

# Riesgo país

# Informe trimestral

Unidad de Mercados Emergentes - Enero 2012

# Resumen

## Mercados financieros y Aversión global al riesgo

- **Las tensiones financieras aumentaron con rapidez en el cuarto trimestre al no resolverse la crisis de la deuda soberana europea. Los niveles de estrés** también se incrementaron en EE.UU. y los mercados emergentes (ME), dando muestras de un alto grado de interconexión entre los mercados. Los indicadores de estrés de los ME tradicionales se deterioraron, pero se mantienen lejos de los niveles alcanzados crisis anteriores
- **Los flujos de capital retrocedieron en todo el mundo en el segundo semestre de 2011. Por regiones, las salidas de flujos más pronunciadas se produjeron en Europa (desarrollada y emergente)**

## Mercados y Ratings de deuda soberana Actualización

- **En Europa occidental se observó un aumento generalizado de los diferenciales de CDS soberanos. Pese a la reciente rebaja de calificación de S&P y Fitch, los mercados aún descuentan rebajas adicionales para algunos países europeos. Lo mismo puede decirse de algunos países del este de Europa, mientras que en Latinoamérica y Asia la presión es mucho menor**

## Nuestra valoración del riesgo país

- **De acuerdo a nuestras herramientas de análisis, la vulnerabilidad económica sigue siendo alta en Europa occidental, especialmente en la periferia.** Pese a los esfuerzos de consolidación fiscal **continúan las dificultades para la sostenibilidad fiscal, ya que la elevada prima de riesgo y las malas perspectivas económicas, unidas a la magnitud y el aumento de los niveles de deuda pública, plantean riesgos importantes.** No obstante, nuestros modelos de rating apuntan a una estabilización de la presión bajista sobre los ratings de algunos países del sur de Europa. La presión, sin embargo, probablemente persistirá en los países rescatados. **Nuestros modelos de riesgo país señalan que el aumento del riesgo soberano de equilibrio en el sur de Europa es menor al que descuentan los mercados de CDS. En cambio, el riesgo soberano de equilibrio de los países europeos rescatados ha seguido incrementándose, acercándose a los niveles del mercado**
- Por último, en **Asia y Latinoamérica la vulnerabilidad se mantiene baja, mientras que la situación es algo peor en Europa del Este**

# Resumen

## Temas específicos

- **Disturbios sociales en Oriente Medio:**
- El malestar social persiste en algunos países y **no puede descartarse una reanudación de las tensiones**. Nuestro mapa de disturbios sociales muestra que **la dinámica de malestar social pueden extenderse con rapidez al resto de los países y que la situación está lejos de resolverse**. Hasta ahora, el descontento se ha concentrado en países menos inquietantes desde el punto de vista de sus efectos para la economía mundial, pero una extensión hacia los Emiratos del Golfo, Arabia Saudí e Irán tendría implicaciones económicas más graves a escala global. **Asignamos un riesgo menor a una escalada del “affaire” iraní, pero las consecuencias negativas para la economía mundial serían mucho más elevadas** que las de una reanudación del escenario de malestar social
- **Riesgo idiosincrático en Europa Emergente:**
- Además de una vulnerabilidad relativa superior, **la financiación bancaria tradicional procedente de las matrices occidentales** aumentan los problemas de financiación, ya que las sucursales de Europa del Este no son independientes como las de Latinoamérica. **La práctica del préstamo denominado en euros aumenta los riesgos de depreciación de las divisas**, ya que implica contracción del crédito para hogares y empresas. **Unido a niveles inadecuados de las reservas internacionales, esta situación conlleva una alta vulnerabilidad de la región a frenazos súbitos de los flujos de capital**

## Análisis de contagio

- **Los resultados de nuestro análisis a través del modelo GVAR apunta a un grado de contagio potencialmente importante de la crisis europea a Europa del Este y algunos países de Latinoamérica y Asia**. Este es el caso, sobre todo, de Turquía y las economías más abiertas de otros mercados emergentes, como Malasia, Singapur e Indonesia en Asia, y Perú y Chile en Latinoamérica
- **El contagio de un shock negativo inesperado del crecimiento de China estaría más concentrado en el resto de las economías asiáticas. No obstante, economías más abiertas del resto del mundo (Latinoamérica) también estarían expuestas a los efectos negativos**

# Índice

**1 Mercados financieros internacionales, Aversión global al riesgo y Flujos de capital**

**2 Actualización de Mercados y Ratings soberanos**

**3 Actualización de Vulnerabilidad macroeconómica y Riesgo regional**

**4 Temas específicos**

- Seguimiento del malestar social en los países árabes
- Dependencia bancaria y pasivos en euros en Europa del Este

