BBVA | RESEARCH

Informe trimestral de Riesgo País

Análisis Transversal de Economías Emergentes- Agosto 2012

Resumen

Mercados financieros y aversión global al riesgo

- **El estrés financiero se redujo tras el aumento de expectativas sobre un mayor apoyo de política monetaria por parte del BCE y de «expansión cuantitativa» en los EE.UU.** Sin embargo, las tensiones se mantienen altas en Europa, mientras que en los EE.UU. y en los mercados emergentes se han reducido.
- **Los flujos de capital experimentaron cierta volatilidad,** la aversión global al riesgo durante la primavera arrastró los flujos netos a una caída, especialmente en mayo. En junio, por el contrario, hubo una mejora en los flujos a la mayoría de regiones.

Actualización de mercados y ratings de deuda soberana

- **Los diferenciales de riesgo soberano continuaron altos y extremadamente volátiles en Europa**, con algún respiro tras de la decisión del BCE de comprar deuda en el mercado secundario. Con algunas excepciones, **los diferenciales de los mercados emergentes continuaron mejorando, especialmente durante el rally bursátil en verano.**
- **El ciclo de bajadas de ratings se reactivó en Europa Occidental,** con nuevas revisiones a la baja para España e Italia y con presiones para rebajas adicionales de acuerdo a las cotizaciones de los CDS. **La convergencia de los ratings de los países emergentes con los países desarrollados se mantiene, con nuevas subidas en Europa Emergente, América Latina y Asia. El potencial alcista se ha incrementado en América Latina, mientras Asia se mueve al área neutral.**

Nuestra valoración del riesgo país

- **Nuestras herramientas y modelos sugieren que la vulnerabilidad de Europa Occidental continúa siendo elevada.** La intervención del BCE en el mercado secundario de deuda puede ser positivo si el coste de financiación se reduce de forma sustancial y permanente..
- **Europa Emergente** continúa siendo la más vulnerable entre las economías emergentes, Sin embargo, hay excepciones. El aterrizaje suave de Turquía y la reducción de su cuenta corriente aumenta la posibilidad de una mejora del rating a medio plazo, tras la mejora de Moody´s. **En América Latina, algunos países podrían sumarse al ciclo de subidas en los próximos meses,** uniéndose a la reciente subida de Perú. **En Asia, mantenemos el optimismo sobre las economías del Sudeste como Indonesia y, de momento, no vemos un riesgo excesivo en China** a pesar de la ralentización económica. Mantenemos nuestra valoración de que **India es el país más vulnerable de la región.**

Resumen

Tema especial:

Una mirada al crecimiento del crédito y de los precios de la vivienda

- **Uno de los indicadores adelantados de crisis financieras más utilizados es el crecimiento excesivo del crédito al sector privado**. Aunque identificar los excesos no es sencillo**, algunos organismos internacionales se han centrado en la elaboración de umbrales de riesgo que puedan ser utilizados como señales de alerta temprana.** De acuerdo con ellos, **tanto el crédito al sector privado como los precios reales de la vivienda crecían demasiado rápido desde 2005 en a muchos de los países desarrollados**. Este patrón fue particularmente intenso en algunas economías:
  - **Los EE.UU. y el Reino Unido experimentaron un *boom* en ambas variables,** cuya duración fue mayor en el caso de los precios de la vivienda.
  - **En algunos países de la Periferia Europea comenzaron a registrarse crecimientos excesivos antes que en el resto.**
  - **La situación de Alemania es diferente**. Después del estallido de la burbuja en 1994, el crédito y los precios de la vivienda se estancaron cerca de una década, explicando en parte la resistencia de la demanda interna en la actual crisis.
- **La situación de las Economías Emergentes es distinta. Los países de Asia y América Latina que experimentaron crisis a finales de la década de los noventa sufrieron después una larga corrección que les aisló parcialmente del *boom* de crédito y de precios de la vivienda experimentado en los países avanzados:**
  - **La crisis asiática 1997-98 fue seguida de un largo periodo de ajuste en el crédito privado y en el mercado residencial hasta prácticamente 2005. Algunos de los países asiáticos experimentaron un largo periodo de corrección.** Recientemente, se han observado síntomas de fuerte crecimiento en algunos países, resultado más de una recuperación desde niveles muy bajos que de un sobrecalentamiento generalizado.
  - **Latinoamérica siguió un patrón similar al de los países asiáticos**, aunque la corrección fue más corta. **Como en Asia, comienzan a observarse crecimientos excesivos, si bien estos son todavía incipientes y consideramos que la situación actual es cercana al equilibrio.**
  - **Los países de la Europa Emergente constituyen una excepción y muchos de ellos participaron de los excesos observados en los países desarrollados. En términos generales, la región continuará ajustándose.**

Índice

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

2 Actualización de mercados y ratings soberanos

3 Vulnerabilidad macroeconómica y valoración interna del riesgo país por regiones

Tema especial

- Una mirada al crecimiento excesivo del crédito y de los precios de la vivienda
- Apéndice: Mapas del crecimiento excesivo del rédito privado y el precio real de la vivienda

