

Informe trimestral de Riesgo País

BBVA Research

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Septiembre 2013

Resumen

Mercados financieros y aversión global al riesgo

- La mayor volatilidad que surgió tras las especulaciones sobre la disminución gradual del QE en mayo y junio ha disminuido, pero no ha desaparecido totalmente. Por otra parte, los acontecimientos en Siria y los riesgos políticos en algunos países importantes como Italia han traído nuevos motivos de preocupación y una mayor aversión al riesgo
- El apetito por los activos de ME sigue siendo débil a pesar del gran ajuste en los precios de los activos de MEs observado en Junio. A diferencia de nuestro último informe, esta vez algunos datos macroeconómicos de China un poco mejores de lo esperado han ayudado a estabilizar el estado de ánimo en los MEs

Actualización de mercados de deuda soberana y ratings

- Las primas de riesgo de los mercados desarrollados se han visto beneficiadas por la venta masiva de bonos de MEs y la huida hacia activos “seguros”. Incluso las primas de riesgo de los países europeos periféricos se han reducido o mantenido estables, con la excepción de Portugal que se ha visto afectado por su propia inestabilidad política
- El ciclo europeo de calificación crediticia se ha reactivado con las rebajas de Francia e Italia. Sin embargo, gracias a la disminución de los diferenciales de los CDS y a las rebajas de rating anteriores, la diferencia entre los ratings implícitos de CDS y los ratings observados se encuentra en el menor nivel de todos nuestros informes anteriores
- En el último trimestre ha habido muy poca actividad de las agencias de calificación con respecto a MEs, con un balance final sin cambios, debido al aumento de rating de Perú y a la rebaja de Argentina, ambas por parte de S&P

Nuestra valoración del riesgo país

- A diferencia de lo ocurrido en los mercados desarrollados, las primas de riesgo soberano de los MEs han sufrido por el significativo reajuste de activos provocado por el anuncio de la FED de la reducción de la flexibilización cuantitativa, el debilitamiento de algunos datos de actividad en algunos MEs, por razones técnicas de cartera y el retorno al riesgo geopolítico. Esta combinación ha generado una gran recomposición de cartera desde los bonos emergentes hacia activos de mercados desarrollados. En términos generales:
- Las primas de riesgo de MEs están ahora más cerca de los valores de equilibrio. Tras la actual corrección, los signos de sobrevaloración (como advertimos en nuestros informes anteriores) han desaparecido. Sin embargo, los ajustes en los precios de los activos rara vez se frenan en los niveles de equilibrio, por lo que todavía hay margen para una sobre-reacción que puede seguir afectando a los perfiles de riesgo
- Nuestro análisis no cambia con respecto al riesgo subyacente fundamental de MEs, que sigue siendo relativamente bajo.
- Una señal de advertencia debe ser dirigida a los países desarrollados. La complacencia está fuera de discusión, ya que en muchos de estos países la vulnerabilidad continúa siendo elevada

Resumen

El ajuste de los Mercados Emergentes

- Los precios de activos de Mercados emergentes (ME) y los flujos de capital experimentaron una fuerte corrección desde el pasado mes de Mayo. Si bien se observó una cierta diferenciación en los movimientos de capital, el aumento de las primas de riesgo y la depreciación del tipo de cambio han llegado a la mayoría de los grandes MEs. Además, se estima que cerca de 115 millones de \$ EE.UU. han dejado a los mercados emergentes en forma flujos de salida de capital
- La incertidumbre sobre el futuro de la flexibilización cuantitativa de la Reserva Federal de EE.UU., la desaceleración y el empeoramiento de las expectativas de crecimiento en algunos países emergentes, los factores técnicos que han favorecido un reequilibrio de cartera en algunos grandes ME y el regreso de riesgo geopolítico están detrás de esta importante venta masiva en MEs
- Seguimos siendo optimistas sobre los MEs ya que su vulnerabilidad se mantiene en niveles bajos (tanto históricamente como en relación con las economías desarrolladas), una parte importante de los ajustes necesarios para corregir los flujos generados por la flexibilización cuantitativa ya han sido realizados, y los MEs siguen estructuralmente sub-representados en las carteras internacionales

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**
- 4. Tema especial**
 - El ajuste de los Mercados Emergentes

Anexo

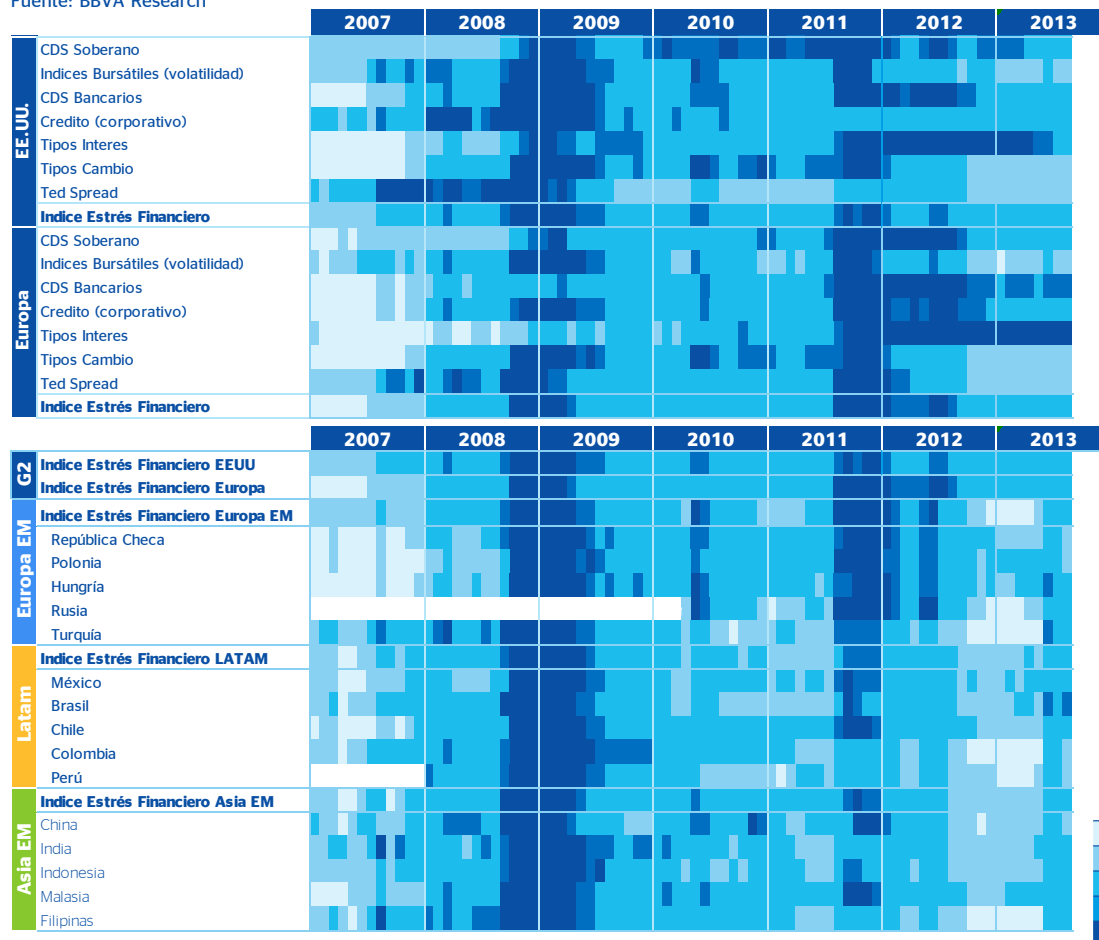
- Metodología

Sección 1

Estrés de los mercados financieros y aversión global al riesgo

Mapa de Estrés Financiero

Fuente: BBVA Research



- Los temores al final de la política cuantitativa de la FED provocaron un aumento de las tensiones financieras en los tipos de interés y los diferenciales de los bonos corporativos en Europa
- Una de las principales consecuencias ha sido el aumento de las tensiones financieras en los países EMs, aunque estas tensiones ya se hayan relajado parcialmente en el último mes
- La mayoría de los países emergentes han pasado de niveles de estrés muy bajo o bajo a niveles de estrés neutros o elevados con una volatilidad cada vez mayor
- El aumento de las tensiones financieras fue especialmente agudo en Turquía y Brasil. A pesar de que estas tensiones se han reducido en el primer país, aún no han desaparecido totalmente en el segundo



Sección 1

Actualización de Flujos de Capital

Mapa de Flujos de Cartera por país BBVA

(Flujos por país sobre activos)

Fuente: BBVA Research utilizando datos de EPFR



- La incertidumbre sobre la disminución gradual de los estímulos de la Reserva Federal, las dudas sobre las perspectivas económicas de algunas grandes economías emergentes, y las tensiones geopolíticas provocaron una fuerte caída de los flujos de cartera, especialmente en junio. La reasignación de activos continuó durante el verano, pero se mitigó con el tiempo
- Los mercados emergentes fueron los más afectados. Por el contrario, los países de la UEM y algunos países de la periferia de la UE (España) se han visto beneficiados
- La “rotación” entre la renta fija y la renta variable fue visible desde el principio. Los inversores minoristas reaccionaron con más fuerza que los institucionales
- Esta tendencia se mantuvo en julio y agosto, aunque a un ritmo más suave