**5 Contagio del Riesgo País** Valoración de los contagios de crecimiento de la zona euro y China mediante modelo GVAR

**Anexo**

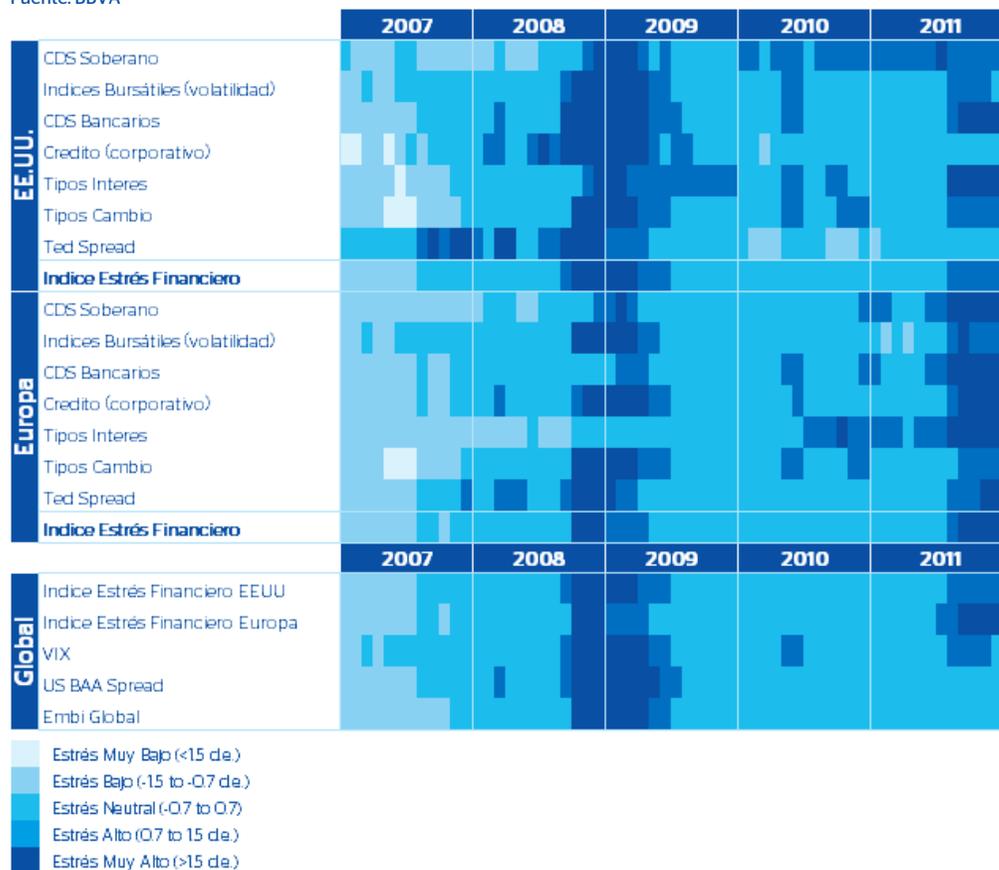
- Anexo metodológico

Sección 1

# Estrés de los mercados financieros y Aversión global al riesgo

## Mapa de estrés financiero

Fuente: BBVA



- **El estrés de los mercados financieros desarrollados siguió alto en el último trimestre de 2011**, ya que persiste la incertidumbre sobre la crisis de la deuda soberana europea. Los niveles de estrés están alcanzando máximos en Europa y ya se extienden a algunos segmentos de mercados estadounidenses, aunque las tensiones financieras en EE.UU se mantienen en niveles inferiores a los del episodio de 2008. El estrés también aumentó en los mercados emergentes, pero se mantuvo lejos del vivido en crisis anteriores
- **El estrés financiero de Europa sigue liderando la volatilidad**, y la mayoría de los componentes se acercan a la zona de estrés alto. Las tensiones de CDS soberanos y bancarios continúan altas y están extendiéndose a la renta variable, los tipos de interés y el más inquietante Ted Spread, reflejando algunos problemas de liquidez interbancaria
- **El estrés financiero en EE.UU. ha aumentado al hacerse más evidente el contagio de Europa**. Ese ha sido el caso de la volatilidad soberana, bancaria y de los tipos de interés. En el lado positivo, el Ted Spread continúa en una zona más segura, limitando el daño potencial de los problemas interbancarios
- **Los indicadores de aversión al riesgo global de ME tradicionales también se deterioraron, aunque los niveles de estrés actuales siguen lejos de los observados durante la quiebra de Lehman**. El VIX subió bruscamente, si bien por debajo de niveles de estrés elevados anteriores, y volvió a niveles más normales en diciembre y enero. Los indicadores de aversión al riesgo global relacionados con deuda (Baa de EE.UU. y diferenciales Embi) también empeoraron, pero se mantuvieron lejos de los niveles de tensión de la quiebra de Lehman

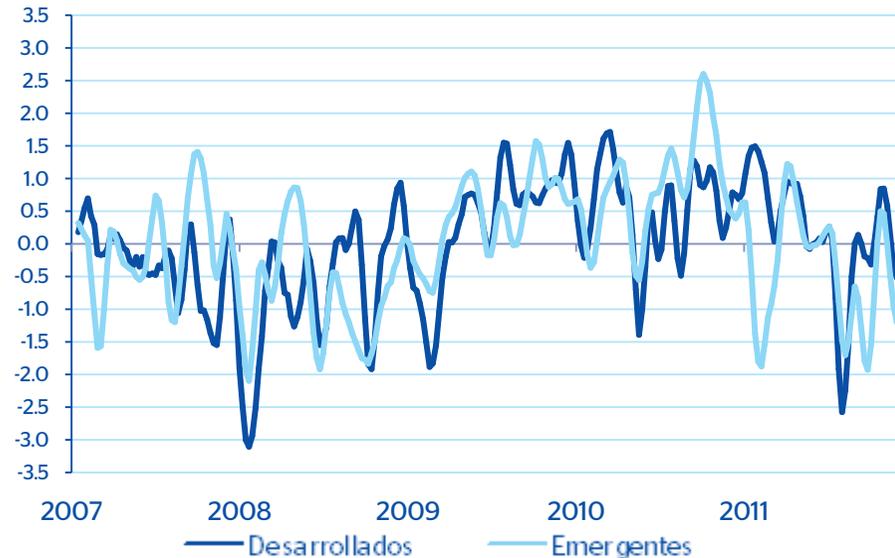
Sección 1

# Actualización de flujos de capital

## Flujos netos de renta variable y renta fija

(en unidades estandarizadas en el periodo 2006-2011)

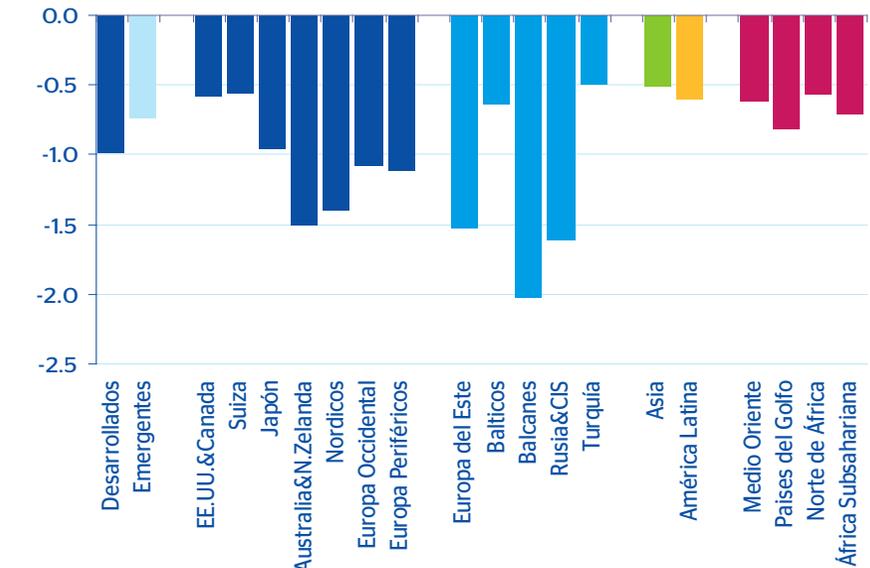
Fuente: EPFR y BBVA Research



## Inversión de los flujos netos de renta variable y renta fija

(variación entre ene-jul y ago-dic 2011 en unidades estandarizadas en el periodo 2006-2011)