Anexo

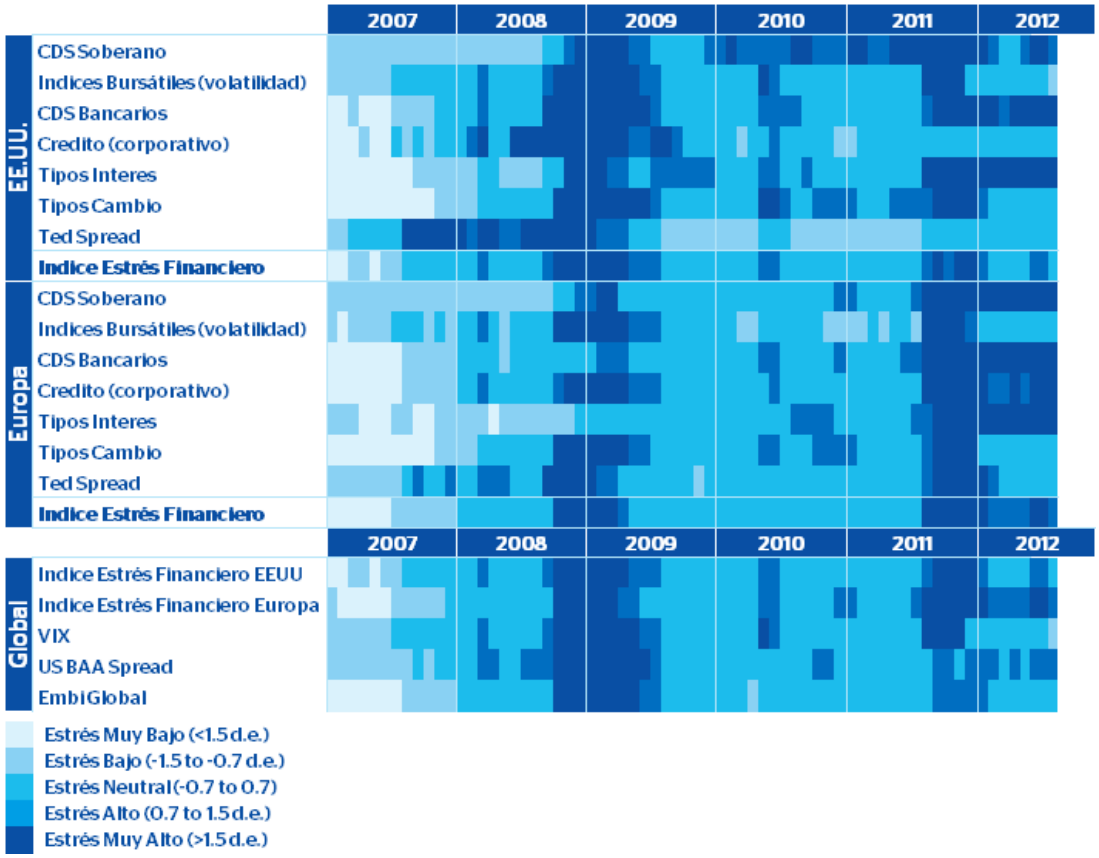
- Metodología

Sección 1

Estrés de los mercados financieros y aversión global al riesgo

Mapa de Estrés Financiero

Fuente: BBVA Research



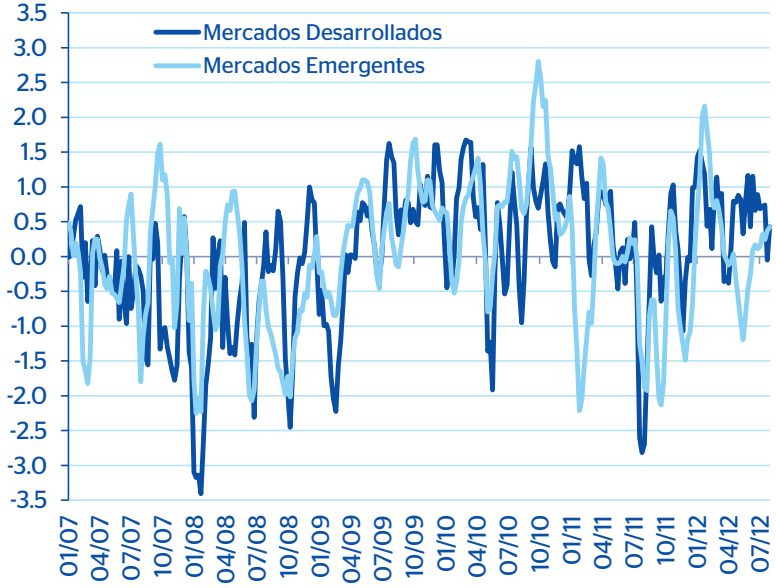
- **El nivel de estrés financiero en los mercados de los países Desarrollados ha experimentado una alta volatilidad en el último trimestre. A niveles muy altos de estrés le siguió un período de relajación después de los comentarios del BCE de intervenir en el mercado de bonos.** La divergencia entre Europa y los EE.UU. continúa, con un nivel de tensiones financieras todavía muy alto en Europa y menor en los EE.UU. y en los Mercados Emergentes.
- En **Europa, nuestro índice de estrés financiero se relajó ligeramente durante el verano debido a los comentarios del BCE. Sin embargo, el índice de estrés financiero continúa en el área de alta tensión,** tanto en los CDS soberanos y bancarios como en la volatilidad de los tipos de interés,
- **El estrés financiero en los EE.UU. se ha relajado y se encuentra en área neutral, pero con signos de tensión en algunos sectores.** La mayoría de los segmentos han vuelto al área neutral. De forma similar a Europa, los CDS soberanos y bancarios y la volatilidad de tipos se mantiene en niveles de alto estrés, mientras que la volatilidad bursátil entró en el área de baja tensión durante el *rally* de verano.
- **Los mercados financieros emergentes continúan mostrando una gran resistencia a pesar de la incertidumbre en los desarrollados.** Los indicadores tradicionales de aversión global al riesgo (como el VIX o el diferencial corporativo Baa) se mantuvieron en zona neutral o de baja tensión. Sin embargo, algunos tipos de activos como las materias primas y los tipos de cambio sí que han sufrido un mayor nivel de volatilidad.

Sección 1

Actualización de Flujos de Capital

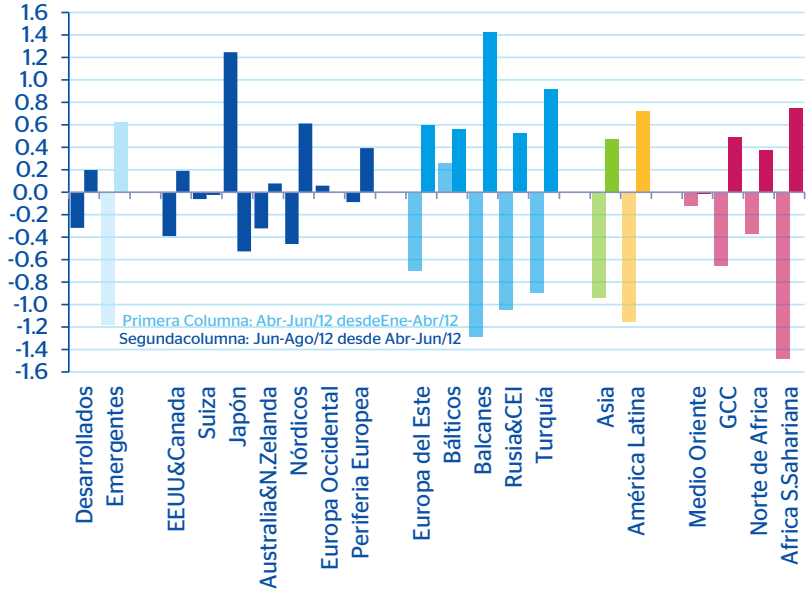
Flujos netos de fondos en renta variable y renta fija 2007-12 (criterio país: unidades estandarizadas en media móvil de 4 semanas en el período 2007-2012)

Fuente: EPFR y BBVA Research



Flujos de fondos en renta variable y fija 2012: una nueva ola de ida y vuelta (cambio en el promedio entre períodos: unidades estandarizadas en el período 2007-2012)

Fuente: EPFR y BBVA Research



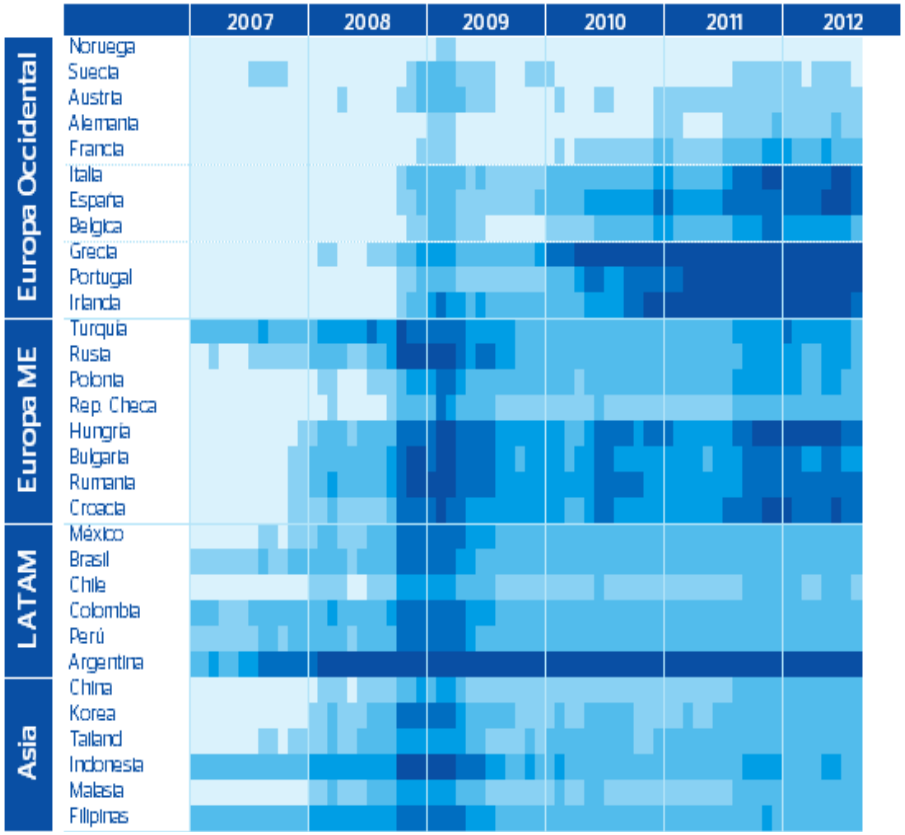
- **El resurgimiento de la aversión global al riesgo durante la primavera arrastró los flujos netos hacia MEs a terreno negativo, especialmente en mayo,** aunque la caída fue menor que en la segunda mitad de 2011; **los flujos se han recuperado desde junio, incluyendo la periferia de la UE,** aunque también a un ritmo más moderado que en la segunda mitad de 2011.
- Dentro de los MEs, **los flujos sólo se han recuperado totalmente en los Balcanes y Turquía,** mientras que los países Bálticos son la única zona que avanza en los dos sub-períodos a pesar de la crisis del euro; **tanto Asia como América Latina se encuentran a mitad de camino para recuperar lo perdido durante la caída de la primavera,** mientras que Rusia, los países de la CEI y África Subsahariana son las áreas con el peor balance neto.