Sección 2

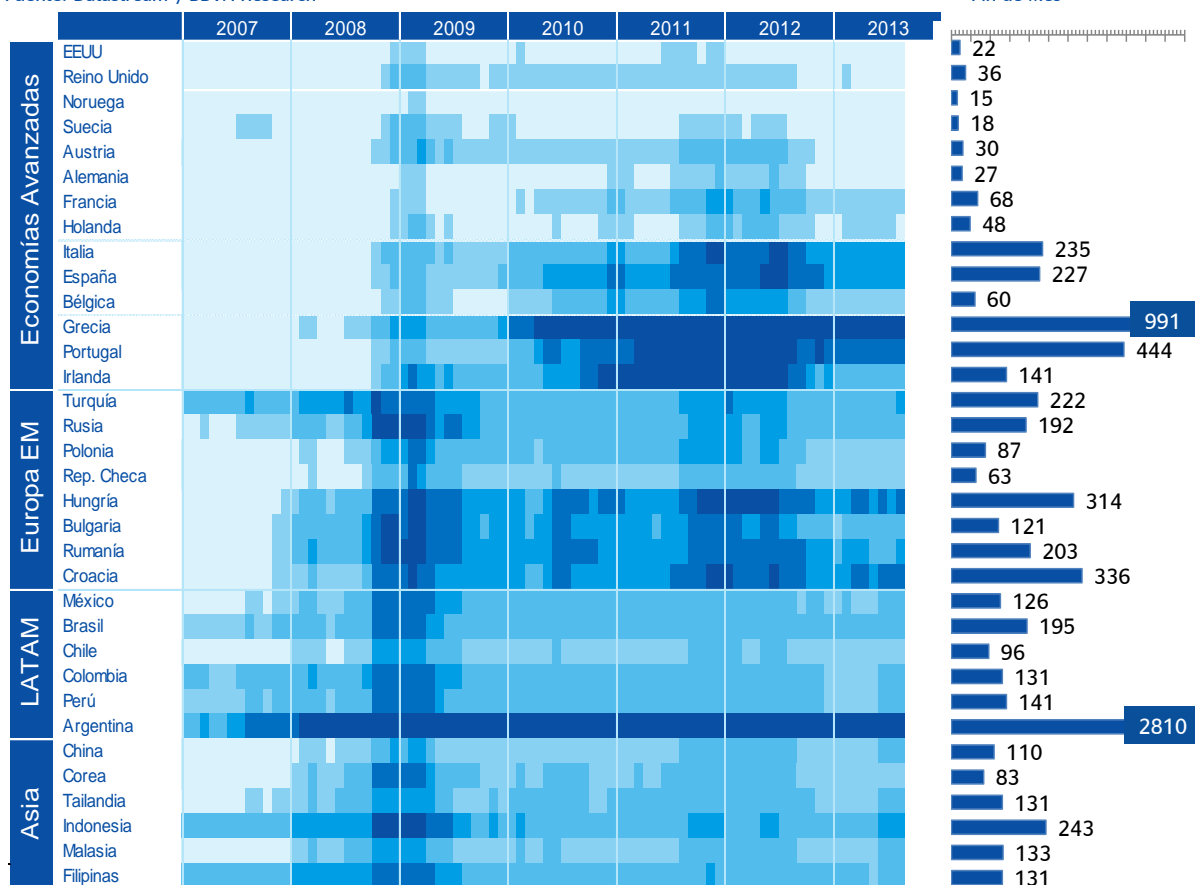
Actualización de Mercados Soberanos

Diferenciales de CDS soberanos

Fuente: Datastream y BBVA Research

Sep. 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.)

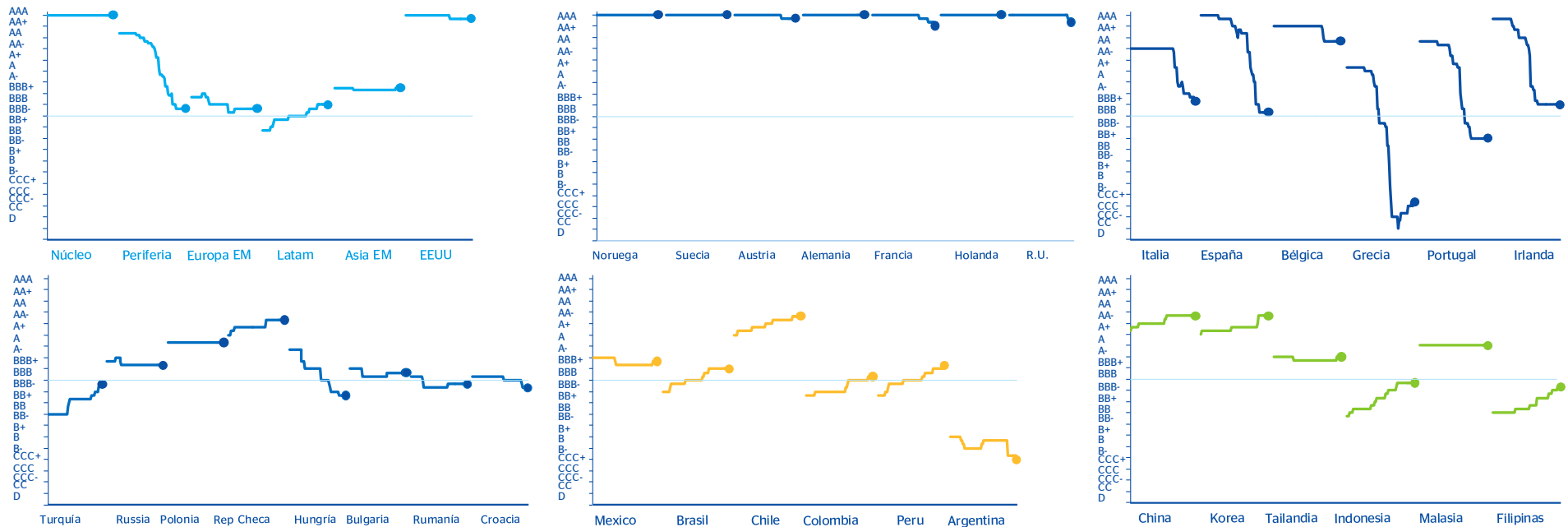
- Los diferenciales de los CDS de la periferia europea se mantuvieron casi sin cambios, con la excepción de Portugal, que subió más de 100 puntos básicos. Los diferenciales del núcleo Europeo se redujeron ligeramente
- La mayoría de los CDS de Europa emergente aumentaron al son del estado de ánimo general de los mercados EMs. Turquía, Rusia y Hungría sufrieron el mayor aumento
- Los CDS de América Latina también sufrieron un aumento importante de sus diferenciales, con Brasil como el más afectado entre la región
- Del mismo modo, la mayoría de los CDS soberanos asiáticos experimentado un fuerte incremento en el último trimestre, con Indonesia llevándose la peor parte y Corea como el menos afectado

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:** las rebajas de calificación crediticia de Italia y Francia fueron los únicos cambios en las calificaciones de las economías más desarrolladas y ningún país está por el momento en período de revisión.
- **Mercados emergentes:** En los MEs también hubo muy pocos cambios. El rating de Perú fue revisado al alza y el de Argentina fue rebajado, en ambos casos por parte de S & P

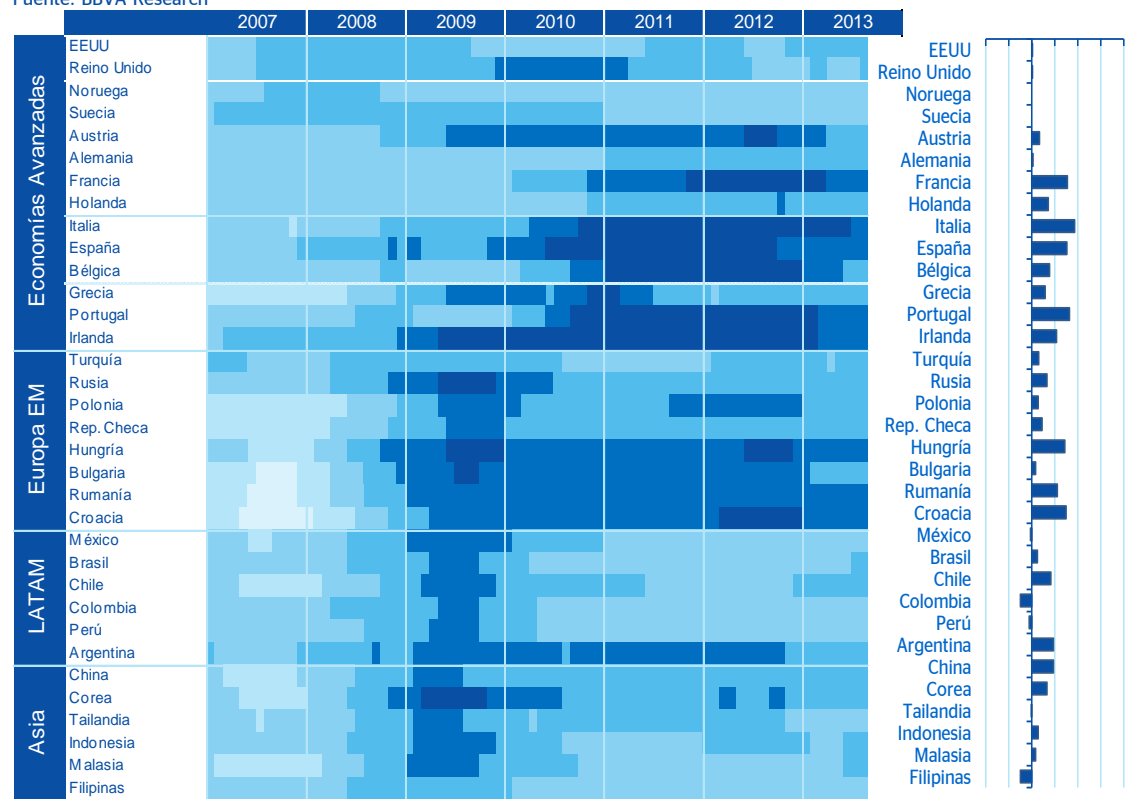
Sección 2

Mapa de presión bajista sobre el rating

Mapa de presión bajista de las agencias de rating

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

Fuente: BBVA Research



Sep. 2013

Fin de Mes

- La brecha entre los rating implícitos de mercado y los observados **en la periferia de Europa continuó reduciéndose** en el último trimestre debido a la estabilización de los diferenciales de los CDS y a las rebajas de rating de Francia e Italia
- En **Europa Oriental**, el riesgo de rebaja **se mantuvo estable**, a pesar del aumento en los spreads de Hungría, Croacia y Rumanía
- Las brechas en América Latina siguen siendo pequeñas. Chile y Argentina están cotizando por encima de su calificación, mientras que **Colombia** es uno de los pocos países que sigue señalando un **potencial de subida de rating**
- Las brechas positivas (presión bajista) para **China y Corea se incrementaron** ligeramente, por su parte, la brecha negativa de Filipinas casi ha desaparecido