Fuente: EPFR y BBVA Research



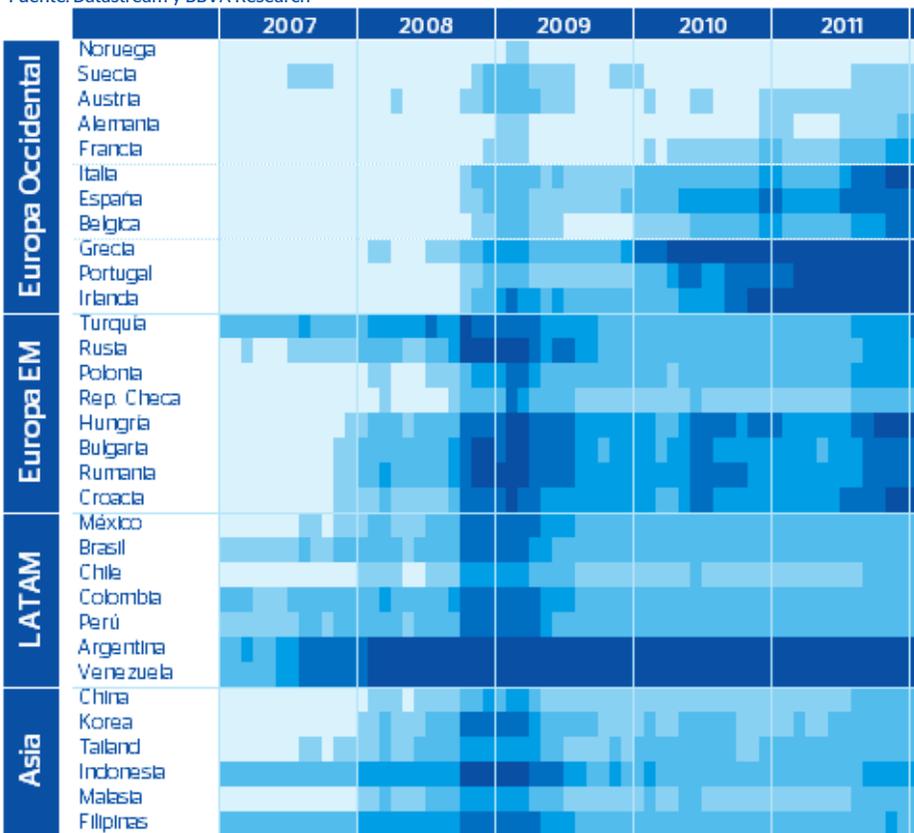
- **Los flujos de capital (renta fija y renta variable) retrocedieron en casi todos los mercados emergentes y desarrollados desde el 2T-2011**, a medida que la crisis de deuda soberana acabó dañando la confianza de los inversores y se extendió a los flujos de mercados emergentes desde el inicio del verano
- **La reversion de los flujos de capital** (diferencia entre los flujos del primer semestre del año y los posteriores a agosto) **se intensificó tanto en Europa emergente como en la Europa desarrollada, y afectaron también a los exportadores de materias primas desarrollados y los países nórdicos. Aunque la reversion de flujos de capital fue generalizada en el grupo de mercados emergentes, algunas regiones se vieron especialmente perjudicadas, como el grupo de Europa emergente** (sobre todo los Balcanes y antiguos países de la CEI). Mientras, en **Asia, Latinoamérica y Oriente Medio las caídas fueron menores**

Sección 2

# Actualización de mercados soberanos

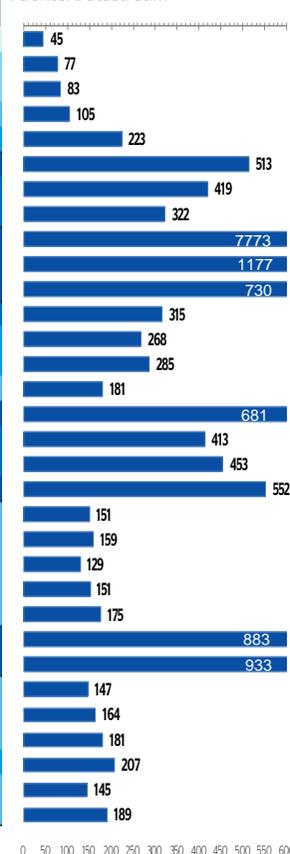
## Diferenciales de CDS soberanos

Fuente: Datastream y BBVA Research



## Enero 2012

Fuente: Datastream



- Los diferenciales de los CDS europeos siguieron ampliándose y divergiendo.** Solo Noruega se mantuvo por debajo de 50 p.b, mientras que Austria y Alemania aumentaron, llegando a casi 100 p.b. y evidenciando cierto contagio de los países periféricos. Entre estos, Italia y España registraron incrementos de los niveles de riesgo, más altos en Italia y acercándose a 500p.b. cuando aumentó la incertidumbre sobre las medidas de consolidación fiscal. Los CDS de Grecia, Portugal e Irlanda siguen en niveles críticos pese a los programas de rescate
- Algunos CDS soberanos de Europa del Este registraron fuertes aumentos en el último trimestre de 2011.** En Hungría, la situación se deterioró rápidamente debido a la incertidumbre económica y política. Bulgaria y Rumanía sobrepasaron la marca de 400 p.b. y el impacto de Croacia fue también notable. En cambio, el deterioro no fue especialmente intenso en Turquía, Polonia y Rusia
- Los CDS de Latinoamérica siguieron en niveles relativamente seguros dentro del grupo de ME.** Chile siguió destacando y México y Brasil permanecieron cerca de 130 p.b. **Argentina y Venezuela mantienen** niveles elevados de riesgo
- Los diferenciales de CDS asiáticos también sufrieron contagio y empezaron a aumentar antes del verano.** China, Corea y Malasia permanecieron cerca de 150 p.b, mientras que Indonesia y Filipinas llegaron a 200 p.b.

**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.)

Sección 2

# Actualización de ratings de crédito soberano

## Índice de rating soberano 2007-2012

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



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

- **Europa desarrollada:** La crisis de la deuda soberana siguió desencadenando rebajas de las agencias de crédito, y algunos de los países centrales de Europa se han incorporado a la lista del ciclo de recortes tras la rebaja de Standard and Poor's y Fitch
- **El ciclo de recortes en ME no está siendo simétrico; Europa emergente sufre presión bajista, mientras que algunos países de Asia y Latinoamérica mejoran su calificación (Brasil e Indonesia).** La posibilidad de una reanudación de la presión bajista en Europa emergente no puede descartarse a medida que el contagio desde Europa occidental comienza a ser más evidente; La dependencia comercial y bancaria de Europa occidental y los pasivos denominados en divisas podrían reiniciar el ciclo de rebajas de calificaciones en los próximos meses

