

Informe trimestral de Riesgo País

Análisis Transversal de Economías Emergentes - Mayo 2012

Resumen

Mercados financieros y Aversión global al riesgo

- **El estrés financiero se redujo parcialmente tras las medidas de liquidez de los Bancos Centrales (LTRO).** Sin embargo, el movimiento no ha sido simétrico. Las principales beneficiarios fueron los EE.UU. y los mercados emergentes. En cambio, **las tensiones financieras siguen altas en Europa**, sobre todo en los segmentos soberano, bancario y de tipos de interés. La parte positiva es que los Ted spread de EE.UU. y Europa reaccionaron positivamente a las medidas de liquidez
- **Los flujos de capital mejoraron** desde su fuerte descenso del segundo semestre de 2011, **especialmente en los mercados emergentes.** Los flujos a Europa emergente siguieron relativamente estancados pese a estar ya en niveles muy bajos el año pasado

Actualización de Mercados y Ratings de deuda soberana

- **Los diferenciales de los CDS soberanos continuaron ampliándose en Europa**, reflejando la persistencia de las tensiones. Los países nórdicos y Alemania siguen siendo los mercados refugio, mientras que en Francia la presión continúa alta. En cuanto a los **mercados emergentes**, observamos un **repunte de los diferenciales en Europa emergente y niveles bajos y estables en Asia y Latinoamérica** (excepto Argentina y Venezuela)
- **Salvo en España, el ciclo de rebajas de rating se ha relajado en Europa occidental. En los mercados emergentes, las agencias de rating recortaron la calificación de algunos países europeos, mientras que en Latinoamérica se ha estabilizado el impulso alcista**

Nuestra valoración del riesgo país

- **Nuestras herramientas y modelos sugieren que podría haber más rebajas de rating en Europa tanto en los países periféricos como en algunos centrales.** Entre los países centrales, **Francia sigue siendo vulnerable**
- Los países de **Europa Emergente continúan presentando el riesgo más alto** entre los Mercados emergentes: Eslovenia y Eslovaquia han sufrido rebajas recientemente, en línea con las expectativas de nuestros modelos
- **No ha habido cambios significativos de nuestra perspectiva de riesgo en Latinoamérica.** Las vulnerabilidades se centran principalmente en factores institucionales e inflación en algunos países
- **En Asia, nuestros modelos apuntan a una mejoría de Australia y confirman la reciente mejora de la calificación de Indonesia. Japón continua bajo presión debido a sus elevados niveles de deuda**

Resumen

Temas específicos

- **No solo los países desarrollados, sino también los emergentes han expandido los balances de sus Bancos Centrales (BC)**
 - Sin embargo, **las fuentes de esta expansión han sido muy distintas: Activos internos netos en los BC de países desarrollados y activos externos netos en general en los BC de los Mercados Emergentes**
 - Los **riesgos de expansión** del balance difieren según las fuentes de la expansión, su traslación a la base monetaria, la situación cíclica de la economía y la velocidad de circulación del dinero
 1. **La inflación puede ser un riesgo para los BC que han permitido trasladar la expansión de los balances a la base monetaria y su ritmo de crecimiento es más expansivo. El vínculo dinero-inflación es más débil en los mercados desarrollados y la brecha de producción es mucho mayor**
 2. **En los Emergentes la actitud de algunos BC de países emergentes debería ser más prudente, las brechas de producción y la velocidad de circulación del dinero se están recuperando más rápido, generando mayores presiones inflacionistas**
 3. **Otros riesgos** están relacionados con la calidad, a veces dudosa, de los activos internos netos de los BC así como con los efectos de valoración de **los tipos de cambio y los tipos de interés por el lado de los activos externos netos**. El primer riesgo es más real para los BC de países desarrollados y el segundo para los de las economías emergentes

Índice

1 Mercados financieros internacionales, aversión global al riesgo y flujos de capital

2 Actualización de mercados y ratings soberanos

3 Vulnerabilidad económica y valoración interna del riesgo país por regiones

4 Temas específicos

Expansión del balance de los Bancos Centrales en economías desarrolladas y emergentes:
¿Cuáles son los riesgos?

Anexo

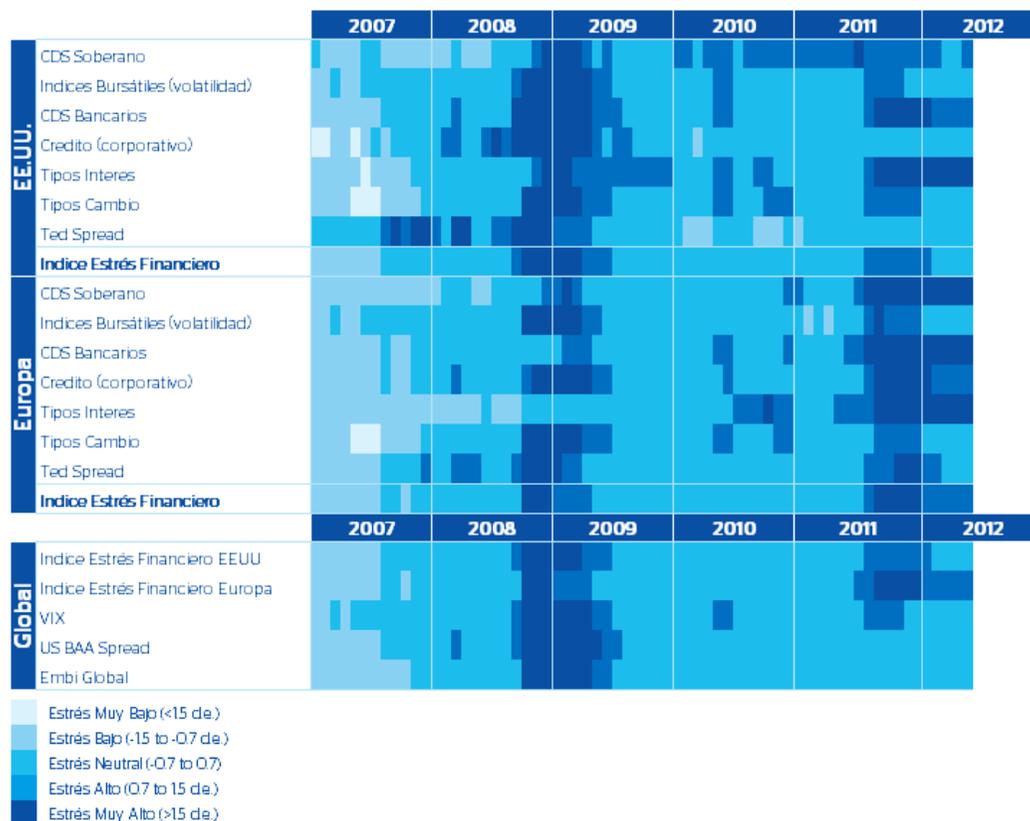
- Apéndice metodológico

Sección 1

Estrés de los mercados financieros y Aversión global al riesgo

Mapa de estrés financiero

Fuente: BBVA



- **El nivel de estrés de los mercados financieros desarrollados se suavizó en el primer trimestre del año como consecuencia de las inyecciones de liquidez del BCE a través de LTRO a 3 años.** Los efectos de las medidas fueron diversos: especialmente positivos para la renta variable, las divisas y los componentes de los Ted spreads, y menos claros para los CDS bancarios y soberanos
- Más concretamente, **la deuda soberana europea siguió en zona de alta tensión** en el 1T, con un aumento preocupante a principios del 2T. Los mercados de crédito mejoraron ligeramente, pero los CDS bancarios siguen altos, reafirmando la conexión deuda soberana-banca. La respuesta de la renta variable fue muy positiva y los Ted spread o prima interbancaria se redujeron parcialmente
- **El estrés financiero estadounidense se suavizó, pero continúan las tensiones.** Casi todos los segmentos volvieron a neutral, si bien los tipos de interés y los CDS bancarios siguen vinculados a la volatilidad europea
- Los **mercados emergentes** han sido los más beneficiados por el activismo de los Bancos Centrales de los mercados desarrollados y su rendimiento fue relativamente mejor. El índice VIX de volatilizada en los mercados de acciones regresó a niveles normales y tanto los mercados de deuda como los de divisas resultaron favorecidos por la reducción de las tensiones en los mercados desarrollados a lo largo de casi todo el 1T. La reactivación de los problemas de la zona euro a principios del 2T han desencadenado una renovada volatilidad en los mercados de divisas

