

Informe de Riesgo País 2022

Diciembre 2022

(Datos hasta Noviembre 2022)

Resumen

RATINGS SOBERANOS Y SPREADS:

- **Las calificaciones de las agencias de calificación han permanecido estables o con cambios positivos en las Economías Avanzadas (EA), a pesar de la guerra en Ucrania y de la política monetaria restrictiva. Los cambios de calificación han sido mayoritariamente negativos para las Economías Emergentes (EE), principalmente por factores idiosincráticos**
- **Por el contrario, los diferenciales soberanos se han ampliado fuertemente de forma generalizada tras el inicio de la guerra y tras la respuesta de los bancos centrales al repunte de la inflación tanto en EA como en EE.** En EE, los diferenciales se han disparado en la mayoría de los casos por encima de los niveles alcanzados en episodios de tensión anteriores, como la pandemia de COVID, el *taper tantrum* de 2013/14 y la desaceleración de China de 2016

VULNERABILIDADES FINANCIERAS, FISCALES Y PRIVADAS:

- **Las vulnerabilidades macroeconómicas han empeorado de forma generalizada** tras el repunte de la inflación y las consecutivas perturbaciones de la actividad económica (guerra de Ucrania, crisis energética, desaceleración de China, etc.)
- **Los balances públicos han mejorado con respecto al año pasado** (en parte gracias al aumento de la inflación), pero el apalancamiento público sigue deteriorándose y sigue constituyendo uno de los principales riesgos tanto en EA como en EE
- **Los niveles de deuda del sector privado** (nivel de deuda vs. equilibrio estimado) **han disminuido globalmente en 2022** gracias a una mayor inflación y mayores niveles de PIB nominal, aunque siguen elevados en varias EA y en China
- **Los precios de la vivienda crecieron con fuerza durante los dos primeros trimestres de 2022, especialmente en las EA, pero han empezado a enfriarse tras la rápida subida de los tipos de interés.** Los mayores niveles de desequilibrio siguen observándose en el norte de Europa y en el mundo anglosajón (como Canadá, Australia y Nueva Zelanda)
- **La caída de la deuda privada ha aliviado los desequilibrios de deuda y la vulnerabilidad de varios sistemas bancarios. Los sistemas más vulnerables siguen estando situados en las EA** (incluidos Europa central y EE.UU.) y China en EE
- **Las tensiones monetarias han aumentado debido al endurecimiento de la FED.** A diferencia de episodios anteriores, las tensiones han sido algo más fuertes este año en las EA que en las EE, con la previsión de que continúe en los próximos meses

Resumen

TEMA ESPECIAL: DESARROLLO DE UN SISTEMA DE ALERTA TEMPRANA (EWS) DE ESTRÉS FISCAL

- Hemos desarrollado un Sistema de Alerta Temprana (SAT) de eventos de estrés fiscal y estimado los principales determinantes de este tipo de crisis entre un gran número de posibles indicadores
- Según los resultados, el determinante más importante del estrés fiscal es, como era de esperar, el nivel de Deuda Pública como porcentaje del PIB. Sin embargo, el determinante más importante de los cambios anuales en la probabilidad de estrés fiscal es la tasa de crecimiento del PIB per cápita. La calidad institucional también es un determinante importante del estrés fiscal, pero difiere entre EA y EE: el Estado de Derecho es más importante en EE, mientras que la eficacia del gobierno es más importante en EA
- Las estimaciones indican que la vulnerabilidad fiscal ha mejorado notablemente tras el impacto del COVID a las finanzas públicas. Sin embargo, los niveles de deuda pública siguen siendo elevados, lo que mantiene en alerta a varios países de América Latina y África y Oriente Medio y Norte de África. Dentro de las EA, nuestro SAT identifica a Bélgica, Chipre, Italia, Grecia y Reino Unido como los más vulnerables a un episodio de estrés fiscal

TEMA ESPECIAL: EFECTO DEL COVID EN LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA

- Nuestro modelo para los precios reales de la vivienda sugiere que los precios en AE en 2021 podrían haber sido (en promedio) alrededor de un 10% más altos de lo que indicarían sus determinantes fundamentales (y hasta un 8% en 2020), y alrededor de un 5% en EE en 2021 (y un 7% en 2020)
- Además, encontramos una relación significativa entre los niveles de precios observados en 2020 y 2021 y algunas variables relacionadas con el trabajo a distancia y las restricciones covid en una muestra de 59 países, lo que sugiere que los efectos de las restricciones covid fueron sustanciales en el aumento de los precios observado en los dos últimos años, entre el 5% y el 16% en EA, y entre el 4% y el 12% en EE en 2021
- A pesar de las limitaciones implícitas en cualquier estimación empírica, estos resultados denotan un importante riesgo de ajuste negativo de los precios nominales y reales si los efectos observados durante el periodo COVID fueran sólo temporales (y no debidos a un cambio estructural de la demanda), lo que podría exacerbar el riesgo a la baja derivado del incremento global en los tipos de interés

Índice

01 Actualización de mercados y ratings soberanos

- Evolución de ratings soberanos
- Evolución de primas de riesgo soberanas por países

02 Mercados globales, tensiones financieras y aversión global al riesgo

- Evolución de la Aversión Global al Riesgo de acuerdo a distintos indicadores
- Índice de Tensiones Financieras

03 Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones

- Radares de vulnerabilidades por regiones
- Ratings BBVA-Research por regiones

04 Valoración de desequilibrios financieros, fiscales y externos

- Brechas de deuda privada por países
- Brechas de precios de la vivienda por países
- Sistema de alerta temprana de crisis bancaria por regiones
- Sistema de alerta temprana de tensiones fiscales por regiones
- Sistema de alerta temprana de crisis cambiarias por regiones

05 Tema especial: Desarrollo de un sistema de alerta temprana de tensiones fiscales

06 Tema especial: Efecto del COVID en el precio de la vivienda

Datos de indicadores de vulnerabilidad por países

Apéndice Metodológico

01

Actualización de mercados y ratings soberanos

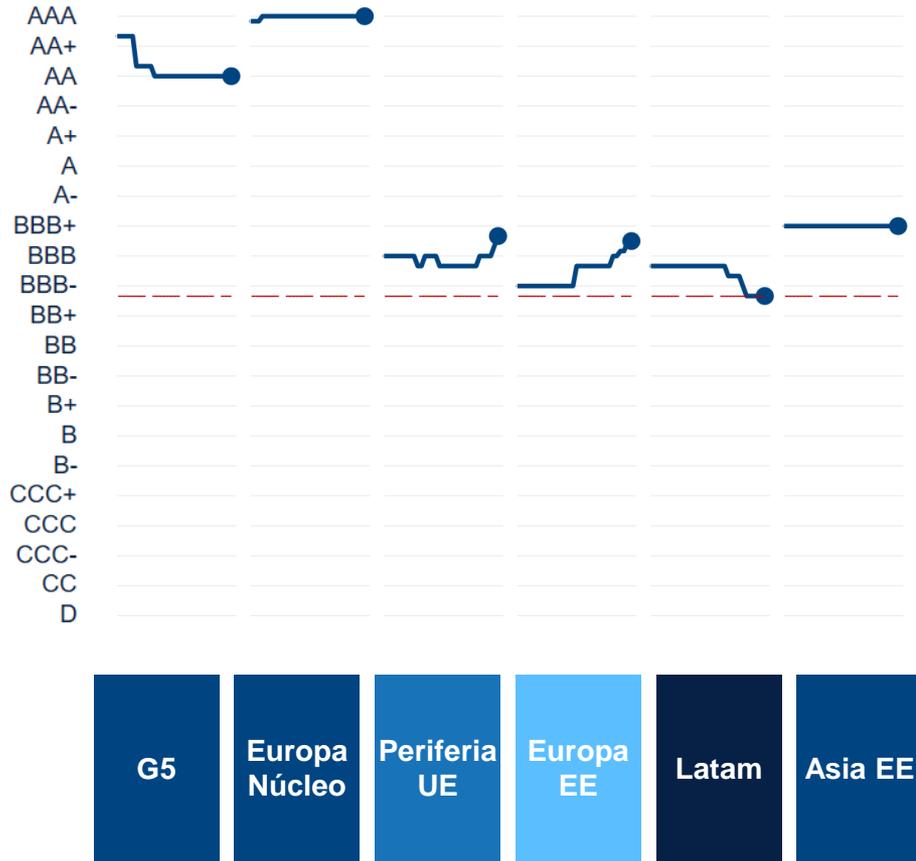
Evolución de ratings soberanos

Evolución de primas de riesgo soberanas por países

Actualización de mercados y ratings soberanos

← Resumen ← Índice

ÍNDICE DE RATING SOBERANO 2015-2022



- Las calificaciones de las agencias se han mantenido estables o positivas para los países avanzados, mientras que el ciclo de calificación ha sido mayoritariamente negativo para los economías emergentes, aunque debido principalmente a factores idiosincrásicos
- Durante 2022 y entre los países avanzados, las calificaciones de **Irlanda y la mayoría de los países periféricos de la UE** fueron mejoradas por Standard & Poor's y Fitch
- Las calificaciones de **LATAM** fueron rebajadas, con la excepción de **Uruguay, Brasil y Colombia**, donde estos dos últimos siguen por debajo del grado de inversión
- **Turquía, Perú y, sobre todo, Rusia** figuran entre los países con mayores rebajas. Rusia pasó de estar por encima del grado de inversión a la calificación CC
- En los países emergentes de Europa y Asia, no hubo cambios, salvo en el caso de **Croacia**, que ha mejorado dos escalones

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 0 (impago). El índice muestra la media de los tres ratings numéricos.

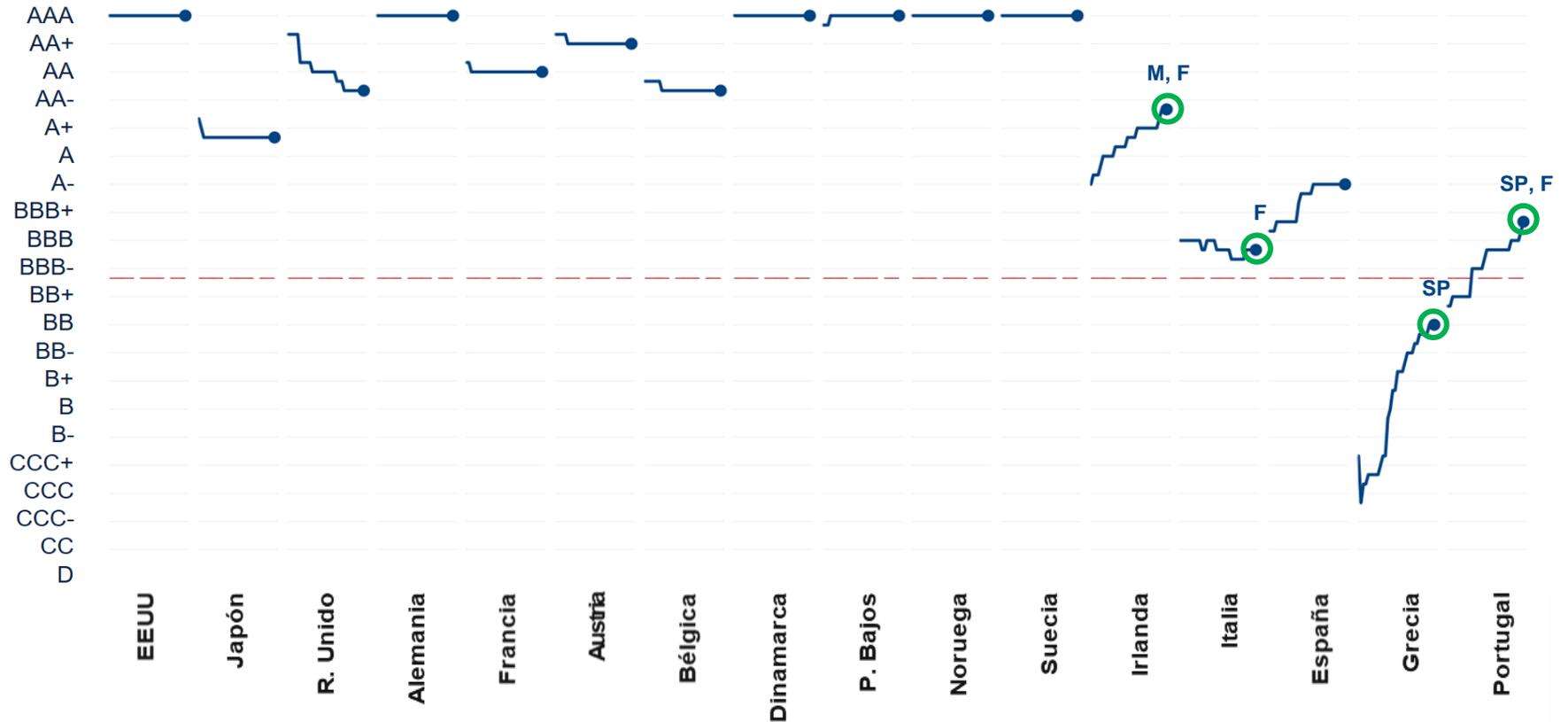
G5 incluye los países del G7 sin Canadá e Italia

Fuente: BBVA Research con datos de S&P, Moody's y Fitch

Actualización de mercados y ratings soberanos

[Resumen](#) [Índice](#)

ÍNDICE DE RATING SOBERANO 2015-2022: ECONOMÍAS AVANZADAS

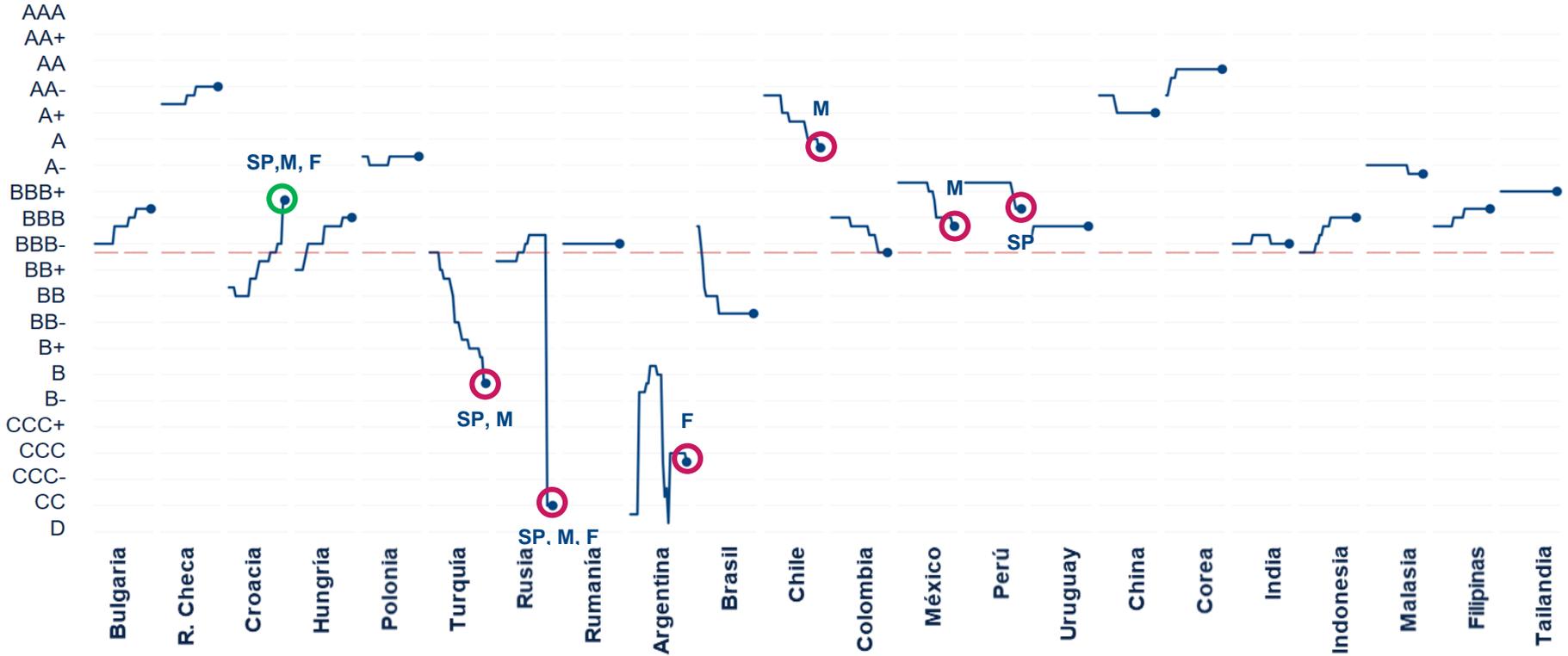


○ Rebaja
 ○ Aumento
 SP: Standard & Poor's
M: Moody's
F: Fitch

Actualización de mercados y ratings soberanos

[Resumen](#) [Índice](#)

