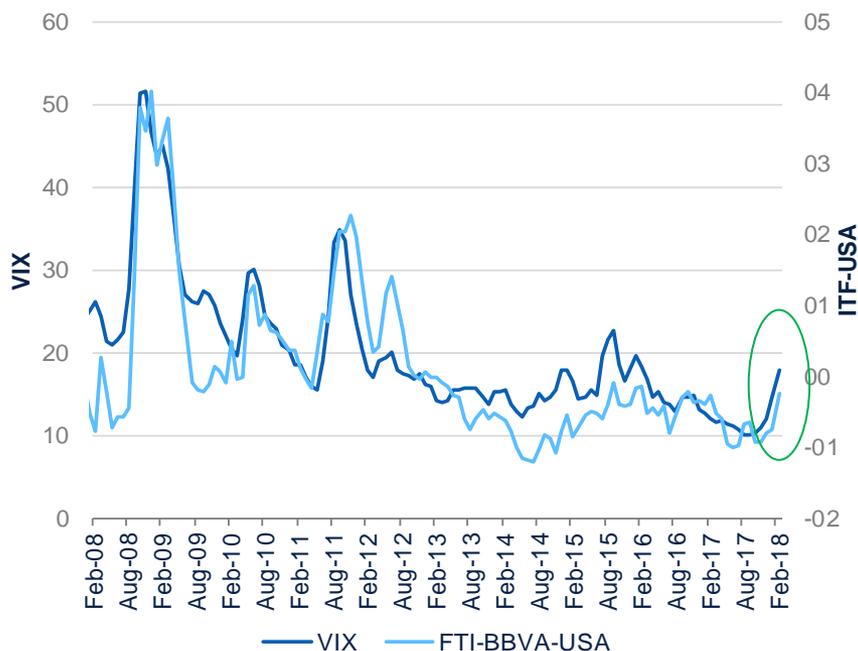
Tensiones financieras y aversión global al riesgo

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

Tensiones financieras y Aversión Global al Riesgo (AGR)

Indicadores de AGR: ITF & VIX

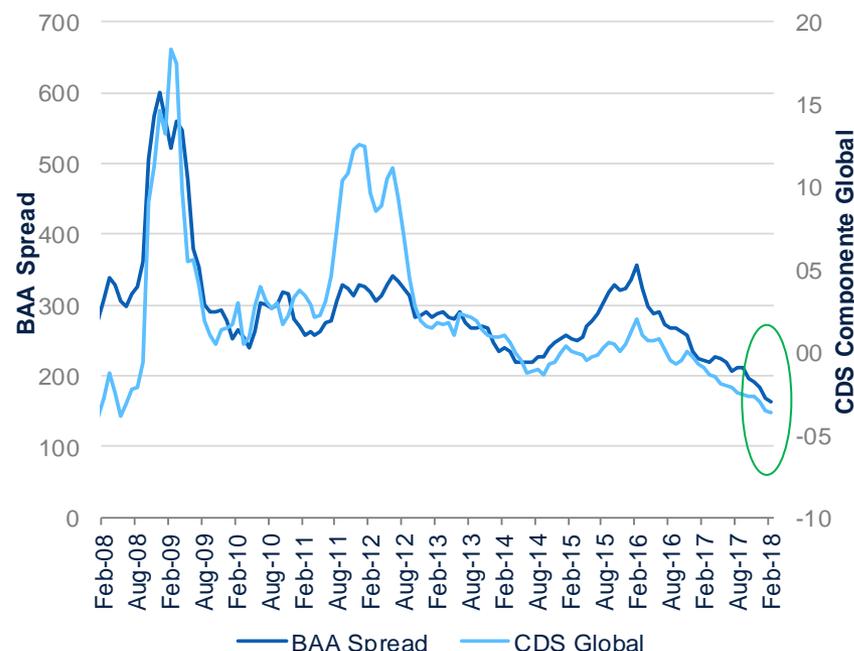
(Promedio mensual)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Indicadores de AGR: BAA Spread & componente global en CDS

(Promedio mensual)