Sección 2

Actualización de Mercados Soberanos

Diferenciales de CDS soberanos

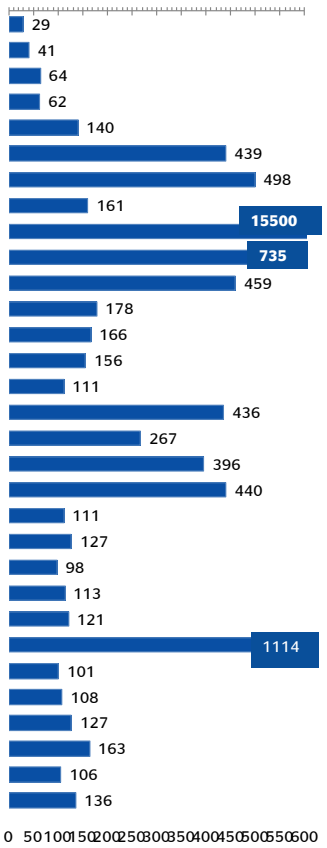
Fuente: Datastream y BBVA Research



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.)

Agosto 2012

Actualizado Agosto 28



- **Los diferenciales de los CDS soberanos europeos se relajaron después de un período de extrema volatilidad en algunos de los países periféricos de la UE.** España e Italia alcanzaron niveles récord a pesar del apoyo de las autoridades europeas para la re-estructuración bancaria en España. Solo después de que el BCE anunciara la posibilidad de intervenir para rebajar los diferenciales, los CDS se relajaron significativamente. Sin embargo, los diferenciales soberanos permanecen muy altos, al igual que la incertidumbre sobre el apoyo de las autoridades europeas. Los spreads de algunos de los países rescatados (Irlanda y Portugal), así como de Bélgica se relajaron durante el período.
- **Los *spreads* soberanos de Europa Emergente se estabilizaron.** Los spreads de Hungría, Polonia y Bulgaria se relajaron, al igual que el de Turquía, ayudado este último por la mejora de Moody's. El *spread* de Rusia se incrementó debido a la fuerte corrección de los precios del petróleo. Rumanía experimentó la mayor subida de la región.
- **Los CDS de América Latina permanecen en niveles relativamente bajos dentro del grupo de Mercados Emergentes.** Chile continúa siendo el mejor de la región, con niveles por debajo de 100pb. México mantiene niveles similares al anterior informe, mientras que los de Brasil se deterioran dadas las peores perspectivas de crecimiento. **El *spread* argentino continúa alto e incrementándose.**
- **La mayoría de los CDS asiáticos se mantienen por debajo de los 200pb, sin movimientos significativos.** Ha habido cierta mejora en el *spread* de Tailandia, mientras Malasia e Indonesia presentaron un aumento marginal.

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.

- **Economías Desarrolladas: El ciclo de rebajas de rating soberano se reactivó, con diferentes bajadas a Italia, España y Japón** y algunas advertencias por varias agencias de rating sobre señales alarmantes en la situación fiscal de los EE.UU.
- **La convergencia en los ratings entre los mercados emergentes y desarrollados continúa** respecto a nuestro informe anterior, **con la excepción de algunos resultados en Europa Emergente.** El rating de Eslovenia fue rebajado debido a sus serios problemas bancarios, mientras que Moody's subió el rating de Turquía, recibiendo al mismo tiempo comentarios positivos de Fitch. **En América Latina, Perú se unió al ciclo de subidas, mientras en Asia, también hubo subidas para Indonesia y Corea del Sur.**

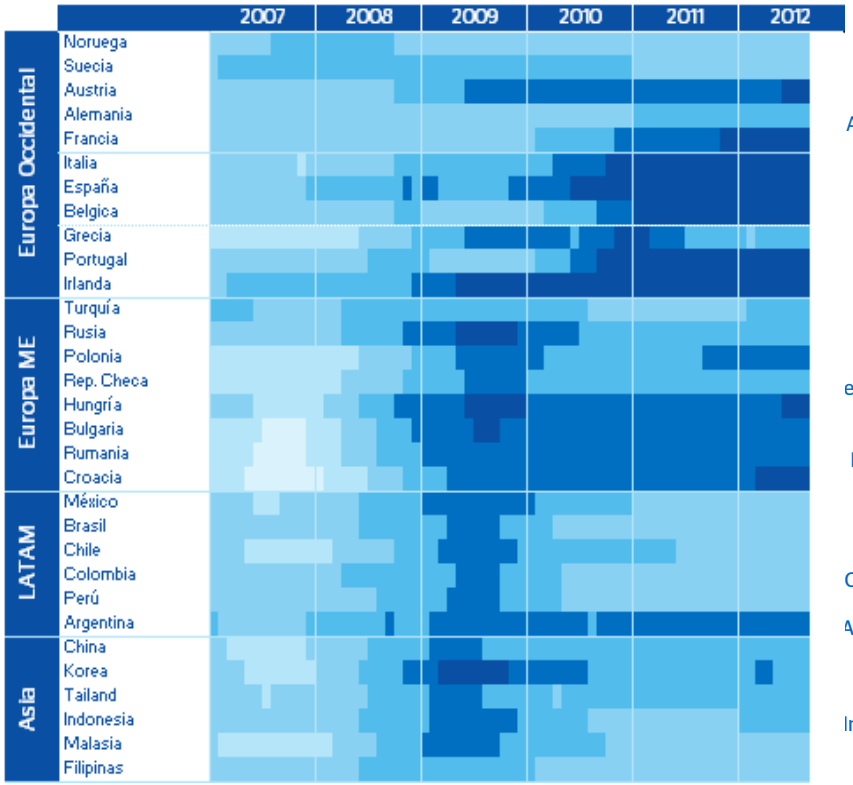
Sección 2

Mapa de presión bajista sobre el rating soberano

Mapa de presión bajista de las agencias de rating

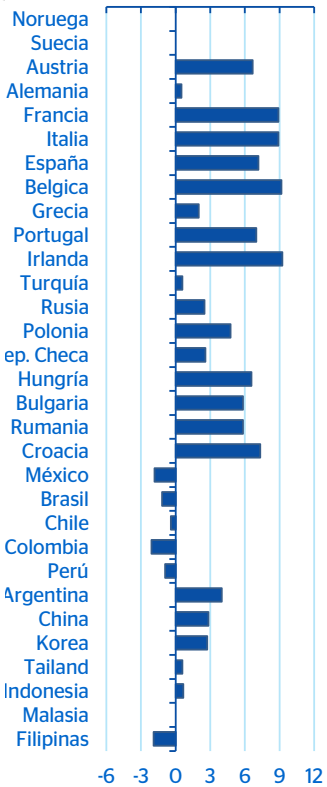
(rating soberano real menos rating implícito en los CDS, en escalones)

Fuente: BBVA Research



Agosto 2012

Actualizado 28 Augosto



- **Las presiones a corto plazo de los mercados sobre el rating se han relajado durante el verano.** Sin embargo, los ratings implícitos de CDS continúan mostrando que las presiones a la baja permanecen altas en Europa. **Los Mercados Emergentes se han movido hacia zona neutral o de subida,** con la excepción de Europa Emergente.

La presión bajista continúa siendo intensa para los países periféricos de la UE, con los CDS indicando ratings implícitos de entre 6 y 9 escalones por debajo de los actuales. **Esto es evidente en los casos de Francia, Italia, Bélgica e Irlanda. La presión sobre España se redujo** después de las rebajas oficiales de las agencias y de las intenciones del BCE de intervenir en el mercado de deuda. **Sin embargo, el mercado todavía apunta a un rating inferior al vigente para España.**

La presión a la baja continúa en Europa Emergente, especialmente para Hungría y Croacia. Turquía continúa siendo el país más seguro, al cotizar a los mismo niveles que los ratings vigentes.

América Latina se ha movido hacia la zona de subidas, con ratings implícitos que muestran presión alcista especialmente para Colombia y México.