ÍNDICE DE RATING SOBERANO 2015-2022: ECONOMÍAS EMERGENTES



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

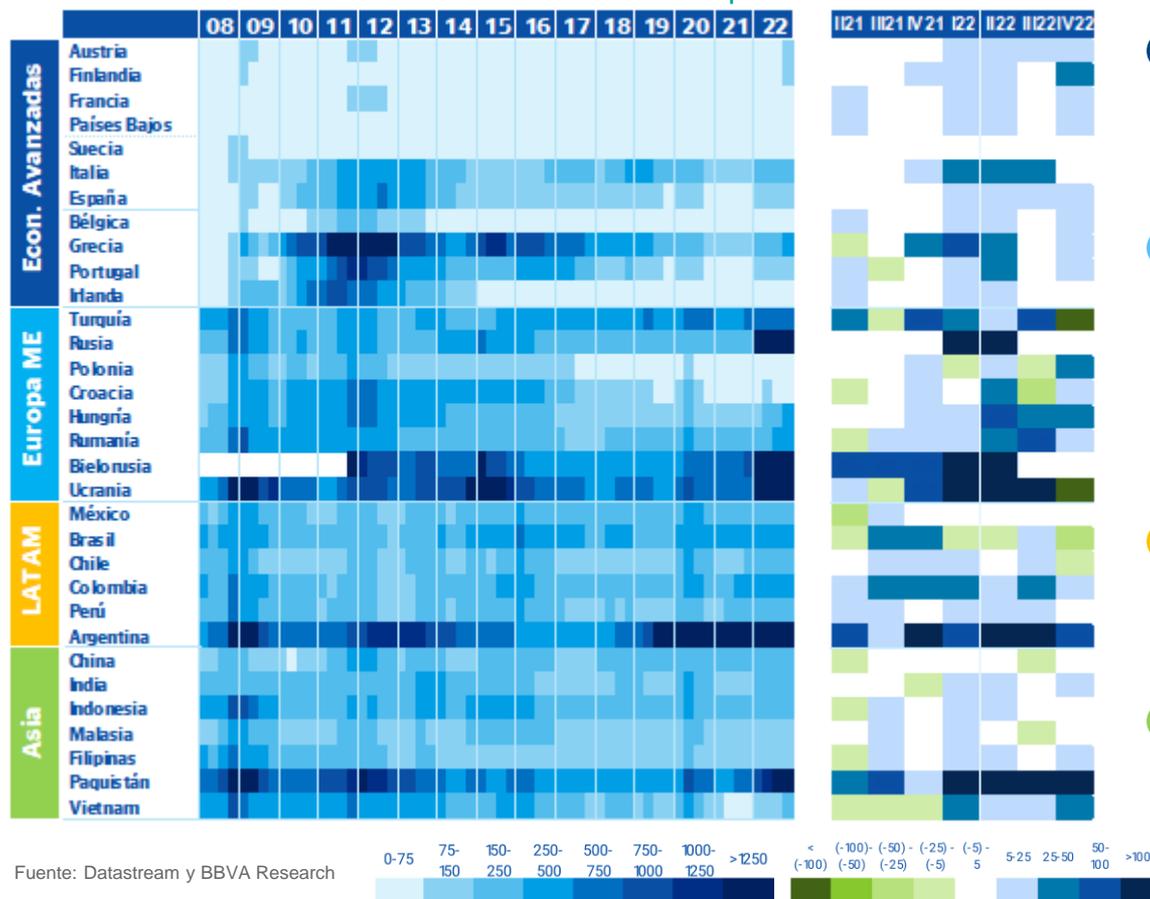
Actualización de mercados y ratings soberanos

← Resumen ← Índice

La guerra en Ucrania y el endurecimiento de la política monetaria como consecuencia de las presiones inflacionistas han disparado los diferenciales soberanos, especialmente en las EE de Europa. Los diferenciales en Latinoamérica también han sufrido, mientras que en las EE de Asia permanecen relativamente contenidos.

PRIMAS DE RIESGO SOBERANAS

*Diferencial de 10 años frente a Alemania en Europa



- Los diferenciales soberanos se han ampliado por las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania y el endurecimiento de los bancos centrales
- Los países cercanos al conflicto de Ucrania fueron los que más vieron aumentar sus diferenciales. En Turquía, las presiones inflacionistas siguen ampliando su diferencial, con cierta relajación en el último trimestre
- Los diferenciales de Argentina y Colombia siguieron ampliándose, mientras que los de Brasil y Chile se redujeron
- Los diferenciales se mantuvieron relativamente estables en Asia Oriental, con la excepción de Pakistán y Vietnam

02

Mercados financieros, tensiones financieras y aversión global al riesgo

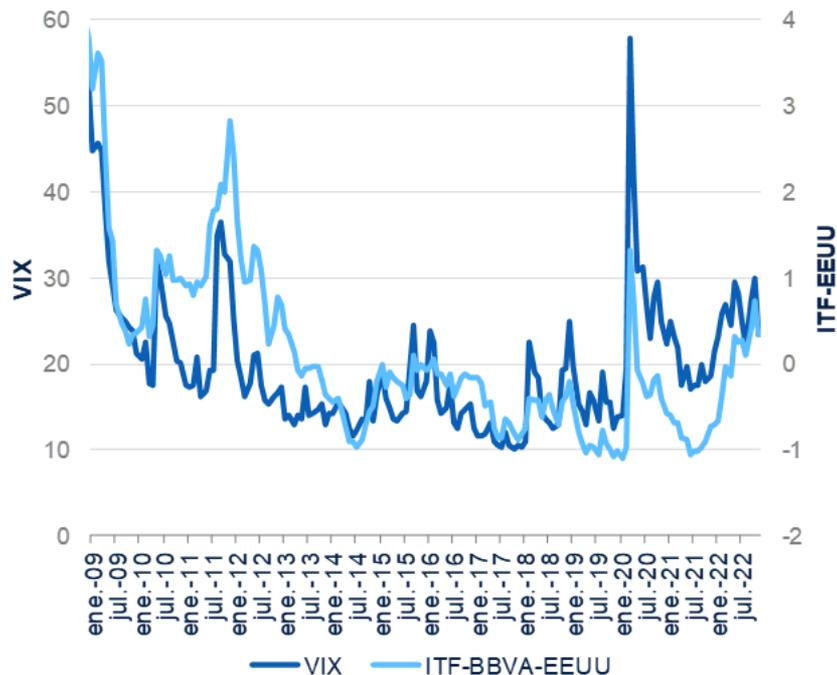
Evolución de la aversión global al riesgo de acuerdo a distintos indicadores
Índice de Tensiones Financieras

Indicadores de Aversión Global al Riesgo (AGR)

← Resumen ← Índice

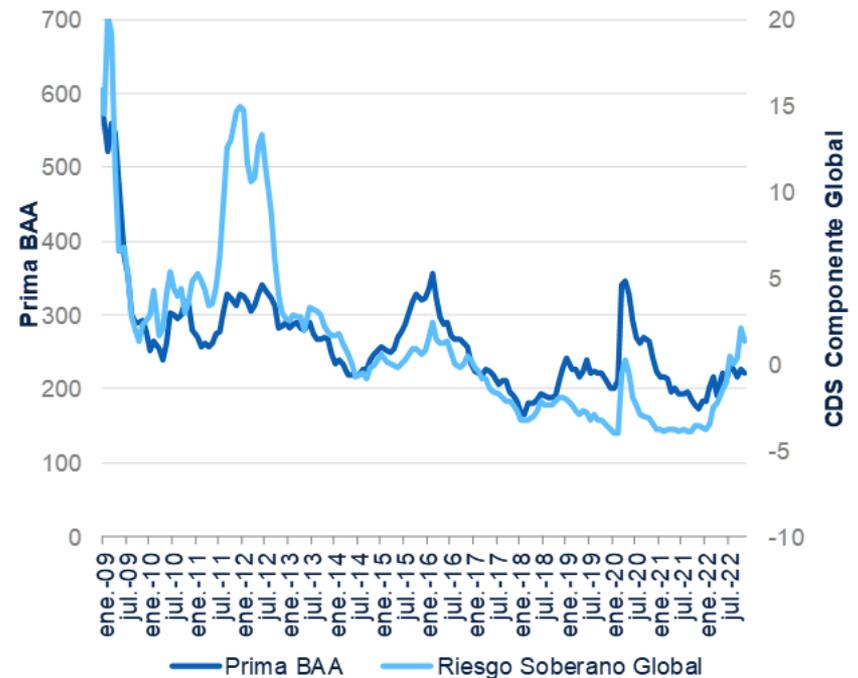
Los indicadores globales de aversión al riesgo repuntaron desde el inicio de la guerra en Ucrania y el endurecimiento de los bancos centrales (BCs), aunque menos que en otros episodios pasados. Asimismo, los diferenciales corporativos y soberanos se ampliaron, especialmente los soberanos

INDICADORES DE AGR: ITF & VIX (Promedio mensual)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

INDICADORES DE AGR: BAA SPREAD & COMPONENTE GLOBAL EN CDS (Promedio mensual)



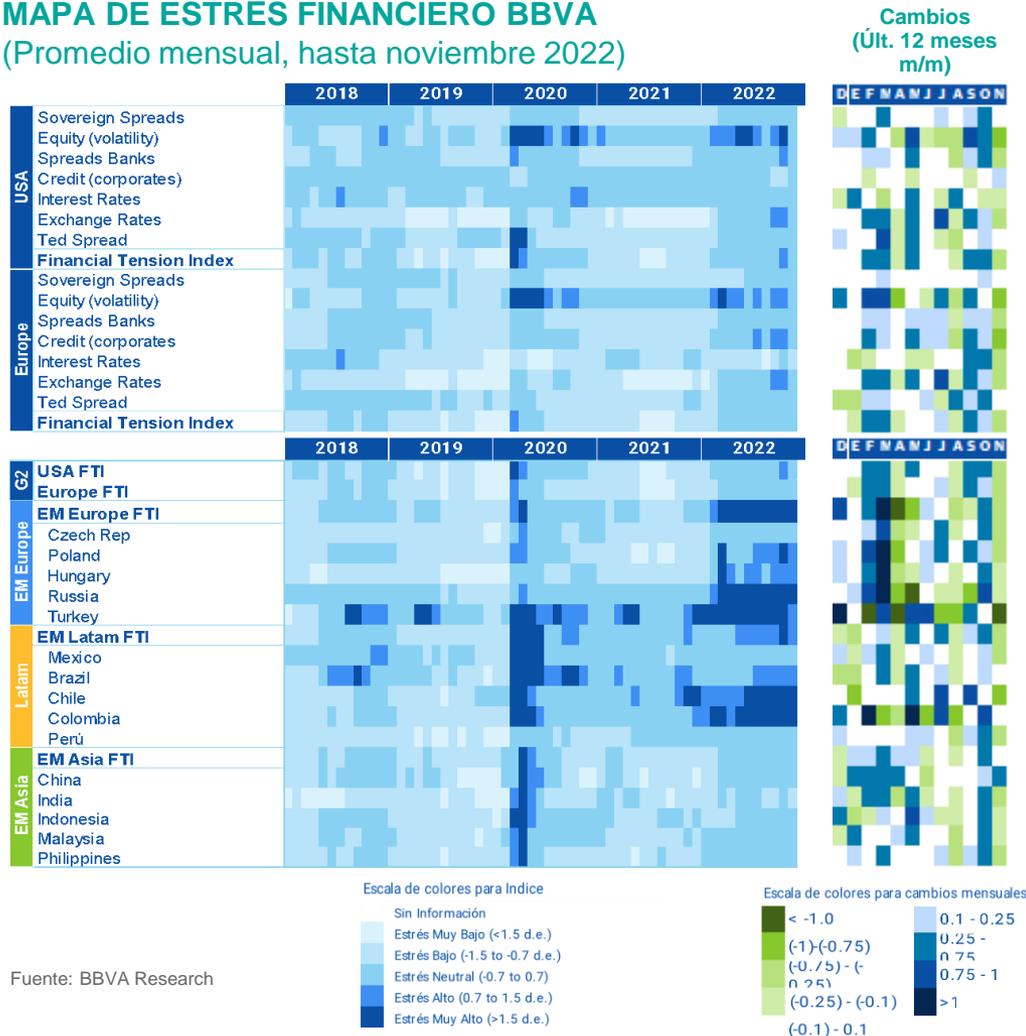
* El componente global de los CDS soberanos corresponde al primer componente de un análisis de PCA sobre los CDS tanto de los EM como de los DM
Fuente: FED, Datastream y BBVA Research

Mapa de estrés financiero

Resumen Índice

Las tensiones financieras repuntaron en 2022 en todas las regiones, en particular en el 1T-2022 debido a la guerra en Ucrania y en la segunda mitad de 2022 debido al tono *hawkish* de los bancos centrales. LatAm y Asia EE se mostraron menos estresados, pero con importantes riesgos políticos internos.