-6 -3 0 3 6 9 12

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

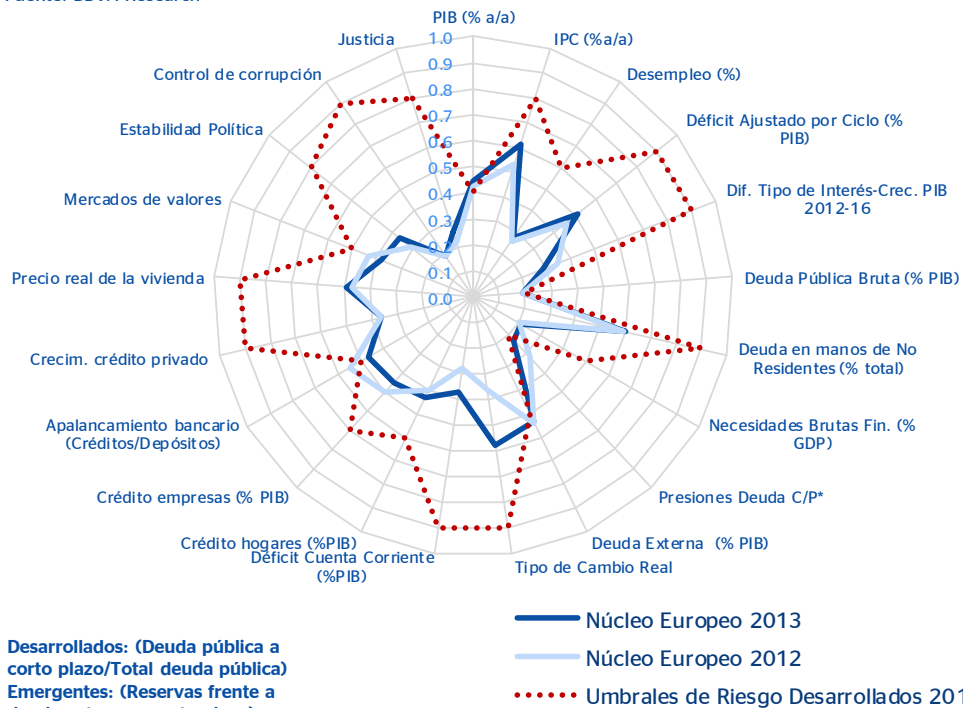
Actualización de Riesgo Regional: Núcleo Europeo

Núcleo europeo: radar de vulnerabilidad 2013

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

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



El riesgo derivado del crédito privado y la liquidez bancaria ha continuado disminuyendo en el segundo trimestre



El endeudamiento de las familias empeora y se mantiene elevado en algunos países



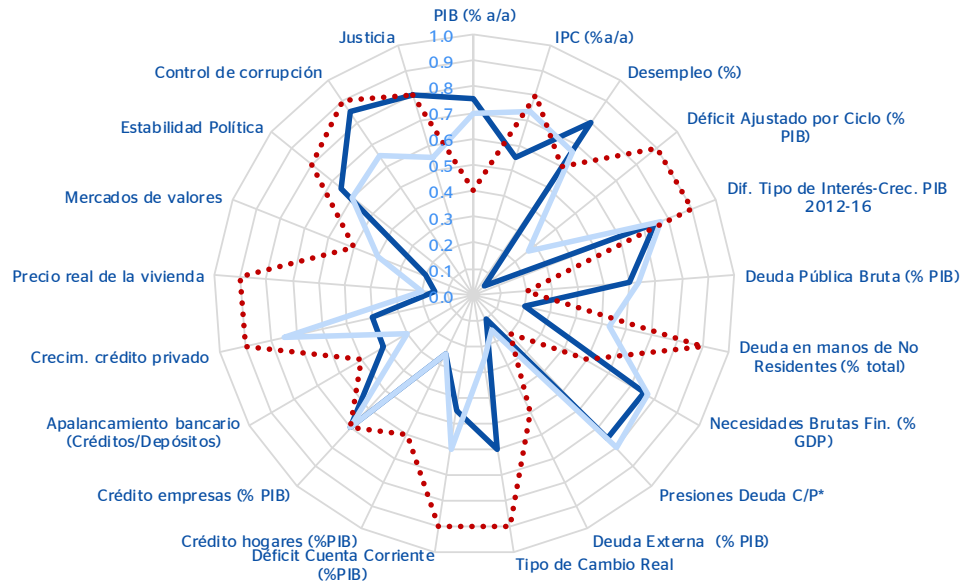
Bajos niveles de crecimiento, por encima del umbral de riesgo, con deterioro de déficits estructurales

Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Europa Periférica I

Periferia Europea I: radar de vulnerabilidad 2013

posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)
 *Incluye España e Italia
 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

— Europa Periférica I 2013
 — Europa Periférica I 2012
 Umbrales de Riesgo Desarrollados 2013

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



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



Los indicadores de actividad y empleo todavía se encuentran en niveles de riesgo, pero mejoran en el último trimestre



Niveles de deuda pública en aumento. Los necesidades de financiación y la deuda a corto plazo en niveles de riesgo

Sección 3

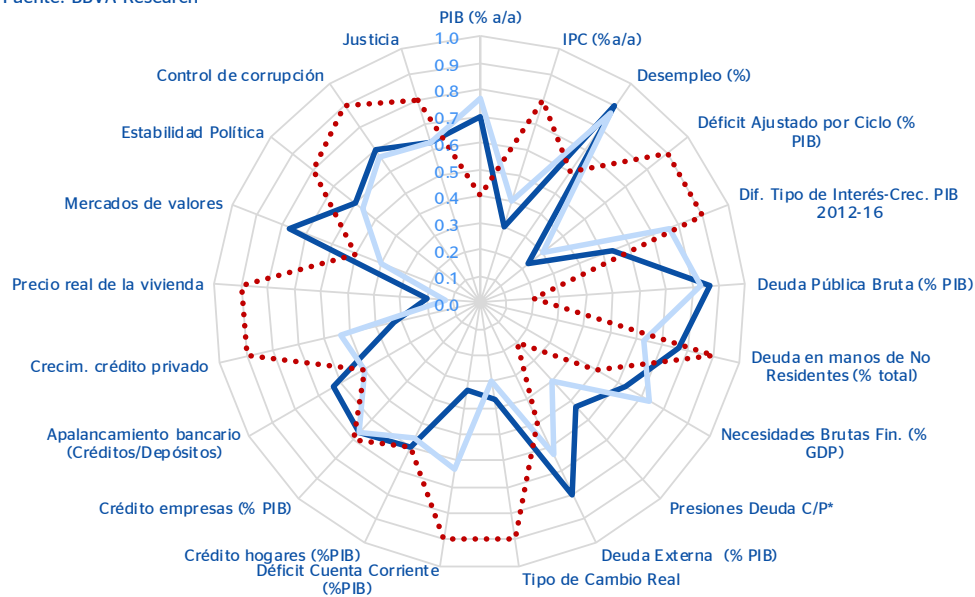
Actualización de Riesgo Regional: Europa Periférica II

Periferia Europea II: radar de vulnerabilidad 2013

posición relativa de economías desarrolladas, máx. riesgo=1, mín. riesgo=0)

*Incluye Grecia, Irlanda y Portugal

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

— Europa Periférica II 2013
— Europa Periférica II 2012
..... Umbral de Riesgo Desarrollados 2013

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



Algunas mejoras en los niveles de déficit estructural. El crecimiento del crédito al sector privado, el endeudamiento de las familias y los precios de la vivienda continúa ajustándose



El crecimiento de los mercados de valores ha sobrepasado los umbrales de riesgo (problemas de valoración)



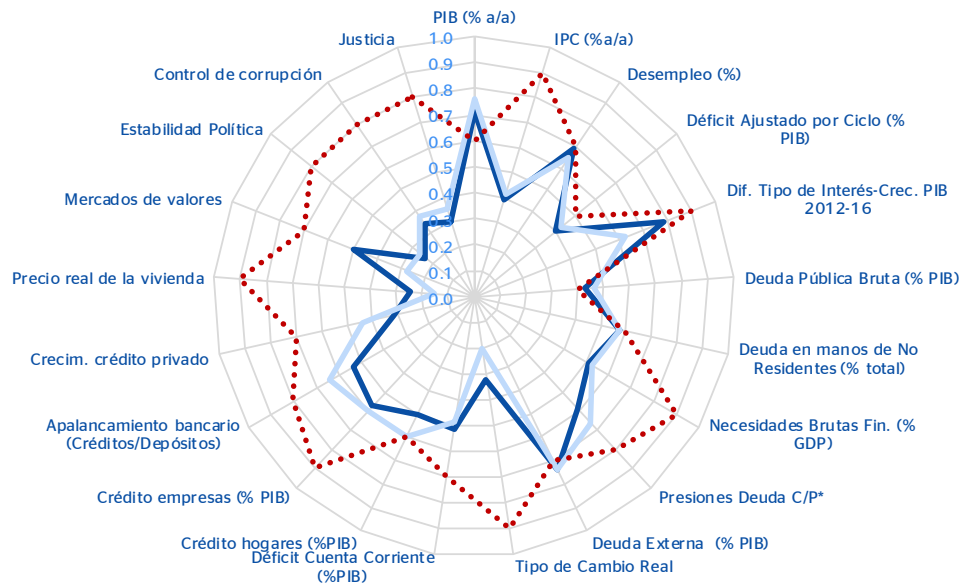
La vulnerabilidad por deuda pública y externa continúa creciendo. La liquidez bancaria empeora con respecto al trimestre anterior

Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Europa Emergente

Europa emergente: radar de vulnerabilidad 2013

posición relativa 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

— Europa Emergente 2013
- - - Europa Emergente 2012
..... Umbrales de Riesgo Emergentes 2013



La vulnerabilidad derivada del crédito privado total (hogares y empresas) se reduce en el último trimestre. La mayoría de variables por debajo de los umbrales de riesgo



El crecimiento de los precios de los activos y de los precios de la vivienda sigue siendo bajos, pero en aumento. El crecimiento del crédito en Turquía se acelera



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

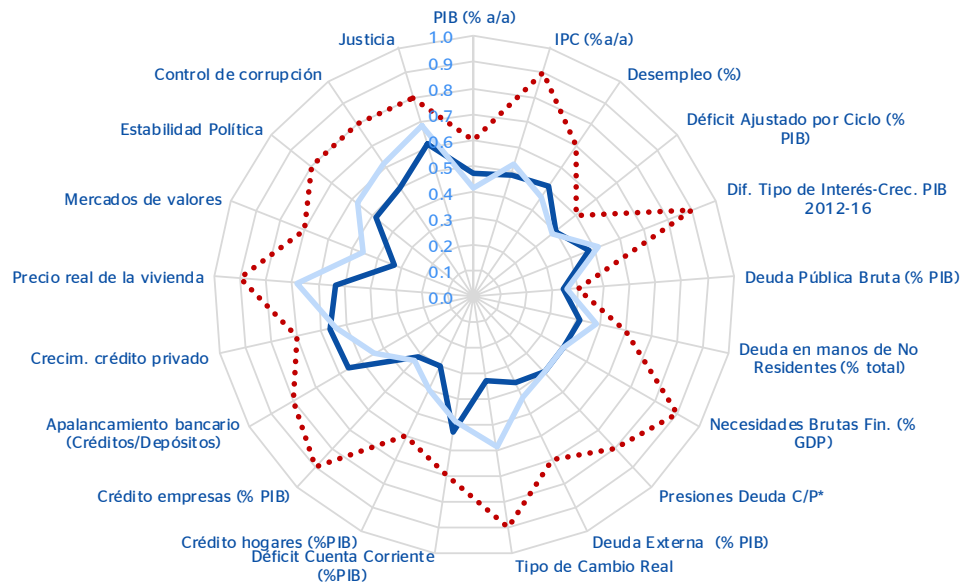
Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar 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

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



Moderación de crecimiento excesivo del crédito y de los precios de la vivienda



Los déficits por cuenta corriente empeoran, pero son todavía manejables

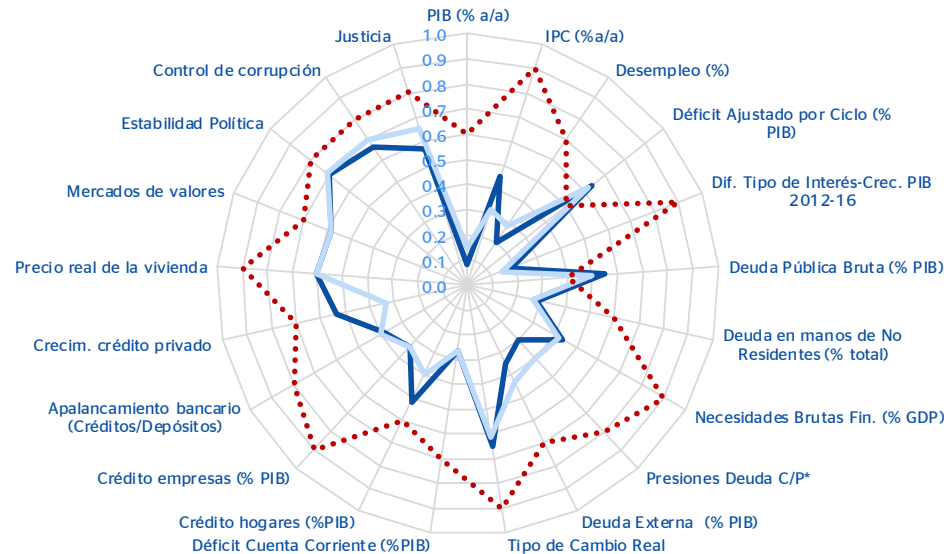
Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar 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

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

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



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



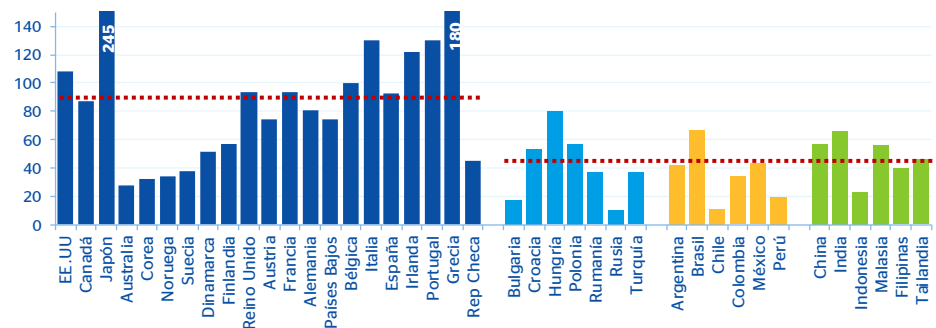
Los déficits ajustados por ciclo por encima de los umbrales de riesgo y en deterioro