Asia continúa en zona neutral. Filipinas sigue mostrando señales de potencial alcista, mientras China y Corea (después de la reciente subida) cotizan en la zona neutral (+/- 3 escalones).

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.

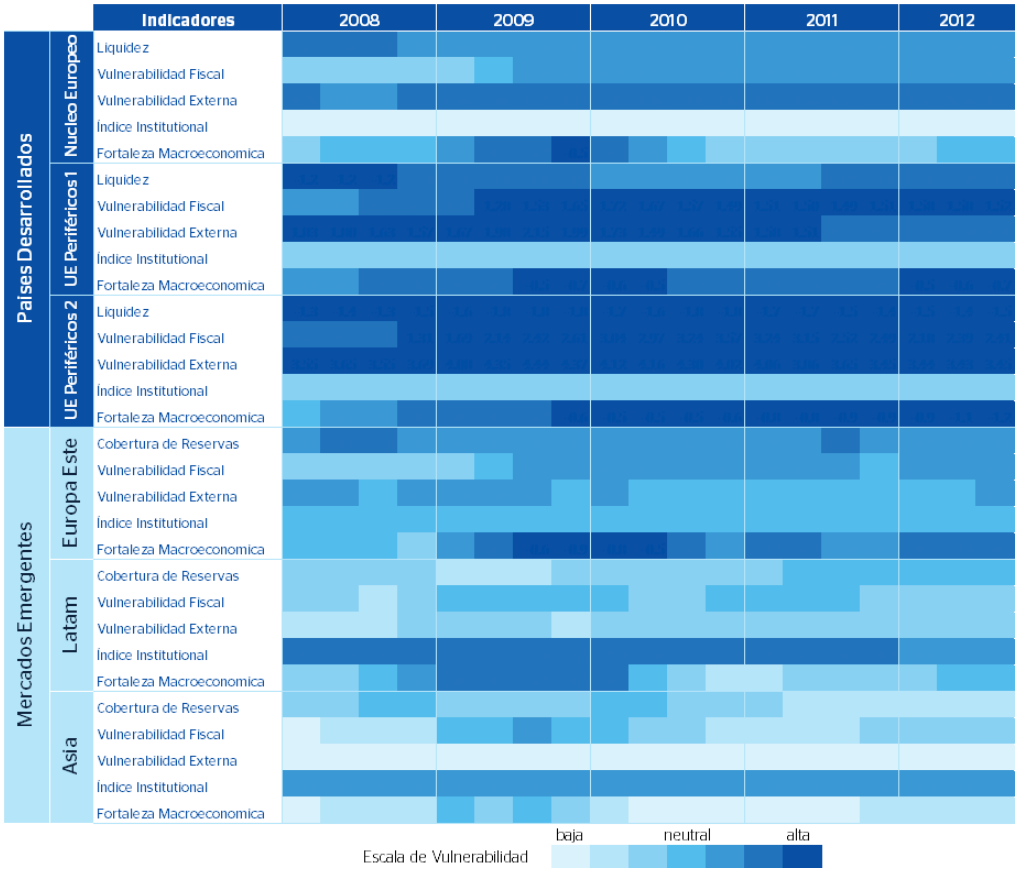
Sección 3

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 del Núcleo Europeo (Central y Nórdicos) continúa alta relativamente a sus niveles históricos, aunque claramente por debajo de los países periféricos.** Se ha observado algún deterioro en el aspecto fiscal durante el segundo trimestre debido al aumento de deuda pública.
- **El riesgo en la Periferia de la UE (Bélgica, Italia, España)** permanece concentrado en la dimensión fiscal. Además, tanto el riesgo de liquidez como el de vulnerabilidad externa continúan altos a pesar del ajuste ya registro en el segundo caso. La vulnerabilidad macroeconómica permanece alta dado el deterioro de la actividad y del desempleo.
- **La vulnerabilidad en los Países Rescatados de la UE (Grecia, Irlanda, Portugal) continúa extremadamente alta** con las debilidades externas, fiscales y de liquidez en niveles máximos.
- **Europa Emergente continúa mostrando una mayor vulnerabilidad que el resto de mercados emergentes,** con niveles de reservas y de indicadores macroeconómicos aún en zona de alta vulnerabilidad.
- **La vulnerabilidad de América Latina permanece relativamente baja** con la mayoría de componentes señalando menores niveles que la media (zona neutral). La vulnerabilidad institucional continúa siendo el principal obstáculo para la región.
- **Asia Emergente continúa siendo la región menos vulnerable.** La mayoría de sus dimensiones de vulnerabilidad señalan un riesgo débil o neutral.

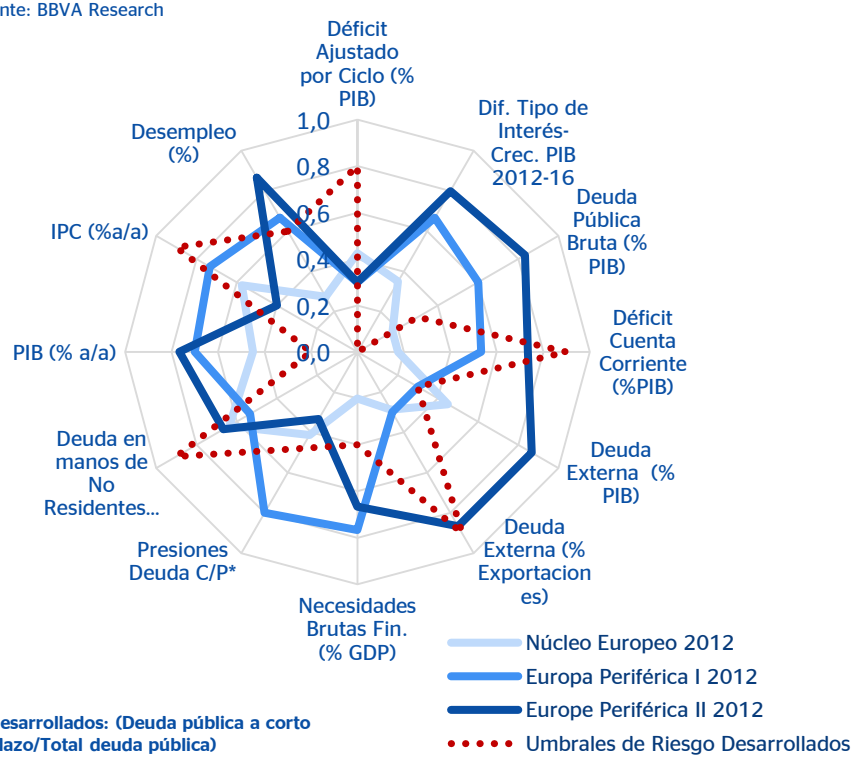
Sección 3

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 externa a corto plazo)
1: Vulnerabilidad alta
0: Vulnerabilidad baja

- **La vulnerabilidad de Europa Occidental continúa siendo alta.** Nuestro nuevo radar de vulnerabilidad incluye umbrales de riesgo de la literatura relacionada con crisis económicas y muestra que las ratios fiscales, externas, de liquidez y macroeconómicas continúan en niveles de alto riesgo, con algunas excepciones (Núcleo UE).
- Como se observa, **la vulnerabilidad fiscal se encuentra en niveles superiores a los umbrales de riesgo.** A pesar de los esfuerzos para reducir los déficits ajustados por ciclo, los países de la región enfrentan altos niveles de deuda pública y pobres perspectivas de crecimiento. Esto es particularmente evidente en la Periferia de la UE.
- **Las reformas estructurales están dando resultados al reducir la vulnerabilidad externa, especialmente de las variables flujo.** El actual proceso de ajustes en la Periferia de la UE ha permitido una corrección de los déficits por cuenta corriente, a excepción de algunos países rescatados como Grecia. Sin embargo, las variables de *stock* aún muestran una alta vulnerabilidad, como por ejemplo la ratio de deuda externa sobre PIB continúa cerca o por encima de los umbrales de riesgo para países desarrollados.
- **Los indicadores de liquidez se mantienen en niveles de riesgo, excepto para el Núcleo de la UE (Alemania, Francia y los países nórdicos).** Las necesidades de financiación se mantienen en niveles de riesgo, así como la deuda pública a corto plazo en los países periféricos. Esto implica una alta dependencia de los mercados financieros o la necesidad de ayuda financiera.
- **La dimensión macroeconómica (PIB, inflación y desempleo) es aún altamente vulnerable. La mayoría de países se enfrentan a muy bajos niveles de crecimiento, junto con niveles de desempleo que sobrepasan los umbrales de riesgo en la Periferia de la UE.**