MAPA DE ESTRÉS FINANCIERO BBVA (Promedio mensual, hasta noviembre 2022)



Fuente: BBVA Research

Picos relevantes de tensión en la mayoría de los mercados de EE.UU. y Europa debido al inicio de la guerra en Ucrania. En la segunda mitad de 2022, el endurecimiento de los bancos centrales avivó las tensiones en estos mercados, pero de forma más limitada que tras el estallido de la guerra

Los países de la Europa emergente figuran entre los más afectados en 2022 por el conflicto de Ucrania. Además, Turquía sigue afectada por las tensiones cambiarias

Latinoamérica sufrió más tensiones en el segundo semestre de 2022, más afectada por el endurecimiento monetario y los riesgos políticos

Las tensiones financieras en Asia oriental se mantuvieron relativamente contenidas en 2022. Los riesgos de China repuntaron a finales de 2022 por las restricciones de COVID

03

Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones

Radars de vulnerabilidades por regiones
Ratings BBVA-Research por regiones

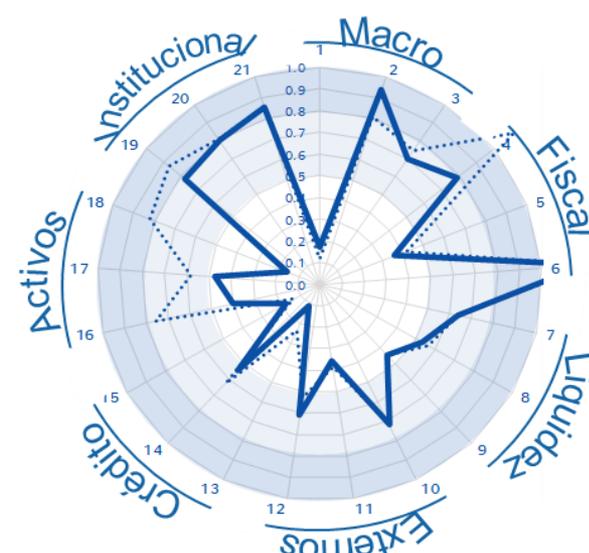
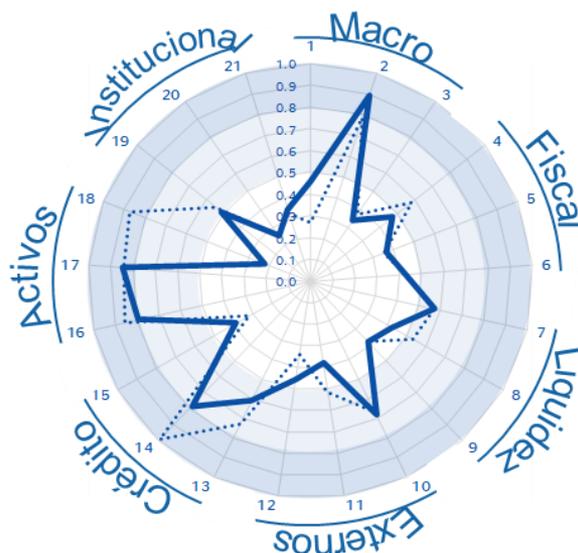
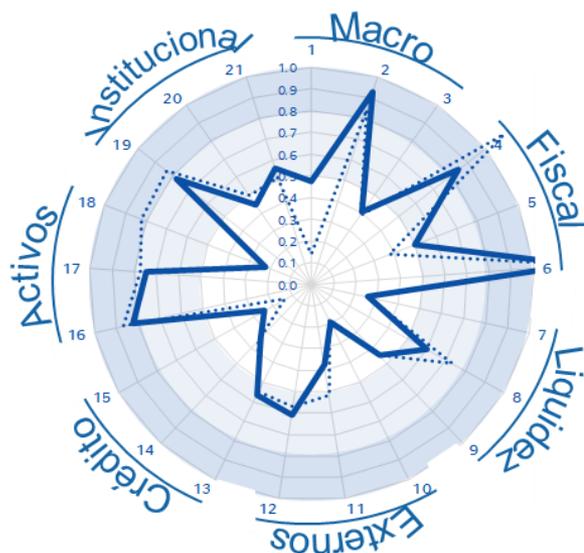
ECONOMÍAS AVANZADAS: RADAR DE VULNERABILIDAD 2022

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

G7: Los balances fiscales han mejorado, pero los elevados niveles de deuda pública mantienen a la región muy vulnerable a los choques fiscales. La vulnerabilidad macroeconómica ha aumentado debido a la elevada inflación. Los precios de la vivienda y las brechas de deuda privada siguen constituyendo un alto riesgo

Núcleo Europa: Las vulnerabilidades macroeconómicas han empeorado debido a la elevada inflación. Las vulnerabilidades financieras siguen aumentando debido al rápido crecimiento de los precios de la vivienda

Periferia de la UE: Los balances fiscales han mejorado con respecto a los altos niveles anteriores, pero los niveles de deuda siguen siendo el mayor riesgo. La inflación ha repuntado en línea con el resto de economías avanzadas



■ Riesgo alto

■ Riesgo moderado

■ Riesgo bajo

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

Fiscal: (4) Balance Fiscal (%PIB) (5) Dif. Tipo Interés – Crec. PIB (6) Deuda Pública (% PIB).

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

Externos: (10) Deuda Externa (%PIB) (11) Apreciación tipo de cambio real (% desviación) (12) Déficit Cuenta Corriente (% PIB).

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

Activos: (16) Brecha Crédito Privado / PIB (%) (17) Brecha Precio Vivienda (%) (18) Brecha Mercado Valores (%).

Institucional*: (19) Estabilidad Política (20) Corrupción (21) Justicia. (*Posición relativa con respecto a las regiones desarrolladas/ emergentes en conjunto. Los indicadores institucionales se actualizan anualmente y los últimos datos corresponden a 2021)

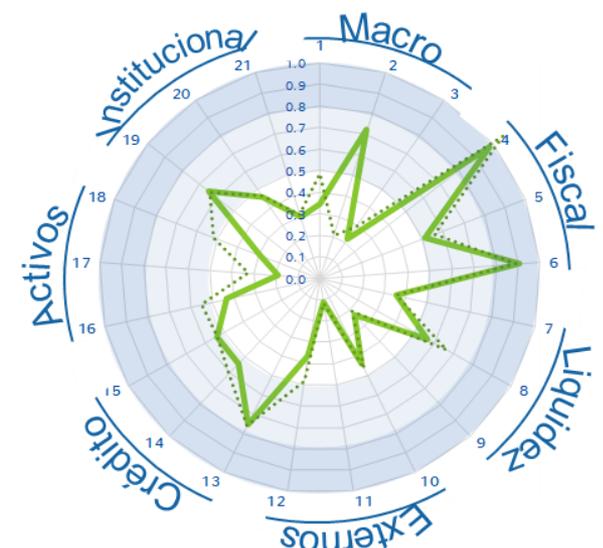
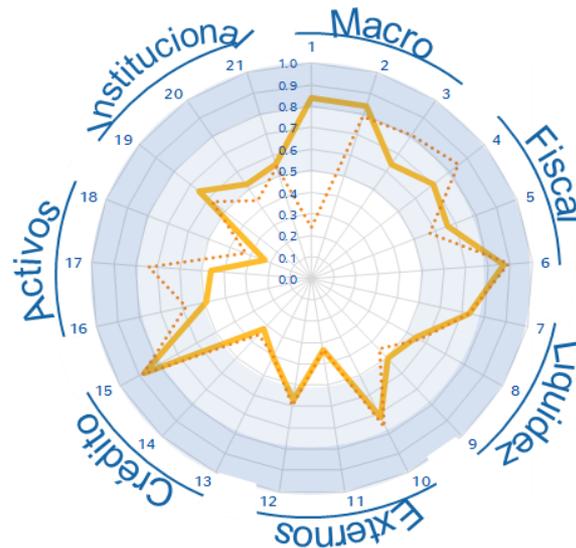
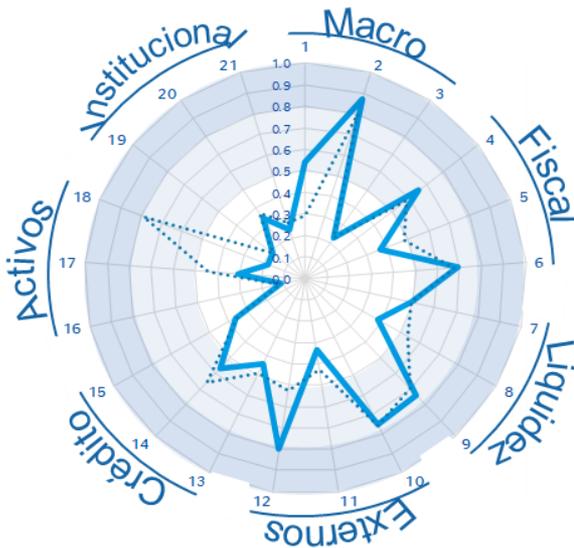
ECONOMÍAS EMERGENTES: RADAR DE VULNERABILIDAD 2022

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

Europa-EE: La vulnerabilidad macroeconómica es mayor debido al menor crecimiento y a una inflación muy elevada. La balanza por cuenta corriente se ha deteriorado debido principalmente a la subida de los precios de la energía. La vulnerabilidad financiera es muy baja en relación con otras regiones

LatAm: Las vulnerabilidades macroeconómicas han empeorado notablemente debido al bajo crecimiento del PIB y a la elevada inflación. Los balances fiscales han mejorado. Los precios reales de la vivienda y los mercados de valores se han enfriado, disminuyendo la vulnerabilidad financiera

Asia-EE: Las vulnerabilidades fiscales siguen en niveles de alto riesgo. Las brechas de los precios de la vivienda y las vulnerabilidades del apalancamiento de los hogares se han relajado significativamente, pero la deuda pública sigue siendo elevada y con pocos cambios



■ Riesgo alto

■ Riesgo moderado

■ Riesgo bajo

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

Fiscal: (4) Balance Fiscal (%PIB) (5) Dif. Tipo Interés – Crec. PIB (6) Deuda Pública (% PIB).

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

Externos: (10) Deuda Externa (%PIB) (11) Reservas sobre Métrica ARA (%) (12) Déficit Cuenta Corriente (% PIB).

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

Activos: (16) Brecha Crédito Privado / PIB (%) (17) Brecha Precio Vivienda (%) (18) Brecha Mercado Valores (%).

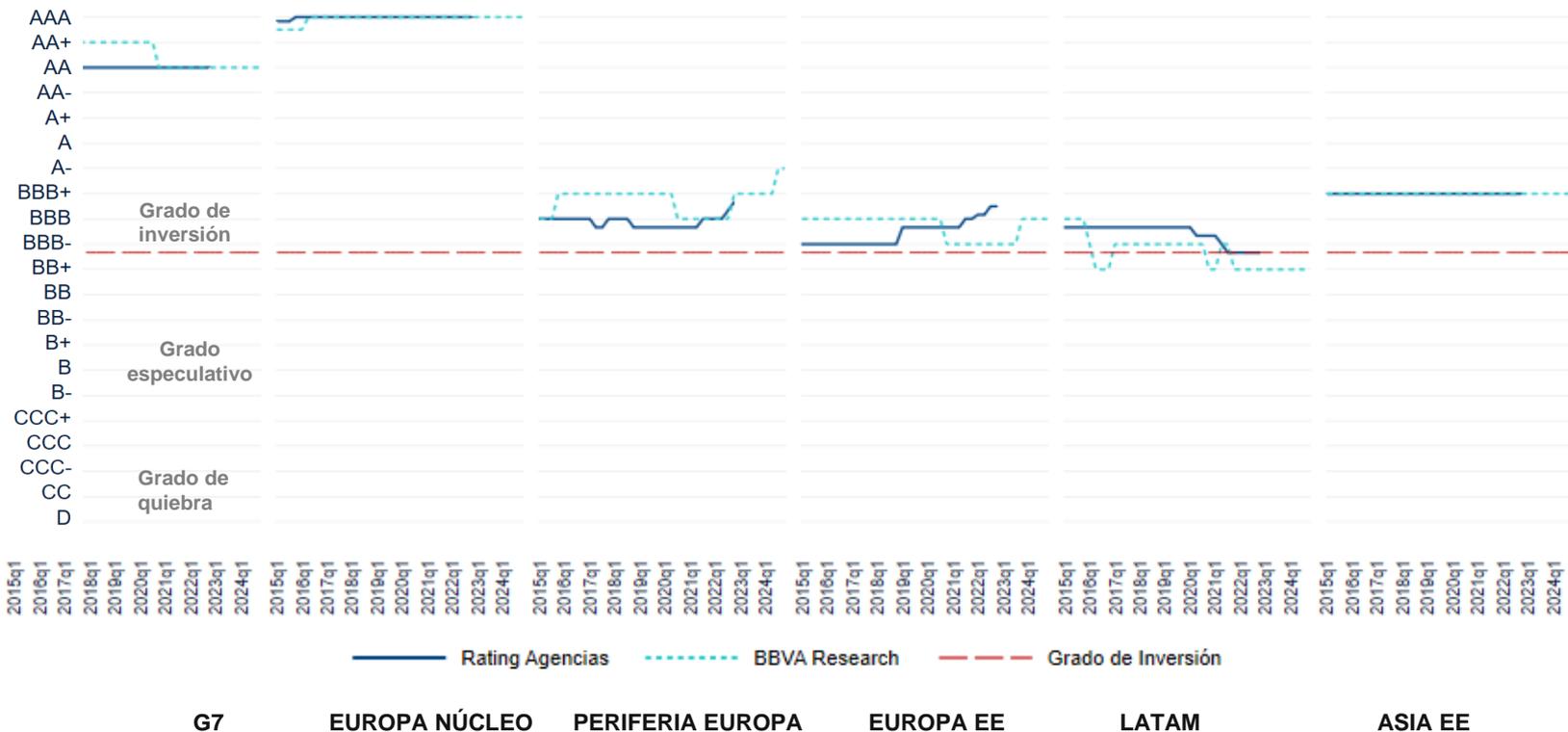
Institucional*: (19) Estabilidad Política (20) Corrupción (21) Justicia. (*Posición relativa con respecto a las regiones desarrolladas/ emergentes en conjunto. Los indicadores institucionales se actualizan anualmente y los últimos datos corresponden a 2020)

BBVA-Research ratings soberanos por región

← Resumen ← Índice

Nuestros ratings estimados están en línea con las agencias en G7, núcleo Europa y Asia EE. En la periferia de la UE esperamos una mejora en los próximos años, gracias a la recuperación de los niveles de PIB y a un descenso de los ratios de deuda pública. Nuestra posición es más negativa en Europa EE y Latinoamérica

RATING SOBERANO DE AGENCIAS VS. BBVA RESEARCH Y VS. RATING IMPLÍCITO DE MERCADO (Rating de agencias y de BBVA Research (+/-1 desv. est.) y Rating Implícito de CDS soberanos)



LatAm incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. G7 excluye Canadá e Italia.

Fuente: Standard & Poor's, Moody's, Fitch & BBVA Research

04

Valoración de desequilibrios financieros y externos

Brechas de deuda privada por países

Brechas de precios de la vivienda por países

Sistema de alerta temprana de crisis bancaria por regiones

Sistema de alerta temprana de tensiones fiscales por regiones

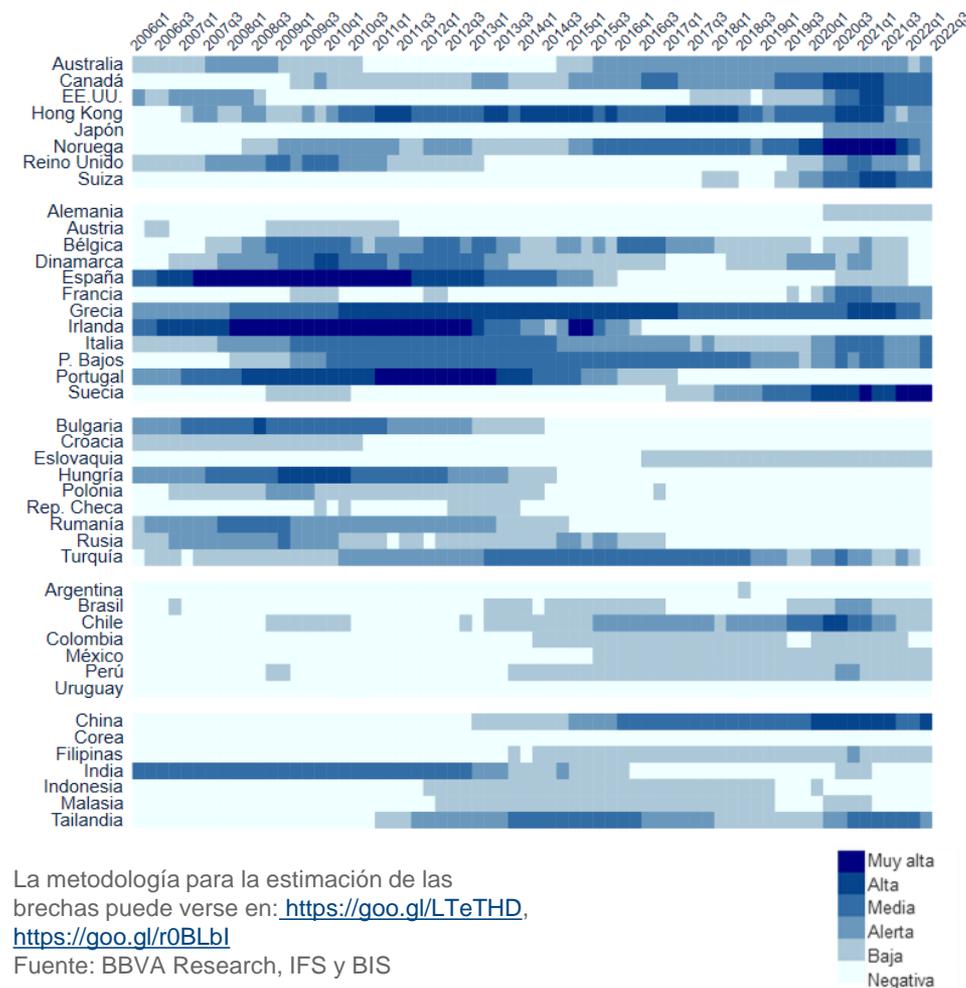
Sistema de alerta temprana de crisis cambiarias por regiones