Sección 3

Deuda Pública y Privada

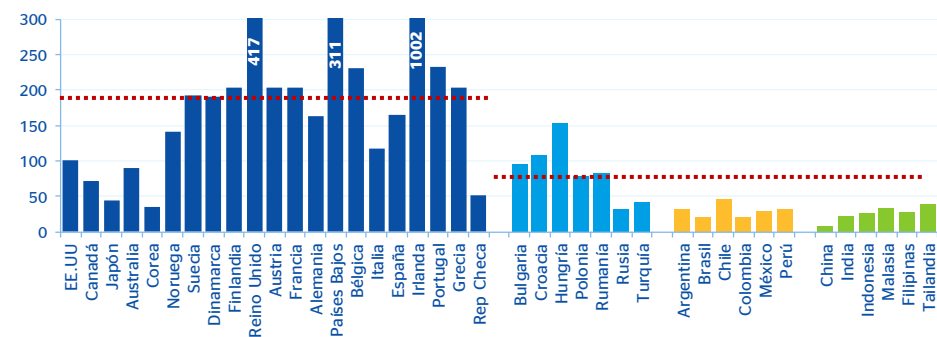
Deuda Pública Bruta 2013

(% PIB)
Fuente: BBVA Research y FMI



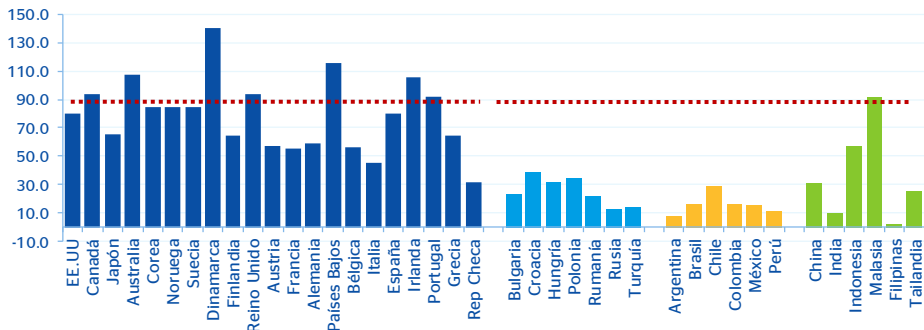
Deuda Externa 2013

(% PIB)
Fuente: BBVA Research y FMI



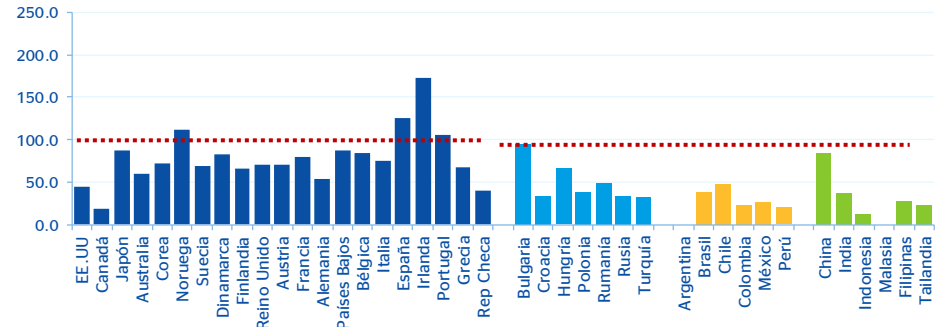
Deuda Hogares 2013

(% PIB)
Fuente: BBVA Research y BIS



Deuda Empresas 2013

(% PIB, excluyendo emisiones de bonos)
Fuente: BBVA Research y BIS



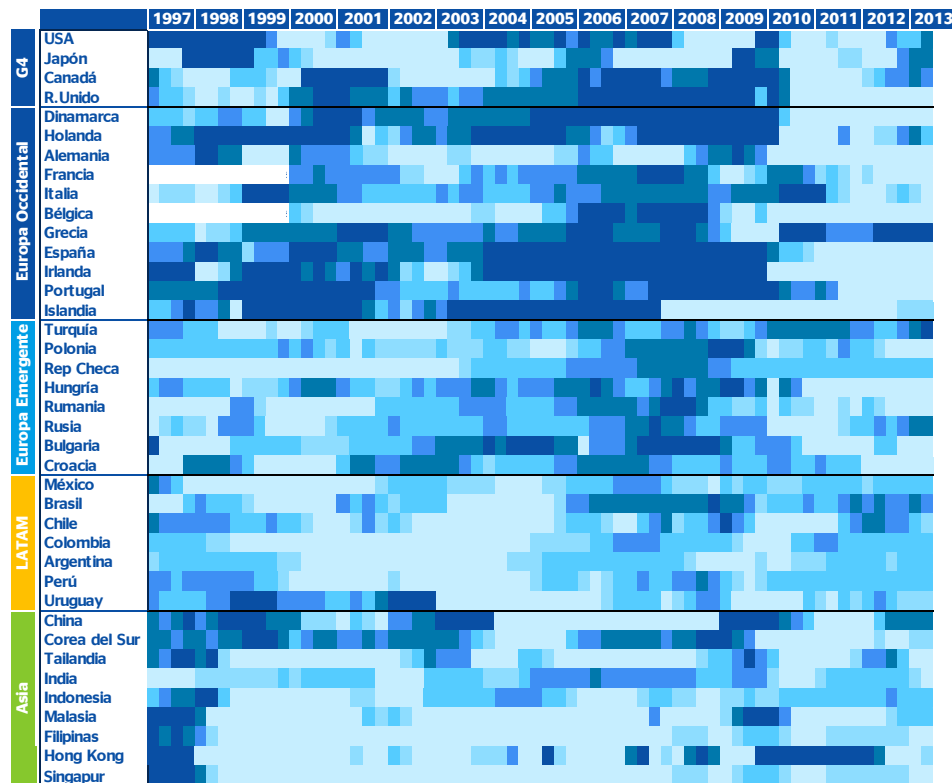
Sección 3

Pulso del crédito privado

Mapa de crédito al sector privado (1997-2013 T2)

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

Fuente: BBVA Research y Haver



Boom: Crecimiento Crédito/PIB mayor 5%
 Crecimiento excesivo: Crecimiento Crédito/PIB entre 3% y 5%
 Crecimiento Elevado: Crecimiento Crédito/PIB entre 2% y 3%
 Crecimiento Moderado: Crecimiento Crédito/PIB entre 1% y 2%
 Estancamiento: Crecimiento Crédito/PIB entre 0% y 1%
 Desapalancamiento: Contracción Crédito/PIB
 No disponible

- Signos incipientes de un **rápido crecimiento del crédito del crédito en EE.UU.**, luego de muchos años de desapalancamiento. El crédito también está creciendo rápidamente en **Japón y Canadá**. El crecimiento del ratio de crédito en los Países Bajos se modera
- De forma similar al trimestre anterior, **Turquía y Rusia están mostrando señales de un fuerte crecimiento del crédito privado**, con Turquía entrando en niveles de “boom”
- El crecimiento del crédito privado en **América Latina sigue creciendo, pero a un ritmo muy moderado** en la mayoría de las economías. El crecimiento del crédito en Chile ha pasado de auge en el estancamiento de un año
- En Asia, el crédito sigue creciendo rápidamente en China. **No hay signos de un crecimiento excesivo** del crédito en el resto de los países

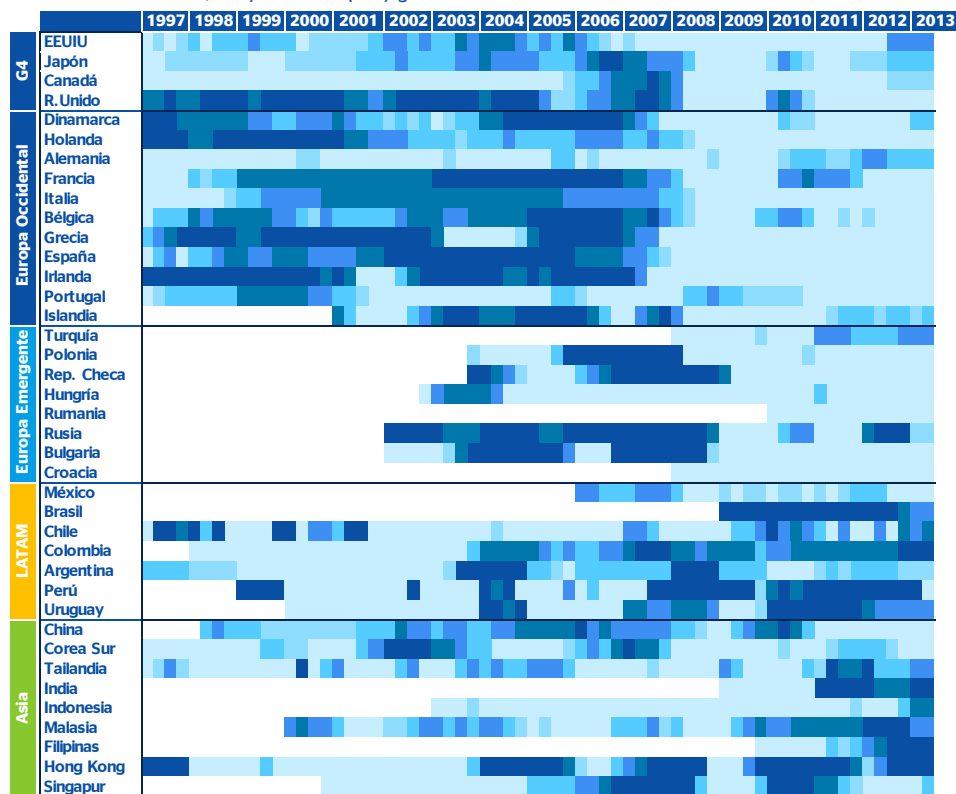
Sección 3

Pulso de los precios de la vivienda

Mapa de precios reales de la vivienda (1997-2013 T2)

(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., mientras que los mercados de vivienda europeos siguen estancados o en descenso en términos reales (exceptuando Alemania y Dinamarca)
- En Europa del Este, el crecimiento de los precios reales de la vivienda Rusia finalmente se reduce. Los precios en Turquía siguen aumentando, aunque a un ritmo moderado
- En Latinoamérica, el crecimiento de los precios de la vivienda sigue en niveles de “boom” en Colombia, y empieza a mostrar signos de moderación en Perú. Los Precios en Brasil mantienen el ritmo de crecimiento moderado observado en el último trimestre
- Los precios de la vivienda están en creciendo a niveles excesivos en la India, Hong Kong y Filipinas y crecen a un ritmo más moderado en Tailandia y Malasia. El crecimiento de los precios se ha acelerado fuertemente en Indonesia

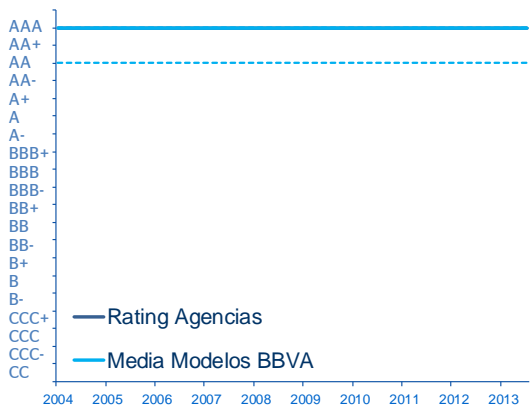
Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Riesgo Soberano

Países Centrales de Europa: Rating soberano

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

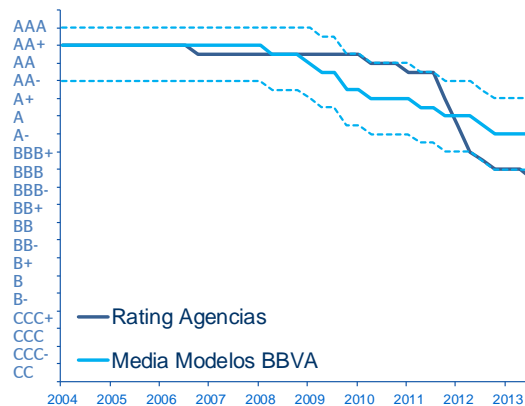
Fuente: Standard & Pors, Moody's, Fitch y BBVA Research



Periferia Europea I: Rating soberano

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

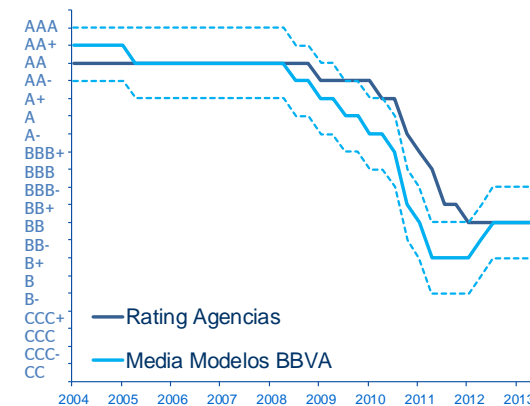
Fuente: Standard & Pors, Moody's, Fitch y BBVA Research