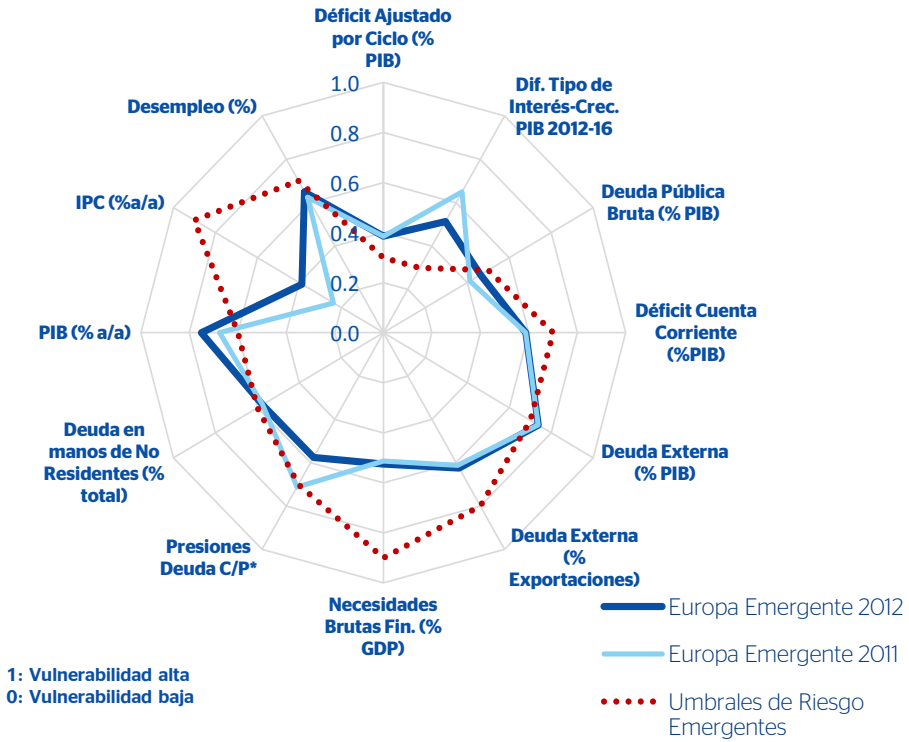
Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicos y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos.

Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Europa Emergente

Europa emergente: radar de vulnerabilidad 2012

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



- **Europa Emergente continúa siendo la región atípica entre los mercados emergentes. Su vulnerabilidad permanece muy por encima de América Latina y Asia, acercándose a los umbrales de riesgo.** El mayor grado de vulnerabilidad y sus vínculos con Europa Occidental (comerciales y financieros) hacen de la región la más vulnerable a choques externos.
- **La vulnerabilidad fiscal se mantiene relativamente alta,** con déficits públicos ajustados por ciclo y niveles de deuda pública cerca del umbral de los Mes, aunque con débiles diferenciales de tipo de interés-PIB, Sin embargo, las ratios de deuda pública bruta divergen entre los diferentes países. Hungría , Croacia y Polonia sobrepasan el 50% mientras que Bulgaria, Rumanía y Turquía presentan niveles inferiores.
- **El mayor reto sigue siendo la sostenibilidad externa** puesto que los niveles de deuda externa se mantienen por encima de la media de los MEs y el déficit por cuenta corriente supone un reto en algunos países. A excepción de Rusia, la mayoría de los países presentan elevados problemas de vulnerabilidad externa. En Turquía los niveles de deuda externa son controlables, pero el déficit por cuenta corriente sigue siendo alto a pesar del ajuste por encima de lo esperado en 2012.
- **Las ratios de cobertura de reservas internacionales han mejorado,** aunque se mantienen por debajo del resto de emergentes, incrementando la sensibilidad a cambios de sentimiento de los inversores.
- **El bajo crecimiento económico y el elevado desempleo siguen marcando la región.** Turquía está corrigiendo sus desajustes gracias a su moderación económica.

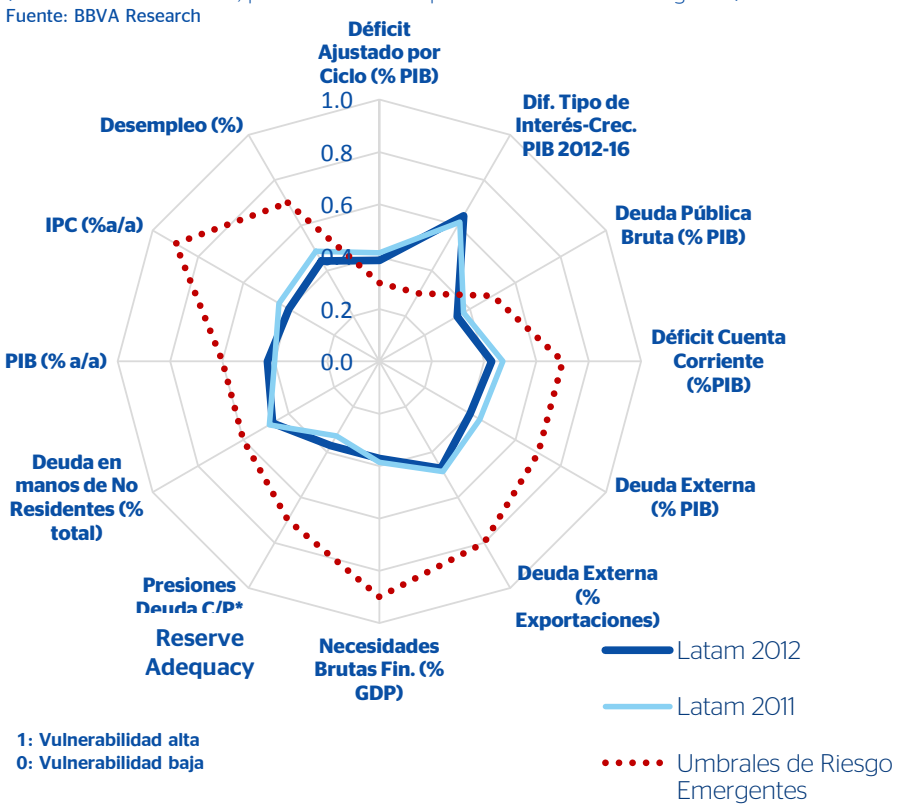
Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicos y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos.

Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: América Latina

América Latina: radar de vulnerabilidad 2012

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



- **La posición de vulnerabilidad de América Latina continúa en niveles relativamente bajos, a excepción de Argentina. La mayoría de los indicadores se mantienen cercanos o por debajo del promedio de los MEs y lejos de su umbral histórico. Esto es especialmente destacable en el caso de la vulnerabilidad externa, lo que puede servir para amortiguar posibles choques externos.**
- **La vulnerabilidad fiscal sigue siendo la excepción y se debería hacer un esfuerzo en términos de déficit primario ajustado por el ciclo y/o reformas estructurales para reducir los diferenciales de tipos de interés-PIB. El lado positivo es que los niveles de deuda pública se mantienen por debajo del promedio de los MEs y de los umbrales de riesgo.**
- **La vulnerabilidad externa está en torno a la media de los MEs y muy por debajo de niveles de riesgo.** Los niveles de deuda externa (en relación con el PIB y las exportaciones) se asocian a niveles bajos de vulnerabilidad.
- **Las presiones de liquidez son relativamente bajas.** Las ratios de cobertura de reservas continúan en la zona más segura. Las necesidades brutas de financiación son bajas y las ratios de cobertura servirán como apoyo en caso de cambios en los mercados financieros internacionales
- **Los niveles de inflación siguen siendo el mayor factor de riesgo en algunos países.**