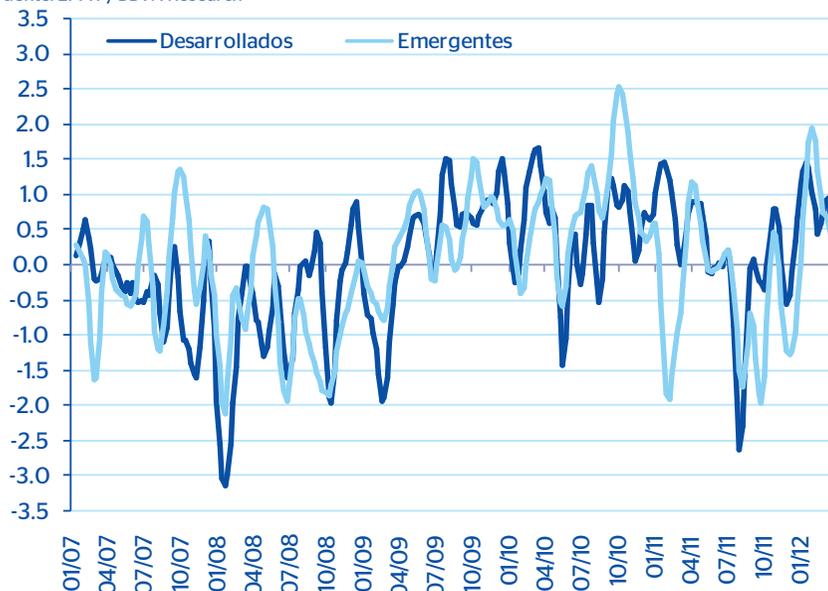
Sección 1

Actualización de flujos de capital

Flujos netos de fondos en renta variable y renta fija

(en unidades estandarizadas en el periodo 2006-2012)

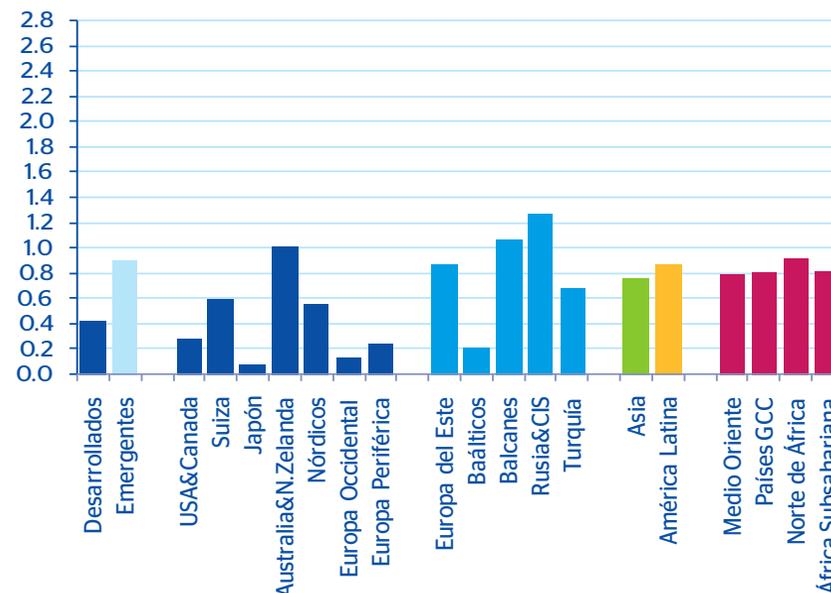
Fuente: EPFR y BBVA Research



Reversión de los flujos netos de fondos de renta variable y renta fija

(variación entre oct-dic 2011 y ene-abr 2012 en unidades estandarizadas en el periodo 2006-2012)

Fuente: EPFR y BBVA Research



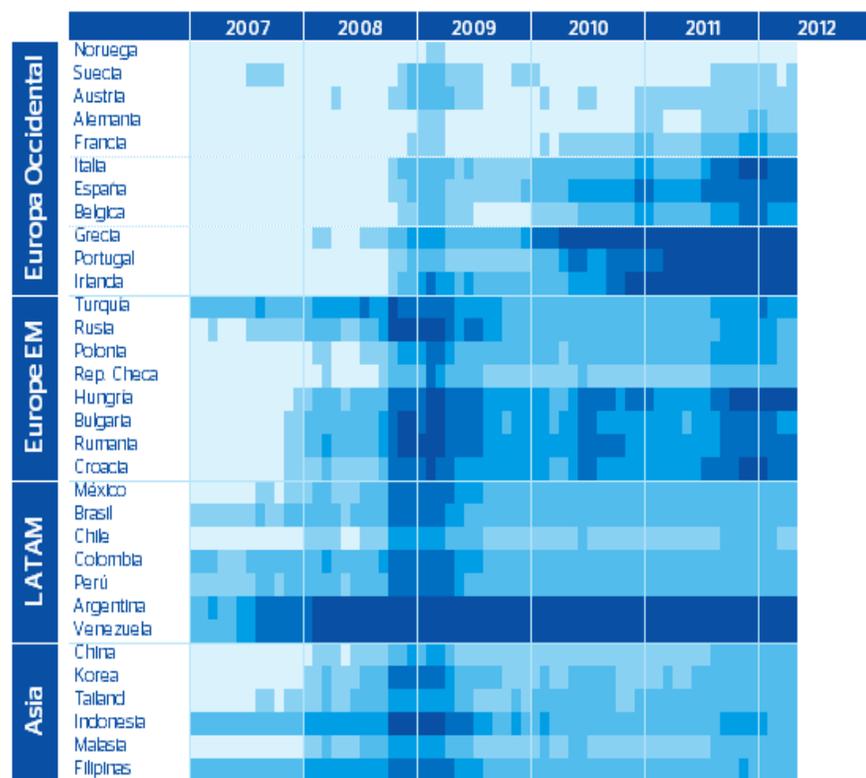
- Los flujos de capital (renta fija y renta variable) repuntaron con fuerza en el primer trimestre de 2012, destacando los mercados emergentes. Los flujos de capital hacia los mercados desarrollados han sido desiguales. Los países exportadores de materias primas registran los flujos más elevados, seguidos por EE.UU.
- La reversión positiva de los flujos hacia mercados emergentes fue especialmente importante en Europa, siendo Rusia y los Balcanes los más beneficiados, seguidos por Turquía

Sección 2

Actualización de mercados soberanos

Diferenciales de CDS soberanos

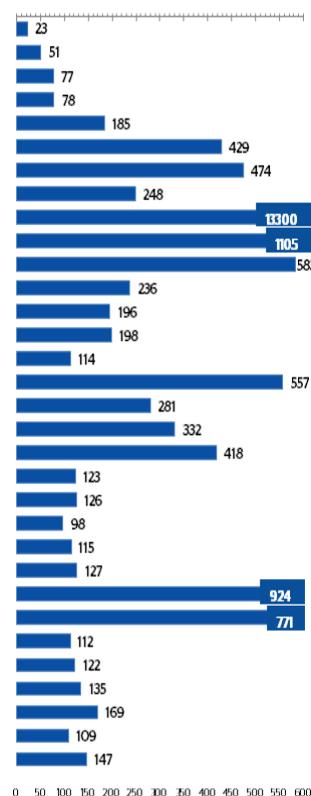
Fuente: Datastream y BBVA Research



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.)