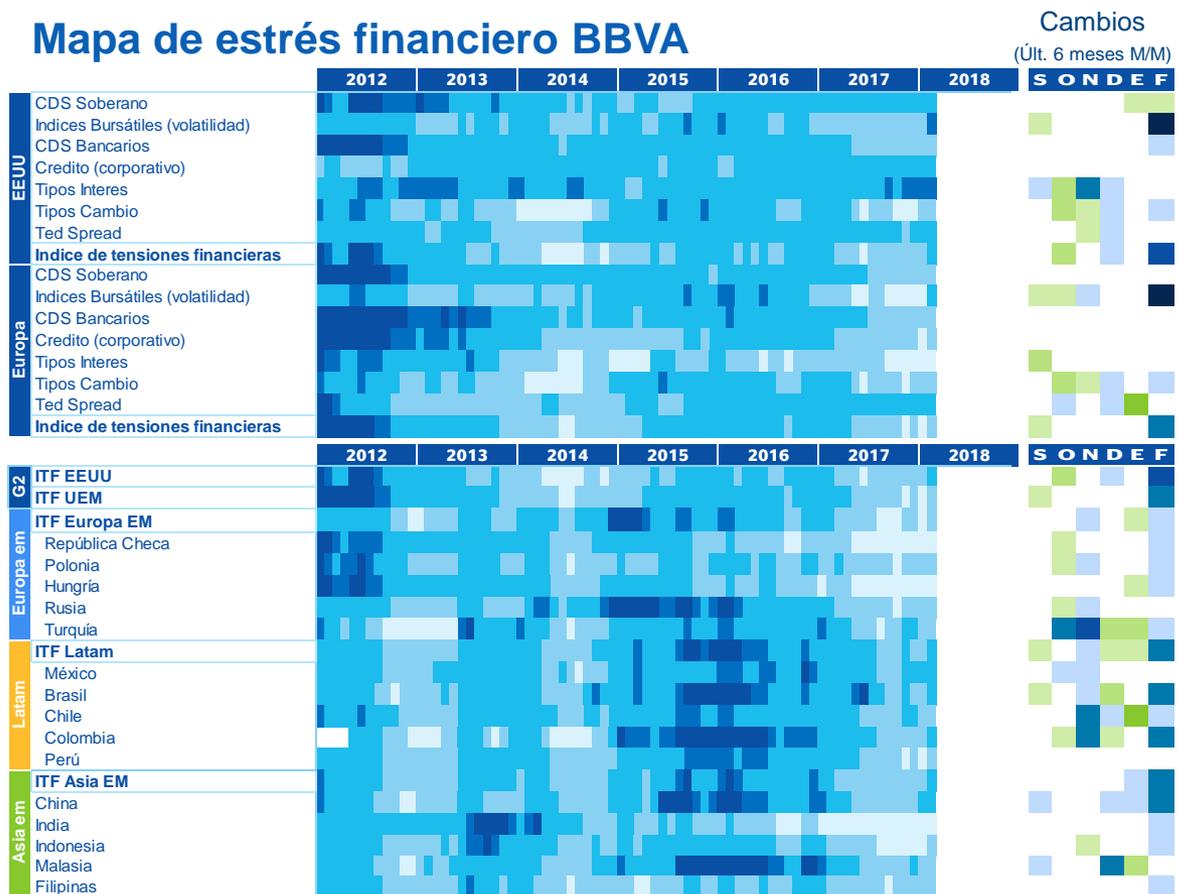


Fuente: FED y BBVA Research

Desacoplamiento de los distintos indicadores de AGR. Mientras que el VIX y el ITF han aumentado significativamente durante Febrero, tanto los diferenciales corporativos como los soberanos han seguido disminuyendo

Tensiones financieras y aversión global al riesgo

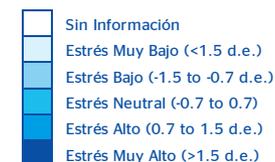
Mapa de estrés financiero BBVA



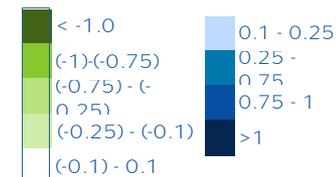
Fuente: BBVA Research

- La volatilidad en los mercados bursátiles de EE. UU. y Europa ha experimentado su pico más importante en los últimos dos años.
- Europa MEs fue la región menos afectada y sólo experimentó aumentos menores en el ITF
- El ITF de LatAm fue arrastrado por las turbulencias, y el aumento fue más intenso en México, Brasil y Colombia.
- Asia ME también se vio afectada, en particular China y la India.

Escala de colores para Índice



Escala de colores para cambios mensuales



Fuerte aumento de las tensiones financieras, aunque impulsadas casi exclusivamente por la volatilidad en los mercados bursátiles, principalmente en EEUU. Las tensiones en las tasas de cambio y los diferenciales soberanos, corporativos y bancarios siguen siendo moderadas