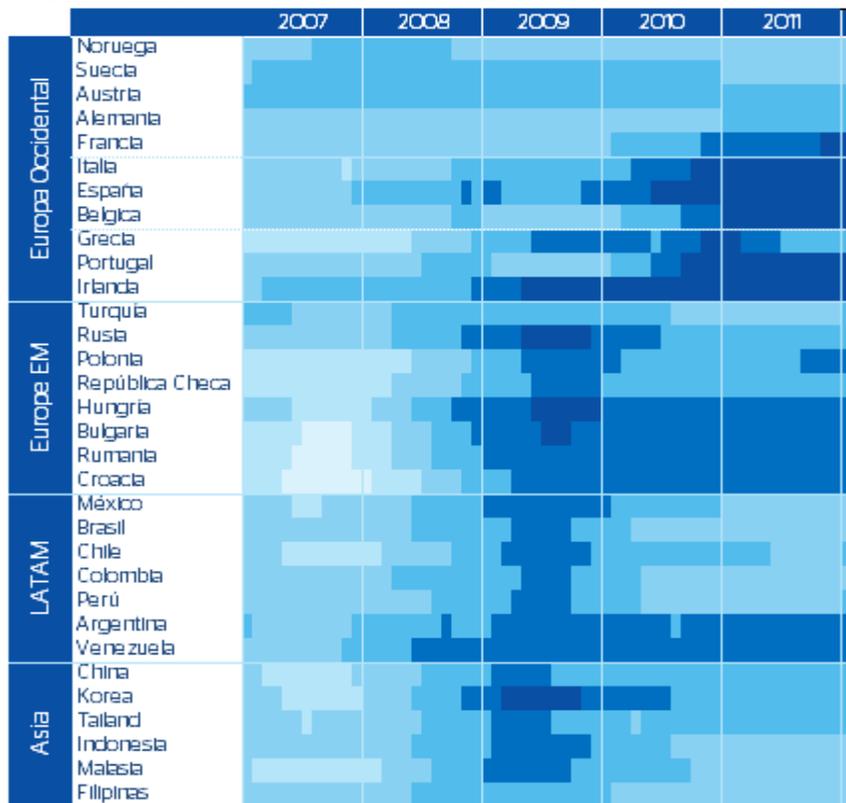
Sección 2

# Mapa de presiones bajistas sobre el rating soberano

## Mapa de presiones bajistas de las agencias de rating

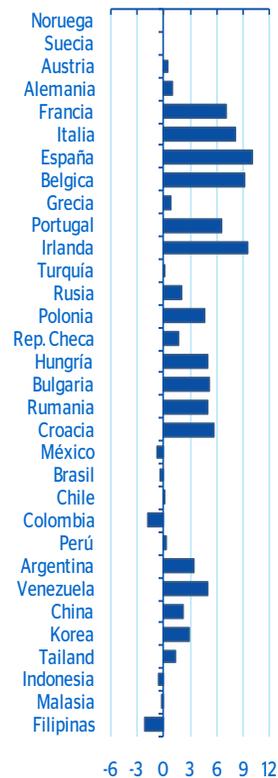
(rating soberano real menos rating implícito en los CDS, en escalas)

Fuente: BBVA Research



## Enero 2012

Fuente: BBVA Research



- **Europa occidental sigue siendo la región más vulnerable a un nuevo ciclo bajista;** podrían producirse nuevos recortes, también de países que hoy son AAA. La presión bajista **a corto plazo** (medida por la diferencia entre el rating actual y el implícito en el mercado) **continúa siendo especialmente alta en algunos países de Europa Occidental.** En la mayoría de las economías, exceptuando los países nórdicos, Alemania y Austria, los ratings actuales están muy por encima de los implícitos en los CDS (3 o más escalas). España, Bélgica e Italia son los más vulnerables a un recorte, pero Francia también cotiza por debajo de su rating actual

**La situación en mercados emergentes es muy distinta, ya que casi todos los países, excepto los de Europa emergente, se mantienen en un rango de relativa seguridad**

**La presión de rebajas de rating en Europa emergente está aumentando,** especialmente en Hungría, Bulgaria, Rumanía y Croacia. La presión a corto plazo en Polonia también es alta, y Turquía y Rusia se mantienen en la zona neutral

**En Latinoamérica** la mayoría de los países (excepto Venezuela) están anclados en el **área neutral.** En cambio, Colombia muestra algo de presión alcista.

**Asia permanece en el área neutral,** aunque China y Corea registran algunas tensiones bajistas. Filipinas mantiene presiones de mejora.

**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 0,6% (tasa de recuperación igual a 0,4) 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.



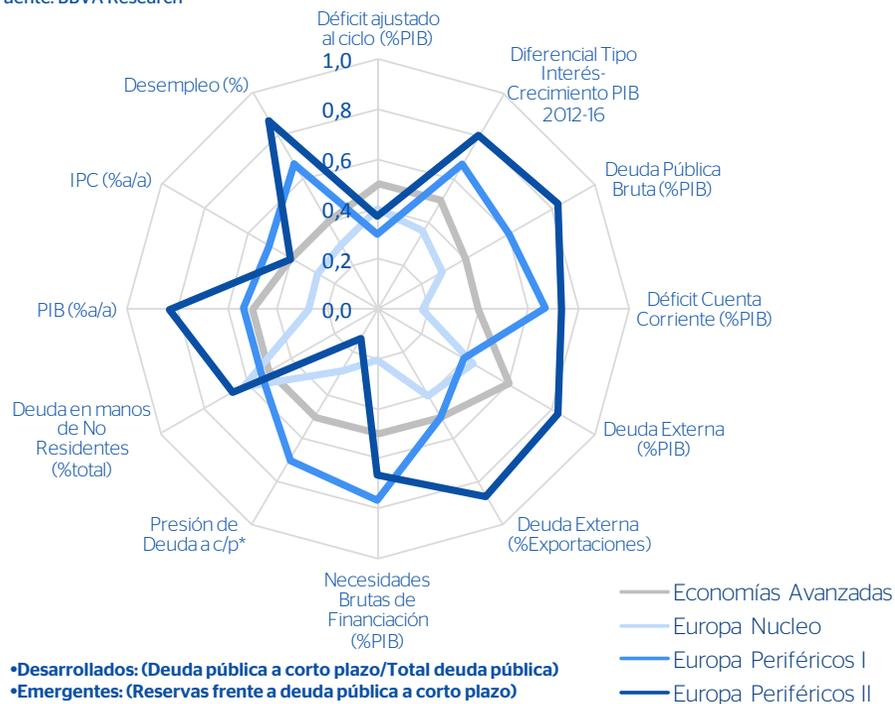
Sección 3

# Riesgo regional: Europa occidental

## Europa occidental: Radar de vulnerabilidad 2011

(todos los datos de 2011, excepto diferenciales de tipos de interés-crecimiento del PIB y necesidades financieras brutas de 2012)

Fuente: BBVA Research



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

## La vulnerabilidad de Europa occidental sigue en un nivel alto debido, sobre todo, a la mayor vulnerabilidad de la periferia de la UE.

Aunque los países centrales (nórdicos y Europa central) mantienen niveles relativamente seguros, la mayoría de los **indicadores de vulnerabilidad de la periferia continúan altos**, con riesgos claros de sostenibilidad fiscal y externa en los países rescatados

- **Los países centrales de Europa (nórdicos y Europa central) siguen en niveles de seguridad.** La vulnerabilidad fiscal es relativamente baja debido a los bajos de deuda, y déficits presupuestario y diferenciales más favorables de tipos de interés-crecimiento. Los bajos niveles de deuda externa y déficits por cuenta corriente respaldan la baja vulnerabilidad externa
- **La vulnerabilidad de la Periferia europea II (“países rescatados”) es extremadamente alta.** Los indicadores de sostenibilidad de la deuda siguen en riesgo pese a las mejoras de los déficits ajustados por el ciclo, y la vulnerabilidad externa también es elevada. La presión a corto plazo de liquidez mejoró tras los rescates, ya que las necesidades brutas de financiación quedarán cubiertas por los créditos oficiales
- **La posición de la Periferia europea I (Bélgica, Italia y España) sigue siendo complicada.** Pese a las mejoras de los déficits ajustados por el ciclo, los diferenciales de tipos de interés-crecimiento del PIB y los niveles de deuda siguen en la zona vulnerable. La vulnerabilidad externa es mejor que la de los países rescatados, pero será difícil gestionar la liquidez porque la proporción de deuda pública a corto plazo y deuda mantenida por no residentes es relativamente alta