Periferia Europea II: Rating soberano

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

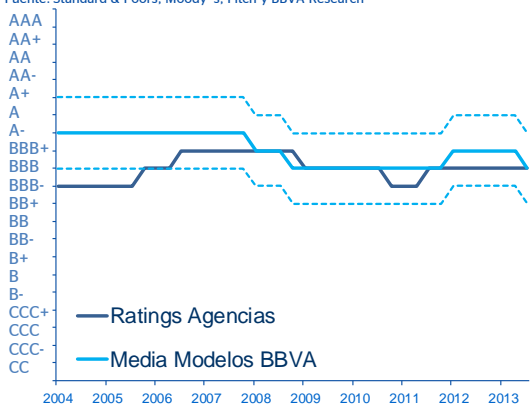
Fuente: Standard & Pors, Moody's, Fitch y BBVA Research



Europa Emergente: Rating soberano

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

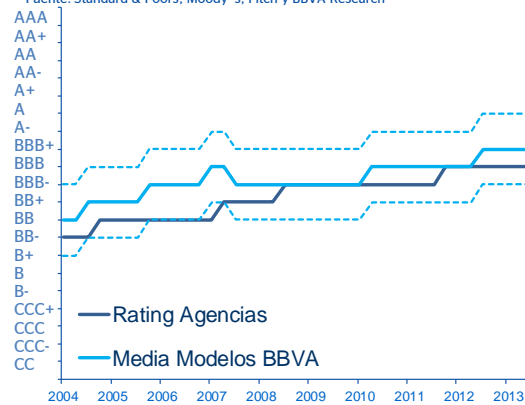
Fuente: Standard & Pors, Moody's, Fitch y BBVA Research



América Latina: Rating soberano

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

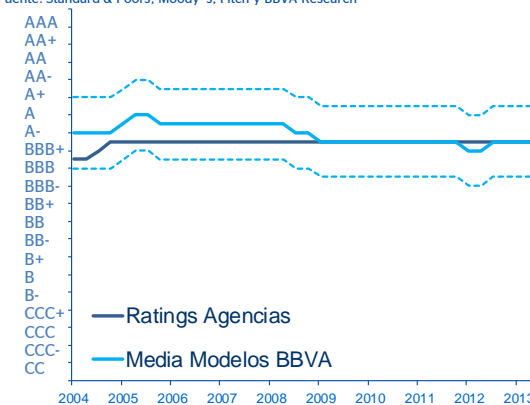
Fuente: Standard & Pors, Moody's, Fitch y BBVA Research



Asia Emergente: Rating soberano

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

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

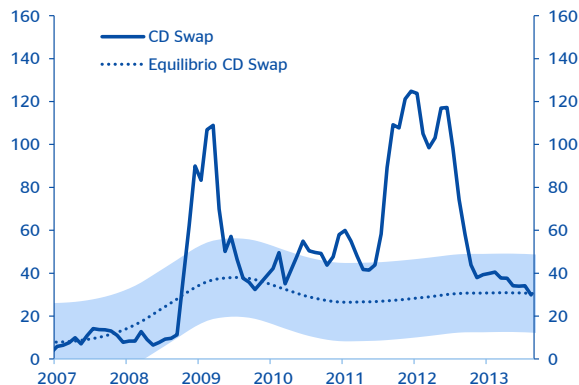


Sección 3

Riesgo Regional: Actualización CD Swaps

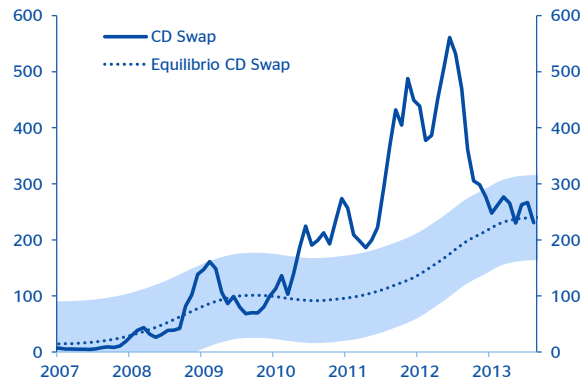
Países Centrales de Europa: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



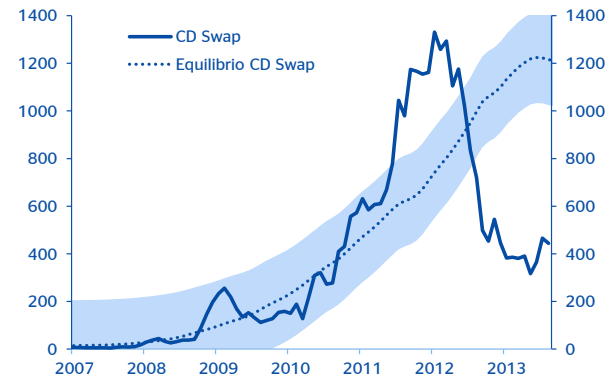
Periferia Europea I: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



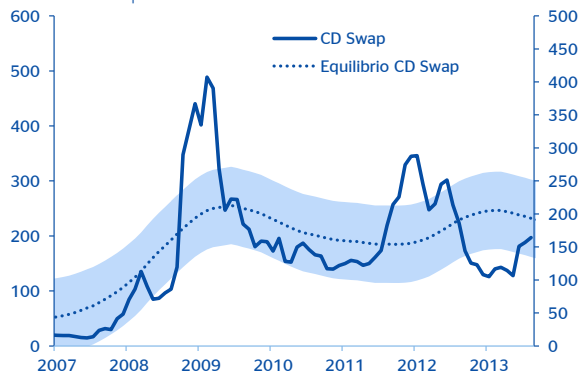
Periferia Europea II: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