Brechas de deuda privada por países

Los niveles de brecha de deuda (deuda frente a equilibrio) han disminuido globalmente en 2022 gracias al aumento de los niveles del PIB nominal debido a las elevadas tasas de inflación registradas este año. Sin embargo, siguen siendo elevados en algunas EA y en China

MAPA DE BRECHAS DE ENDEUDAMIENTO (2006-2022 T3)

Brecha entre el ratio Deuda Privada/PIB y su tendencia de largo plazo



La metodología para la estimación de las brechas puede verse en: <https://goo.gl/LTeTHD>, <https://goo.gl/r0BLb1>

Fuente: BBVA Research, IFS y BIS

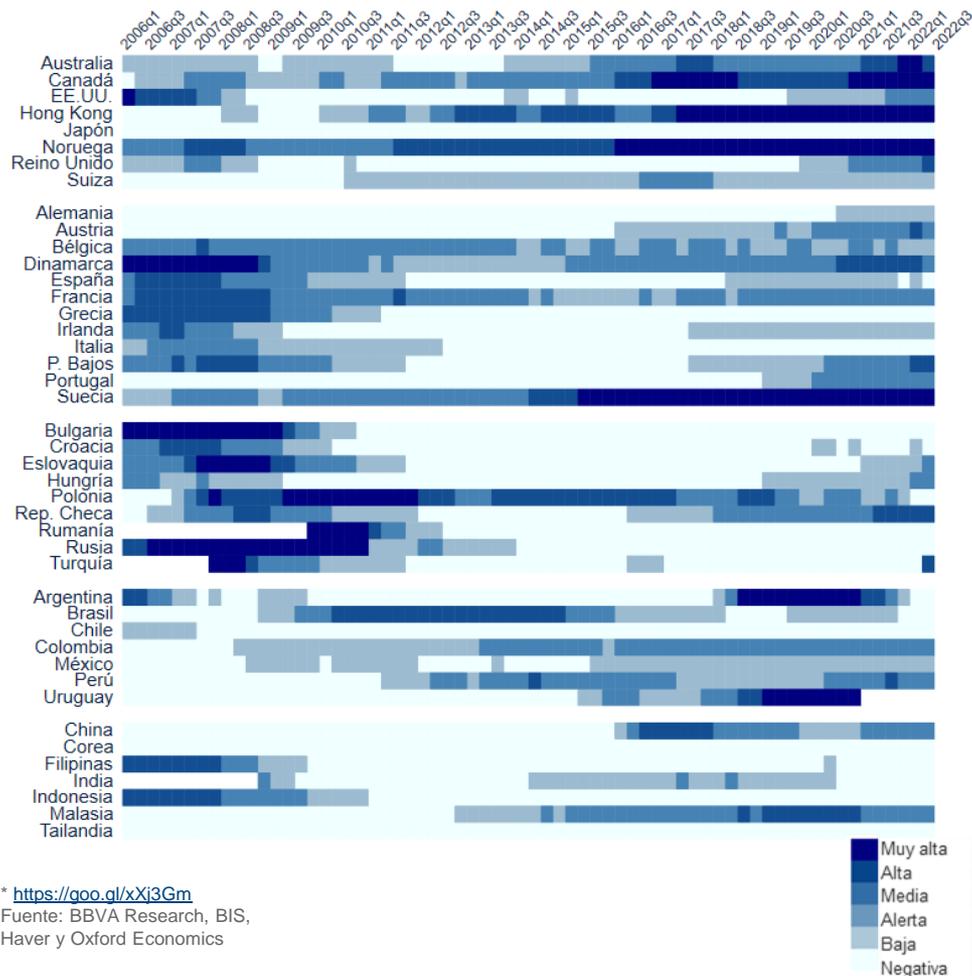
- Las brechas de apalancamiento privado han mejorado claramente en los países más avanzados, ayudados por unas tasas de inflación inusualmente altas. Sin embargo, siguen estando elevadas en Canadá, Noruega y EE.UU.
- Suecia es actualmente el país con mayor brecha de deuda, (que coincide con una elevada brecha en los precios de la vivienda). Países Bajos e Italia también muestran niveles preocupantes, mientras que en el resto de países de la UE las brechas han disminuido ayudadas por la inflación
- Las brechas en Europa EE siguen contenidas. La elevada tasa de inflación ha ayudado a Turquía a reducir su ratio de deuda hasta un nivel en línea con su equilibrio
- Las brechas de deuda en Latinoamérica se han mantenido contenidas y se han moderado significativamente en Chile durante 2022
- El exceso de apalancamiento en China sigue siendo elevado y ha repuntado recientemente. También sigue siendo elevado en Tailandia, aunque ha empezado a disminuir

Brechas en los precios de la vivienda por países

Los precios de la vivienda siguieron creciendo durante los dos primeros trimestres de 2022, especialmente en las EAs, pero han empezado a enfriarse tras la rápida subida de los tipos de interés. Los mayores niveles de desequilibrio siguen observándose en el norte de Europa, Canadá y Australia

BRECHAS DE PRECIOS DE VIVIENDA (2006-2022 T3)

Diferencia entre los precios de vivienda y su tendencia de largo plazo



* <https://goo.gl/xXj3Gm>

Fuente: BBVA Research, BIS, Haver y Oxford Economics

La brecha de Canadá sigue siendo extremadamente alta, a pesar de cierta corrección de los precios en términos reales en el tercer trimestre de 2022. Las brechas también son muy elevadas en Hong Kong y Noruega, y han aumentado en el Reino Unido y EE.UU. desde el año pasado

Dentro de los países de la UE, Suecia presenta el mayor desequilibrio, seguida de Dinamarca. Mientras tanto, en la eurozona, Austria, Francia, Países Bajos y Portugal también muestran claros signos de desequilibrio

Las brechas siguen indicando niveles excesivos en la República Checa, y algo en Hungría y Eslovaquia. Recientemente, la brecha ha crecido de manera acelerada en Turquía, donde los precios reales de la vivienda han empezado a superar los altos niveles de inflación

La brecha de precios sigue siendo elevada en Colombia, mientras que ha disminuido en Perú y sigue siendo moderada en México y el resto de Latinoamérica

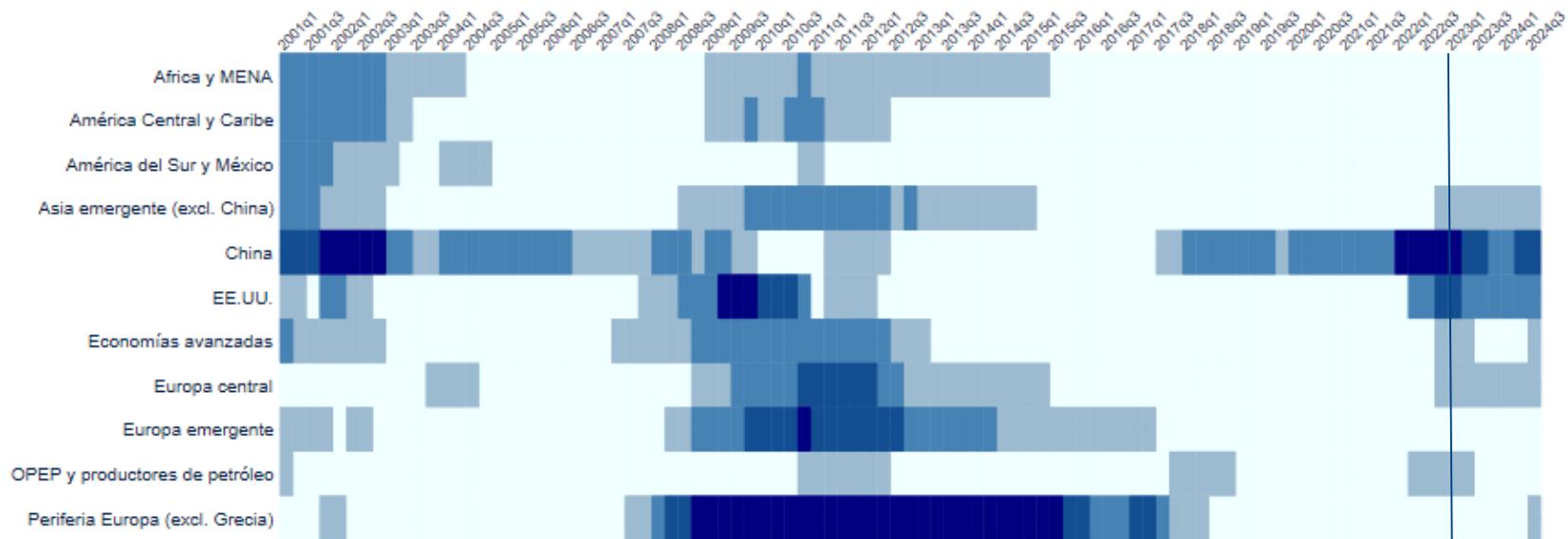
La brecha sigue siendo elevada en China y Malasia. Los precios reales siguen contenidos en otros países de Asia EE

Sistema de alerta temprana de crisis bancarias

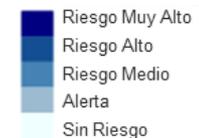
El descenso de los ratios de deuda privada ha disminuido la vulnerabilidad a una crisis bancaria, pero el aumento de los tipos de interés y la débil actividad económica han mantenido la señal de alerta en varias economías avanzadas, mientras que la actividad de China se ha visto lastrada por sus restricciones Covid

SISTEMA DE ALERTA TEMPRANA (SAT) DE CRISIS BANCARIAS (2001T1 -2024T3)

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



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



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

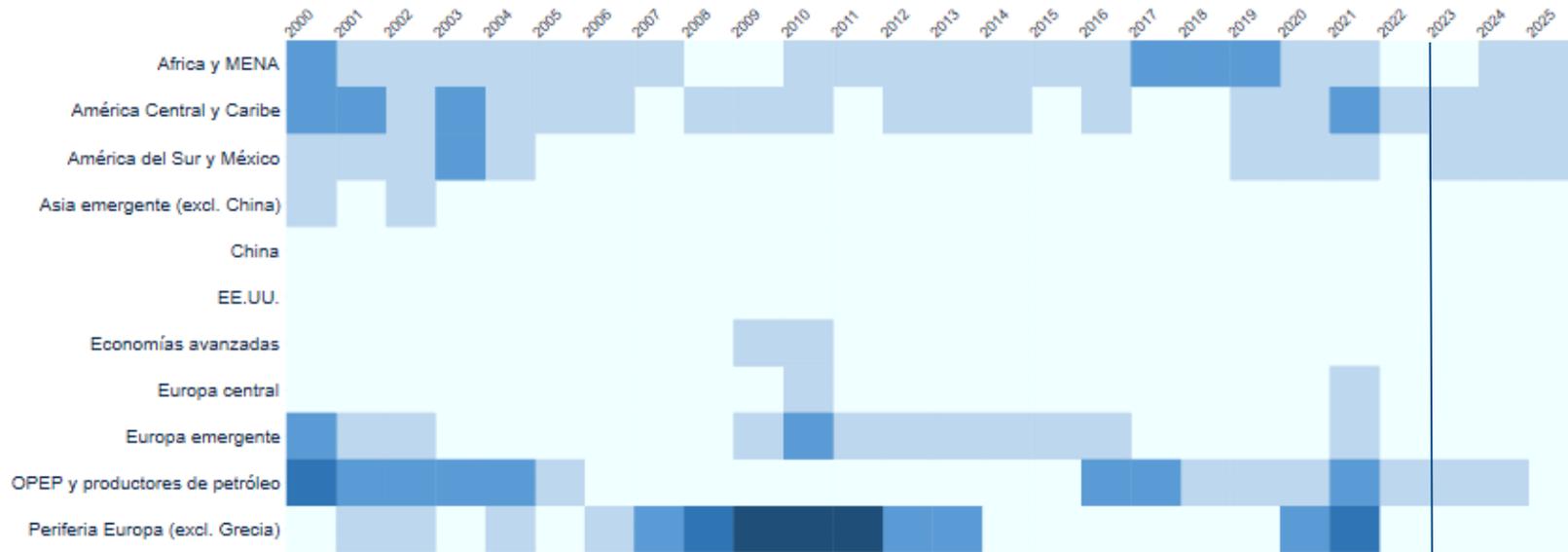
Fuente: BBVA Research

Sistema de alerta temprana de tensiones fiscales

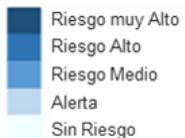
La vulnerabilidad fiscal ha mejorado tras el efecto del COVID sobre las finanzas públicas. Sin embargo, la deuda pública sigue elevada, lo que mantiene la alerta en varios países de Latinoamérica, y África & MENA

PROBABILIDAD DE UN EPISODIO DE UN ESTRÉS FISCAL (2000 - 2026)

(Based on 1-year lagged data)



Fuente: BBVA Research



- **Es la primera vez que incluimos un SAT fiscal en nuestro Informe sobre el riesgo país. La metodología utilizada para su estimación figura en la sección 5 de este informe**
- El Sistema de Alerta Fiscal Temprana estima la probabilidad de una crisis o tensión fiscal, que se define como uno de cuatro acontecimientos diferentes: Impago o reestructuración pública, un programa de gran envergadura apoyado por el FMI, una tasa de inflación muy alta (impago implícito) o un repunte extremo del diferencial soberano
- Las probabilidades que figuran en el cuadro son la media simple de las probabilidades de cada país para cada región

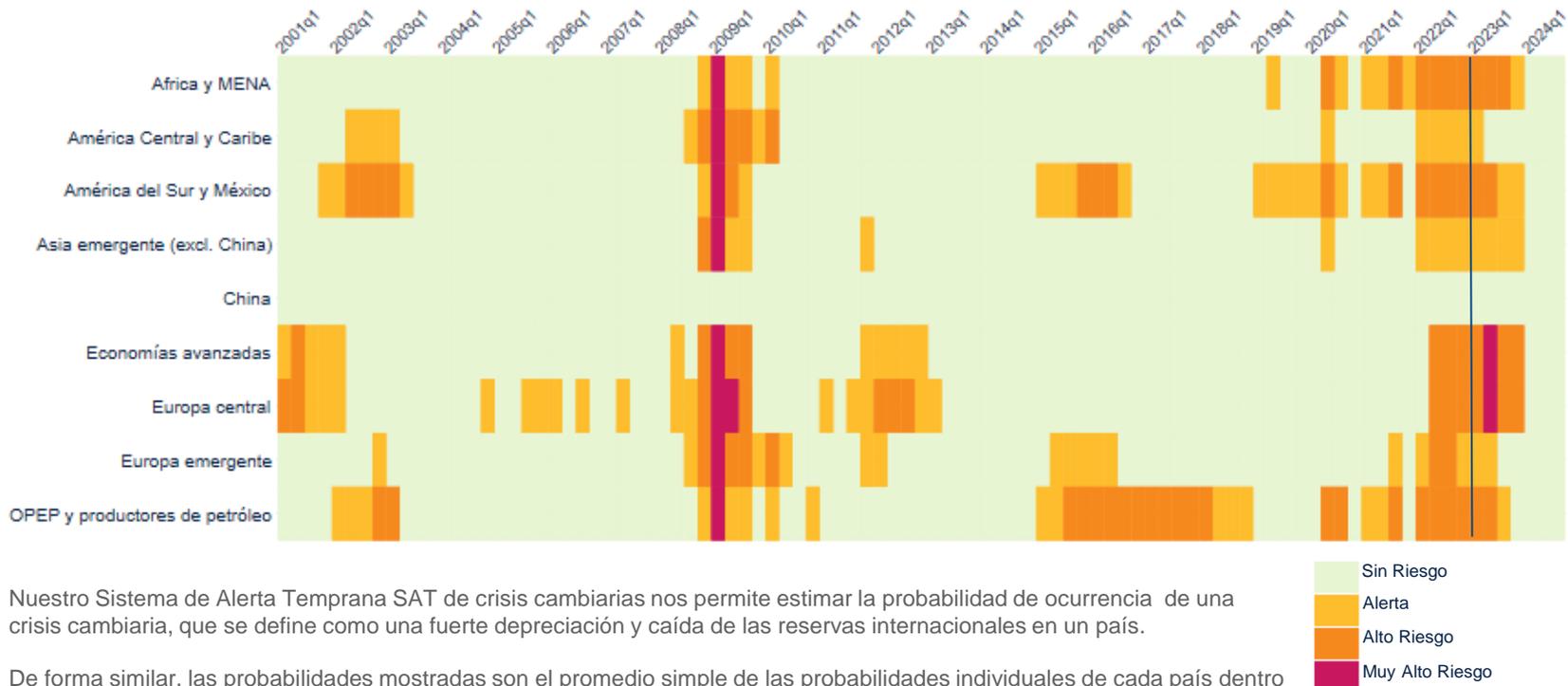
Sistema de alerta temprana de crisis monetarias

← Resumen ← Índice

Las tensiones cambiarias se han disparado este año debido al endurecimiento monetario de la FED y otros BCs y al aumento de los riesgos geopolíticos. A diferencia de episodios anteriores, este año las tensiones han sido algo mayores en EA que en EE, y esperamos que continúen así en los próximos trimestres

PROBABILIDAD DE TENSIONES MONETARIAS (2001T1-2024T4)

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



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

05

Tema especial: Sistema de alerta temprana de tensiones fiscales

¿Qué es el estrés fiscal y cómo definirlo?