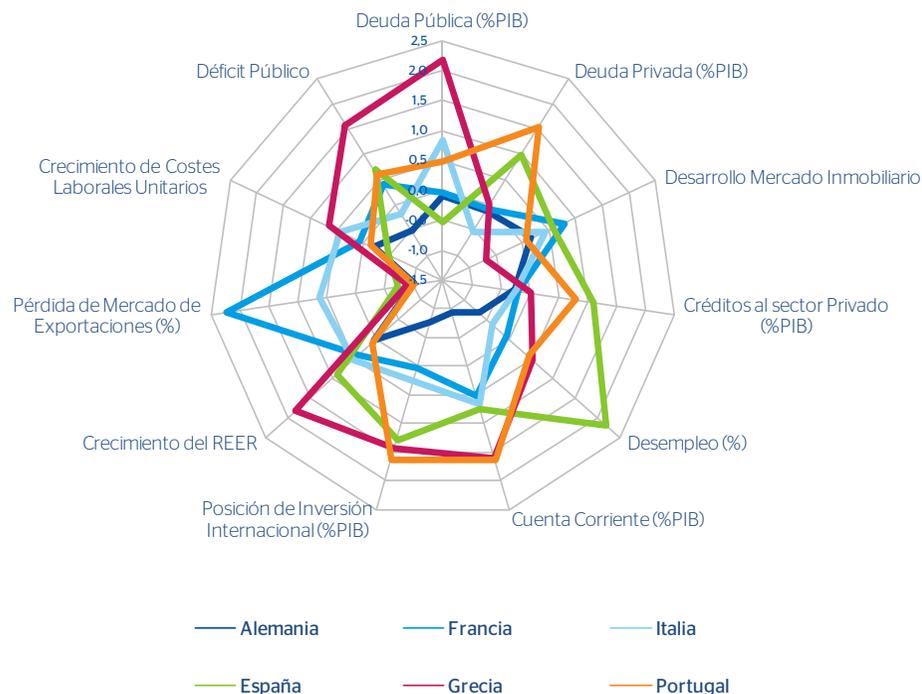
**Radar de vulnerabilidad:** Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar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

Sección 3

# El “six pack” de la Comisión Europea

## Europa occidental: El “6 pack” de la Comisión Europea

Fuente: Comisión Europea y BBVA Research



Dentro de los países miembros de la zona euro, existen desequilibrios tanto internos como externos que deben corregirse. La Comisión Europea va a implementar el “6 pack” para controlar el necesario ajuste de los desequilibrios con un marcador compuesto por los siguientes indicadores:

- **Cuenta corriente:** media a 3A entre +6%/-4% del PIB. España está convergiendo con rapidez; la cifra de Grecia y Portugal muestra más persistencia
- **Posición de inversión internacional:** El umbral se sitúa en -35%, claramente superado por los periféricos
- **Deuda privada:** No más del +160% del PIB; signos de moderación en este momento
- **Flujo de crédito del sector privado:** Los aumentos del ratio sobre PIB por encima del +15% se considerarán arriesgado.
- **Precios de la vivienda:** El aumento no deberá superar el 6% en base anual respecto al índice de precios al consumo
- **Deuda pública general:** El umbral continúa en el 60%, sobrepasado por la mayoría, pero las medidas de austeridad de todos los miembros pueden reducirlo en 1/20 anual
- **Competitividad externa:** medida por costes laborales unitarios, cuotas de mercado de exportación y evolución real de los tipos de interés efectivos

En caso de no observarse señales de corrección, la Comisión emitirá un Procedimiento de Desequilibrio Excesivo “EIP” con medidas obligatorio cumplimiento

2.5: Vulnerabilidad alta 1-5: Vulnerabilidad baja

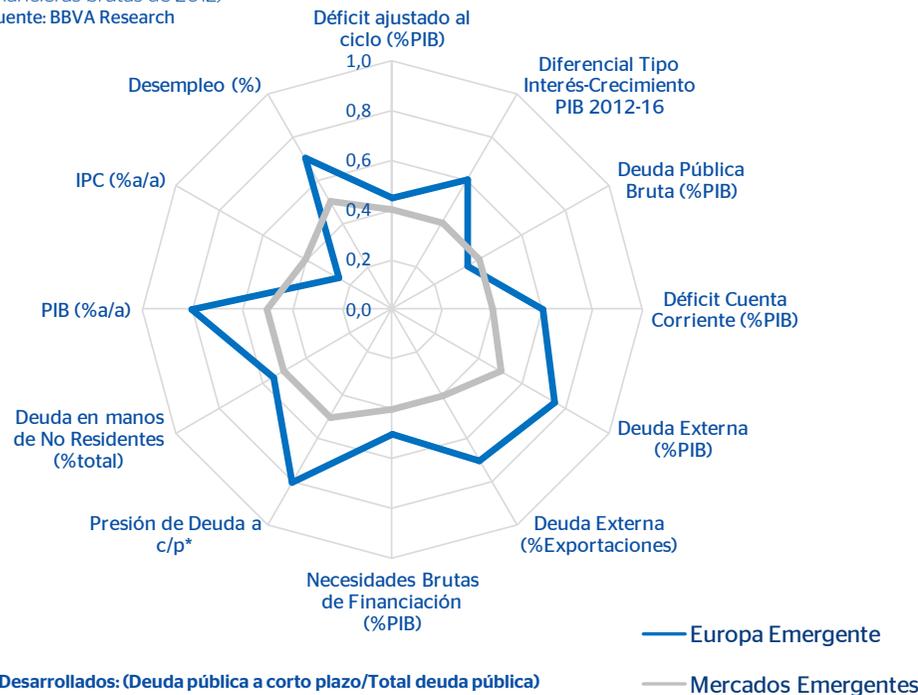
Sección 3

# Riesgo regional: Europa emergente

## Europa emergente: Radar de vulnerabilidad 2011

(todos los datos de 2011, excepto diferenciales de tipos de interés-crecimiento del PIB y necesidades financieras brutas de 2012)

Fuente: BBVA Research



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

**La vulnerabilidad de Europa emergente se mantiene por encima de la media de ME.** Los canales de contagio comercial y bancario desde Europa occidental siguen siendo importantes y añaden un riesgo especial a la región

- **La vulnerabilidad fiscal continúa alta pese a los bajos niveles de deuda pública.** Los elevados déficits fiscales de algunos países siguen siendo un riesgo debido a los peores diferenciales de tipos de interés-crecimiento del PIB
- **La vulnerabilidad externa es importante.** Los actuales déficits por cuenta corriente y ratios de deuda externa-PIB están por encima del resto de los emergentes, lo que aumenta el riesgo a salidas repentinas de flujos de capital
- **Las reservas internacionales se mantienen en niveles medios de vulnerabilidad, pero también por encima de los ME.** Dados los ratios de reservas-deuda a corto plazo cercanos a 100%, la región es vulnerable a una interrupción repentina de los flujos de capital. Además, los pasivos denominados en euros y la dependencia financiera de los bancos de Europa occidental siguen siendo los riesgos clave para la región
- **El crecimiento económico relativamente bajo y una inflación y desempleo superiores plantean riesgos adicionales**