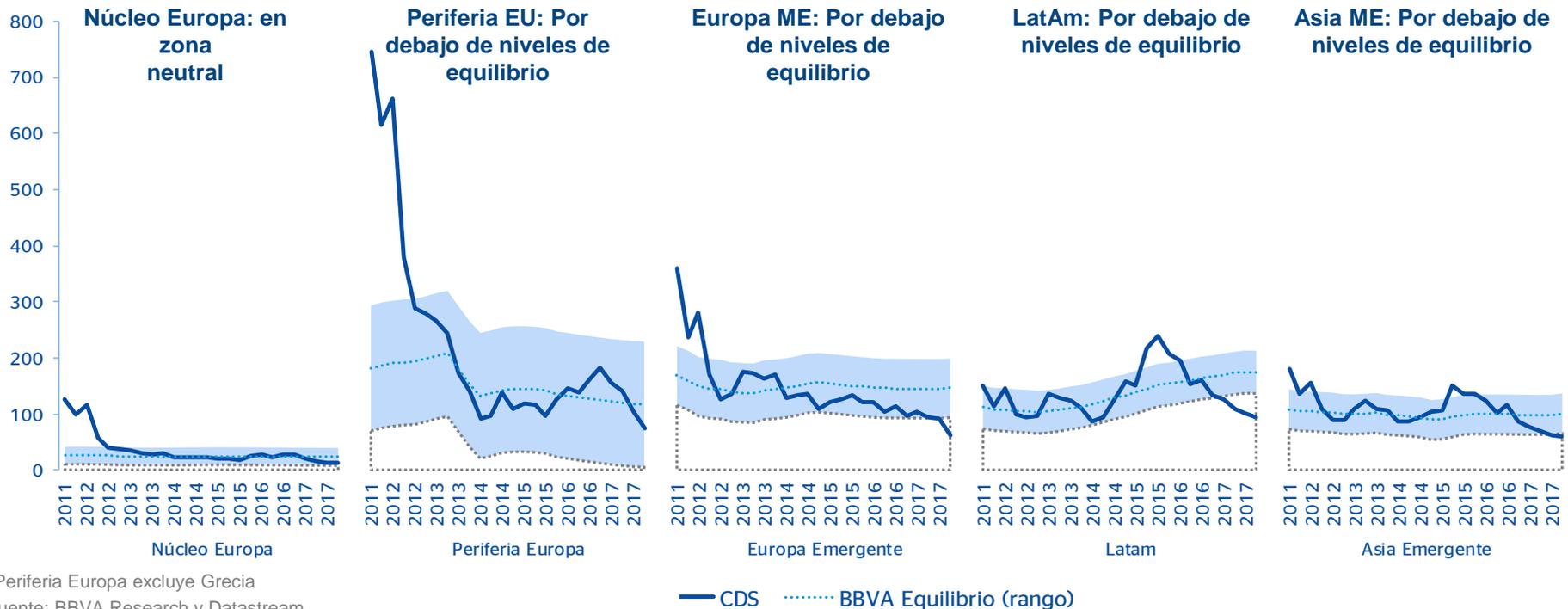
03

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones

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

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

CDS y diferenciales de riesgo de equilibrio: Febrero



*Periferia Europa excluye Grecia

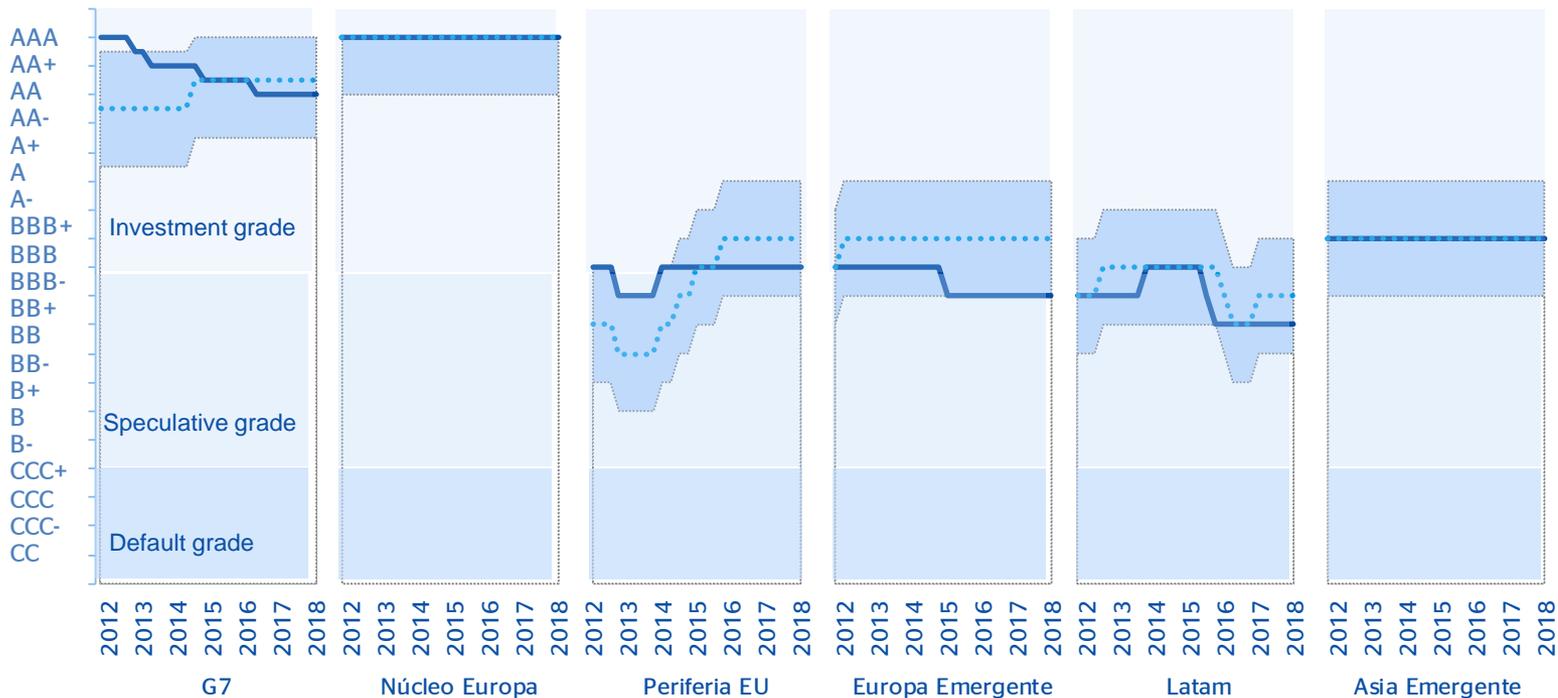
Fuente: BBVA Research y Datastream

Los niveles mínimos históricos en los CDS de algunos países se traducen en notables brechas respecto a sus niveles de “equilibrio” (según los fundamentos a largo plazo y la media a largo plazo de la prima de riesgo global representada por el diferencial BAA), especialmente visibles en Europa EM, LatAm y Asia EM.

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

Excepto en Asia Emergente y en el Núcleo de Europa, la calificación promedio de las agencias continúa por debajo de nuestra calificación (BBVA Research) basada en los fundamentales.
Tendencia en línea también con las presiones alcistas de los mercados soberanos

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

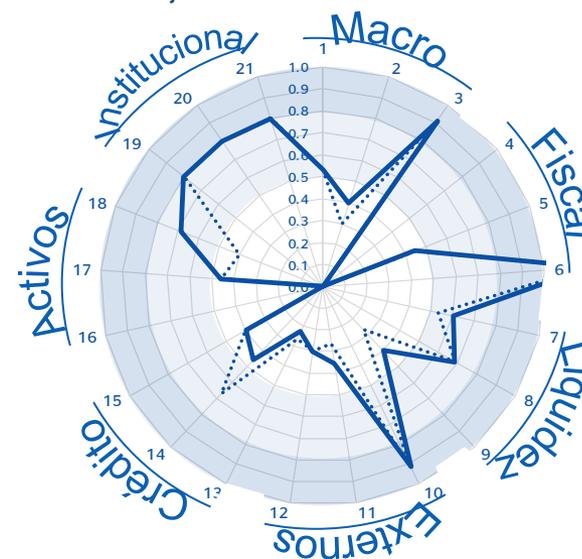
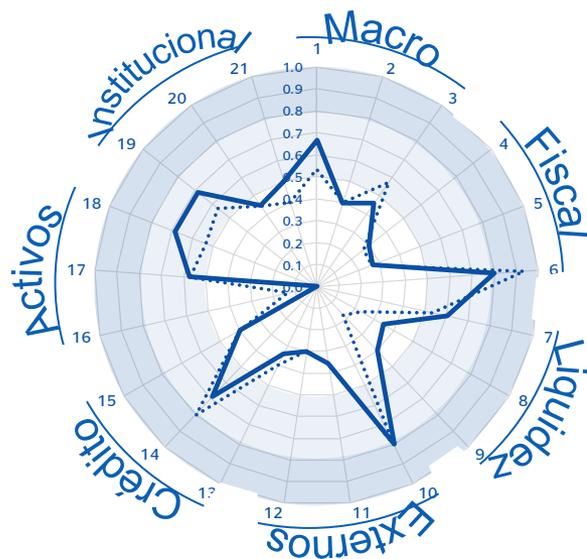
Economías desarrolladas: radar de vulnerabilidad 2018

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

G7: Vulnerabilidad creciente por factores de liquidez y del mercado bursátil. El apalancamiento corporativo disminuye. Sigue habiendo una elevada vulnerabilidad por los niveles de deuda pública, pero mejorando

Núcleo Europa: Mayor vulnerabilidad por el crecimiento del mercado de valores. El apalancamiento corporativo disminuye y su nivel de riesgo actual es moderado.