Abril 2012

Media mensual



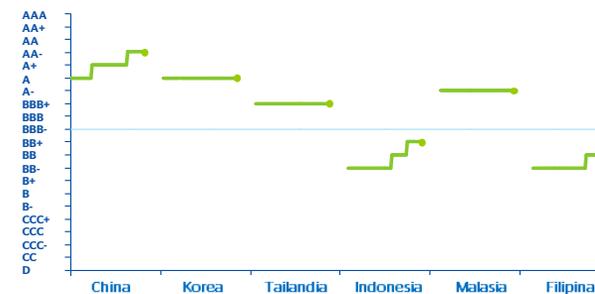
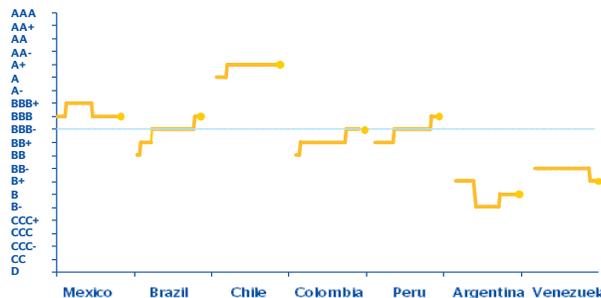
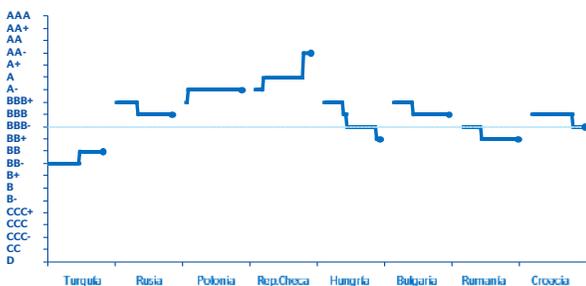
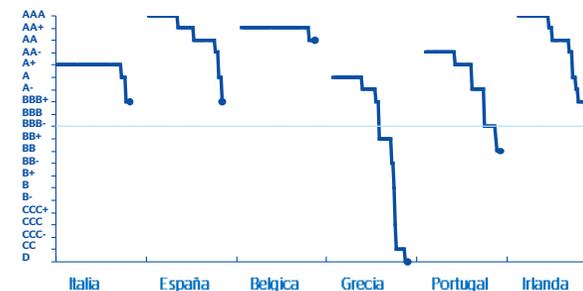
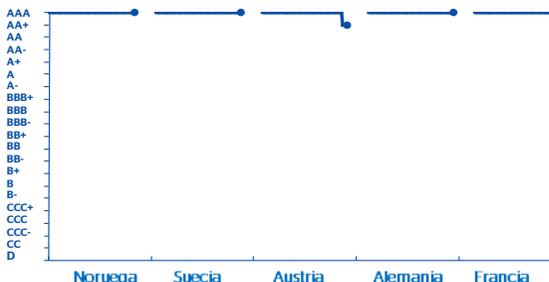
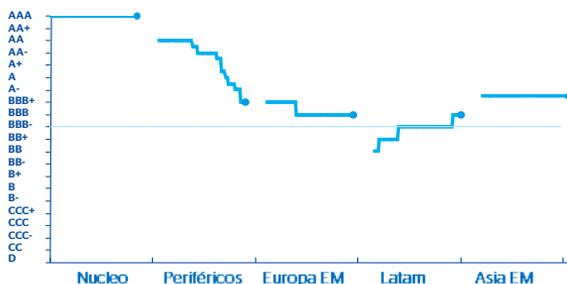
- Los diferenciales soberanos (CDS) europeos siguieron ampliándose de forma desigual.** Solo Noruega se mantuvo por debajo de 50 p.b., mientras que Austria y Alemania aumentaron, llegando a casi 100 p.b. y evidenciando cierto contagio desde los países periféricos. En la periferia, Italia y España sufrieron niveles crecientes de riesgo país. Los CDS de Grecia, Portugal e Irlanda siguen en niveles críticos pese a los programas de rescate
- Algunos CDS soberanos de Europa del Este registraron fuertes subidas en el 1T 2011.** La situación se deterioró con mucha rapidez en Hungría debido a la incertidumbre económica y política. Bulgaria y Rumanía sobrepasaron la marca de 400 p.b. y el deterioro de Croacia fue también notable. Turquía, Polonia y Rusia lo hicieron relativamente mejor
- Los CDS de América Latina continuaron en niveles relativamente bajos dentro del grupo de mercados emergentes.** Chile permanece en un nivel muy bajo y México y Brasil permanecen cerca de 130 p.b. **Argentina y Venezuela continúan resaltando por las elevadas primas de riesgo.**
- Los CDS asiáticos han sufrido algún contagio de las tensiones en Europa. A pesar de esto,** China, Corea y Malasia permanecieron cerca de 150 p.b., mientras que Indonesia y Filipinas llegaron a 200 p.b.

Sección 2

Actualización de ratings de deuda soberana

Índice de rating soberano 2007-2012

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.

- **Europa desarrollada: El ciclo bajista de los ratings soberanos se detuvo tras las rebajas generalizadas de Europa de enero.** No obstante, **parte de la periferia europea sigue en el ciclo de recortes (Portugal y España).** Un dato positivo es que algunas agencias eliminaron la perspectiva negativa de Irlanda.
- **Algunos mercados emergentes también han sufrido rebajas desde nuestro último informe. En concreto Hungría, Eslovaquia y Eslovenia. En Asia, el rating soberano de Indonesia subió** hasta alcanzar el grado de inversión. **En América Latina, la tendencia alcista se estabilizó** y no hubo movimientos significativos en el trimestre

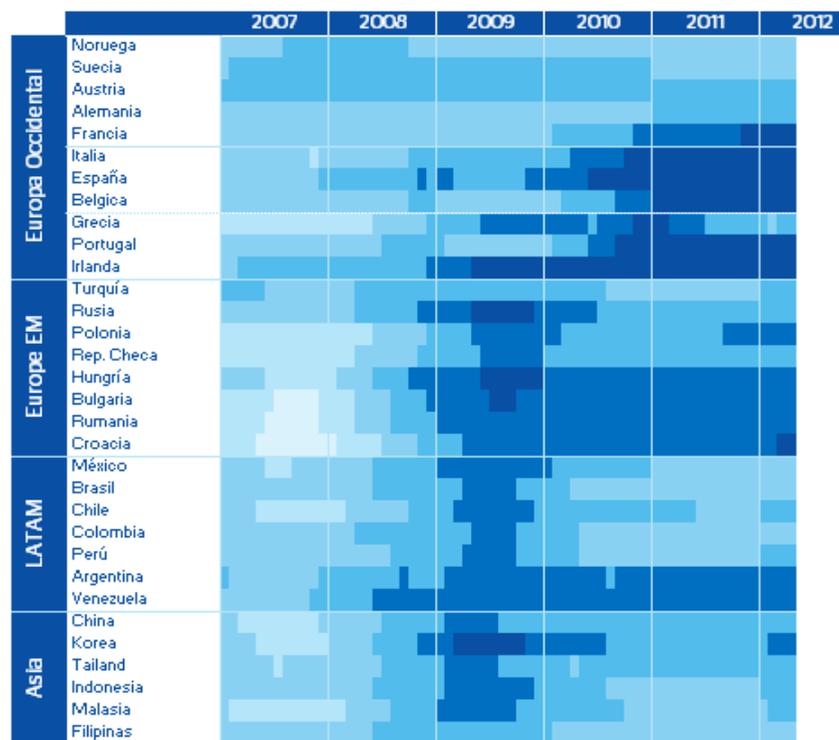
Sección 2

Mapa de presiones bajistas sobre el rating soberano

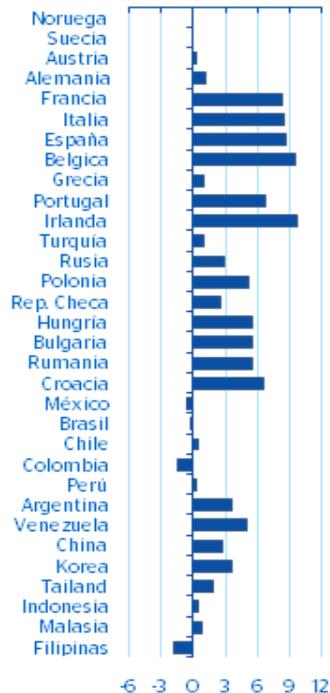
Mapa de presiones bajistas de las agencias de rating **Abril 2012**

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

Fuente: BBVA Research



Abril 2012
Fin de mes



- **El rating implícito en los mercados financieros (aproximado por la cotización de los CDS soberanos) sigue reflejando una perspectiva desigual** con la periferia europea (y algunos países centrales como Francia) bajo presión
- **La presión bajista se mantuvo intensa en la periferia de Europa**, donde los CDS cotizaban entre 6 y 9 escalones por debajo de los ratings efectivos de las agencias. **Este patrón es especialmente claro en España, Bélgica, Italia e Irlanda. Además, los CDS continúan presionando a la baja la calificación de Francia**
- **La presión de rebajas de rating en Europa emergente está aumentando**, especialmente en Hungría y Croacia, y algo menos en Polonia. Turquía sigue siendo el más seguro
- **América Latina se mantiene desigual: algunos de los países descuentan varias subidas de rating soberano** (concretamente Colombia, México y Brasil), mientras que **Argentina y Venezuela continúan mostrando presiones bajistas**
- **Asia permanece en el área neutral**, aunque China y Corea registran algunas tensiones. **Filipinas siguió apuntando cierto potencial alcista, e Indonesia y Malasia mantienen niveles cercanos a neutrales**

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.