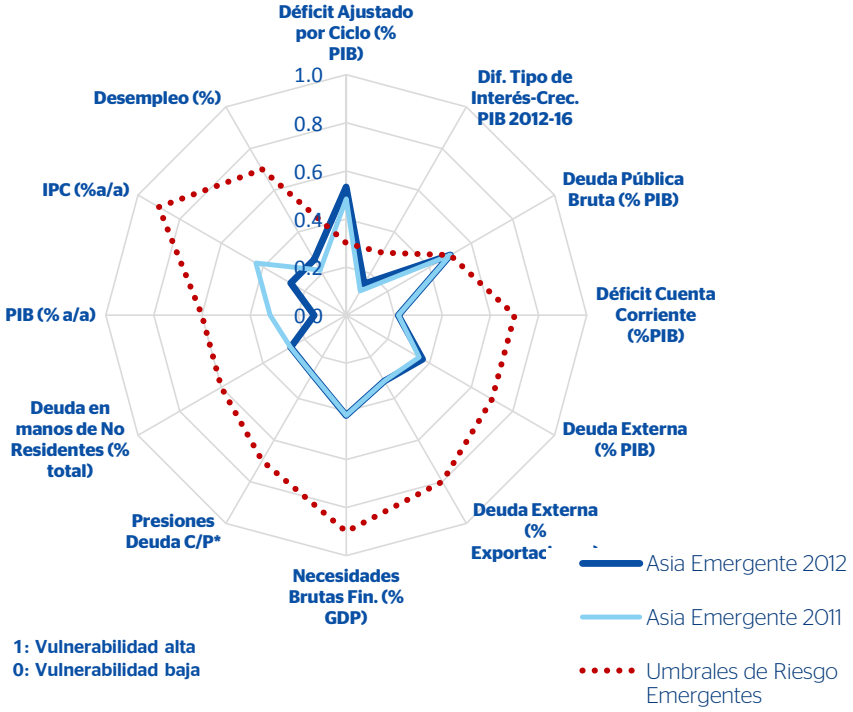
Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicos y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos.

Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Asia

Asia emergente: radar de vulnerabilidad 2012

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



- **La vulnerabilidad de los países de Asia emergente sigue siendo la más baja entre los mercados emergentes** como resultado de niveles muy bajos de vulnerabilidad tanto fiscal como externa y una fuerte ratio de cobertura de las reservas tras años sucesivos de acumulación.. La India se mantiene como el país mas vulnerable en la región.
- **La situación fiscal debe seguirse de cerca a pesar de estar mejor que el resto de MEs.** Los diferenciales de tipos de interés-PIB no son preocupantes. Sin embargo, las ratios de deuda bruta están cerca del umbral de riesgo y los déficits ajustados por el ciclo deben ser vigilados. Este es el caso de la India, Malasia y Filipinas, además de China, si incluimos la deuda de los gobiernos locales.
- **La vulnerabilidad externa sigue siendo baja.** La deuda externa en términos de PIB es muy baja. Además, las ratios sobre exportación y cuenta corriente se encuentran en una zona segura con la mayoría de los países en superávit excepto la India y de forma más reciente Indonesia.
- **Las ratios de cobertura de reservas siguen en los niveles más seguros** y las ratios de deuda a corto plazo sobre reservas son las más bajas de los MEs. Además, están muy alejadas del umbral de riesgo de referencia.
- **En la dimensión macroeconómica,** se han logrados avances en la reducción de la inflación aunque las previsiones de crecimiento han empeorado.

Radar de vulnerabilidad: Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicos y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar indican menos volatilidad, mientras que las externas indican más vulnerabilidad. Los umbrales de Riesgo se han definido de acuerdo a la literatura académica sobre crisis económicas y a niveles históricos.

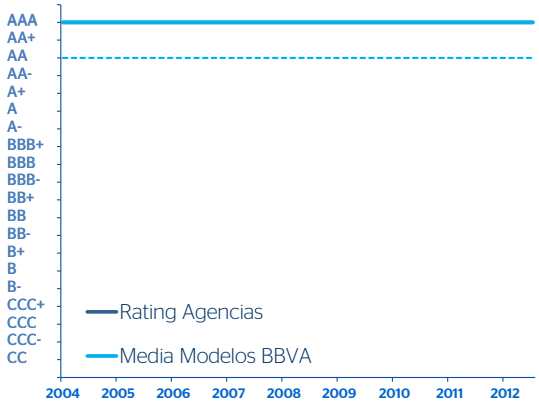
Sección 3

Actualización de Riesgo Regional: Riesgo Soberano

Países Centrales de Europa: Rating soberano

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

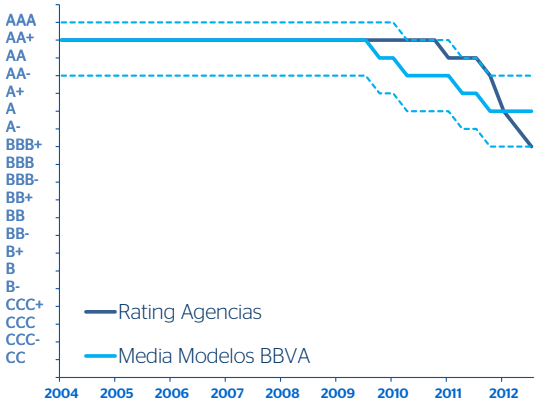
Fuente: Standard & Poors, Moody´s, Fitch y BBVA Research



Periferia Europea I: Rating soberano

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

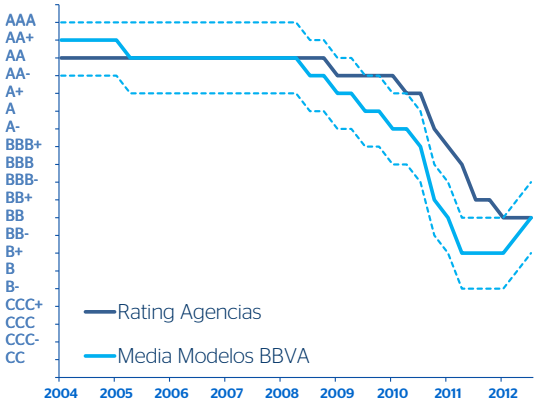
Fuente: Standard & Poors, Moody´s, Fitch y BBVA Research



Periferia Europea II: Rating soberano

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

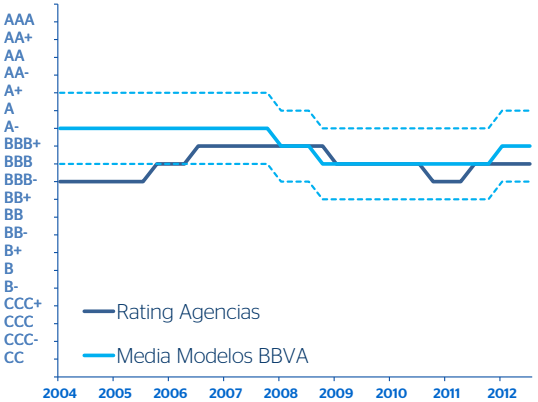
Fuente: Standard & Poors, Moody´s, Fitch y BBVA Research



Europa Emergente: Rating soberano

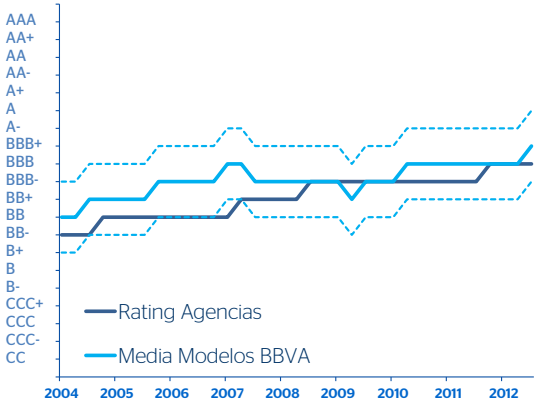
(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

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



América Latina: Rating soberano (Puntuaciones de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