Periferia EU: El desempleo, los niveles de deuda pública y externa y el crecimiento de los mercados bursátiles generan una elevada vulnerabilidad, así como los factores institucionales. El apalancamiento privado continúa mejorando



Riesgo alto
 Riesgo moderado
 Riesgo bajo

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

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

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

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

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

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

(18) Mercado Valores (%)

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

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país

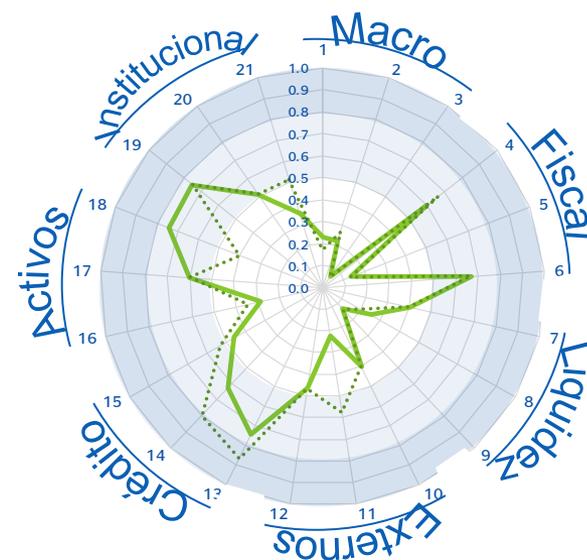
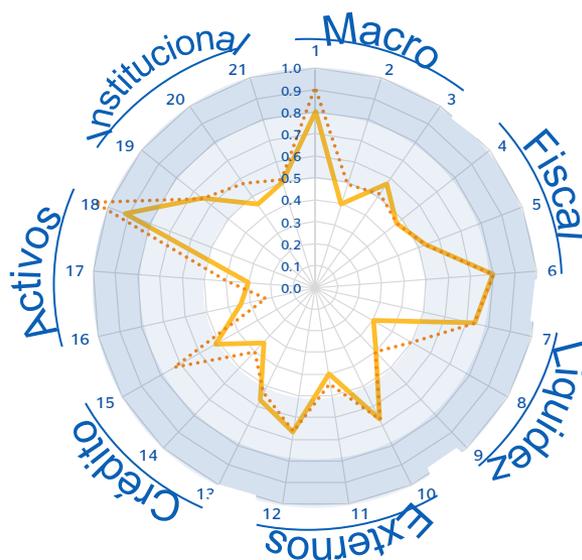
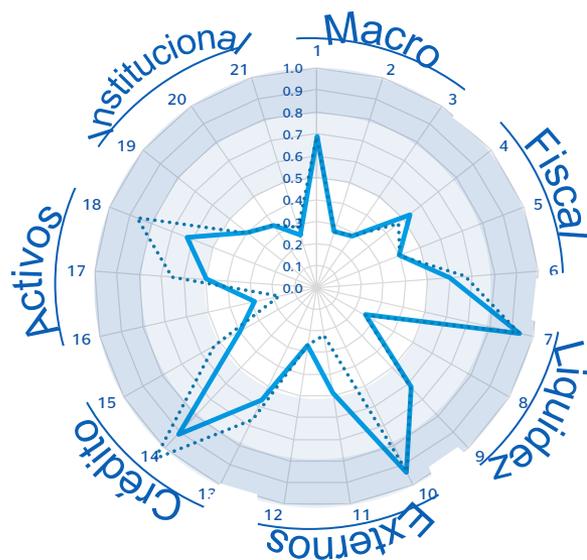
Economías Emergentes: radar de vulnerabilidad 2018

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

Europa ME: Elevada vulnerabilidad por los niveles de apalancamiento corporativo, deuda externa y deuda mantenida por no residentes. Disminución de la vulnerabilidad por el mercado bursátil.

LatAm: El crecimiento bursátil, el bajo crecimiento económico y los niveles de deuda pública sobresalen, pero mejoran con respecto al año anterior. El apalancamiento privado y las necesidades financieras también mejoran.

Asia EM: Mejora del apalancamiento de las empresas y los hogares. La vulnerabilidad por el alto crecimiento de los mercados bursátiles está empeorando.



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

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

04

Valoración de desequilibrios financieros y externos

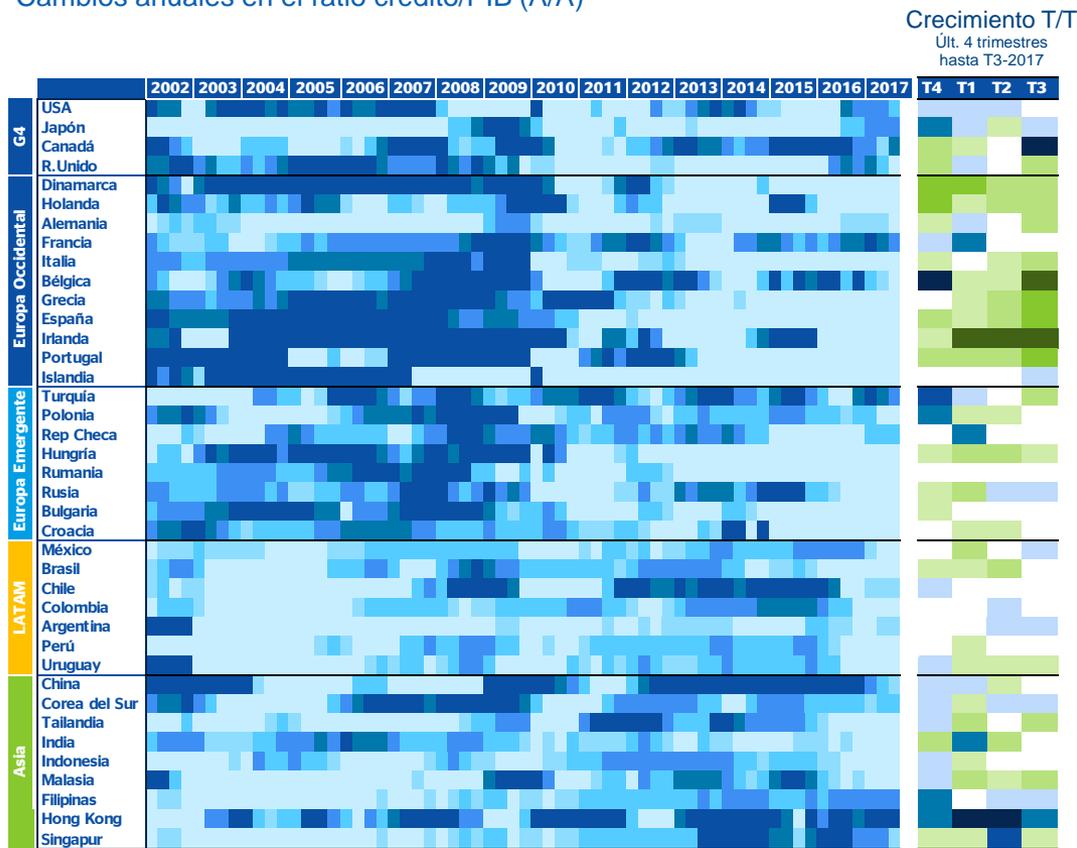
Crecimiento del crédito privado por países
Crecimiento de los precios de la vivienda por países
Sistema de alerta temprana de crisis bancaria por regiones
Sistema de alerta temprana de crisis cambiarias por regiones

Valoración de desequilibrios financieros y externos

Se observa un proceso de desapalancamiento a nivel global con pocas excepciones (Canadá y Hong Kong). Es más fuerte en Europa Occidental, mientras que en otras regiones se observa una imagen un poco más dispareja.