Nos basamos en la [definición de crisis fiscal utilizada por Baldacci et al. \(2011\)*](#) y su base de datos para [79 países entre 1980 y 2010](#). A continuación, [actualizamos](#) los eventos de estrés fiscal para esos 79 países utilizando la base de datos de Gerlings et al (2017)** , ampliando la muestra temporal hasta 2015.

Un evento de estrés fiscal se define cuando se produce cualquiera de los cuatro eventos siguientes:

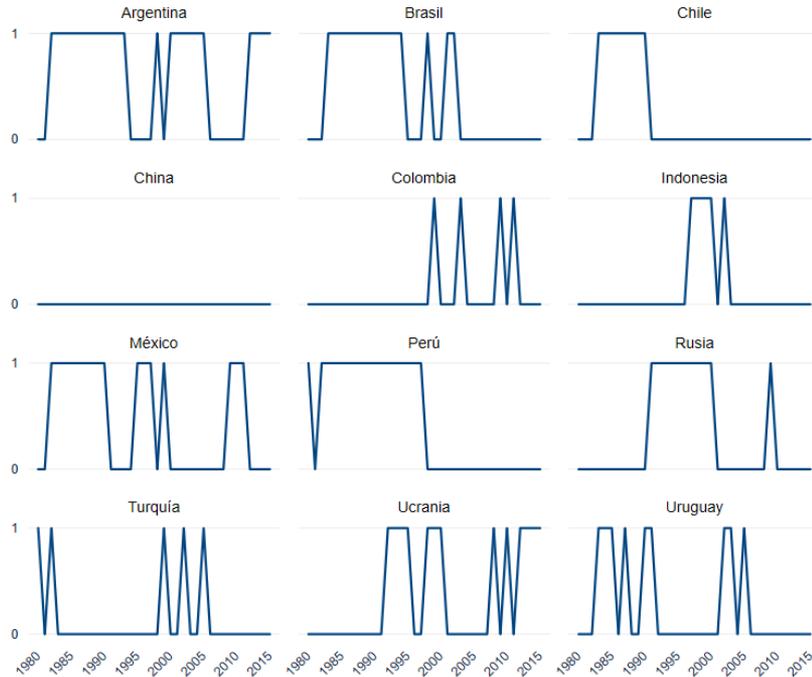
Evento	Criterio	Economías Avanzadas	Economías Emergentes
Impago o reestructuración de la deuda pública	Incumplimiento de la deuda al vencimiento de los pagos, así como intercambios de deuda en mora	Definición S&P	Definición S&P
Financiación de gran tamaño	Programa de gran tamaño respaldado por el FMI	Acceso al 100% o más de la cuota	Acceso al 100% o más de la cuota
Impago implícito/interno de la deuda pública	Elevada tasa de inflación	Inflación superior al 35% anual	Acceso al 100% o más de la cuota Inflación superior al 500% anual
Extrema dificultad de financiación del Estado	Presión sobre los rendimientos soberanos	Diferenciales soberanos superiores a 1.000 pb o 2 d.s. de la media del país	Diferenciales soberanos superiores a 1.000 pb o 2 d.s. de la media del país

*Baldacci, E., Petrova, I., Belhocine, N., Dobrescu, G. and Mazraani, S., 2011. Assessing Fiscal Stress. IMF Working Paper, No. 100.

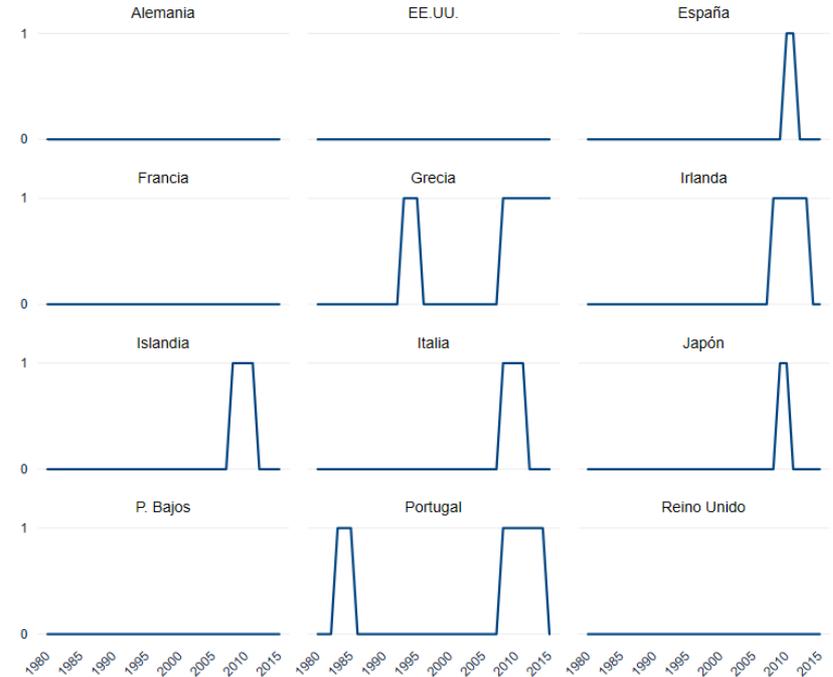
**Medas, P., Poghosyan, T., Xu, Y., Farah-Yacoub, J. and Gerling, K., 2018. Fiscal crises. Journal of International Money and Finance, 88, pp.191-207.

Ejemplos de episodios de estrés fiscal

ECONOMIAS EMERGENTES



ECONOMIAS AVANZADAS



Los episodios de tensión fiscal en EE han estado normalmente más relacionados con factores idiosincráticos y, por lo tanto, tienden a no coincidir en el tiempo. En cambio, en EA se han concentrado más en torno a períodos de estrés global, como la crisis financiera mundial o la crisis de la deuda soberana europea.

Metodología: Regresión multivariante de los determinantes del estrés fiscal y Sistema de Alerta Temprana (SAT)

Se busca estimar un **Sistema de Alerta Temprana (SAT)** de eventos de estrés fiscal y establecer los principales determinantes de dichos eventos basándonos en una **regresión logística** con la siguiente estructura:

$$\text{Evento Estrés Fiscal}_{i,t} = \alpha_0 + \text{Finanzas Globales}_t + \text{Fiscal}_{it} + \text{Actividad}_{it} + \text{Precios}_{it} + \text{Externos}_{it} + \text{Institucional}_{it} + \text{Demografía}_{it} + \text{Tipos de Interés}_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

- Donde "*Finanzas Globales*" representa indicadores relacionados con las condiciones financieras globales como los tipos de interés de EEUU, o la mediana de los tipos de interés en los mercados desarrollados o Europa, etc
- "*Fiscal*" representa indicadores relacionados con las condiciones fiscales en cada país y periodo t, como el ratio público/PIB, el balance público, el balance primario, etc
- "*Actividad*" representa indicadores relacionados con la actividad económica, como las tasas de crecimiento del PIB, la tasa de desempleo, etc
- "*Precios*" representa indicadores relacionados con la inflación de los precios, como la inflación del IPC, el deflactor del PIB, etc
- "*Externos*" representa indicadores relacionados con los desequilibrios externos tales como Deuda externa/PIB, Cuenta corriente/PIB, Deuda externa a corto plazo/Reservas, etc
- "*Institucional*" representa indicadores relacionados con la calidad institucional, como el Estado de Derecho, la eficacia del Gobierno, el PIB per cápita, etc
- "*Demografía*" representa indicadores relacionados con la situación demográfica, como el crecimiento de la población, la tasa de dependencia de la tercera edad, la población en edad de trabajar, etc
- "*Tipos de interés*" representa indicadores relacionados con los tipos de interés locales, como los tipos de interés nominales o reales a corto plazo

El método de estimación utilizado es un **estimador Logit de efectos aleatorios utilizando un panel no-balanceado con datos anuales de 1980 a 2015**

Metodología: selección de variables y especificaciones

Hemos seguido un [proceso iterativo](#) en tres etapas consecutivas para [seleccionar los mejores indicadores y la mejor especificación](#) que pueda obtenerse a partir de un conjunto original de unas 60 variables diferentes.

1. En la primera etapa regresamos cada indicador de estrés fiscal dentro de 8 grupos o "temas" diferentes para comprobar su capacidad predictiva individual. Al regresar cada variable de cada uno de los grupos, el algoritmo utiliza uno o más [componentes principales](#) para cada uno de los 7 grupos restantes como [variables de control](#), con el fin de minimizar el sesgo de variable omitida.
1. En la [segunda etapa](#) seleccionamos las [mejores especificaciones](#) que pueden obtenerse de la [combinación de los mejores indicadores individuales](#) seleccionados en la etapa anterior.
1. Por último, en la [tercera etapa](#) seleccionamos la especificación final mediante un proceso de [fine-tuning](#) en el que evaluamos la coherencia económica de las mejores especificaciones encontradas en la etapa anterior y comparando su rendimiento con el obtenido al introducir pequeños cambios que no se hayan probado antes.
1. La especificación final no es necesariamente la de mayor rendimiento estadístico, sino la de [mejor rendimiento y también coherencia económica](#), en términos de signos de los coeficientes, significación estadística y contribución de cada indicador.

Estimamos una especificación diferente para [cuatro grupos distintos de países](#):

- Modelo [Global](#) con 72 países.
- Modelo de [Economías Emergentes](#) con 35 países.
- Modelo de [Economías Avanzadas](#) con 29 países.
- Modelo de la [Unión Europea](#) con 16 países.

Resultados de la regresión (luego del proceso de selección)

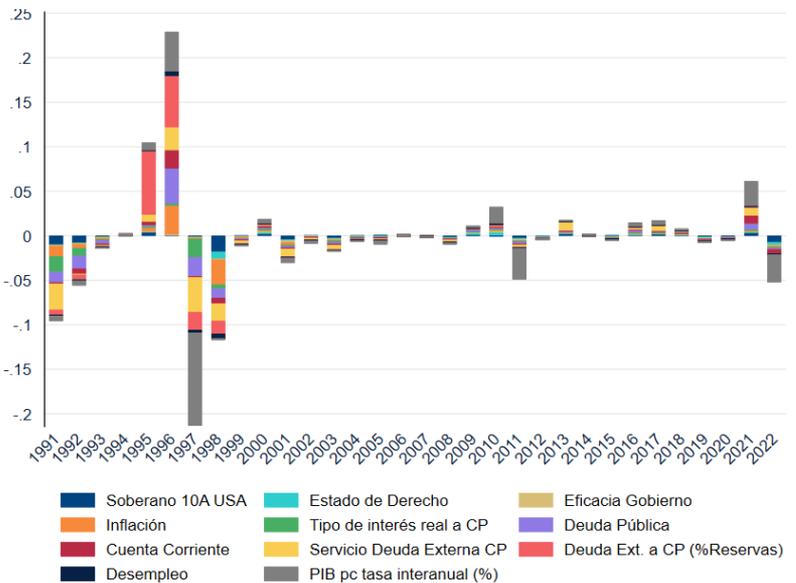
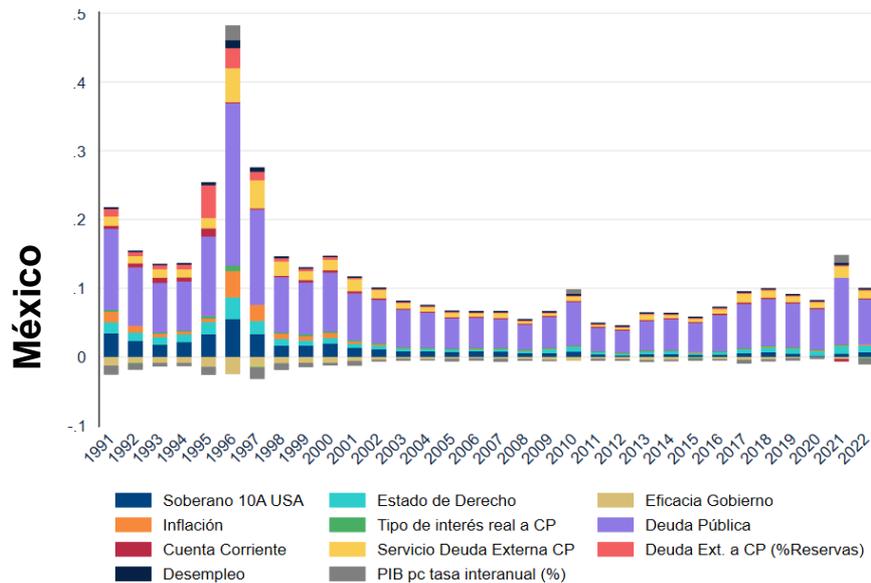
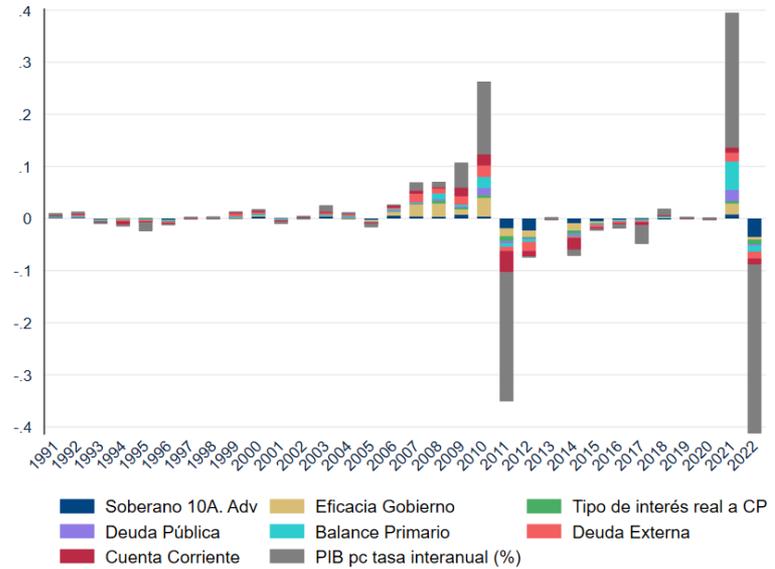
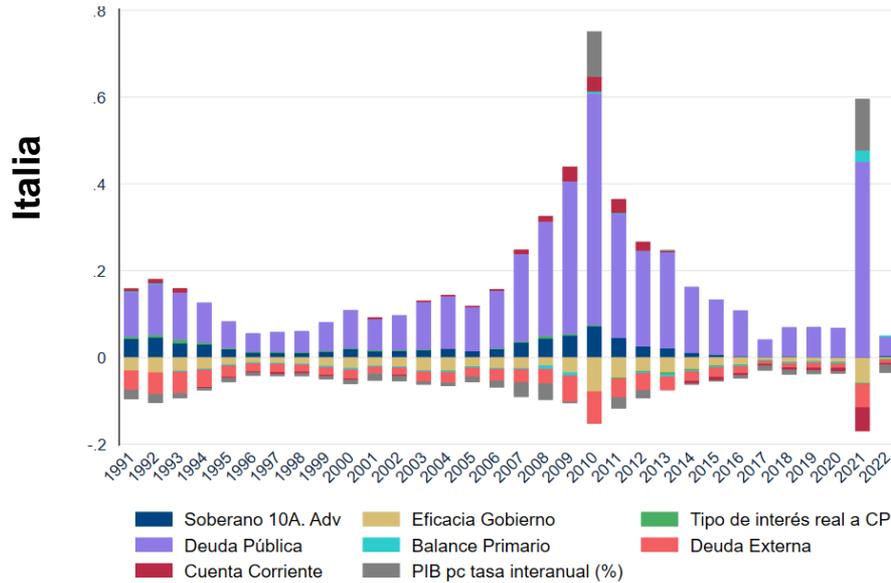