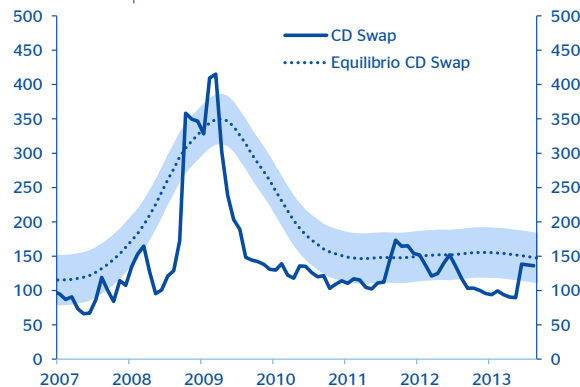
Europa Emergente: CD Swap 5 años

equilibrio: promedio de 4 modelos alternativos + 0.5 desviaciones típicas



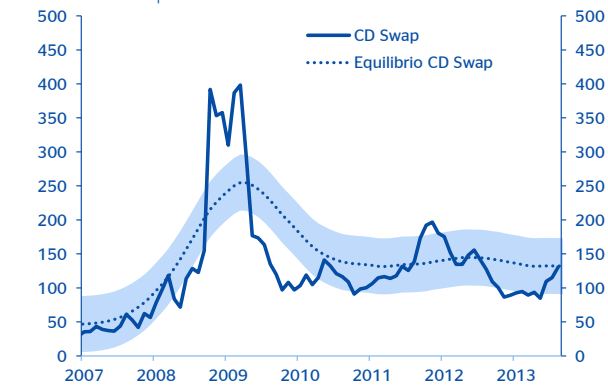
LATAM: CD Swap 5 años

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	108.1	-2.9	100.3	0.6	25.2	18.6	32.1	1.9	1.8	7.7	5.2	0.0	15.8	80	44	59	-0.5	-1.2	-1.6
Canadá	-1.7	0.2	87.0	-3.5	72.1	-2.5	16.1	13.3	23.5	1.5	1.5	7.3	4.0	1.6	4.6	93	18	108	-1.0	-2.0	-1.8
Japón	-8.7	-1.2	245.4	1.2	43.3	-20.2	59.0	49.2	8.9	1.7	-0.1	4.1	6.5	0.1	51.9	65	86	47	-1.0	-1.5	-1.3
Australia	-0.6	-1.2	27.6	-3.8	89.8	-2.3	4.2	3.1	72.2	2.9	2.2	5.3	2.0	2.2	15.5	108	59	122	-0.9	-2.2	-1.8
Corea	1.7	-2.1	32.5	1.4	35.2	1.1	0.7	3.1	14.3	2.3	2.3	3.3	0.4	0.0	0.5	85	72	130	-0.2	-0.5	-1.0
Noruega	-8.6	-1.7	34.1	11.7	141.0	-1.2	-8.0	4.3	39.4	2.5	1.5	3.1	-0.1	6.6	14.8	85	111	114	-1.3	-2.2	-1.9
Suecia	-1.9	-1.5	37.7	6.0	192.9	2.5	4.3	3.4	46.8	1.0	0.3	8.1	2.7	0.0	12.9	85	70	307	-1.3	-2.2	-1.9
Dinamarca	-1.6	0.5	51.8	4.7	190.3	-1.7	10.1	7.3	45.7	0.8	2.0	7.6	-3.3	1.1	14.8	140	83	390	-1.1	-2.4	-1.9
Finlandia	-0.7	-1.2	56.9	-1.7	204.2	-0.4	7.9	5.8	91.1	0.5	2.9	8.1	2.2	-11.8	16.2	65	66	154	-1.4	-2.2	-2.0
Reino Unido	-2.3	-0.3	93.6	-3.1	417.2	0.7	12.6	6.1	31.9	1.0	2.7	7.8	-5.1	-0.6	11.6	94	70	107	-0.4	-1.5	-1.7
Austria	0.3	0.1	74.2	2.2	203.7	0.5	8.4	6.3	83.3	0.8	2.2	4.6	-5.1	0.0	12.6	57	70	155	-1.2	-1.4	-1.8
Francia	0.2	-0.1	93.2	-2.2	204.3	-1.5	17.3	13.4	63.5	-0.1	1.1	11.2	-1.9	-2.6	17.0	56	80	142	-0.6	-1.5	-1.5
Alemania	2.8	0.0	80.3	7.0	163.9	-1.3	7.9	7.9	61.3	0.5	1.7	5.7	-1.3	0.0	24.0	58	53	68	-0.9	-1.7	-1.6
Países Bajos	-0.1	0.0	74.5	8.7	311.3	0.1	12.0	8.6	53.5	-0.5	2.8	6.3	2.5	-11.6	12.1	127	87	117	-1.1	-2.2	-1.8
Bélgica	1.0	1.0	100.3	-0.1	231.2	0.2	18.4	15.8	57.1	0.2	1.7	8.0	-0.9	-1.0	11.5	57	84	74	-0.9	-1.6	-1.4
Italia	3.6	2.4	130.4	0.8	117.5	-0.3	28.4	25.3	35.1	-1.8	1.6	12.0	-0.8	0.0	6.8	45	75	91	-0.6	0.0	-0.4
España	1.4	2.2	92.3	1.0	165.5	0.0	17.6	14.1	29.1	-1.4	1.7	26.2	-19.2	0.0	9.3	78	126	139	-0.1	-1.1	-1.2
Irlanda	-1.3	0.4	122.0	3.4	1002.4	-2.1	13.2	5.7	63.9	1.1	1.3	14.2	-19.9	0.0	25.9	106	173	139	-1.0	-1.5	-1.8
Portugal	1.6	1.2	129.7	4.5	232.2	-0.2	23.0	17.5	60.4	-2.3	0.6	18.3	-9.7	-4.4	24.7	92	105	157	-0.7	-1.1	-1.0
Grecia	4.3	1.0	179.5	-0.3	204.0	-1.8	19.5	14.9	68.2	-4.2	-0.8	27.0	8.3	-12.7	38.7	65	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	17.8	-1.9	95	-0.3	3.9	1.3	47.2	1.2	2.1	12.4	-1.6	0.0	51.5	23	95	104	-0.3	0.2	0.1
Rep Checa	-0.7	-0.2	44.8	-2.1	52	-2.5	11.3	8.4	33.2	0.3	2.3	8.1	1.1	0.0	-2.5	31	40	84	-1.1	-0.3	-1.0
Croacia	-2.8	1.7	53.1	0.0	108	-0.9	11.2	2.3	34.0	-0.2	3.2	15.2	-2.8	n.a.	6.5	39	34	88	-0.5	0.0	-0.2
Hungría	1.9	1.3	79.9	2.1	154	-2.5	21.0	1.7	67.7	0.0	3.2	10.5	-0.4	0.0	9.7	32	66	148	-0.7	-0.3	-0.8
Polonia	-0.3	-0.1	56.8	-3.6	79	-3.6	11.6	1.5	52.8	1.3	1.9	11.0	-0.4	-9.7	9.6	35	39	104	-1.1	-0.5	-0.7
Rumanía	0.7	-0.8	36.9	-4.2	82	0.1	11.6	1.5	47.9	1.6	4.6	7.0	-2.7	0.0	16.2	22	49	114	-0.1	0.2	0.0
Rusia	0.2	-1.2	10.4	2.5	31	3.3	1.6	4.7	19.4	3.4	6.9	5.5	5.0	0.7	-4.1	13	33	117	0.9	1.1	0.8
Turquía	1.3	0.5	36.5	-6.8	42	0.6	9.4	1.0	35.0	3.7	7.1	9.0	8.6	0.0	22.0	15	33	116	0.9	-0.1	-0.1
Argentina	-1.5	-5.5	42.4	-0.1	32	-4.4	8.7	1.4	31.8	2.8	9.8	7.1	2.1	0.9	26.8	8	--	75	-0.2	0.4	0.6
Brasil	3.3	2.4	67.2	-3.3	20	-9.1	17.1	11.6	17.6	2.3	6.2	6.0	3.1	0.0	-12.7	16	38	117	0.0	-0.2	0.0
Chile	-1.0	0.1	11.1	-4.0	45	0.0	0.9	2.4	15.9	4.2	2.5	6.5	0.9	-1.3	-8.4	29	48	180	-0.6	-1.6	-1.4
Colombia	0.1	-1.1	34.4	-3.1	21	-0.7	3.8	3.4	27.7	4.1	2.2	10.3	3.5	9.2	-4.4	16	22	189	1.3	0.3	0.3
México	-0.5	-0.2	43.5	-1.3	30	1.8	10.8	3.0	33.2	1.4	3.4	5.0	1.2	-0.7	6.0	15	26	76	0.7	0.4	0.5
Perú	0.9	-2.8	19.0	-5.6	31	-8.7	2.0	8.3	65.2	5.8	2.8	6.1	1.8	-4.8	-23.0	11	21	90	0.7	0.2	0.6
China	-0.3	-7.7	57.0	2.8	8	11.0	6.2	6.2	...	7.6	2.8	4.1	7.8	-2.6	-19.0	31	85	155	0.7	0.7	0.5
India	-4.3	-4.5	66.4	-4.3	21	-8.3	12.7	3.0	6.7	5.7	7.7	0.0	-1.5	8.3	11.3	9	37	79	1.2	0.6	0.1
Indonesia	-1.4	-5.2	23.4	-2.0	26	0.4	3.7	2.0	54.6	5.9	7.0	5.9	1.2	0.0	21.8	16	12	88	0.8	0.7	0.7
Malasia	-2.1	-2.4	56.0	4.6	33	1.2	10.2	4.4	28.8	4.8	2.5	3.0	1.5	3.2	10.9	92	--	89	-0.2	0.0	-0.5
Filipinas	0.5	-1.9	39.7	3.3	27	6.2	7.5	10.9	38.9	6.1	3.5	7.0	-0.3	14.7	23.2	2	27	65	1.4	0.8	0.5
Tailandia	-2.5	-4.8	45.9	1.0	39	5.6	8.2	3.7	10.3	4.7	3.2	0.7	-4.1	0.0	23.9	25	24	104	1.0	0.4	0.2

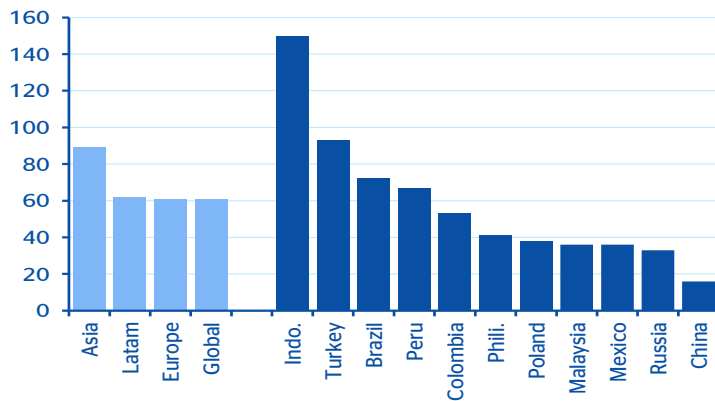
*Indicadores de vulnerabilidad: (1) %PIB, (2) Desviación de la media móvil de 4 años, (3) % de la deuda total, (4)% año a año, (5) % Fuerza laboral total, (6) Créditos sobre depósitos del sistema financiero, (7) Indicadores de gobernanza del Banco Mundial

Tema especial: grandes rasgos del “sell off” de mercados emergentes

Desarrollo de los mercados durante el “Sell-Off”

(Incremento de la prima de riesgo desde el *tapering* de la FED)

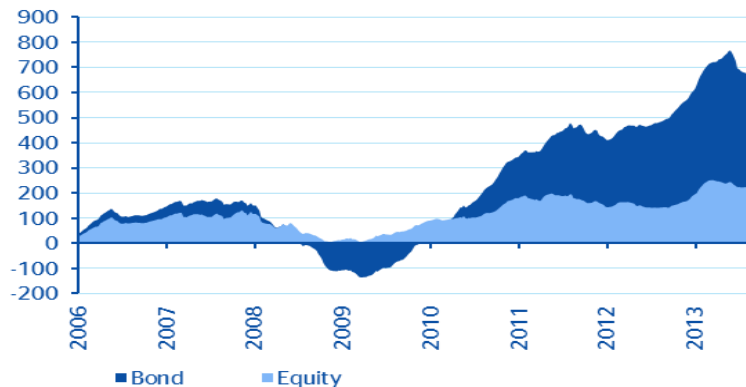
Fuente: BBVA Research



Flujos de cartera acumulados hacia emergentes

(Entradas en renta fija y variable)

Fuente: BBVA Research



Los precios de activos en países emergentes y los flujos de capital hacia estos mercados han sufrido una acusada corrección a la baja desde mayo. Es decir, en términos generales, la corrección ha sido importante tanto en precios como en cantidades.