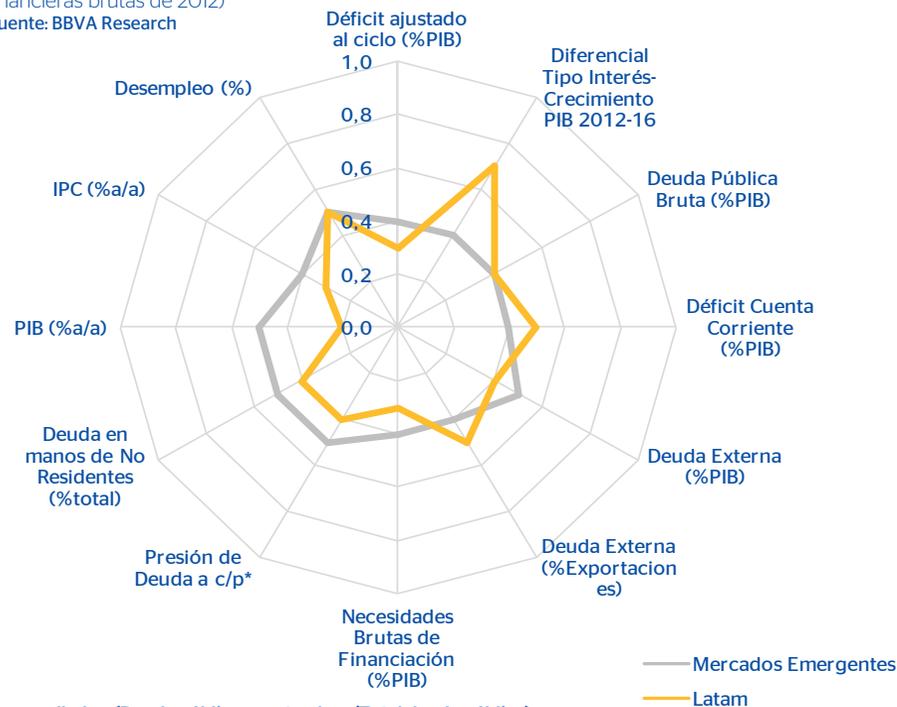
**Radar de vulnerabilidad:** Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa de distintos países. Asignamos variables de solvencia, liquidez y macroeconómicas y los reordenamos en percentiles desde 0 (ratio más bajo entre los países) hasta 1 (vulnerabilidades máximas). Las posiciones internas del radar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

Sección 3

# Riesgo regional: Latinoamérica

## Latinoamérica: Radar de vulnerabilidad 2011

(todos los datos de 2011, excepto diferenciales de tipos de interés-crecimiento del PIB y necesidades financieras brutas de 2012)  
Fuente: BBVA Research



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

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

- **La vulnerabilidad de Latinoamérica continúa en niveles relativamente sólidos; las principales excepciones son Argentina y Venezuela.** La significativa mejora de los ratios fiscal y externo observada en los últimos diez años proporciona a la región una posición mucho mejor para abordar episodios de crisis potenciales
- **La vulnerabilidad fiscal sigue** baja, cercana a la media de ME. Los déficits fiscales reales y ajustados por el ciclo económico se mantienen en zona segura, y los niveles relativamente bajos de deuda pública proporcionan un colchón importante. No obstante, los diferenciales de tipos de interés-PIB elevados suponen dificultades para la dinámica de la deuda pública en algunos países (sobre todo Venezuela)
- **La vulnerabilidad externa también es baja** y los déficits por cuenta corriente son la única variable que supera la media emergente. Los niveles de deuda externa (tanto con relación al PIB como a las exportaciones) ofrecen niveles bajos de vulnerabilidad
- **Las presiones de liquidez son relativamente bajas.** Los ratios de reservas internacionales siguen en zona segura; las necesidades brutas de financiación y la deuda mantenida por no residentes están en niveles relativamente bajos, lo que proporcionará algo de colchón en una hipotética interrupción de los flujos de capital
- **La inflación sigue siendo la principal fuente de riesgo,** sobre todo en Argentina y Venezuela

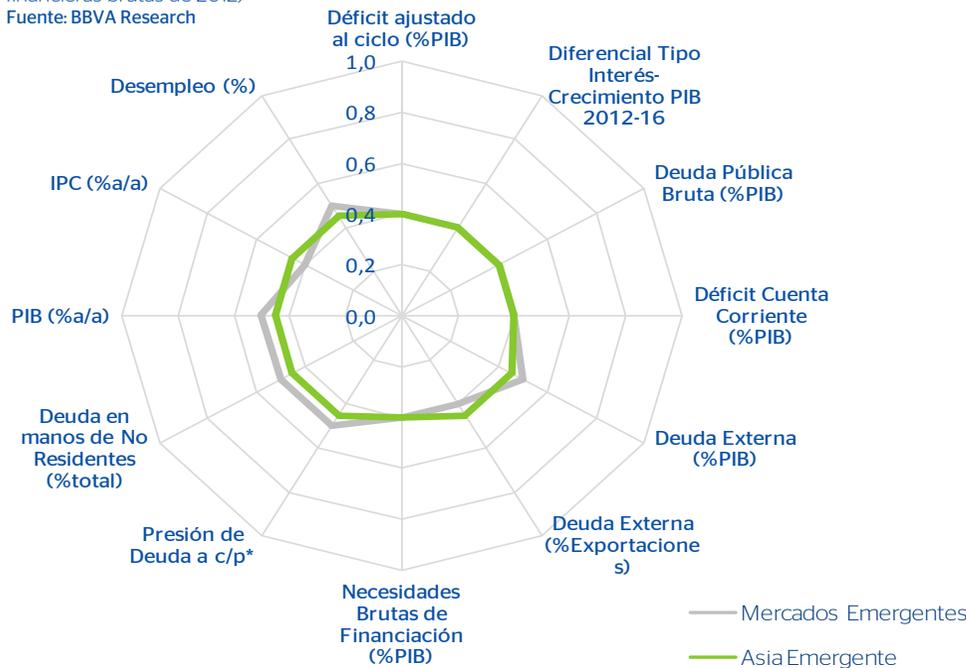
Sección 3

# Riesgo regional: Asia Emergente

## Asia emergente: Radar de vulnerabilidad 2011

(todos los datos de 2011, excepto diferenciales de tipos de interés-crecimiento del PIB y necesidades financieras brutas de 2012)

Fuente: BBVA Research



1: Vulnerabilidad alta  
0: Vulnerabilidad baja

- **La vulnerabilidad de Asia emergente se sitúa en la zona más segura de los ME.** Los motivos son unos niveles de vulnerabilidad fiscal y externa muy bajos y posiciones sólidas de reservas internacionales tras varios años de acumulación. No obstante, algunas dimensiones, como la inflación, continúan inquietando.
- **La vulnerabilidad fiscal es un activo de la región:** déficits fiscales muy bajos (actual y ajustado por el ciclo) y los más bajos niveles de deuda pública.
- **La vulnerabilidad externa es aún menor,** con niveles muy bajos de déficits por cuenta corriente (o incluso superávits) y niveles históricamente bajos de deuda externa, proporcionando un colchón importante en caso de frenazos de flujos de capital.
- **Los ratios de reservas internacionales están en los niveles más seguros,** tanto en relación a las importaciones como en términos de deuda externa a corto plazo. La sólida posición de reservas internacionales proporcionará un colchón adicional en caso de inversiones de los flujos de capital.
- **El crecimiento económico y el desempleo siguen robustos pese a la desaceleración de la actividad económica. La inflación es la única fuente de inquietud,** aunque esperamos que se modere a medio plazo.