Variables Globales	Global	Emergentes	Avanzados	Europa
Tipo soberano a 10 años EE.UU.	0.180*** (3.94)	0.140*** (2.58)		
Tipo soberano a 10 años EA			0.221* (1.66)	
Tipo soberano a 10 años Mediana UE				0.714*** (3.22)
Variables Idiosincráticas	Emergentes	Avanzados	Europa	Europe
Estado de Derecho	-0.979*** (-4.95)	-0.699*** (-2.50)		
Eficacia del Gobierno	-0.447 (-1.07)	-0.564 (-1.03)	-2.068*** (-3.21)	-4.322*** (-4.15)
Inflación	0.026*** (3.21)	0.021*** (3.08)		
Tipo de interés real a corto plazo	0.021** (2.13)	0.013 (1.50)	0.055 (0.65)	
Deuda pública/PIB (logaritmos)	1.356*** (6.14)	0.974*** (3.36)	1.233*** (3.07)	2.522*** (4.77)
Balance primario neto del Gobierno, % del PIB			-0.058 (-0.96)	-0.090 (-1.01)
Cuenta corriente/PIB	-0.075*** (-4.10)	-0.060** (-2.54)	-0.196*** (-4.07)	-0.219*** (-3.33)
Deuda externa (% del PIB) (logs)*	1.563*** (7.58)		1.675*** (3.19)	3.063*** (4.74)
Servicio de la deuda, deuda ext. a CP. (% del PIB)		0.111*** (3.47)		
Deuda externa a CP (% de las reservas)		0.002*** (3.37)		
Tasa de desempleo	0.012 (0.54)	0.030 (1.09)		
PIB pc Variación en % AA	-0.101*** (-5.05)	-0.060*** (-2.58)	-0.214*** (-3.99)	-0.241*** (-3.25)
Número de observaciones	1,840	902	706	375
Número de países	72	35	29	16

- Todos los indicadores incluidos en las especificaciones finales tienen el signo teórico esperado y la mayoría de ellos son estadísticamente significativos. Según los resultados estimados, el determinante más importante del estrés fiscal es, como se esperaría, el nivel de Deuda Pública como porcentaje del PIB.
- Sin embargo, el determinante más importante de los cambios anuales en la probabilidad de estrés fiscal es la tasa de crecimiento del PIB per cápita pc, como puede verse en la descomposición de probabilidades y cambios en las probabilidades en la siguiente diapositiva.
- La calidad institucional también es un determinante importante del estrés fiscal, pero difiere entre países Avanzados y Emergentes. El Estado de Derecho es más importante en las EE y la eficacia del gobierno en las EA

Descomposición de los determinantes de estrés fiscal (ejemplos)

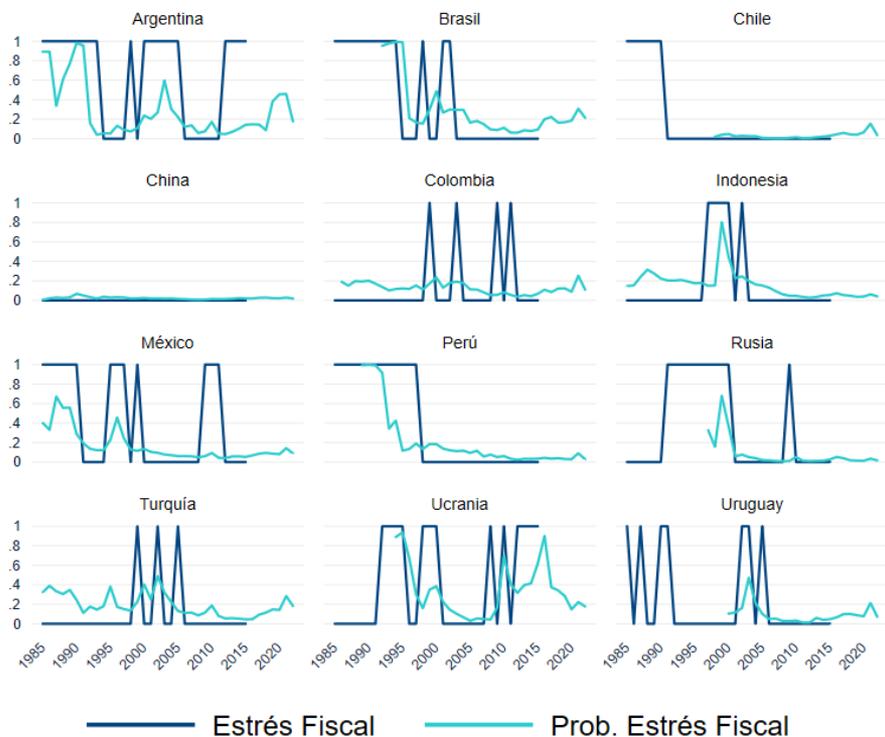
(Aproximación no-lineal, Niveles (Izquierda), Cambios (Derecha))



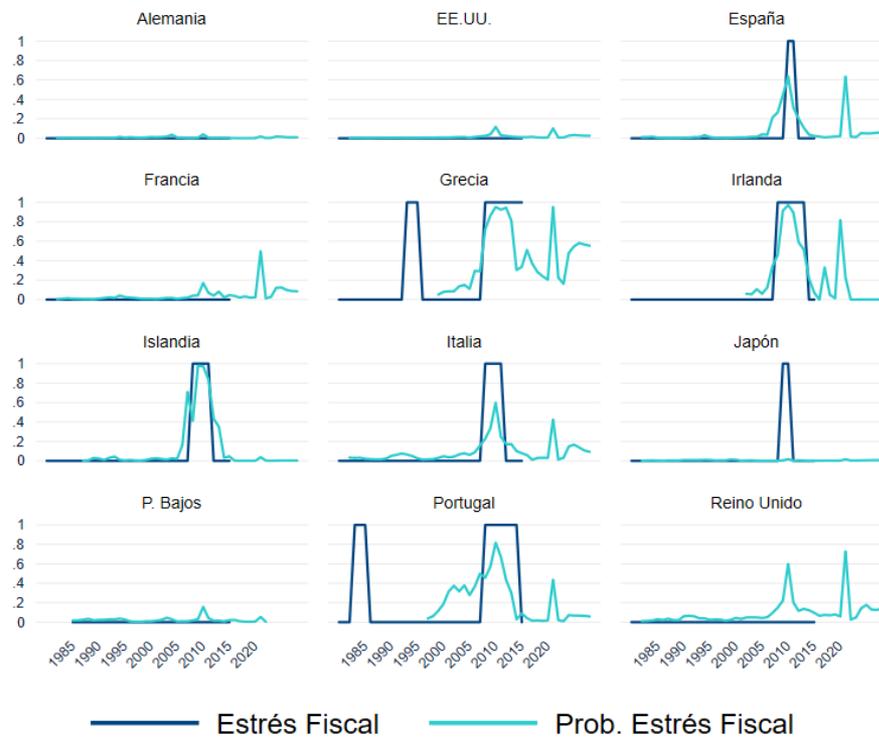
Probabilidad vs Episodios Observados

[Resumen](#) [Índice](#)

ECONOMIAS EMERGENTES



ECONOMIAS AVANZADAS



06

Tema Especial: Efecto del COVID en los precios de la vivienda

La pandemia de COVID coincidió con un aumento extraordinario de los precios de la vivienda en muchas economías, especialmente en las avanzadas

Se han propuesto diferentes explicaciones para explicar este hecho:

1. Se ha producido un **movimiento de la demanda de pequeñas propiedades en el centro de las ciudades a propiedades más grandes en zonas menos densamente pobladas** debido a la mayor posibilidad de trabajar a distancia
2. Se ha producido un **aumento del ahorro** que ha impulsado la capacidad financiera de los hogares
3. Hubo una **burbuja inmobiliaria impulsada por los bajos tipos de interés y la alta inflación**: La mayoría de los países en los que los precios han subido más rápido son aquellos en los que los tipos de interés han estado en niveles muy bajos durante más tiempo

En esta sección utilizamos el mismo modelo econométrico para los precios reales de la vivienda que nos ayuda a **determinar el nivel de precios de equilibrio para estimar la magnitud de los efectos de la COVID, las restricciones de movilidad y el trabajo a distancia** sobre los precios reales de la vivienda en diferentes países y regiones

Si el COVID ha tenido algún efecto sobre el precio de la vivienda y dicho efecto ha sido sólo temporal, existe un claro riesgo de que pueda revertirse en el futuro, empujando los precios a sus niveles anteriores

Análisis econométrico

La variable dependiente es el precio real de los inmuebles residenciales en cada país entre 1990 y 2021. Los datos corresponden a las series de la base de datos del BIS que tienen las características más genéricas, es decir, el índice de precios debe cubrir todo el país, todos los tipos de inmuebles y todas las antigüedades (nuevos y existentes)

Algunas de las variables explicativas se descomponen en dos componentes: uno de tendencia (media móvil) y otro cíclico (desviación de la tendencia). La contribución de los componentes de tendencia es la que se añade al nivel de precios de equilibrio estimado:

- PIB real o PIB real por hogar
- Crédito bancario/PIB
- Tipos de interés reales a corto plazo (como desviación de los tipos de interés Libor de EE.UU.)
- Tipos de interés Libor de EE.UU.
- Tasa de desempleo

Las demás variables no se descomponen en componentes de ciclo y tendencia:

- Tasa de crecimiento de los hogares (%)
- Tasa de crecimiento de la población entre 25 y 44 años
- Variación de la población urbana

Resultados del análisis econométrico

	Efectos Aleatorios	GLS (Heter. & AR)	Efectos Aleatorios	GLS (Heter. & AR)
PIB real (ciclo)	1.552*** (3.73)	0.887*** (11.58)		
PIB real (tendencia)	0.490*** (4.27)	0.438*** (11.48)		
PIB real, por hogar, (ciclo)			1.450*** (3.41)	0.868*** (11.38)
PIB real, por hogar, (tendencia)			0.553*** (3.63)	0.657*** (12.76)
Crédito/PIB (ciclo)	0.135** (2.21)	0.139*** (6.79)	0.183*** (2.74)	0.154*** (7.39)
Crédito/PIB (tendencia)	0.258*** (2.83)	0.318*** (9.00)	0.257*** (2.59)	0.269*** (8.51)
Tipo de interés real CP (desv. del Libor) (ciclo)	-1.114*** (-2.75)	-0.130 (-1.30)	-1.248*** (-3.01)	-0.175* (-1.74)
Tipo de interés real CP (desv. del Libor) (tendencia)	-2.017*** (-4.08)	-0.592*** (-3.54)	-2.211*** (-4.35)	-0.829*** (-4.97)
Libor (EE.UU.) (ciclo)	0.130 (0.35)	0.403*** (2.82)	0.130 (0.32)	0.372*** (2.59)
Libor (EE.UU.) (tendencia)	-5.444*** (-3.47)	-2.019*** (-4.80)	-6.431*** (-3.90)	-2.672*** (-6.59)
Desempleo (ciclo)	0.024 (0.51)	-0.030*** (-2.71)	0.008 (0.18)	-0.032*** (-2.85)
Desempleo (tendencia)	-0.225*** (-3.88)	-0.273*** (-18.75)	-0.215*** (-3.61)	-0.264*** (-17.66)
Crecimiento de los hogares	0.031 (0.79)	0.009 (1.08)		
Población 25/44 años (Crecimiento vs. Población total)	0.066*** (4.08)	0.019*** (3.53)	0.070*** (4.05)	0.019*** (3.51)
Variación de la población urbana	0.116 (1.17)	0.120*** (4.65)	0.133 (1.31)	0.116*** (4.41)
Dummy para el año 2020 - Avanzados	0.130*** (4.67)	0.083*** (7.85)	0.125*** (4.37)	0.076*** (7.32)
Dummy para el año 2020 - Emergentes	0.119** (2.50)	0.072*** (4.78)	0.120** (2.36)	0.067*** (4.38)
Dummy para el año 2021 - Avanzados	0.139*** (3.85)	0.114*** (7.75)	0.131*** (3.53)	0.100*** (6.89)
Dummy para el año 2021 - Emergentes	0.064 (1.51)	0.055*** (2.73)	0.063 (1.40)	0.046** (2.28)

Algunos de los principales resultados son los siguientes:

- **La especificación es muy robusta a las variaciones de metodología y especificación mostradas aquí, como diferentes definiciones de renta nacional o renta per cápita o por hogares;** (y otras variaciones como el uso del PIB en términos de PPA) en cuanto al signo estimado y la significación estadística, aunque el tamaño de los coeficientes sí varía según las especificaciones
- **El PIB o el PIB por hogares son los principales impulsores de los precios de la vivienda,** tanto en sus componentes a corto como a largo plazo
- **Todos los componentes a largo plazo de las variables explicativas tienen un efecto significativo con el signo teórico esperado,** lo que da tranquilidad para la estimación del nivel de equilibrio. Sin embargo, algunos de los componentes a corto plazo no son significativos o tienen el efecto contrario (el "ciclo" de los tipos de interés en EE.UU.)
- **Las variables *dummy* para los años 2020 y 2021 son claramente positivas y altamente significativas,** lo que sugiere que los precios fueron de media entre un 5% y un 14% (dependiendo de la región) superiores a lo que indicarían sus fundamentos en 2020 y 2021

¿Cuál fue el efecto promedio del COVID y el teletrabajo en el precio de la vivienda?