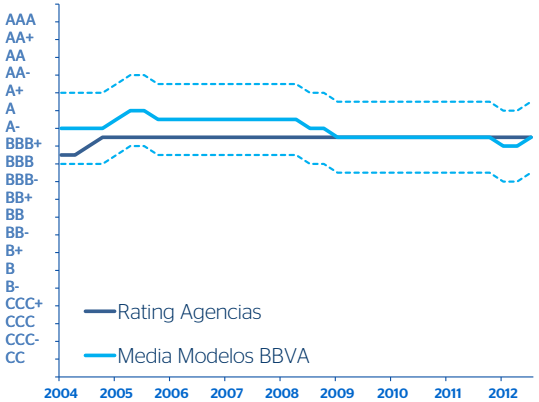
Fuente: Standard & Poors, Moody´s, Fitch y BBVA Research



Asia Emergente: Rating soberano

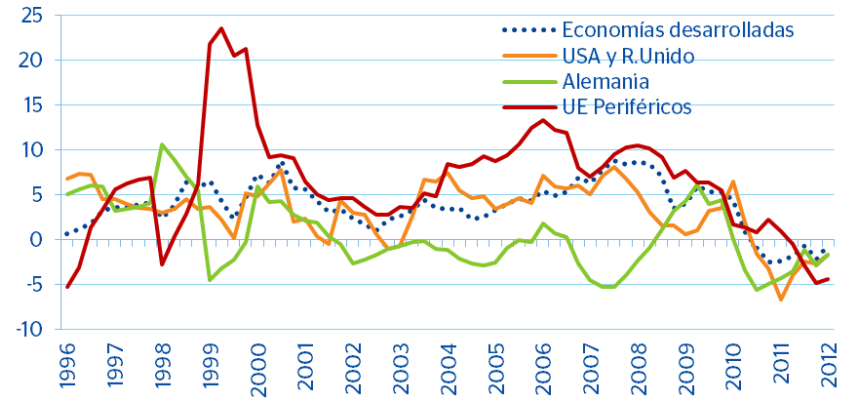
(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA +/-1 desv. est.)

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

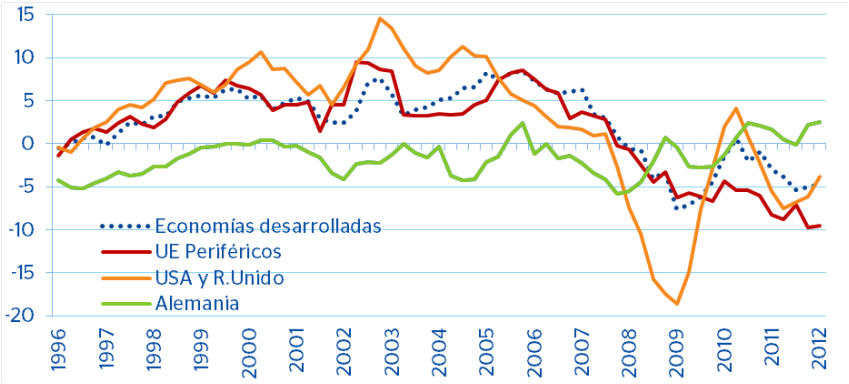


Tema Especial: una mirada al crecimiento excesivo del crédito y de los precios de la vivienda

Países Desarrollados: Crédito al sector privado (1996-2012)
(cambio anual en la ratio crédito/PIB; medianas)
Fuente: BBVA Research



Países Desarrollados: Precios reales de la Vivienda (1996-2012) (% anual, precios nominales deflactados por precios al consumo)
fuente: BBVA Research, BIS y Global Property Data

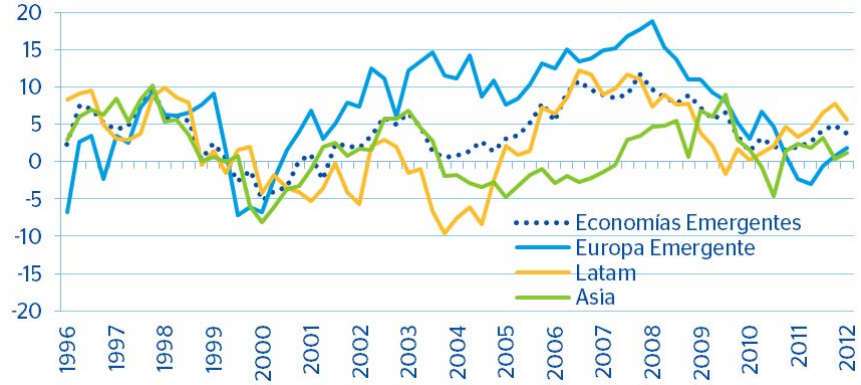


- **Uno de los indicadores adelantados de crisis financieras más utilizados es el crecimiento excesivo del crédito al sector privado**. Sin embargo, interpretar la existencia de excesos no es tarea fácil, ya que se debe tener en cuenta la situación de los fundamentos respecto a los niveles de equilibrio en cada país.
- **Algunos organismos internacionales* se han centrado en la elaboración de umbrales de riesgo que puedan ser utilizados como señales de alerta temprana.** Estos trabajos examinan las desviaciones del crédito sobre la tendencia de largo plazo o el simple crecimiento de medidas relativas del crédito (crédito al sector privado con relación al PIB). En este último caso,, cambios anuales persistentes en la ratio por encima de 5 puntos deben ser objeto de vigilancia. Un análisis similar es utilizado en el caso de los precios de la vivienda, donde normalmente se tienen en cuenta umbrales en el crecimiento real de los precios de la vivienda.
- **De acuerdo a estos umbrales, tanto el crédito al sector privado como los precios reales de la vivienda crecían demasiado rápido desde 2005 en muchos países desarrollados (ver gráficos).** Los máximos se alcanzaron justo antes de la crisis financiera internacional de 2007-2008. Este patron fue particularmente intenso en algunas economías:
  - **Los EE.UU. y el Reino Unido** experimentaron un *boom* en ambas variables, cuya duración fue mayor en el caso de los precios de la vivienda. Todavía bajo el periodo de corrección, se vislumbran algunos síntomas de recuperación aunque todavía muy débiles y más centrados en los precios de la vivienda.
  - En **algunos países de la Periferia Europea** comenzaron a registrarse crecimientos excesivos antes que en el resto.
  - La situación de **Alemania** es diferente. Después del estallido de la burbuja en 1994, el crédito y los precios de la vivienda se estancaron cerca de una década,, explicando parcialmente la resistencia de la demanda interna en la actual crisis.

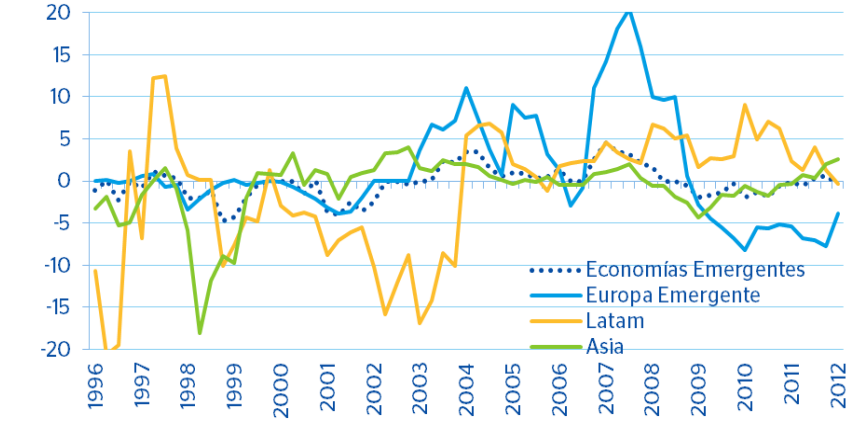
* Ver por ejemplo IMF (2011) Toward Operationalizing Macroprudential Policies: When to Act?IMF Global Financial Stability Report (September 2011) y EU Commission (2012) "Scoreboard of the Surveillance of Macroeconomic imbalances". Occasional paper 92, February 2012

Tema Especial: una mirada al crecimiento excesivo del crédito y de los precios de la vivienda

Países Emergentes: Crédito al sector privado (1996- 2012)
(cambio anual en la ratio crédito/PIB; medianas)
Fuente: BBVA Research



Países Emergentes: Precios reales de la Vivienda (1996-12012) (% anual, precios nominales deflactados por precios al consumo)
fuente: BBVA Research, BIS y Global Property Data