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

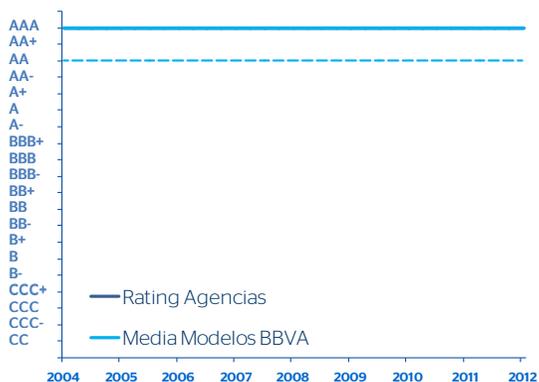
Sección 3

# Actualización de riesgo regional: Europa occidental

## Países centrales de Europa: Rating soberano

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

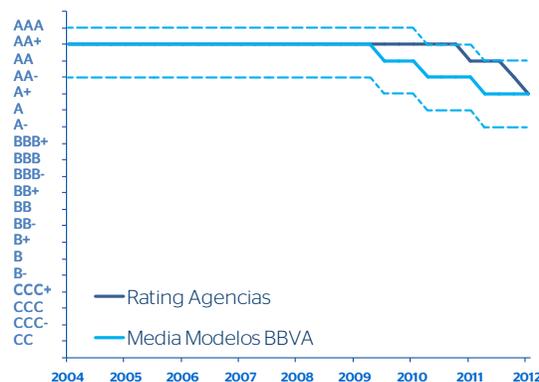
Fuente: Standard & Pools, Moody's, Fitch y BBVA Research



## Periferia europea I: Rating soberano

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

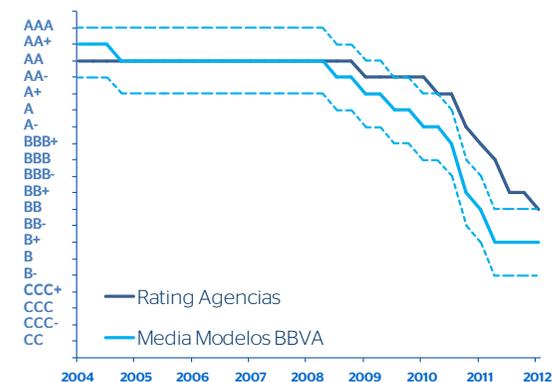
Fuente: Standard & Pools, Moody's, Fitch y BBVA Research



## Periferia europea II: Rating soberano

(Puntuación de agencias de rating y BBVA +0,1 desv. est.)

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



## Países centrales de Europa: CDS

(CDS real y de equilibrio)

Fuente: BBVA Research



## Periferia europea I: CDS

(CDS real y de equilibrio)

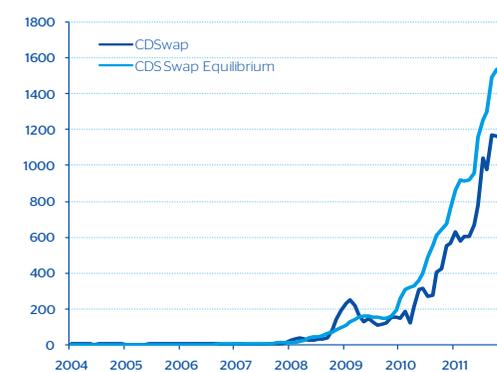
Fuente: BBVA Research



## Periferia europea II: CDS

(CDS real y de equilibrio)

Fuente: BBVA Research



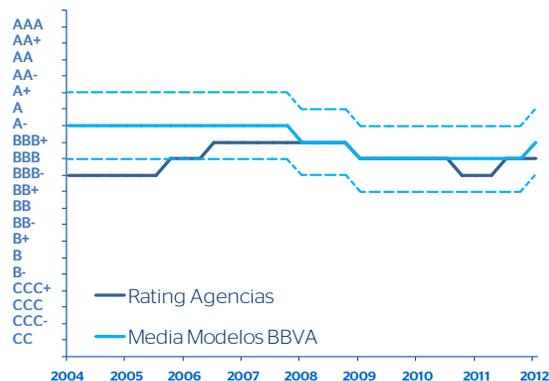
Sección 3

# Ratings soberanos: Mercados Emergentes

## Europa emergente: Rating soberano

(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA)

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



## Latinoamérica: Rating soberano

(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA)

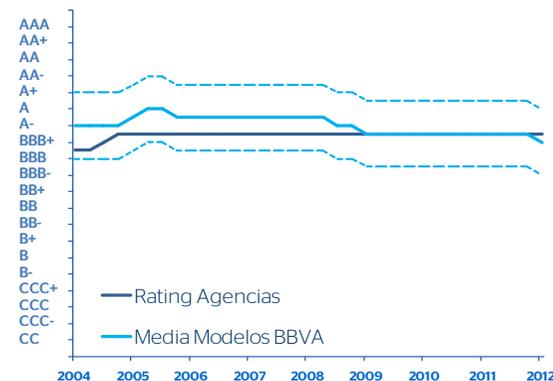
Fuente: Standard & Pools, Moody's, Fitch y BBVA Research



## Asia emergente: Rating soberano

(Puntuaciones de agencias de rating y BBVA)

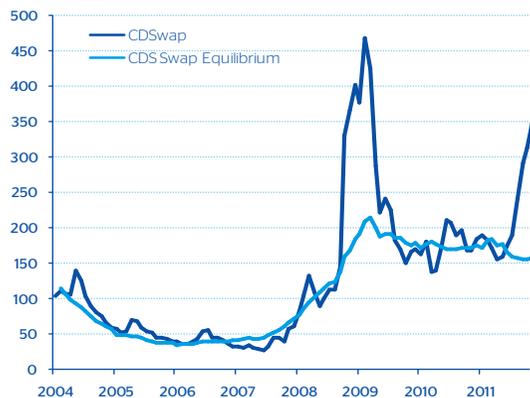
Fuente: Standard & Pools, Moody's, Fitch y BBVA Research



## Europa emergente: CDS

(CDS real y de equilibrio)

Fuente: BBVA Research



## Latinoamérica: CDS

(CDS real y de equilibrio)

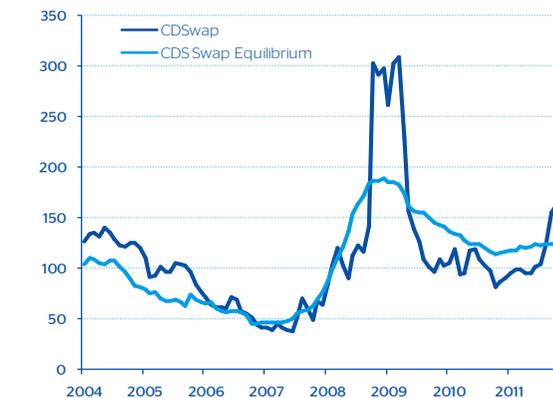
Fuente: BBVA Research



## Asia emergente: CDS

(CDS real y de equilibrio)