Ampliamos los modelos anteriores para estimar el efecto de las variables relacionadas con las restricciones COVID y/o teletrabajo sobre los precios reales de la vivienda, **como una forma de sustituir las variables *dummy* incluidas para los años 2020 y 2021 que sólo pueden proporcionar una estimación de todos los factores "no explicados" que ocurren durante esos años.** Por tanto:

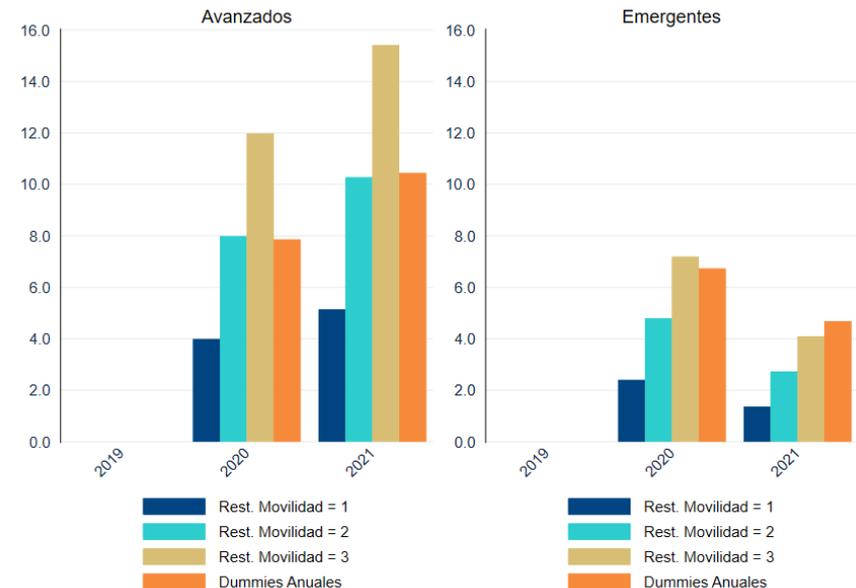
- Primero introducimos como variable explicativa un **índice con el nivel máximo de restricciones de movilidad o "quedarse en casa" de cada país de la muestra en los años 2020 y 2021** (y cero antes). La variable entra tanto con un término contemporáneo como con un retardo (Fuente: <https://ourworldindata.org/covid-stay-home-restrictions>)
- También analizamos el efecto de un **indicador de la viabilidad del trabajo a distancia** en un país determinado. Nos basamos en la clasificación ILO / ISCO de trabajadores y ocupaciones, según la distribución de tipos de ocupación que tiene dicho país. Está claro que las ocupaciones relacionadas con la hostelería o la industria manufacturera no pueden realizarse a distancia. En cambio, la mayoría de los profesionales y técnicos pueden trabajar a distancia más fácilmente. Así pues, **utilizamos la proporción de trabajadores de las tres primeras categorías de la ISCO-08 como indicador de la probabilidad de trabajar a distancia en un país determinado**

Broad skill level	ISCO-08	ISCO-88
Skill levels 3 and 4	1. Managers	1. Legislators, senior officials and managers
	2. Professionals	2. Professionals
	3. Technicians and associate professionals	3. Technicians and associate professionals
Skill level 2	4. Clerical support workers	4. Clerks
	5. Service and sales workers	5. Service workers and shop and market sales workers
	6. Skilled agricultural, forestry and fishery workers	6. Skilled agricultural and fishery workers
	7. Craft and related trades workers	7. Craft and related trades workers
Skill level 1	8. Plant and machine operators, and assemblers	8. Plant and machine operators and assemblers
	9. Elementary occupations	9. Elementary occupations
Armed forces	0. Armed forces occupations	0. Armed forces
Not elsewhere classified	X. Not elsewhere classified	X. Not elsewhere classified

Comparación entre el efecto de las variables *dummies* específicas del año y el efecto de las restricciones de movilidad

	Dummies	Dummies + Restricciones Movilidad	Dummies + Restricciones Movilidad
Dummy año 2020 - Avanzados	0.072*** (6.66)	0.061** (2.22)	
Variable año 2020 - Emergentes	0.065*** (4.21)	0.088** (2.05)	
Dummy año 2021 - Avanzados	0.102*** (6.71)	0.081* (1.87)	
Dummy año 2021 - Emergente	0.054*** (2.67)	0.190** (2.19)	
Restricción Movilidad (t) - Avanzado		0.006 (0.45)	0.035*** (6.27)
Restricción Movilidad (t) - Emergentes		-0.009 (-0.52)	0.023*** (3.75)
Restricción Movilidad (t-1) - Avanzados		0.005 (0.32)	0.016*** (2.67)
Restricción Movilidad (t-1) - Emergentes		-0.047* (-1.79)	-0.004 (-0.69)

T-Estadístico en paréntesis. *, **, *** denota significancia estadística al 1%, 5% and 10% respectivamente
Fuente: BBVA Research



Las restricciones de movilidad son estadísticamente significativas cuando no se incluyen junto con las variables *dummies* específicas del año. Cuando se incluyen por sí solas, tienen de media, un efecto muy similar al de las variables *dummies* por sí solas

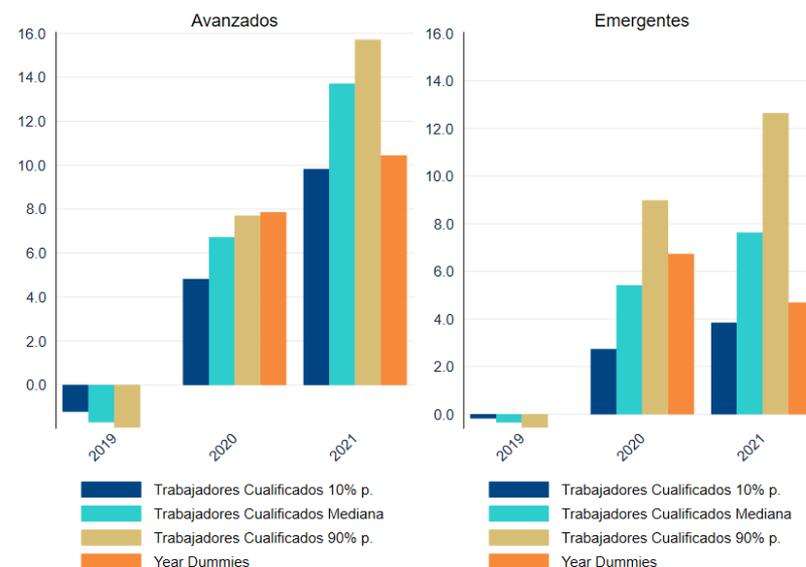
Los resultados indican que el efecto de las restricciones fue del 15,5% en 2021 en EA con el nivel máximo de restricciones (3). En el caso de países EE con el máximo de restricciones, el efecto fue mayor en 2020 (6,5%) que en 2021 (4,5%)

Efecto estimado de los indicadores de trabajo a distancia

[Resumen](#)
[Índice](#)

	Dummies	Restricciones + % Trabajadores Cualificados	% Trabajadores alt. Cualificados
Restricción Movilidad (t) - Avanzado	0.035*** (6.27)	0.013 (1.51)	
Restricción Movilidad (t) - Emergentes	0.023*** (3.75)	0.019** (2.38)	
Restricción Movilidad (t-1) - Avanzados	0.016*** (2.67)	-0.015 (-1.18)	
Restricción Movilidad (t-1) - Emergentes	-0.004 (-0.69)	-0.021** (-2.19)	
% Trabajadores alt. cualificados - Pre-Covid - Avanzados		-0.0003 (-0.66)	-0.0005 (-1.23)
% Trabajadores alt. cualificados - Pre-Covid - Emergentes		0.0000 (-0.03)	-0.0002 (-0.35)
% Trabajadores alt. cualificados - 2020 - Avanzados		0.0017*** (8.31)	0.0018*** (11.51)
% Trabajadores alt. cualificados - 2020 - Emergentes		0.0016*** (2.85)	0.0026*** (7.33)
% Trabajadores alt. cualificados - 2021 - Avanzado		0.0035*** (8.19)	0.0034*** (12.26)
% Trabajadores alt. cualificados - 2021 - Emergentes		0.0037*** (4.73)	0.0035*** (7.07)

T-Estadístico en paréntesis. *,**,*** denota significancia estadística al 1%,5% and 10% respectivamente
Fuente: BBVA Research



Encontramos que el porcentaje de trabajadores altamente cualificados (profesionales y técnicos en un país está estadística y positivamente correlacionado con el nivel de precios reales en 2020 y 2021, pero no en el período pre-Covid.

Los resultados indican que el efecto de las restricciones llegó a un 16% en 2021 en EAs con una alta proporción de trabajadores altamente cualificados (8% en 2020). En EEs con una alta proporción de trabajadores altamente cualificados, el efecto fue de alrededor del 13% en 2021 y del 9% en 2020.

Tablas de indicadores de vulnerabilidad por países

Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

[← Resumen](#)
[← Índice](#)

INDICADORES DE VULNERABILIDAD* 2022: AVANZADOS

	Vulnerabilidad Fiscal			Vulnerabilidad Externa			Manejo de Liquidez			Desempeño Macroeconómico			Crédito y Vivienda			Endeudamiento Privado			Instituciones		
	Balance fiscal (1)	Dif. Tipo de Interés-Crec. PIB 2022-27	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Apreciac. del tipo de cambio real (2)	Neces. Brutas Fin. (1)	Deuda Externa a Corto Plazo (3)	Deuda en manos de no resident. (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempl. (5)	Gap crédito privado sobre PIB (1)	Gap precios reales vivienda (%)	Gap Mercado de valores (4)	Crédito hogares (1)	Crédito empresas no financ. (1)	Apalanc. bancario (%)	Estabilid. política BM (6)	Control de la corrup. BM (6)	Justicia BM (6)
EE.UU	-4.0	-1.8	122.1	-3.9	95.3	12.9	31.7	16.7	27.4	1.9	8.0	3.7	30.7	15.2	-11.6	75.9	78.9	50.4	0.0	-1.0	-1.4
Canadá	-2.2	-1.9	102.2	0.5	125.7	0.2	14.9	11.4	23.1	3.3	6.9	5.5	28.7	38.6	-3.4	102.9	124.3	121.8	-0.9	-1.6	-1.6
Japón	-7.9	-1.0	263.9	1.4	100.0	-21.4	52.8	16.5	12.0	1.7	2.4	2.5	13.6	2.2	3.3	68.9	119.5	46.3	-1.0	-1.6	-1.6
Australia	-3.4	-2.2	56.7	2.1	97.3	4.3	7.2	4.2	32.4	3.8	7.7	3.7	20.8	22.4	-8.1	115.2	64.1	120.0	-0.9	-1.7	-1.7
Corea	-1.8	-3.2	54.1	3.2	35.7	-7.0	4.4	7.3	16.3	2.6	6.2	2.9	-13.8	-18.8	-18.0	106.5	115.3	101.4	-0.7	-0.8	-1.1
Noruega	20.3	-2.5	40.3	19.4	133.3	-1.4	-8.7	8.1	53.4	3.6	4.7	3.2	33.7	32.9	6.9	78.7	117.3	282.0	-1.1	-2.1	-1.9
Suecia	0.1	-4.8	33.5	3.8	164.5	-4.1	4.5	10.3	16.0	2.6	8.2	7.2	52.8	30.0	-10.3	90.1	167.8	161.5	-1.0	-2.1	-1.7
Dinamarca	1.2	-2.0	31.8	8.2	142.2	-1.2	4.2	16.1	23.3	2.6	7.2	2.7	4.8	12.5	4.6	93.6	108.0	259.4	-0.9	-2.4	-1.9
Finlandia	-2.1	-2.5	66.7	-0.8	201.2	-2.1	10.4	10.7	51.4	2.1	6.6	7.3	24.6	-7.9	-11.0	65.0	119.6	126.1	-1.0	-2.3	-2.1
Reino Unido	-4.3	-3.0	87.0	-4.8	297.4	-1.4	10.2	7.7	34.5	3.6	11.3	4.0	13.0	17.0	-9.0	83.8	68.9	53.2	-0.5	-1.7	-1.4
Austria	-2.7	-3.2	78.5	-2.6	156.4	0.4	11.6	8.4	63.2	4.7	7.0	5.0	-2.0	17.9	-17.7	50.2	99.7	94.4	-0.9	-1.3	-1.8
Francia	-5.1	-2.3	111.8	-1.3	250.8	-5.0	16.3	8.0	49.6	2.5	6.3	7.3	10.4	9.2	-4.7	66.7	164.9	100.2	-0.4	-1.3	-1.3
Alemania	-3.3	-3.1	71.1	4.2	164.3	-0.2	11.4	8.9	42.7	1.5	10.2	5.6	9.5	6.2	-16.9	56.2	73.0	91.2	-0.8	-1.8	-1.6
P. Bajos	-0.8	-3.9	48.3	7.5	396.7	3.8	6.8	15.5	36.8	4.5	12.8	4.0	24.3	19.5	-8.8	95.9	142.6	92.6	-0.9	-2.0	-1.7
Bélgica	-4.7	-2.8	103.9	-2.2	247.7	0.5	15.6	16.5	55.9	2.4	7.9	5.9	-1.1	0.9	-9.4	60.8	154.0	61.6	-0.6	-1.5	-1.3
Italia	-5.4	-1.1	147.2	-0.2	134.7	-2.0	21.2	14.9	28.8	3.2	8.7	8.4	21.7	-17.2	-14.2	43.3	70.4	87.5	-0.6	-0.5	-0.3
España	-3.9	-3.1	113.6	1.0	185.8	-0.5	15.8	14.5	43.7	4.6	8.6	12.8	-2.0	-2.2	-21.4	55.7	100.1	79.0	-0.6	-0.7	-0.9
Irlanda	0.4	-6.0	47.0	12.2	557.9	-2.8	2.7	11.4	53.0	9.0	10.0	4.9	-108.0	5.2	-15.3	29.0	148.9	31.5	-0.9	-1.6	-1.5
Portugal	-1.9	-3.9	114.7	-1.1	180.9	-1.6	9.7	10.6	46.4	6.4	8.1	6.0	-13.8	22.0	8.1	63.6	96.3	86.4	-1.0	-0.8	-1.1
Grecia	-4.4	-0.3	177.6	-6.7	285.0	0.3	14.5	5.7	81.5	5.2	8.2	12.1	19.6	-6.0	-7.4	51.3	59.8	58.5	-0.2	-0.2	-0.3

*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) Indicadores de gobernanza del Banco Mundial.
Fuente: BBVA Research, Haver, BIS, IMF y World Bank

Tabla de indicadores de vulnerabilidad por países

[← Resumen](#)
[← Índice](#)