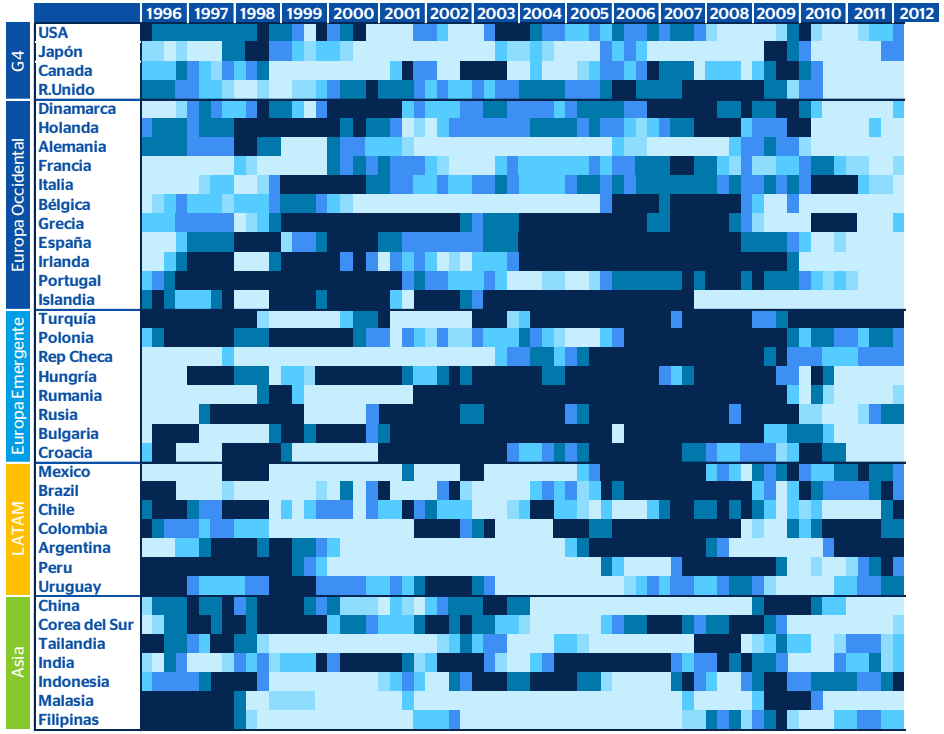
- **La situación de las Economías Emergentes es diferente a la de los países desarrollados. Los países de Asia y América Latina que experimentaron crisis a finales de la década de los noventa se vieron aislados del *boom* de crédito y de vivienda previo a la crisis actual:**
  - **La crisis asiática 1997-98 fue seguida de un largo periodo de ajuste en el crédito privado y en el mercado residencial hasta prácticamente 2005.** Algunos de estos países han experimentado un largo periodo de corrección (Corea del Sur, Malasia, Indonesia, Tailandia y Filipinas). **Recientemente, se han observado síntomas de fuerte crecimiento en algunos países, resultado más de una recuperación desde niveles muy bajos que de un sobrecalentamiento generalizado.** En China, el crecimiento excesivo del crédito ha dado lugar a una rápida respuesta de las autoridades, y las tasas de crecimiento del crédito y de los precios de la vivienda ya se están moderando. En la India, el crecimiento de los precios de la vivienda se mantiene elevado. Conscientes de ello, las autoridades han iniciado una mayor vigilancia y comenzado a implementar medidas para reajustar la situación.
  - **Latinoamérica siguió un patrón similar al de los países asiáticos, aunque el periodo de corrección fue generalmente más corto.** México es la excepción, y la crisis Tequila de 1995 tuvo efectos mucho más duraderos que en el resto**. Como en Asia, comienzan a observarse crecimientos excesivos, especialmente en los mercados de crédito. No obstante estos son todavía incipientes y consideramos que la situación actual es cercana al equilibrio.**
  - **Los países de Europa Emergente constituyen una excepción, y muchos de ellos participaron de los excesos observados en los países desarrollados. En términos generales, la región continuará ajustándose.** En Turquía, el ajuste fue más temprano (tras la crisis de 2001) y el reciente exceso en el crecimiento del crédito ya se está moderando gracias a las medidas macro prudenciales implementadas por el banco central.
- **En resumen: los recientes síntomas de fuerte crecimiento en el crédito y precios de la vivienda deben de ser vigilados, pero es todavía temprano para calificarlos como burbuja. En el caso de Asia y Latinoamérica estamos ahora en valores más cercanos al equilibrio, mientras que Europa Emergente continuará ajustándose.**

Apéndice: Mapas de Crecimiento Excesivo del Crédito y de los Precios de la Vivienda

Mapa de intensidad del credito al sector privado (1996-2012)

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

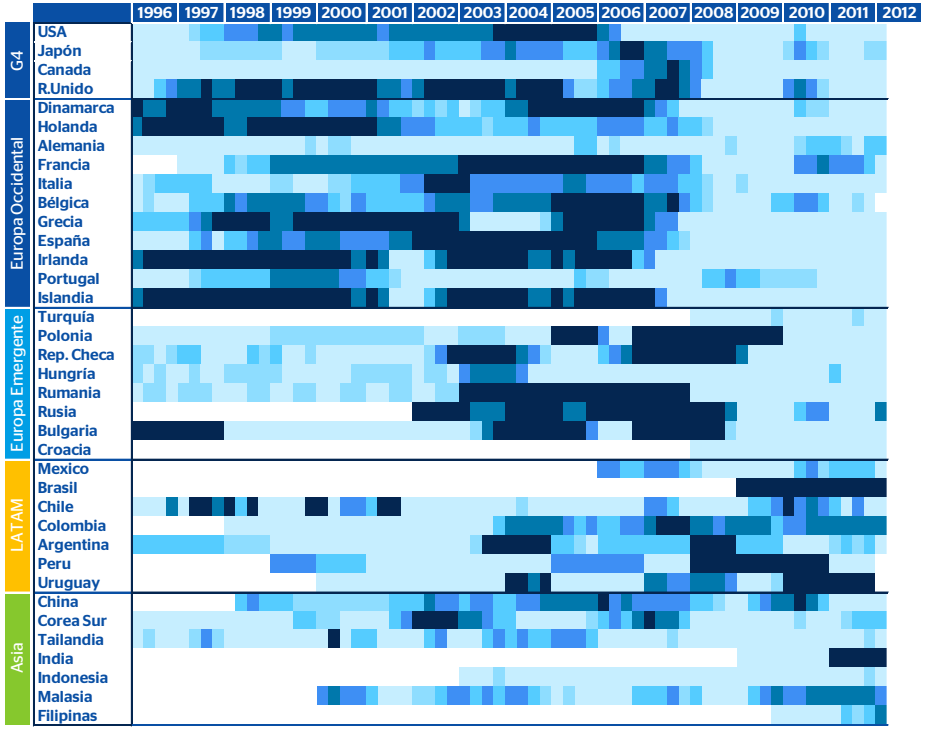
Fuente: BBVA Research y Haver



- Boom: crecimiento Crédito/PIB mayor 8%
- Crecimiento excesivo: Crecimiento Crédito/PIB entre 5% y 8%
- Crecimiento Elevado: Crecimiento Crédito/PIB entre 3% y 5%
- Crecimiento Moderado: Crecimiento Crédito/PIB entre 1% y 3%
- Estancamiento: Crecimiento Crédito/PIB entre 0% y 1%
- Desapalancamiento: contracción Crédito/PIB

Mapa de intensidad de precios reales de la vivienda (1996-2012) (sobre el cambio anual en precios reales de la vivienda)

Fuente: BBVA Research, BIS y Globalpropertyguide



- Boom: crecimiento precios reales mayor 8%
- Crecimiento excesivo: Crecimiento precios reales entre 5% y 8%
- Crecimiento Elevado: Crecimiento precios reales entre 3% y 5%
- Crecimiento Moderado: Crecimiento precios reales entre 1% y 3%
- Estancamiento: Crecimiento precios reales entre 0% y 1%
- Desapalancamiento: contracción de los precios reales
- Dato no disponible

Anexo

Metodología: Indicadores y Mapas

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