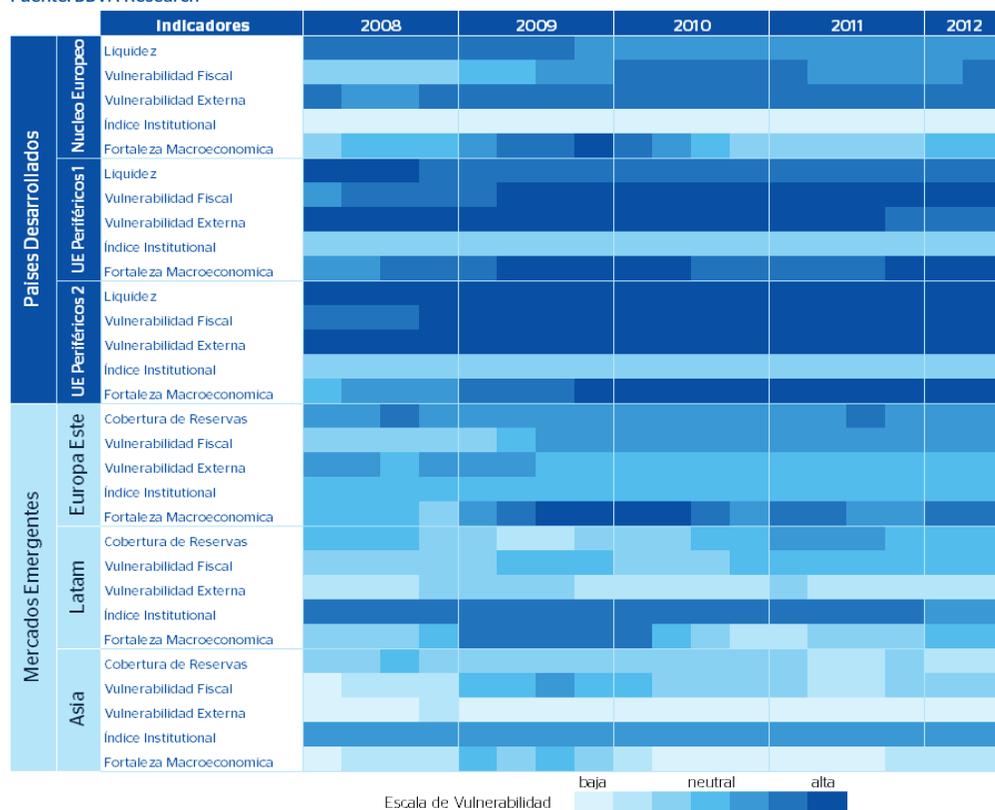
Sección 3

Mapa de vulnerabilidad mundial

Mapa de vulnerabilidad macroeconómica

(en función de componentes principales de distintas variables de vulnerabilidad).

Fuente: BBVA Research



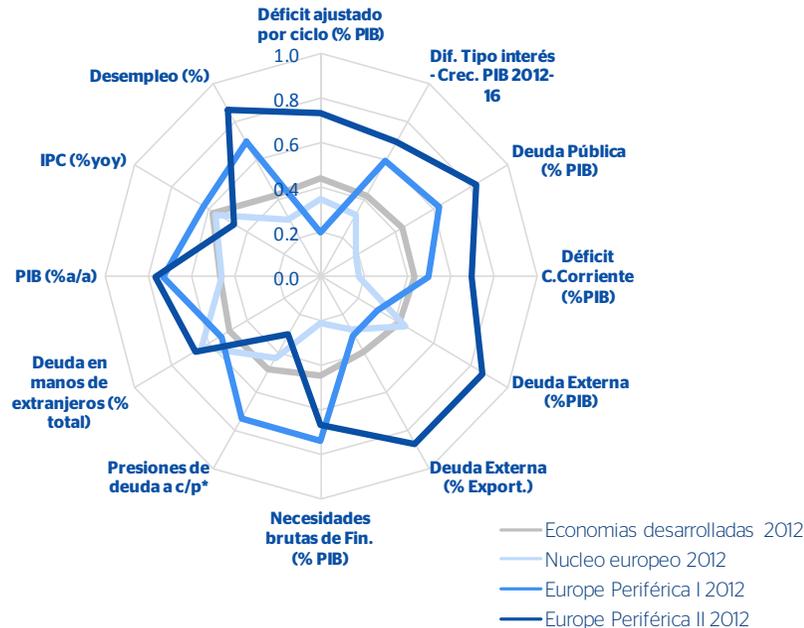
- **La vulnerabilidad de los países centrales de Europa (centro de Europa y países nórdicos) se mantiene alta respecto a niveles históricos, aunque inferior a la de los países periféricos.** En el 2T hubo algo de deterioro al aumentar la deuda pública
- **El riesgo en los países de la Periferia 1 de la UE (Bélgica, Italia, España) sigue concentrado en la dimensión fiscal.** Aparte de esto, la liquidez y los riesgos externos mantienen su importancia pese al ajuste externo de algunos países. El índice de vulnerabilidad macroeconómica se mantiene alto, debido al deterioro de la actividad económica y el desempleo
- **La vulnerabilidad en los países rescatados de la UE (Grecia, Irlanda y Portugal) sigue siendo extremadamente alta,** y la debilidad en las dimensiones de liquidez, fiscal y externa se mantiene en niveles máximos
- **Europa emergente siguió a la zaga del resto de los países emergentes,** y la liquidez internacional (cobertura de reservas internacionales) y la dimensión macroeconómica aún están en zona de vulnerabilidad alta
- **La vulnerabilidad de América Latina permanece relativamente baja,** con la mayoría de los componentes en niveles inferiores a los neutrales. El índice institucional sigue siendo el principal lastre de la región
- **Asia emergente aún es el área de menor riesgo.** Casi todas las dimensiones de vulnerabilidad continúan en la zona de vulnerabilidad neutral o baja

Sección 3

Actualización de riesgo regional: Europa occidental

Europa occidental: radar de vulnerabilidad 2012

(todos los datos de 2012, posición relativa de economías desarrolladas)
Fuente: BBVA Research



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

- **La vulnerabilidad de Europa occidental continúa elevada debido principalmente a los países de la periferia de la UE.** Aunque la posición de los países centrales (nórdicos y Europa central) se mantiene por debajo de la media de los países avanzados, **los indicadores de vulnerabilidad de la periferia de la UE continúan relativamente altos**, con la sostenibilidad presupuestaria y las posiciones externas muy por encima de la media de los países desarrollados
- **Pese a la alta vulnerabilidad respecto a niveles históricos, la posición relativa de los países centrales de Europa sigue por debajo de las economías avanzadas (principalmente por las posiciones de riesgo aún más alto de EE.UU., Reino Unido y Japón).** La vulnerabilidad fiscal es inferior a la media debido a unos niveles más bajos de deuda y a los bajos déficits presupuestarios estructurales. La vulnerabilidad externa también proporciona cierto respaldo. **Francia sigue siendo la excepción**, con una vulnerabilidad externa y de liquidez muy superior a la del resto del grupo
- **La debilidad de la Periferia europea I (Bélgica, Italia y España) sigue siendo importante. La consolidación fiscal ha aportado algunas mejoras de los déficits ajustados por el ciclo.** No obstante, tanto los diferenciales de tipos de interés-crecimiento del PIB como los niveles de deuda siguen vulnerables. La vulnerabilidad externa muestra una mejor posición que la de los países rescatados, pero la liquidez aún es un problema (elevadas necesidades brutas de financiación)
- **La debilidad de la Periferia europea II (“países rescatados”) continúa siendo extremadamente alta.** Los indicadores de sostenibilidad de la deuda siguen en niveles elevados de riesgo, pese a las mejoras de los déficits ajustados por el ciclo. La vulnerabilidad externa también continúa siendo muy elevada. La presión a corto plazo mejoró tras los rescates, ya que las necesidades brutas de financiación, relativamente altas, quedarán cubiertas por los créditos oficiales. Las elecciones griegas plantean riesgos inmediatos

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.