Mapa de crédito al sector privado (2002-2017 T3)

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



- Reducción generalizada en los niveles de apalancamiento en Europa Occidental y Reino Unido. En contraste, en EE. UU., Canadá y Japón el comportamiento del apalancamiento es irregular.
- El apalancamiento de Turquía se ralentiza y converge hacia el proceso de desapalancamiento que prevalece en toda Europa ME.
- América Latina sigue desapalancándose o en estancamiento. Esta situación dura ya más de un año y se observa en casi todos los países.
- EM Asia es la región con un comportamiento más desigual. El apalancamiento en China sigue ralentizándose. HK se destaca como el único país con altas tasas de crecimiento, mientras que Filipinas muestra un crecimiento moderado. Tailandia, India y Malasia permanecen estables.

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

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

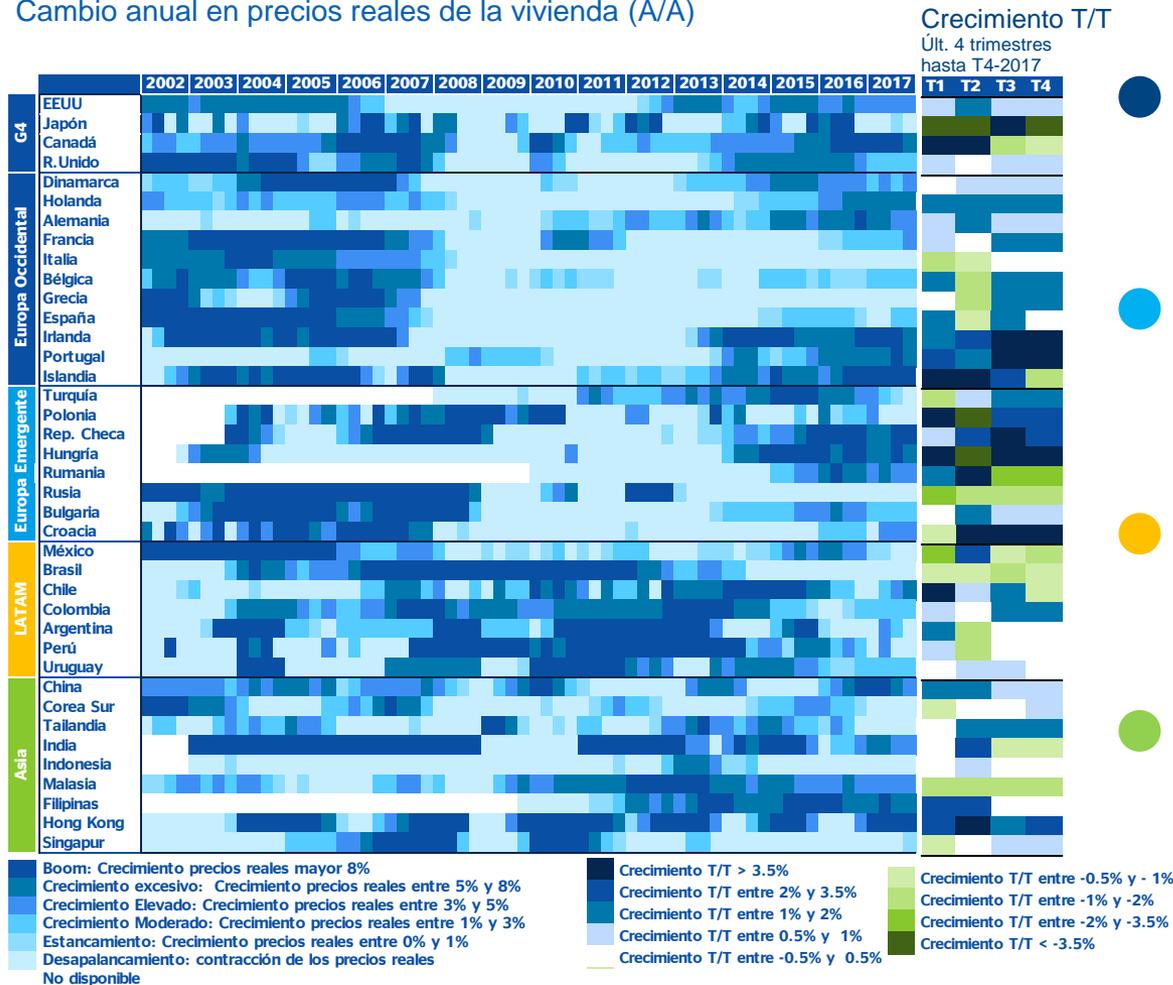
Crecimiento T/T entre -0.5% y -1.5%
 Crecimiento T/T entre -1.5% y -3%
 Crecimiento T/T entre -3% y -5%
 Crecimiento T/T < -5%

Valoración de desequilibrios financieros y externos

Los precios de la vivienda continúan creciendo en la mayoría de los MDs. Por otra parte, se observa un patrón de crecimiento más desigual en MEs.