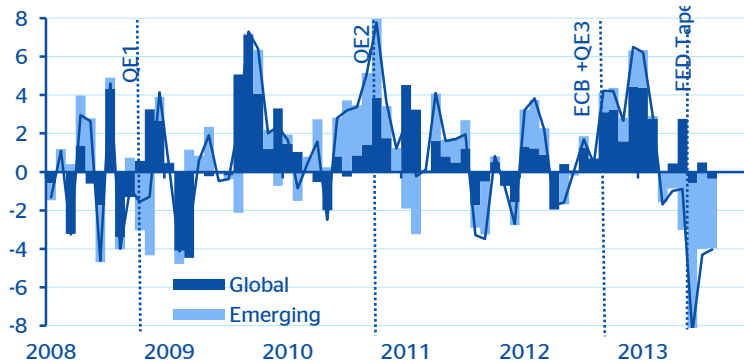
- **Los precios de los activos financieros reaccionaron negativamente,** la caída acumulada de las rentabilidades de los mercados de valores fue asimétrica, con Turquía a la cabeza con una corrección del -25% desde mayo que contrasta con un +4% en Polonia. En términos generales, la prima de riesgo de EMs ha repuntado 70 pbs induciendo una depreciación media del 8% entre sus divisas. La corrección tuvo tintes globales con los principales mercados emergentes como Turquía, Brasil, México, India e Indonesia bajo presión.
- **Los flujos de cartera hacia los mercados emergentes sufrieron una caída severa.** De acuerdo a nuestras estimaciones: desde mayo hasta finales de agosto, cerca de \$113 m.M han abandonado activos ubicados en EMs y esta salida ha sido especialmente pronunciada entre los activos de renta fija. El ajuste fue especialmente severo en junio, continuando en julio y agosto aunque aun rimo visiblemente más moderado.

Cuatro han sido los factores determinantes de la recomposición global de carteras

- **La incertidumbre en torno a la normalización de la política monetaria de la Fed se incrementó** a partir de mayo, cuando Bernanke abrió la puerta al *“tapering”*. Esto operó a través de dos canales principales:
 - **A través de la señalización del fin de la política monetaria ultra-expansiva** : Desde mayo, los mercados descuentan hoy un incremento de los Fed Funds de 100 pbs ya en el 2016.
 - **Vía la normalización del balance de la Fed (dilución del QE).** Estimamos que el exceso acumulado de inversión en cartera en EMs debido al QE3 alcanzó \$215 m.m. en el máximo de mediados de mayo 2013. Hoy 60% aprox. de dicho exceso ha sido corregido debido al *“sell-off”*. Aunque aun queda margen para nuevas correcciones, esperamos que la senda seguirá siendo mas suave que en junio.
- **La desaceleración y deterioro de expectativas de crecimiento de emergentes.** La desaceleración de China y los problemas de liquidez en su mercado interbancario junto al incumplimiento de expectativas de crecimiento en economías emergentes mas relevantes (con Brazil e India a la cabeza) , contribuyeron a la severidad del ajuste entre los carteras de emergentes, induciendo salidas masivas de capitales. La inestabilidad social en países como Turquía y Brasil también contribuyo al deterioro de las expectativas.
- **Factores técnicos contribuyeron al ajuste de carteras sobre grandes emergentes.** En términos generales, estamos asistiendo a una rotación entre activos (de renta fija a variable) y mercados (emergentes a desarrollados), Independientemente a sus fundamentales, los mercados más líquidos han sido los que han protagonizado la mayor parte del ajuste.

Tema especial: grandes rasgos del “sell off” de mercados emergentes

Flujos de cartera hacia mercados emergentes
(Flujos sobre activos totales según su contribución por factores)
Fuente: BBVA Research



- **La propagación de tensiones sociales en algunos mercados emergentes** relevantes como Turquía y Brasil **y recrudecimiento de las tensiones en Oriente Medio** (Egipto & potencial acción aliada sobre Siria) añade volatilidad

Pese a todo, aun somos positivos con los mercados emergentes:

- **La vulnerabilidad de estos mercados aun es reducida.** Esto es cierto tanto en términos históricos como en términos relativos a la de los países desarrollados. El endeudamiento privado, publico y externo es históricamente bajo, la mayoría de los EMs funcionan ahora bajo regímenes de tipo de cambio flexibles y, al contrario que durante otras crisis, el endeudamiento en moneda extranjera ha desaparecido en muchos de los EMs
- **La “corrección” de emergentes debería servir de lección a los bancos centrales de DMs** sobre las consecuencias de su política monetaria. En este sentido, se deberían observar mejoras en el canal de comunicación de su política monetaria
- **Hay factores tanto estructurales como cíclicos para confiar en EMs.** Por el lado estructural, los EMs permanecen infrarrepresentados en las carteras de inversión internacionales, lo que irá cambiando gradualmente. Por el lado cíclico, la corrección ha estado dominada por un factor latente muy centrado en emergentes pero íntimamente ligado al exceso artificialmente creado con el QE3. En este sentido, el exceso ha sido corregido en gran medida (60%) y los precios de los activos EMs se encuentran ahora cerca de su precio de equilibrio

Exceso acumulado en carteras de emergentes
(Flujos acumulados hacia EMs desde 2005)
Fuente: BBVA Research, FMI y EPFR



Apéndice: BBVA Research Capital Flows Tracker

Hemos desarrollado un instrumento para analizar y predecir flujos de cartera. Empleando datos de alta frecuencia, analizamos las dinámicas de estos flujos desde la perspectiva del inversor, del activo y de las regiones. Este instrumento permite identificar factores globales, regionales e idiosincráticos subyacentes a la dinámica de flujos y a través de estos estudiar la contribución histórica de shocks como Lehman, el QE, el Sell Off etc. De esta manera podemos hacer predicciones en horizontes cercanos

$$(1) PF_t = CX_t + V_t$$

$$(2) X_t = AX_{t-1} + FW_t$$

Juntos forman un “Sistema de Espacio -Estado” en donde (1) es la ecuación de medida, PF(t) es una matriz de flujos de capital, X(t) la de factores latentes (global, regional e idiosincrático) y C la matriz que los relaciona. V(t) es una matriz de errores de medida (Ruido). (2) es la ecuación de transición que permite la dinámica de los factores latentes, en la que A es la matriz de parámetros que define la dinámica de la transición, W(t) una matriz de shocks (Señal) a la dinámica y F una matriz de control de la relación Ruido/Señal y . Así los factores estimados pueden evolucionar en el tiempo, dotando de dinámica a la ecuación de medida y permitiendo hacer previsiones de los flujos de capital

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

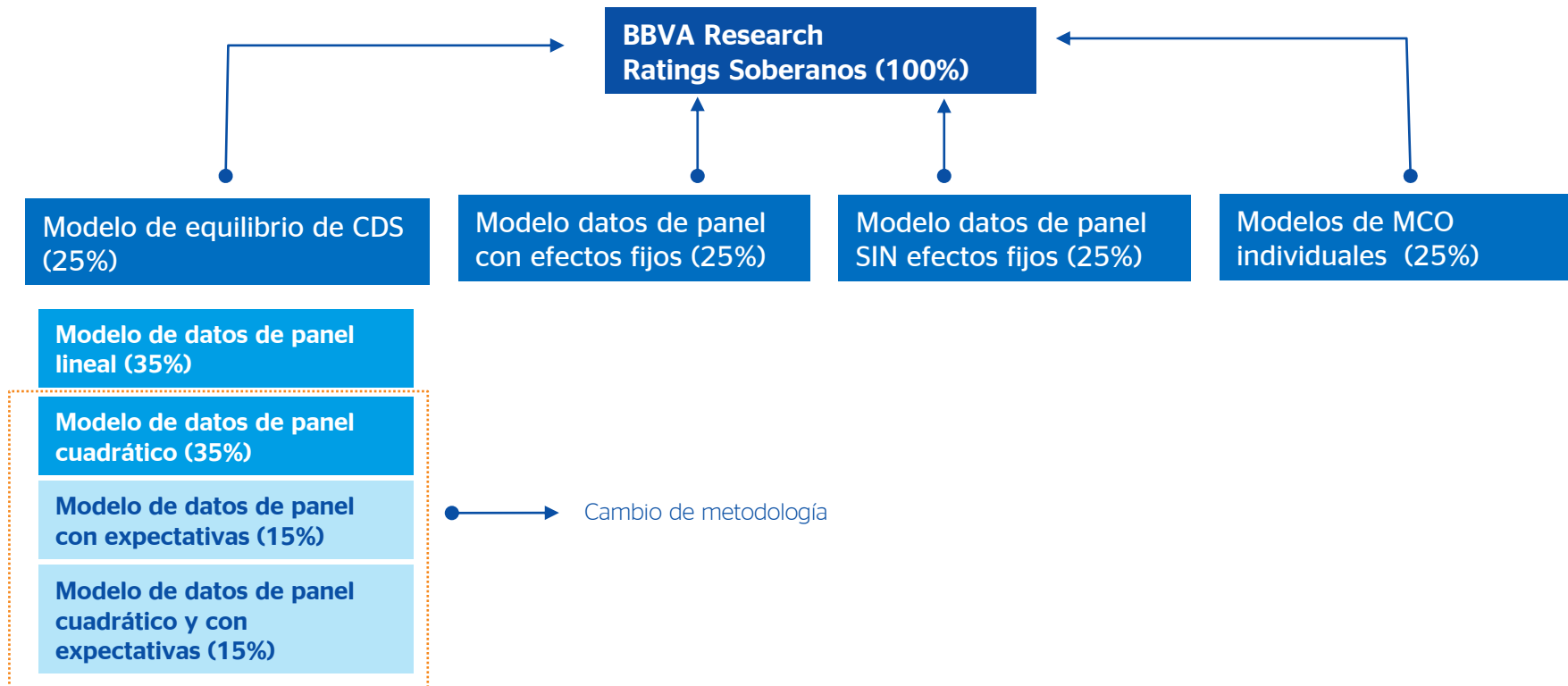
- **Metodología de los ratings soberanos de BBVA Research:** Elaboramos nuestros ratings soberanos tomando la media de cuatro modelos de ratings desarrollados por BBVA Research:
 - **Modelo de panel CDS de equilibrio:** Este modelo estima los niveles actuales y realiza previsiones de los niveles de equilibrio 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