Sección 3

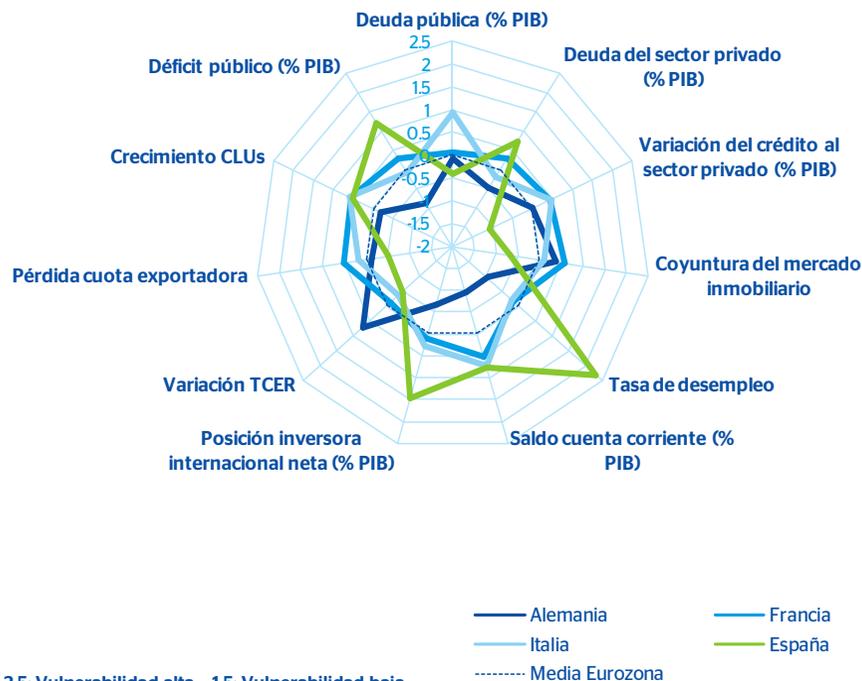
Dentro de Europa: Mecanismo de Alerta de Desequilibrios (AIM, Alert Imbalances Mechanism)

Zona euro: Mecanismo de Alerta de Desequilibrios

(AIM, Alert Imbalances Mechanism)

Fuentes: Fuentes nacionales, BCE, Eurostat, OCDE, IFS y BBVA Research

Nota: Desviación estándar respecto a la media normalizada de la zona euro en los últimos datos disponibles de 2011 en base trimestral



2,5: Vulnerabilidad alta , -1,5: Vulnerabilidad baja

La Comisión Europea implementó el Mecanismo de Alerta de Desequilibrios (AIM) para una pronta detección de desequilibrios y para ayudar a realizar el ajuste subsiguiente. Las divergencias entre países europeos son relativamente importantes en algunas variables, sobre todo las relativas a la posición externa y la competitividad

El mecanismo contiene entre otros los siguientes indicadores:

- Cuenta corriente:**

media de 3 años entre +6%/-4% del PIB

España y Portugal están convergiendo con rapidez; la cifra de Grecia muestra más persistencia

- Posición de inversión internacional:**

El umbral queda claramente sobrepasado en la periferia. El ajuste será lento

- Competitividad externa:**

Medida por costes laborales unitarios, cuotas de mercado de exportación y evolución real de los tipos de interés efectivos. Los costes laborales unitarios están descendiendo en los países periféricos

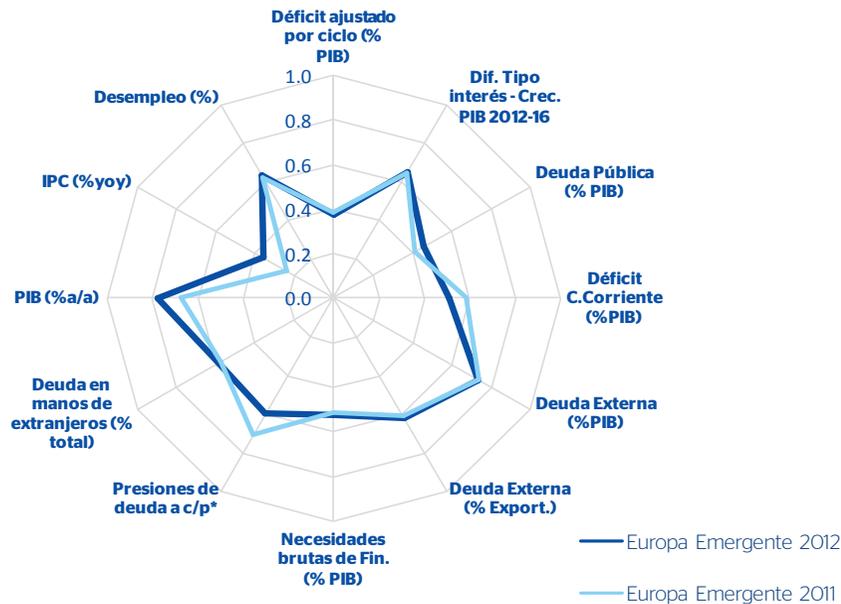
Sección 3

Actualización de riesgo regional: Europa emergente

Europa emergente: radar de vulnerabilidad 2012

(todos los datos de 2012, posición relativa de países de economías emergentes)

Fuente: BBVA Research



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

•Emergentes: (Reservas frente a deuda pública 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.

- **La debilidad de Europa emergente sigue por encima de la media de los países emergentes,** y algunos países muestran canales de contagio desde Europa occidental a través del comercio y el sector bancario
- **La vulnerabilidad fiscal continúa en niveles neutrales,** con déficits presupuestarios ajustados por el ciclo y niveles de deuda en torno a los niveles medios de mercados emergentes, pero con cierto riesgo de sostenibilidad ante diferenciales de tipos de interés-crecimiento del PIB más altos. Los problemas presupuestarios son relativamente mayores en Polonia, Hungría y Croacia que en el resto de la región
- **La sostenibilidad externa continúa siendo el principal problema,** ya que los niveles de deuda externa siguen por encima de la media de mercados emergentes y los déficits por cuenta corriente plantean dificultades en algunos países. Excepto Rusia, la mayoría de los países presentan una vulnerabilidad externa superior a la media de los países emergentes. En Turquía, los niveles de deuda son manejables pero el déficit por cuenta corriente actual sigue siendo elevado
- **La cobertura de las reservas internacionales continúa siendo baja** en comparación con los mercados emergentes. Esto plantea algunos riesgos si la crisis de deuda de la zona euro empeora
- **El bajo crecimiento económico relativo y un desempleo más alto lastran la región.** El crecimiento económico de Turquía es notable, pero el nivel de inflación permanece elevado

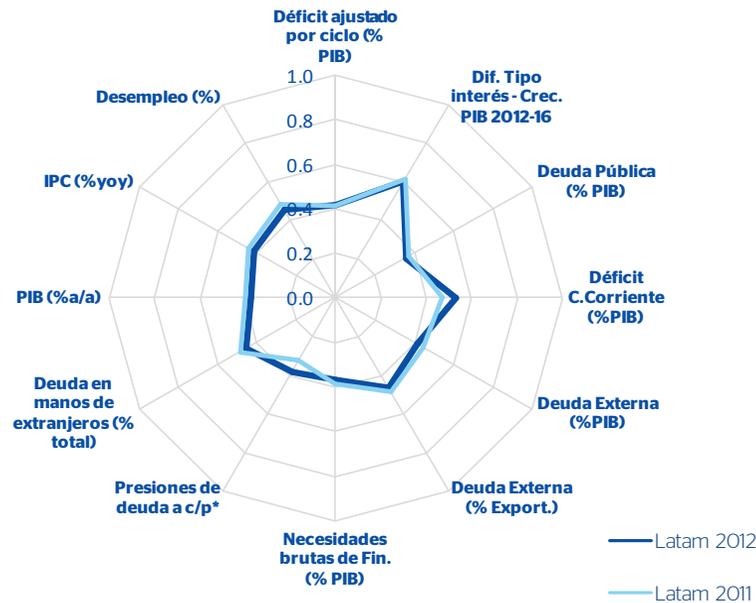
Sección 3

Actualización de riesgo regional: América Latina

América Latina: radar de vulnerabilidad 2012

(todos los datos de 2012, posición relativa de países de economías emergentes)

Fuente: BBVA Research



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

Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparada 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.