Mapa de precios reales de la vivienda (2002-2017 T4)

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

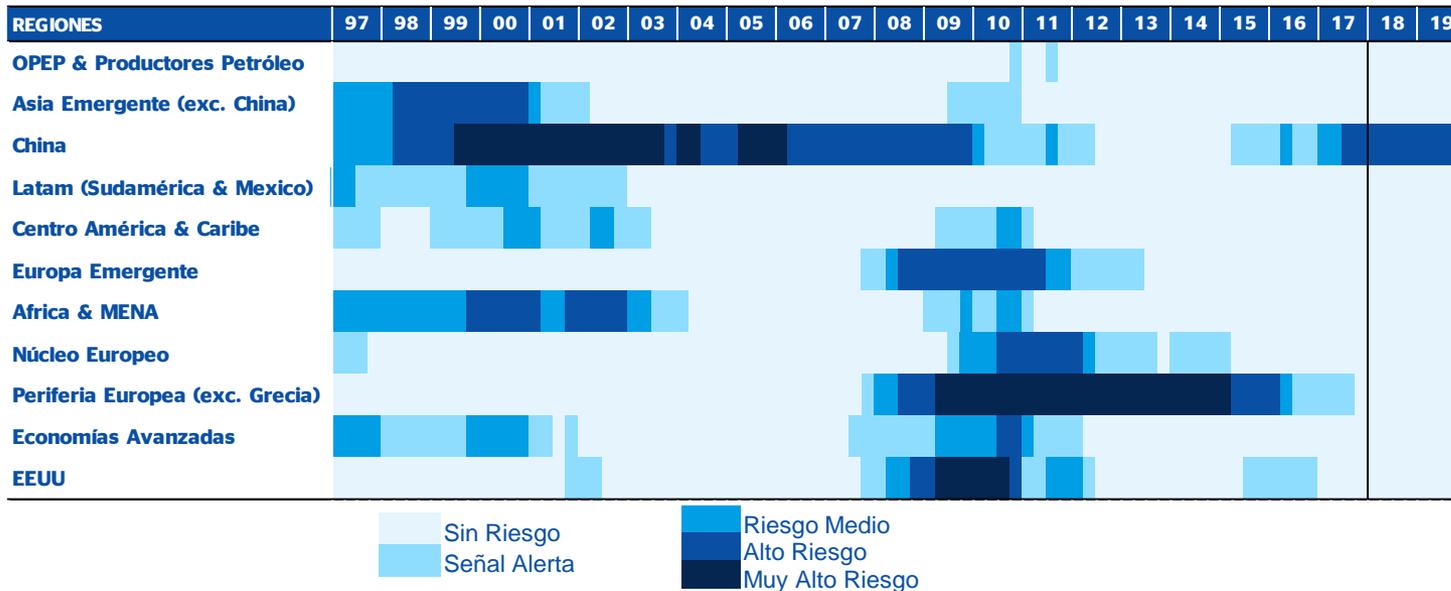


- Fuerte crecimiento del precio de la vivienda en la mayoría de las economías desarrolladas. Destacan Irlanda y Portugal
- Crecimiento menos coordinado de los precios en Europa MEs. Los precios crecen en varios países pero a diferentes velocidades. Están disminuyendo en Rumanía y Rusia (en términos T/T).
- La situación en LatAm es menos boyante. Los precios sólo están creciendo en Colombia (en términos T/T).
- Crecimiento sostenido de los precios en China, pero desacelerándose. De forma similar al caso del apalancamiento privado, HK sobresale en la región.

Valoración de desequilibrios financieros y externos

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

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



- La incipiente desaceleración de la deuda en China debe mantenerse en el tiempo para reducir el riesgo de una crisis bancaria en el país.
- Las señales de alerta en la periferia de la UE están desapareciendo finalmente

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

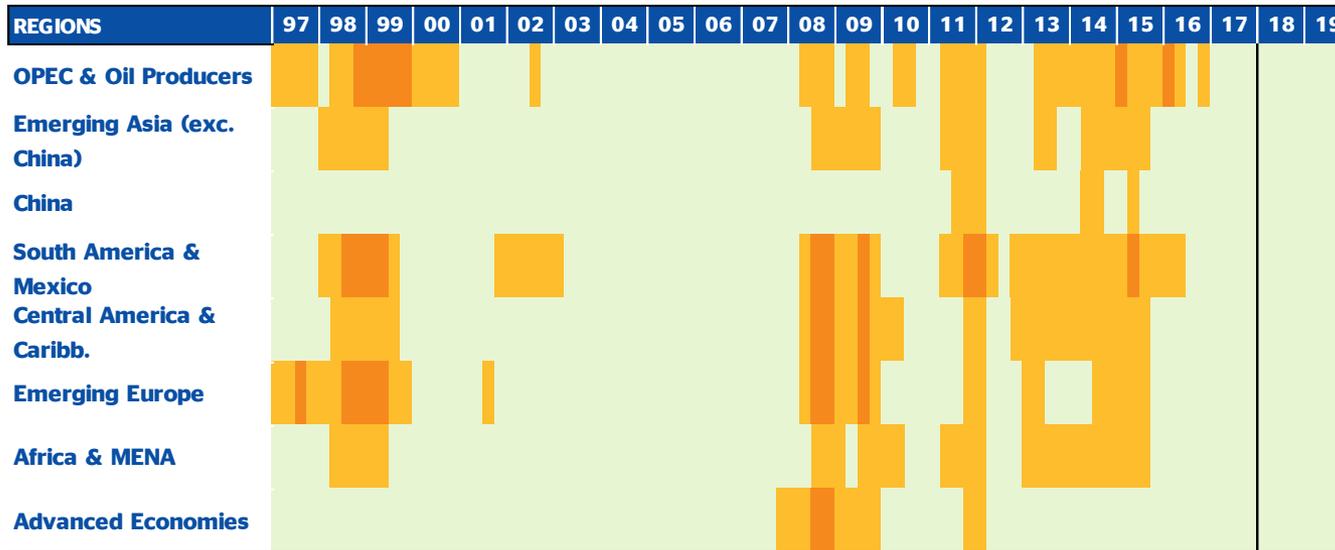
*La probabilidad de una crisis en el T4-2016 está basada en datos del T4-2014. Fuente: BBVA Research

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

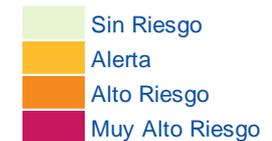
Valoración de desequilibrios financieros y externos

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

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



Según el modelo de alerta temprana de crisis cambiaria, no esperamos riesgos significativos en ninguna de las regiones analizadas durante los próximos meses.