INDICADORES DE VULNERABILIDAD* 2022: PAÍSES EMERGENTES

	Vulnerabilidad Fiscal			Vulnerabilidad Externa			Manejo de Liquidez				Desempeño macroeconómico			Crédito y Vivienda		Endeudamiento Privado			Instituciones		
	Balance Fiscal (1)	Dif. Tipo de Interés-Crec. PIB 2022-27	Deuda Pública Bruta (1)	Saldo de Cuenta Corriente (1)	Deuda Externa (1)	Reservas sobre Métrica ARA (%)	Neces. Brutas Fin. (1)	Reservas sobre Deuda a C.P. (%)	Reservas sobre Importaciones (%)	Deuda en manos de no resident. (3)	Crecim. PIB (4)	Precios al consumo (4)	Tasa de desempl. (5)	Gap crédito privado sobre PIB (4)	Gap precios reales de la vivienda (4)	Crédito hogares (1)	Crédito empresas no financ. (1)	Apalanc. bancario (%)	Estabilid. política BM (6)	Control de la corrup. BM (6)	Justicia BM (6)
Bulgaria	-3.3	-5.0	22.8	-0.9	53.7	1.9	3.5	2.3	11.3	43.9	3.9	12.7	5.0	-36.2	-18.0	23.7	66.6	66.0	-0.5	0.2	0.0
Rep Checa	-4.0	-4.4	41.5	-4.3	70.4	11.9	9.1	1.4	12.7	22.1	1.9	20.0	3.6	-4.0	21.4	34.5	54.6	78.7	-1.0	-0.6	-1.1
Croacia	-2.8	-5.4	72.6	2.2	73.1	1.5	8.1	1.8	9.9	32.9	5.9	9.2	6.1	-21.8	-1.3	31.9	59.9	71.9	-0.7	-0.1	-0.3
Hungría	-4.9	-4.3	74.8	-6.7	141.2	1.4	14.0	0.4	3.9	29.4	5.7	20.1	3.9	-4.7	16.3	18.6	80.0	86.9	-0.9	0.0	-0.5
Polonia	-4.1	-6.0	48.7	-4.0	53.0	1.4	7.2	1.5	5.7	25.7	3.8	15.9	5.1	-13.7	-23.0	30.4	81.1	94.6	-0.5	-0.6	-0.4
Rumanía	-6.4	-4.5	49.7	-8.4	51.9	1.0	12.4	1.6	5.3	44.5	4.5	2.7	5.2	-16.6	-26.3	14.1	34.7	72.9	-0.5	0.0	-0.4
Rusia	-2.3	0.1	16.2	12.2	25.1	..	3.4	5.1	18.0	20.8	-3.4	12.5	3.8	-33.6	-22.8	17.4	54.6	104.4	0.6	0.9	0.9
Turquía	-3.1	-17.2	45.6	-6.3	53.5	0.9	11.3	0.4	2.6	33.4	5.5	72.6	10.6	10.0	24.5	11.0	58.8	86.5	1.1	0.4	0.4
Argentina	-4.0	-10.5	79.4	-0.7	47.5	0.7	19.5	0.8	8.2	41.7	5.0	73.1	7.2	-9.1	-17.0	3.9	25.4	234.9	0.1	0.4	0.5
Brasil	-5.8	2.2	88.2	-1.5	38.4	1.6	18.9	2.7	18.0	11.7	2.8	6.0	9.1	10.3	-8.9	35.5	54.2	103.5	0.5	0.5	0.3
Chile	0.9	-3.1	36.2	-6.7	75.8	1.1	9.2	1.3	6.9	42.7	2.0	12.2	8.7	13.2	-14.9	45.0	98.4	142.2	-0.1	-1.0	-0.9
Colombia	-5.6	-1.4	60.8	-6.0	50.5	1.4	7.5	2.8	13.5	34.6	8.0	10.1	11.3	-0.8	11.1	29.2	33.2	117.9	0.9	0.3	0.5
México	-3.0	2.2	49.3	-0.8	44.1	1.3	12.7	2.7	5.6	26.8	2.6	8.0	3.3	1.7	4.5	16.1	23.9	79.4	0.6	1.0	0.8
Perú	-1.6	-2.6	34.5	-4.0	36.6	2.9	3.9	7.5	20.7	49.4	2.7	7.8	7.7	0.1	4.3	16.6	39.7	151.5	0.4	0.6	0.5
China	-8.9	-5.0	76.5	1.9	14.6	..	4.4	3.2	16.3	..	3.6	2.3	4.9	44.5	10.9	62.3	159.0	108.1	0.5	-0.1	0.0
India	-9.9	-4.1	83.4	-3.5	18.5	2.0	14.3	4.4	13.4	4.9	6.8	6.4	6.4	-11.6	-13.0	35.9	47.9	75.5	0.6	0.3	0.1
Indonesia	-3.9	-3.8	40.9	2.2	34.5	1.1	6.4	2.9	9.4	40.2	5.3	7.2	5.6	-8.5	-29.7	16.5	23.9	88.9	0.5	0.4	0.2
Malasia	-4.9	-2.6	69.6	1.6	64.2	1.2	9.7	1.2	6.8	24.9	5.4	3.2	3.5	-11.4	9.0	90.0	62.9	111.4	-0.1	-0.2	-0.6
Filipinas	-5.4	-4.9	59.3	-4.4	26.5	2.3	12.8	6.4	9.9	24.7	6.5	5.8	5.2	5.1	-17.8	4.6	43.4	66.4	0.9	0.5	0.6
Tailandia	-5.6	-2.0	61.5	-0.5	41.0	2.5	12.7	2.8	12.9	11.6	2.8	7.3	1.3	21.7	-14.1	87.7	84.1	95.3	0.5	0.5	-0.1

*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) Indicadores de gobernanza del Banco Mundial. Métrica ARA: ver <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>
Fuente: BBVA Research, Haver, BIS, IMF y World Bank

Apéndice Metodológico

Apéndice Metodológico

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 diferenciales soberanos:** Mapa de colores con 6 rangos de cotización de las primas de riesgo soberanas (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.). En el caso de los países europeos, el diferencial corresponde a la diferencia entre el rendimiento de los bonos locales a 10 años y el de Alemania. Para los países de las Economías Emergentes, el diferencial corresponde al diferencial del EMBI.
- **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 (avanzados o emergentes), partiendo desde 0 (el valor más bajo entre el grupo) hasta 1 (máxima vulnerabilidad). Las posiciones interiores (más cercanas a 0) en el radar muestran un nivel de vulnerabilidad bajo mientras que las más alejadas del centro (cercanas a 1) representan una mayor vulnerabilidad. Además se normalizan los valores de cada variable respecto a un umbral de riesgo, calculado en base a nuestro propio análisis o tomando como fuente otra literatura empírica. Si el valor de la variable es igual al umbral de riesgo, toma un valor de 0.8 en el radar
- **Brecha de Precios del Mercado de Valores:** Los índices de precios de las acciones se transforman primero en precios reales utilizando el índice del IPC. La brecha se estima como la desviación del valor actual del logaritmo de los precios reales de las acciones frente a su correspondiente media móvil de 4 años..

Apéndice Metodológico

Metodología: Indicadores y Mapas

Tabla umbrales de riesgo

(Métrica ARA = 10% x Exportaciones + 10% x Base Monetaria + 30% x Deuda a corto plazo + 20% x Otros pasivos)

Dimensiones de vulnerabilidad	Umbral de riesgo países desarrollados	Umbral de riesgo países emergentes	Dirección del riesgo	Fuente
Macroeconómica				
Crecimiento del PIB	1.0	3.0	Más bajo	BBVA Research (based on historical percentiles)
Inflación	4.0	10.0	Más alto	BBVA Research (based on historical percentiles)
Desempleo	10.0	10.0	Más alto	BBVA Research (based on historical percentiles)
Vulnerabilidad Fiscal				
Balance fiscal (% PIB)	-4.0	-4.0	Más bajo	Baldacci et Al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Diferencial esperado tipos de interés-crecim. PIB a 5 años vista	0.8	0.0	Más alto	Baldacci et Al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Deuda pública sobre PIB (%)	60.0	40.0	Más alto	IMF Public Debt Sustainability Analysis (DSA) in Market-Access Countries, 2013
Vulnerabilidad Externa				
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	-5.0	-3.0	Más bajo	BBVA Research (based on historical percentiles)
Deuda Externa(% PIB)	200.0	60.0	Más alto	BBVA Research (based on historical percentiles)
Tipo de cambio real (Desviación media móvil de 4 años) (Des.)	5.0		Más alto	EU Commission (2012) and BBVA Research (based on historical percentiles)
Reservas sobre Métrica ARA (Emergentes)		0.8	Más alto	Baldacci et Al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Problemas de liquidez				
Necesidades de financiación brutas	25.0	15.0	Más alto	IMF Public Debt Sustainability Analysis (DSA) in Market-Access Countries, 2013
Deuda en manos de no residentes	55.0	45.0	Más alto	IMF Public Debt Sustainability Analysis (DSA) in Market-Access Countries, 2013
Presión de deuda a corto plazo				
Deuda pública a c/p % de la deuda pública total (Desarrollados)	15.0		Más alto	Baldacci et Al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Reservas sobre Importaciones (Emergentes)		3.0	Más bajo	BBVA Research (based on historical percentiles)
Reservas sobre deuda a corto plazo (Emergentes)		1.0	Más bajo	Baldacci et Al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
Balances del sector privado				
Deuda hogares (% PIB)	84.0	54.0	Más alto	BBVA Research (based on historical percentiles)
Deuda empresas no financieras (% PIB)	120.0	80.0	Más alto	BBVA Research (based on historical percentiles)
Apalancamiento bancario (Crédito/Depósitos)	130.0	110.0	Más alto	EU Commission (2012) and BBVA Research
Crédito y Activos				
Gap de Crédito privado sobre PIB (%)	12.0	12.0	Más alto	BBVA Research
Gap de precios reales de la vivienda (%)	12.0	12.0	Más alto	BBVA Research
Gap de precios del mercado de valores (%)	20.0	20.0	Más alto	BBVA Research (based on historical percentiles)
Instituciones				
Estabilidad política	1 (9th percentil)	-0.6 (8th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Control de la corrupción	1 (9th percentil)	-0.6 (8th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial
Imperio de la ley	1 (8th percentil)	-1 (8th percentil)	Más bajo	Indicadores de gobernanza del Banco Mundial

Apéndice Metodológico

Metodología: Modelo de rating soberano

La variable dependiente es el promedio de las tres agencias calificadoras (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) traducidas a posiciones numéricas de 20 (AAA) a default (0).

Los determinantes de las calificaciones soberanas se estiman utilizando un modelo ordered-logit con datos trimestrales de 51 países y desde el primer trimestre de 2000 hasta el trimestre más reciente. Los principales determinantes son los siguientes:

- PIB per cápita (USD reales)
- Inflación
- Balance fiscal al PIB
- Deuda pública a PIB (tenedores locales)
- Deuda pública a PIB (tenedores externos)
- Índice institucional (Estado de derecho, calidad de la regulación y efectividad del gobierno)
- Indicador compuesto que resume el *número de años desde el último incumplimiento soberano* (raíz cuadrada) y el *número de incumplimientos históricos* (dividido sobre el número de años desde el último incumplimiento)
- Dummies de países individuales
- Dummies específicas para los trimestres de 2020/2021

Los efectos del PIB per cápita, la inflación y de la deuda pública local y externa se descomponen en un componente global (mediana de los 51 países) y un componente idiosincrásico (la desviación contra el componente global), lo que permite que cada componente tenga un efecto por separado en la calificación.

Adicionalmente, el efecto del saldo fiscal interactúa con una variable categórica que indica diferentes niveles de Deuda Pública, permitiendo diferentes sensibilidades según el nivel de endeudamiento de un país.

Apéndice Metodológico

Metodología: Brechas de deuda (Ratio Deuda/PIB)

Brechas de deuda privada (ratio Deuda/PIB): Las brechas del ratio de deuda a PIB son la diferencia entre el ratio de deuda observado y un nivel de equilibrio estimado para cada país.

El nivel de equilibrio se estima mediante una regresión no-lineal que ajusta una relación de tipo curva de Gompertz entre el ratio de deuda y el ingreso per cápita, con un nivel de saturación en los niveles más altos de ingreso. El modelo se estima usando datos de panel con observaciones anuales de 88 países desde 1980 hasta el año más reciente disponible.

Los determinantes son los siguientes:

- PIB per cápita (en dólares ajustados en PPA)
- Tipo de interés a corto plazo
- Ratio de inversión a PIB
- Inflación
- Diferencial bancario (tipos de interés de préstamos menos tipos de interés de depósitos)
- Índice de calidad del marco jurídico
- Índice de Gini
- Ratio de capital regulatorio
- Índice de intercambio de información bancaria
- Concentración bancaria

Finalmente, combinamos nuestras propias brechas estimadas con las brechas estimadas siguiendo la metodología del BPI ([tendencia basada en un filtro HP](#)), asignando un peso de 0,75 a nuestras propias brechas y de 0,25 a las brechas estimadas mediante la metodología del BPI.

La descripción completa de la metodología puede verse en <https://goo.gl/LTeTHD> and <https://goo.gl/r0BLbl>

Apéndice Metodológico

Metodología: Equilibrio y brechas de precios de la vivienda (1)

Las brechas de precios de la vivienda son la diferencia entre el precio real observado y un nivel de equilibrio estimado para cada país. El modelo de equilibrio se estima a través de un modelo de datos de panel en el que la variable dependiente es un índice de precios inmobiliarios, con datos anuales de 59 países y desde 1990 hasta el año más reciente disponible. Se utiliza un modelo GLS de Efectos Aleatorios que tiene en cuenta la heteroscedasticidad y la autocorrelación, así como un coeficiente de autocorrelación por país.

Algunas de las variables explicativas se descomponen en dos componentes: uno de tendencia (media móvil) y otro cíclico (desviación de la tendencia). La contribución de los componentes de tendencia es la que se añade al nivel de precios de equilibrio estimado:

- PIB real o PIB real por hogar
- Crédito bancario/PIB
- Tipos de interés reales a corto plazo (como desviación de los tipos de interés Libor de EE.UU.)
- Tipos de interés Libor de EE.UU.
- Tasa de desempleo

Las demás variables no se descomponen en componentes de ciclo y tendencia, pero contribuyen directamente al nivel de equilibrio:

- Tasa de crecimiento de los hogares (%)
- Tasa de crecimiento de la población entre 25 y 44 años
- Variación de la población urbana

Finalmente, combinamos nuestras propias brechas estimadas con las brechas estimadas siguiendo la metodología del BPI ([tendencia basada en un filtro HP](#)), asignando un peso de 0,75 a nuestras propias brechas y de 0,25 a las brechas estimadas mediante la metodología del BPI.

Apéndice Metodológico

Metodología: Equilibrio y brechas de precios de la vivienda (1)

In order to perform any type of cross-country analysis/comparison we need to have comparable data for all the countries included in the analysis. Therefore, we have mainly relied on the BIS Housing Prices Database that includes about 322 series for about 70 countries and regions classified by 6 different characteristics.

Sin embargo, hemos reagrupado las series originales del BPI en un conjunto más comparable de 42 variables según sólo 3 características:

- Cobertura geográfica (todo el país, zonas urbanas, grandes ciudades, etc.)
- Tipo de propiedad (todos los tipos, casas unifamiliares, apartamentos)
- Antigüedad (es decir, todas las propiedades, nuevas, existentes).

Además, dado que también necesitamos utilizar otras fuentes de datos (Dallas FED, Haver) para complementar la base de datos del BPI, hemos intentado clasificarlas/organizarlas, si es posible, siguiendo los mismos criterios. Si no se dispone de la serie más genérica, elegimos la segunda "más genérica". Por ejemplo, si no hay una serie que incluya todo el país, se utiliza la que incluya las zonas urbanas.

Es importante destacar que, dado que la variable dependiente se define como un índice (2016=100), ahora también transformamos todas las variables independientes en índices, lo que facilita mucho que los datos se ajusten a los cambios en la variable dependiente.

Por último, para poder utilizar el número de hogares como parte de nuestras variables explicativas (por ejemplo, PIB/ingresos por hogar, etc.), tuvimos que suavizar y tratar cuidadosamente algunos de los datos originales.

Apéndice Metodológico

METODOLOGÍA SISTEMAS DE ALERTA TEMPRANA

SAT de crisis bancarias:

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

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

SAT de crisis cambiarias:

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

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

Apéndice Metodológico

METODOLOGÍA SISTEMAS DE ALERTA TEMPRANA

Definición de regiones en el análisis SAT de crisis bancarias:

- OPEP y otros exportadores de petróleo: Argelia, Angola, Azerbaiyán, Bahreín, Canadá, Ecuador, Nigeria, Noruega, Qatar, Rusia y Venezuela
- Asia Emergente: Bangladesh, China, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Filipinas, Tailandia y Vietnam.
- Sudamérica & México: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay
- Centroamérica & Caribe: Bolivia, Costa Rica, Rep. Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá
- África & MENA: Botsuana, Egipto, Israel, Marruecos, Namibia y Sudáfrica.
- Europa Emergente: Armenia, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Chipre, Republica Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Eslovenia, Turquía y Ucrania
- Europa Central: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Holanda, Suecia y Reino Unido
- Periferia Europea: Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España
- Economías Avanzadas: Australia, Japón, Corea, Singapur, Islandia, Nueva Zelanda y Suiza

Definición de regiones en el análisis SAT de crisis cambiarias:

- OPEP y otros productores de petróleo : Argelia, Angola, Azerbaiyán, Bahreín, Nigeria, Noruega, Omán, Qatar, Rusia, Trinidad and Tobago, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela
- Asia Emergente: Bangladesh, China, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Filipinas, Tailandia y Vietnam.
- Sudamérica & México: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay
- Centroamérica & Caribe: Bolivia, Costa Rica, Rep. Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, Nicaragua y Panamá
- África & MENA: Botsuana, Egipto, Israel, Marruecos, Namibia, Sudáfrica y Túnez.
- Europa Emergente: Armenia, Bielorrusia, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Chipre, Republica Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Eslovenia, Turquía y Ucrania
- Economías Avanzadas: Australia, Japón, Canadá, Corea, Singapur, Islandia, Nueva Zelanda y Suiza.

Este informe ha sido elaborado por:

Carlos Castellano Cancho
Economist
carlos.castellano@bbva.com

Alfonso Ugarte Ruiz
Principal Economist
alfonso.ugarte@bbva.com

Aviso Legal

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.