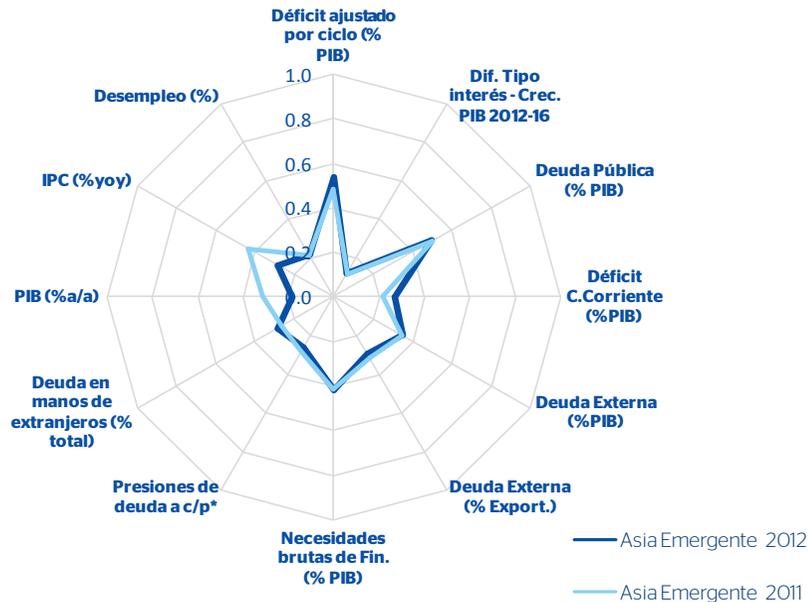
- **La posición de vulnerabilidad de América Latina continúa en niveles relativamente sólidos; las principales excepciones son Argentina y Venezuela.** La significativa mejora de las ratios fiscal y externo observada en los últimos diez años proporciona a la región una posición mucho más fuerte para abordar episodios de crisis.
- **La vulnerabilidad fiscal permanece** baja y cercana a la media de los países emergentes. Los déficits presupuestarios ajustados por el ciclo se mantienen en zona segura, y los niveles relativamente bajos de deuda pública proporcionan cierto respaldo. Sin embargo, un crecimiento a largo plazo no demasiado alto y unos elevados tipos de interés plantean algunos retos para la dinámica de la deuda pública en algunos países, especialmente en Brasil. Por ello, Brasil debería aumentar sus esfuerzos para mejorar las variables presupuestarias. Por último, Venezuela aún sigue muy vulnerable.
- **La vulnerabilidad externa también está cerca de la media de los mercados emergentes** y los déficits por cuenta corriente son la única variable que supera el promedio de países emergentes. Sin embargo, los niveles de deuda externa (tanto con relación al PIB como a las exportaciones) presentan niveles bajos de vulnerabilidad.
- **Las presiones de liquidez son relativamente bajas.** Los ratios de cobertura de reservas continúan en la zona más segura; las necesidades brutas de financiación y la deuda en manos de no residentes continúan en niveles relativamente bajos. Todo ello proporcionaría cierto apoyo en una hipotética interrupción de los flujos de capital.
- **La inflación sigue siendo la principal fuente de riesgo.** Ha mejorado en Brasil, pero sigue muy alta en Argentina y Venezuela.

Sección 3

Actualización de riesgo regional: Asia

Asia emergente: radar de vulnerabilidad 2012

(todos los datos de 2012, posición relativa de países de economías emergentes)
Fuente: BBVA Research



1: Vulnerabilidad alta
0: Vulnerabilidad baja

- **La vulnerabilidad de los países de Asia emergente sigue siendo la más baja entre los mercados emergentes.** Esto se debe a unos niveles de vulnerabilidad fiscal y externa muy bajos y una sólida cobertura de reservas tras varios años de acumulación de reservas internacionales. **La India es aún el país más vulnerable de la región.**
- **La sólida situación fiscal continúa siendo un activo para la zona,** con unos déficits fiscales muy bajos (corriente y ajustado por el ciclo) y bajos niveles de deuda pública. La India, cuyo déficit estructural es relativamente alto, constituye la excepción.
- **La vulnerabilidad externa es aún menor,** con niveles muy bajos de déficits por cuenta corriente (o incluso superávits) y niveles históricamente bajos de deuda externa, lo que proporciona un colchón importante en caso de frenazo en los flujos de capital.
- **Las ratios de cobertura de reservas siguen en los niveles más seguros,** tanto en el caso de las reservas en relación a las importaciones, como en la ratio de cobertura de la deuda externa a corto plazo. La fuerte posición de reservas internacionales ofrece respaldo adicional contra posibles reversiones de flujos de capital.
- **El crecimiento económico y el desempleo permanecen robustos** pese a la desaceleración de la actividad económica. **Las cifras de inflación se han relajado, especialmente en China.**

Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparada 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.

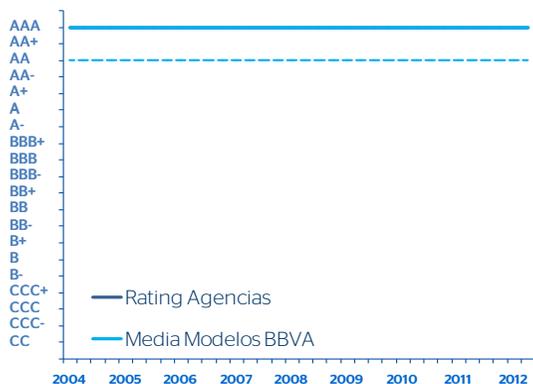
Sección 3

Actualización de riesgo regional: Europa occidental

Países centrales de Europa: Rating soberano

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

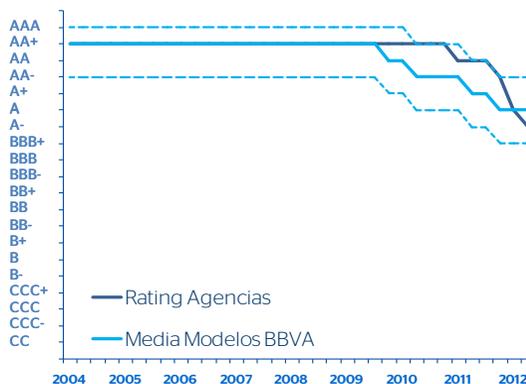
Fuente: Standard & Pools, Moody's, Fitch y BBVA Research



Periferia europea I: Rating soberano

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

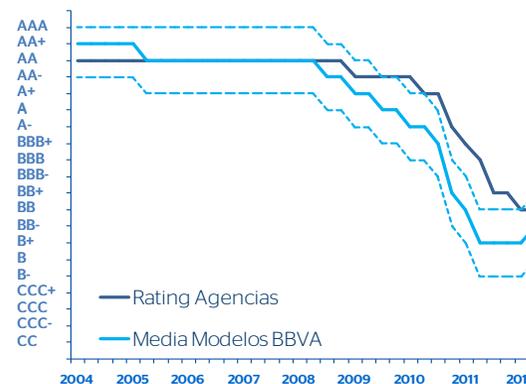
Fuente: Standard & Pools, Moody's, Fitch y BBVA Research