- 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

Los tipos de cambio parecen estar atravesando un período de bajas tensiones, especialmente cuando se evalúan a nivel regional. No prevemos tensiones graves en los próximos meses en el conjunto de estas regiones, aunque puede haber tensiones en los países dentro de cada región

Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

Indicadores de vulnerabilidad* 2018: países desarrollados

	Fiscal sustainability			External sustainability			Liquidity management			Macroeconomic performance			Credit and housing			Private debt			Institutional		
	Balance primario estructural (1)	Dif. Tipo de Interés-Crec. PIB 2013-17	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidad de Brutas Fin. (1)	Deuda Pública a Corto Plazo (3)	Deuda en manos de no residentes (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempleo (5)	Crecim. del crédito privado sobre PIB (4)	Crecim. precios reales de la vivienda (4)	Crecim. Mercado de valores (4)	crédito hogares (1)	Crédito empresas no financieras (1)	Apalancamiento bancario (6)	Estabilidad política BM (7)	Control de la corrupción BM (7)	Justicia BM (7)
EE.UU	-1.7	-0.8	108	-2.6	99	-0.7	21	16	30	2.3	2.3	4.1	2.3	4.6	25.1	79	73	64	-0.4	-1.3	-1.7
Canadá	-1.5	-0.6	88	-2.9	116	0.6	12	12	23	2.1	1.9	6.3	5.0	0.0	6.0	103	129	129	-1.2	-2.0	-1.8
Japón	-3.2	-1.0	240	3.8	74	-1.0	42	16	10	0.7	0.6	2.9	3.1	10.0	19.1	58	102	47	-1.0	-1.5	-1.4
Australia	-0.2	-1.4	42	-2.4	117	1.5	4	5	40	2.9	2.3	5.4	-8.1	7.5	7.8	125	81	134	-1.0	-1.8	-1.8
Corea	0.9	-1.9	38	5.4	26	-1.7	2	9	13	3.0	1.9	3.6	2.4	-0.8	21.8	98	98	97	-0.2	-0.4	-1.1
Noruega	-11.0	-1.4	33	5.7	163	-0.5	-9	8	56	1.6	2.1	3.8	-10.1	1.0	20.2	102	150	132	-1.2	-2.2	-2.0
Suecia	0.3	-2.7	36	3.7	193	-0.5	3	11	39	2.4	1.5	6.3	7.7	5.9	3.9	87	157	194	-1.0	-2.2	-2.0
Dinamarca	-0.4	-0.1	37	7.0	167	0.5	4	9	32	1.8	1.6	5.8	-13.1	2.5	15.9	117	109	297	-0.8	-2.2	-1.9
Finlandia	-1.0	-2.0	63	0.4	167	-0.5	7	9	69	2.3	1.6	8.1	-0.8	-2.4	6.4	68	112	134	-1.0	-2.3	-2.0
Reino Unido	-0.5	-0.6	90	-3.3	324	-8.8	8	6	32	1.5	2.6	4.4	-3.6	2.2	7.6	87	82	57	-0.4	-1.9	-1.6
Austria	0.5	-1.2	78	2.2	185	1.3	7	8	73	1.9	1.9	5.3	-4.3	2.4	30.6	52	95	96	-0.8	-1.5	-1.8
Francia	-0.8	-1.3	97	-0.8	224	-0.1	15	12	56	1.8	1.5	9.0	4.1	2.8	9.3	60	132	110	0.1	-1.4	-1.4
Alemania	0.9	-1.7	62	7.7	150	1.0	5	9	52	1.8	1.8	3.7	-1.6	4.2	12.5	54	54	88	-0.8	-1.8	-1.6
P. Bajos	1.0	-1.8	54	10.0	573	0.8	7	14	48	2.6	1.5	4.9	-9.1	6.2	12.7	108	123	94	-0.9	-2.0	-1.9
Bélgica	0.1	-1.1	103	0.0	252	1.7	28	25	60	1.6	1.7	7.3	-26.4	2.0	4.9	60	166	52	-0.5	-1.6	-1.4
Italia	2.8	0.8	131	2.3	126	-0.1	17	12	32	1.1	1.6	11.0	-4.7	-2.3	13.6	42	72	105	-0.4	0.0	-0.3
España	-0.1	-0.7	85	1.9	176	0.3	17	15	45	2.5	1.4	15.6	-9.6	1.0	7.4	63	99	105	-0.5	-0.5	-1.0
Irlanda	1.3	-1.9	68	3.5	729	0.7	6	8	60	3.4	1.7	5.9	-45.3	11.8	8.0	54	261	53	-0.9	-1.6	-1.5
Portugal	2.2	-0.1	122	0.3	226	0.4	15	11	58	2.0	2.6	9.0	-10.2	9.3	17.8	70	110	128	-1.0	-1.0	-1.1
Grecia	3.1	-1.8	184	-0.1	243	-0.5	15	9	82	2.6	1.1	20.7	-5.9	-1.6	24.7	58	62	147	0.1	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* 2018: países emergentes

	Fiscal sustainability			External sustainability			Liquidity management			Macroeconomic performance			Credit and housing			Private debt			Institutional		
	Balance primario estructural (1)	Dif. Tipo de Interés-Crec. PIB 2013-17	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciación del tipo de cambio real (2)	Necesidad Brutas Fin. (1)	Reservas sobre deuda exterior a c/p (3)	Deuda en manos de no residentes (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempleo (5)	Crecim. del crédito privado sobre PIB (4)	Crecim. precios reales de la vivienda (4)	Crecim. Mercado de valores (4)	crédito hogares (1)	Crédito empresas no financieras (1)	Apalancamiento bancario (6)	Estabilidad política BM (7)	Control de la corrupción BM (7)	Justicia BM (7)
Bulgaria	-0.5	0.4	24	1.9	70	0.7	4	2.0	44	3.2	1.6	6.4	-0.3	2.9	15.5	21	80	79	0.0	0.2	0.0
Rep Checa	1.0	-1.5	32	0.1	101	5.9	7	24	66	2.6	2.0	3.0	1.9	10.0	17.0	32	58	82	-1.0	-0.5	-1.1
Croacia	1.9	0.2	80	3.0	74	1.3	12	3.5	38	2.7	1.2	13.5	-2.0	3.2	-7.6	33	27	89	-0.7	-0.2	-0.4
Hungría	-0.5	-1.7	71	4.2	108	2.3	20	1.0	46	3.4	3.0	4.3	-6.0	9.6	23.0	20	80	84	-0.7	-0.1	-0.5
Polonia	-1.2	-1.8	54	-1.2	70	0.2	9	1.7	48	3.3	2.6	4.0	-0.7	-3.1	23.2	36	96	109	-0.5	-0.7	-0.7
Rumanía	-3.9	-3.7	40	-2.9	52	-3.0	9	2.0	44	4.4	3.5	5.2	-1.0	4.8	9.4	17	38	79	-0.3	0.0	-0.3
Rusia	-1.0	0.0	18	3.2	34	1.4	3	4.5	18	1.6	4.0	5.5	-1.1	-7.9	-5.5	17	51	111	0.9	0.9	0.8
Turquía	-0.6	-2.5	28	-4.6	47	0.6	6	0.8	38	3.5	9.5	10.7	3.6	0.6	47.6	19	75	124	2.0	0.2	0.2
Argentina	-2.9	-10.2	52	-5.3	34	-2.9	11	1.0	39	3.3	18.5	8.3	0.9	-17.9	77.7	7	12	65	-0.2	0.3	0.3
Brasil	-2.9	3.5	88	-0.6	34	1.8	16	4.7	9	2.1	4.3	12.7	-3.6	-3.9	26.9	23	42	92	0.4	0.4	0.1
Chile	-0.7	-1.4	28	-2.8	63	2.7	4	1.8	18	2.5	2.9	6.8	0.3	3.4	34.0	36	53	165	-0.5	-1.1	-1.1
Colombia	0.3	0.4	49	-3.6	40	-20.9	4	3.4	31	2.8	3.1	9.2	-0.6	2.8	13.6	21	25	113	1.0	0.3	0.3
México	0.7	-0.7	52	-1.9	40	-4.9	9	3.3	33	2.0	3.8	3.5	-0.7	-1.5	10.4	17	27	82	0.8	0.8	0.5
Perú	-2.1	-1.4	27	-1.6	34	-5.0	5	6.5	37	3.8	2.5	6.7	-1.7	-1.0	28.3	15	26	99	0.2	0.4	0.5
China	-2.7	-5.6	71	1.2	11	-2.3	4	3.9	..	6.5	2.4	4.0	0.7	6.6	8.5	47	163	86	0.5	0.3	0.2
India	-1.3	-3.8	67	-1.5	19	6.0	11	4.1	6	7.4	4.8	3.5	-3.6	4.3	27.9	10	43	78	1.0	0.3	0.1
Indonesia	-0.8	-2.6	29	-1.8	35	1.4	5	2.5	59	5.3	3.7	5.2	-0.5	-0.5	20.0	17	23	100	0.4	0.4	0.4
Malasia	-0.7	-3.0	54	2.2	63	-5.2	11	1.2	23	4.8	2.9	3.2	-3.1	3.9	9.4	92	--	109	-0.1	-0.1	-0.5
Filipinas	0.8	-3.5	33	-0.3	18	-6.7	8	4.9	28	6.7	3.0	5.5	4.4	7.0	25.1	4	41	68	1.3	0.5	0.4
Tailandia	-0.9	-1.5	40	8.1	36	0.7	7	3.2	12	3.5	0.7	0.7	-2.5	-0.2	13.7	72	50	100	0.9	0.4	0.0

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

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

Apéndice Metodológico

Apéndice

Metodología: Indicadores y Mapas

- **Mapa de estrés financiero:** Señala los niveles de estrés respecto a los movimientos de series temporales normalizados. Las unidades estándar positivas más altas (1,5 o superiores) señalan altos niveles de estrés (azul oscuro), y las desviaciones estándar más bajas (-1,5 o inferiores) indican niveles más bajos de estrés del mercado (colores más claros)
- **Índice de rating soberano:** Índice que traduce los códigos de letras de las tres agencias importantes (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) a posiciones numéricas desde 20 (AAA) hasta impago (0) . El índice muestra la media de los tres ratings numéricos
- **Mapa de CDS soberanos:** Mapa de colores con 6 rangos de cotización de CDS (más oscuro >500 p.b., 300 a 500, 200 a 300, 100 a 200, 50 a 100 p.b. y más claro por debajo de 50 p.b.)
- **Brecha de presión de ratings implícitos:** La brecha muestra la diferencia entre los ratings implícitos en los CDS y el índice de ratings reales (ordenados numéricamente desde impago (0) hasta AAA (20)). Calculamos probabilidades implícitas de impago (PD) a partir de los CDS observados. Para el cómputo de estos PD seguimos una metodología estándar como la descrita en Chan-Lau (2006) y asumimos una pérdida en caso de impago constante de 60% (tasa de recuperación igual a 40%) para todos los países de la muestra. Analizamos por grupos las PD obtenidas para clasificar cada país en cada momento del tiempo en una de 20 categorías distintas (ratings) equivalente a las mismas 20 categorías utilizadas por las agencias de calificación. 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

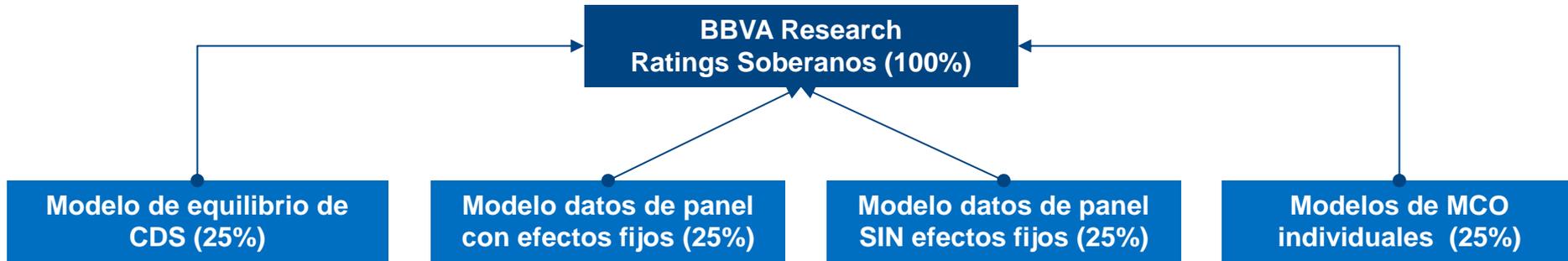
Metodología: Modelos y riesgo país BBVA

- **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

Laura Alvarez Roman
laura.alvarez.roman@bbva.com

Rodolfo Méndez-Marcano
rodolfo.mendez@bbva.com

Gonzalo Lopez Molina
gonzalo.lopez.molina@bbva.com

Jorge Redondo
jorge.redondo@bbva.com

Alfonso Ugarte Ruiz
alfonso.ugarte@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