Periferia europea II: Rating soberano

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

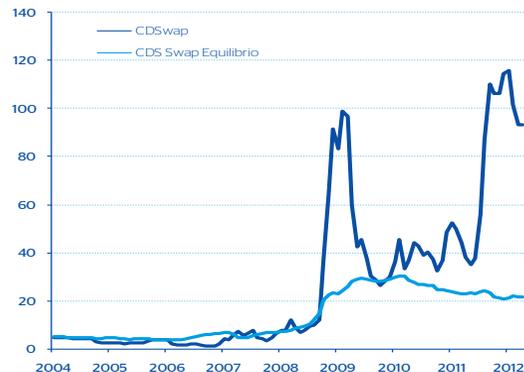
Fuente: Standard & Pools, Moody's, Fitch y BBVA Research



Países centrales de Europa: CDS

(CDS real y de equilibrio)

Fuente: BBVA Research



Periferia europea I: CDS

(CDS real y de equilibrio)

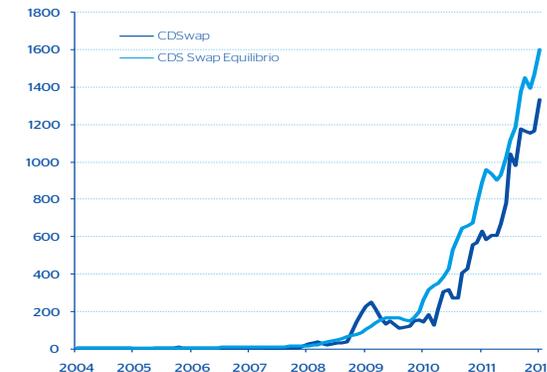
Fuente: BBVA Research



Periferia europea II: CDS

(CDS real y de equilibrio)

Fuente: BBVA Research



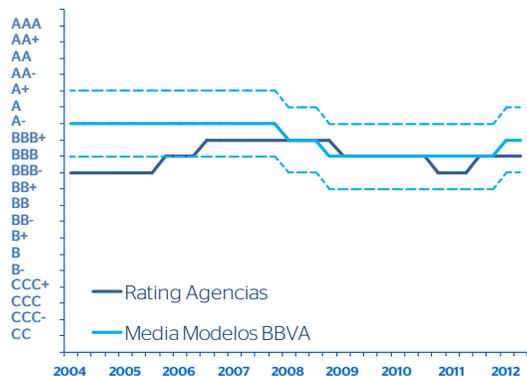
Sección 3

Ratings soberanos: Mercados Emergentes

Europa emergente: Rating soberano

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

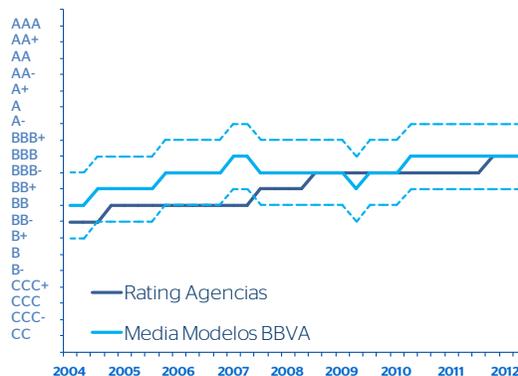
Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research



Latinoamérica: Rating soberano

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

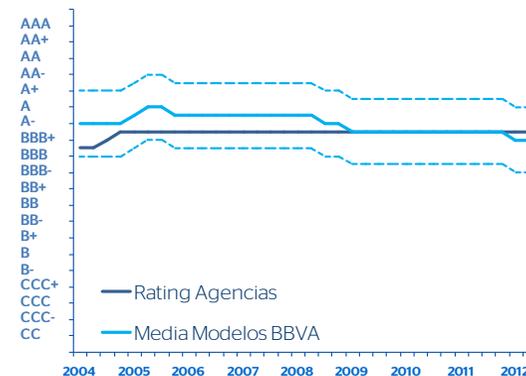
Fuente: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research



Asia emergente: Rating soberano

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

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



Europa emergente: CDS

(CDS real y de equilibrio)

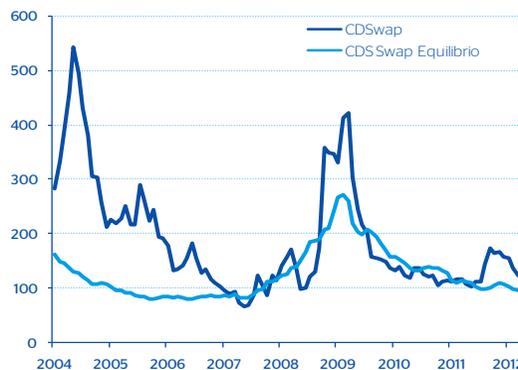
Fuente: BBVA Research



Latinoamérica: CDS

(CDS real y de equilibrio)

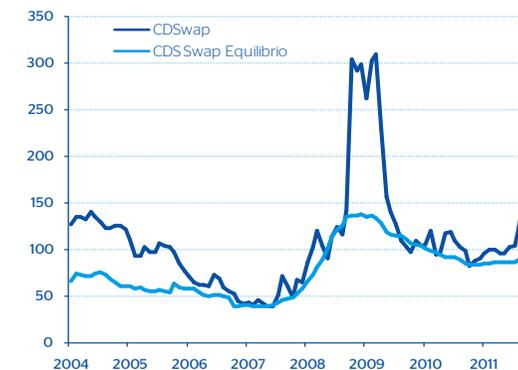
Fuente: BBVA Research



Asia emergente: CDS

(CDS real y de equilibrio)

Fuente: BBVA Research



Tema específico: Balance de los bancos centrales de mercados desarrollados y emergentes

Balance de situación y Expansión monetaria (2007-2011)

(variación 2007-2011 en porcentaje del PIB)

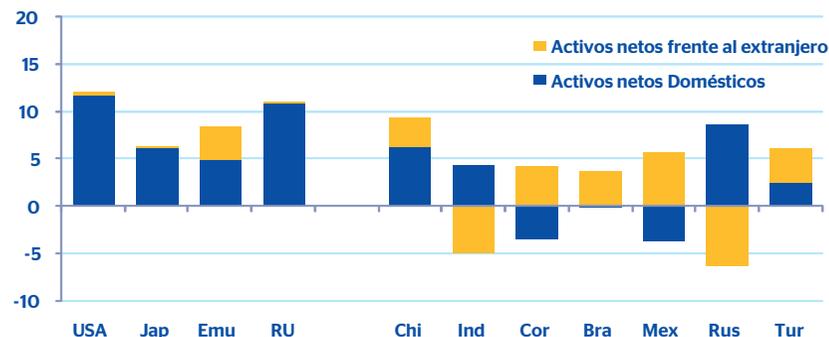
Fuente: BBVA Research y FMI (IFS y Previsión Económica Mundial/Abril 2012)



Fuentes de expansión de la base monetaria (2007-2011)

(variación 2007-2011 en porcentaje del PIB)

Fuente: BBVA Research y FMI (IFS y Previsión Económica Mundial/Abril 2012)



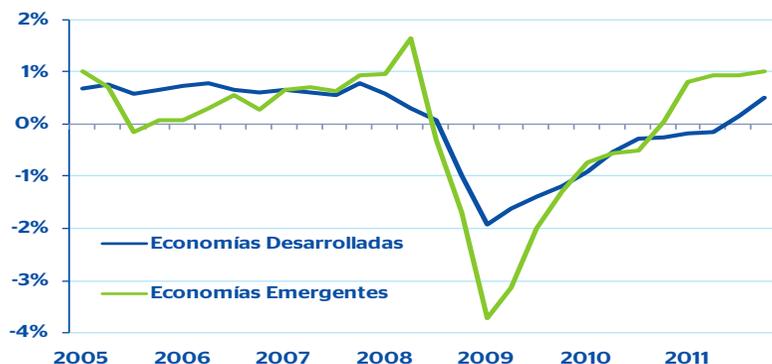
- Una de las características de la economía mundial desde que comenzó la crisis global es el significativo aumento de los balances de los bancos centrales (BC). El balance de los BC prácticamente se duplicó en los países emergentes en el periodo comprendido entre 2006 y 2011, y se triplicó en las economías del G7
- Sin embargo, como las economías emergentes han crecido mucho más que las del G7, el tamaño relativo de sus balances (superior al PIB) solo aumentó 3 puntos porcentuales en comparación con los 10 puntos porcentuales del mundo desarrollado. Además, los bancos centrales de mercados emergentes parecieron poner freno a la expansión de sus balances a partir de 2009, lo que no ha sucedido en los desarrollados. Los activos de BC sobre PIB han descendido en promedio en los EAGLEs desde 2009, especialmente en China y Rusia, donde la expansión ya había empezado claramente antes de la crisis. Brasil y Turquía, en cambio, siguen el patrón del mundo desarrollado y los balances de sus BC continúan creciendo
- Las fuentes del crecimiento de los balances de BC difieren enormemente: los activos domésticos se encuentran detrás de la expansión de los BC desarrollados, mientras que la acumulación de reservas es la clave determinante en los emergentes. La expansión cuantitativa a través de compras de títulos e inyecciones de liquidez están detrás del aumento del balance de la FED, así como de los del BCE y el Banco de Inglaterra. Los activos frente al extranjero han sido los motores en el caso de los EAGLEs y han crecido por encima del PIB, especialmente en China, y algo menos en Brasil y Turquía

Tema específico: Balance de los bancos centrales de mercados desarrollados y emergentes

Brechas de velocidad del dinero (2007-2011)

(M2/PIB nominal, respecto a tendencia 2000-2011 en %)

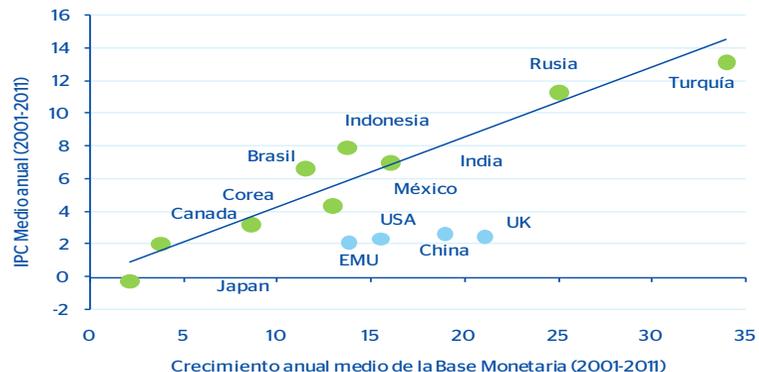
Fuente: BBVA Research y FMI (IFS y WEO Abril 2012)



Base monetaria e inflación (2007-2011)

(media de variación anual en porcentaje)

Fuente: BBVA Research y FMI (IFS y Previsión Económica Mundial/Abril 2012)



- **El rápido crecimiento de los balances de los BC entraña algunos riesgos.** El más evidente es la **inflación**, si mantenemos que ésta es un fenómeno monetario a largo plazo. **Si observamos la correlación entre la expansión de la base monetaria y la inflación**, vemos que es bastante **elevada en muchos países de nuestra muestra, especialmente en el universo de países emergentes, pero se rompe en las economías desarrolladas.**
- **El motivo es que el vínculo dinero-inflación también se verá influido por las condiciones económicas.** En este sentido, **la situación cíclica de la economía (brecha de producción) y la velocidad del dinero también son clave** para el vínculo final entre dinero e inflación:
 - **Las brechas de producción aún negativas de las economías desarrolladas impedirán que el dinero alimente la inflación, pero la situación cíclica de los mercados emergentes plantea más riesgo.** La actividad de las economías desarrolladas aún sigue por debajo del potencial, lo que contendrá la presión inflacionista. En cambio, la actividad económica se ha recuperado con mucha rapidez en las economías emergentes
 - **El fuerte descenso de la velocidad del dinero en la crisis de 2008-2009 ayudó a contener las presiones inflacionistas, pero ahora está invirtiéndose.** Y esto es especialmente cierto en el caso de los emergentes, donde las brechas de velocidad (situación relativa de la velocidad del dinero respecto a su tendencia) son ya positivas y similares a las de los niveles previos a la crisis. La velocidad del dinero también está recuperándose en los países desarrollados, aunque a menor ritmo.
 - Esto explica **que la relación entre dinero e inflación sea más alta en los países emergentes**
- **Así, el margen que existe para mantener la expansión de los balances de los BC sin alimentar la inflación es mayor en los mercados desarrollados.** Las distintas posiciones cíclicas y el ritmo más moderado de recuperación de la velocidad del dinero suponen menores riesgos de mantenimiento de esa política en los mercados desarrollados. **No puede decirse lo mismo sobre algunas economías emergentes.** Tanto la actividad económica como la velocidad del dinero se están recuperando con más rapidez, lo que debería llevar a los BC a mostrar una actitud más prudente

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 (O). 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 (O) 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
- **Mapa de vulnerabilidad macroeconómica:** Utilizando análisis de componentes principales, diseñamos cinco indicadores de vulnerabilidad diferentes que resumen la información aportada por 17 variables en varias dimensiones de vulnerabilidad económica: Gestión de liquidez (reservas-deuda a corto plazo, reservas-M2, reservas-importaciones en países emergentes y deuda pública a corto plazo-total deuda pública en países desarrollados), Vulnerabilidad externa (balance por cuenta corriente, deuda externa-exportaciones y deuda externa-PIB), Vulnerabilidad fiscal (saldo presupuestario y deuda pública-PIB), Fortaleza macroeconómica (crecimiento del PIB, desempleo e inflación) y Fortaleza institucional (imperio de la ley, control de corrupción, eficacia gubernamental, estabilidad política y ausencia de violencia, protección de los inversores, número de días para iniciar un negocio). Una vez calculados los componentes principales, asignamos colores según la posición relativa a los percentiles de cada componente. La mayor vulnerabilidad se asigna a los rangos de azul más oscuro
- **Radar de vulnerabilidad:** Muestra la vulnerabilidad estática y comparada de distintos países. Aquí asignamos diversas variables de solvencia, gestión de liquidez y macroeconómicas respecto al grupo de países desarrollados o emergentes, en función del país. Por último, reordenamos en percentiles de 0 (menor ratio entre los países) a 1 (máximas vulnerabilidades). Además, las posiciones internas del radar señalan menor volatilidad, mientras que las externas indican alta vulnerabilidad

Anexo

Metodología: Riesgo país según Modelos y BBVA

- **Modelo GVAR:** El enfoque utiliza un marco dinámico multi-país para analizar la transmisión internacional de shocks y se basa en la "caja de herramientas" GVAR (GVAR toolbox) lanzada en diciembre de 2010 y promovida por el BCE. Esta caja de herramientas se apoya en el trabajo de Dees, di Mauro, Pesaran y Smith (2007) y ha sido desarrollada por el Centre for Financial Analysis & Policy de la Universidad de Cambridge. Abarca 26 economías, y el área del euro es una de las cubiertas. El modelo se construye combinando modelos separados para cada país, vinculando las variables endógenas de cada economía a las correspondientes variables exteriores ponderadas por el comercio. Las variables del área del euro son agregados ponderados por PIB de 8 países (Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y España). El modelo usa variables reales y financieras: PIB real, inflación, precio real de la renta variable, tipo de cambio real, tipos de interés a corto y largo plazo y precio del petróleo. Todos los datos se observan con frecuencia trimestral. Para conocer más información sobre el modelo y la caja de herramientas:

<http://www-cfap.jbs.cam.ac.uk/research/gvartoolbox/index.html>.

- **Metodología de ratings soberanos de BBVA Research:** Calculamos nuestros ratings soberanos como la media de cuatros modelos de rating soberano alternativos desarrollados por BBVA Research:
 - **Modelo de corrección de errores de datos de panel de CDS:** este modelo prevé los niveles reales y de equilibrio de los CDS de 40 mercados desarrollados y emergentes. El modelo permite desviación dinámica y a largo plazo del equilibrio de los CDS, incluyendo aversión global al riesgo y variables fundamentales idiosincráticas. Los **CDS de equilibrio a largo plazo** son el resultado de la aversión global al riesgo de equilibrio y las variables fundamentales idiosincráticas se convierten a una escala de rating soberano de 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