Fuente: BBVA Research

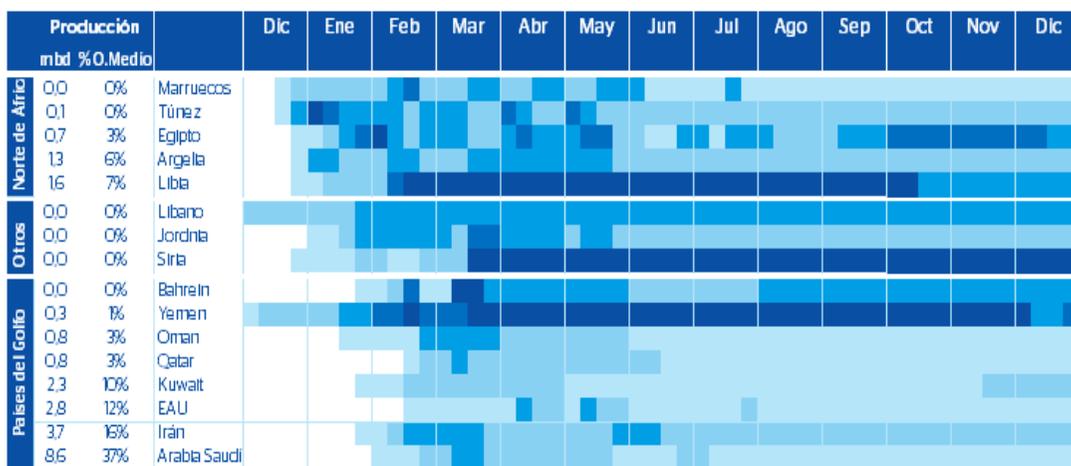


Sección 4

# Tema específico: disturbios sociales en los países árabes

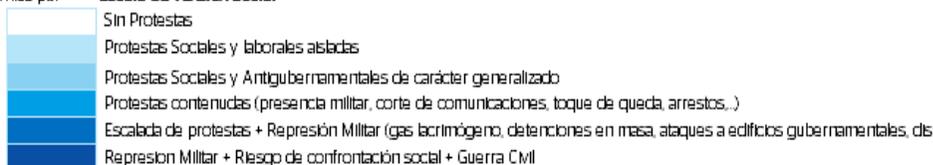
## Mapa de disturbios sociales en los países árabes

Fuente: BBVA Research y Agencias de Noticias



\* Millones de barriles por

**Escala de Tensión Social**



- **En Oriente Medio continúan los disturbios sociales;** las tensiones han aumentado especialmente en Siria, donde el riesgo de guerra civil sigue siendo alto y se han acordado sanciones por la Liga Árabe. En Libia, la muerte de Gadafi supuso algo de alivio, pero la situación está lejos de ser estable. La transición de Egipto a la democracia se está complicando por las crecientes demandas de transición acelerada a un régimen civil y por la incertidumbre sobre la relación entre los partidos políticos y el ejército
- **El riesgo geopolítico está desplazándose hacia una zona más inquietante,** ya que Kuwait es el primer miembro de importancia petrolera del CCG que registra protestas y las tensiones crecen en Irán. El supuesto complot para asesinar al embajador de Arabia Saudí en Washington, los resultados de las inspecciones del OIEA y las presiones de las economías occidentales sobre el embargo, con el posible cierre del estrecho de Ormuz por los iraníes, coloca la situación en niveles de riesgo
- **Entre los escenarios de riesgo, el más probable es el de una reanudación del malestar social en países del norte de África (35%)** debilitados por la situación económica interna, los lazos con Europa y la fragmentación política. Mientras, la probabilidad de escenarios de consecuencias más graves, como la extensión del malestar a los grandes productores de petróleo de la zona (EAU y Arabia Saudí) y una confrontación militar con Irán, aún es baja (10% cada uno), sus implicaciones son más importantes

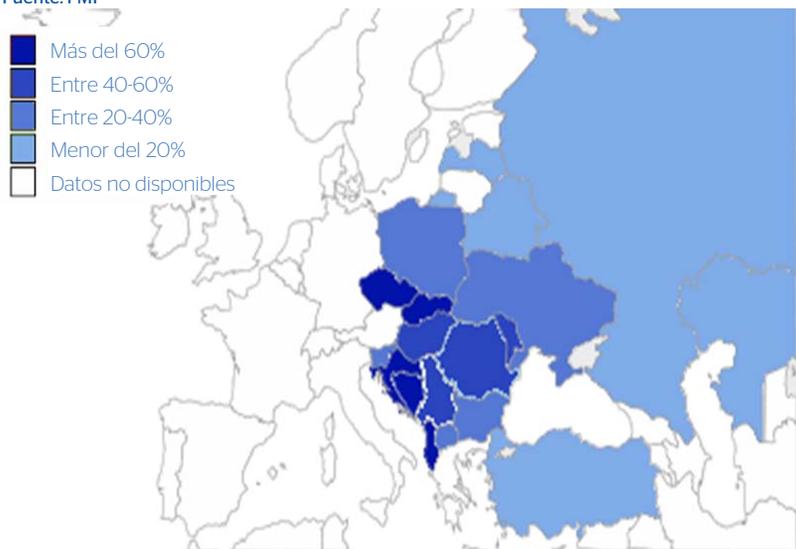
Sección 4

# Tema específico: Dependencia bancaria y pasivos en euros en Europa del Este

## Dependencia bancaria de Europa emergente con la zona euro

(% activos bancarios propiedad de países europeos occidentales)

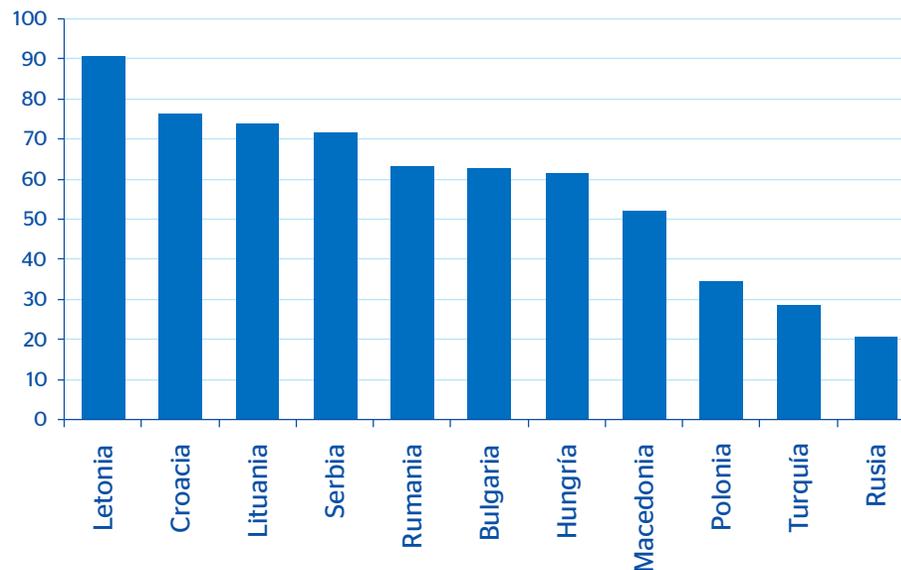
Fuente: FMI



## Préstamos denominados en moneda extranjera

(en % de préstamos totales)

Fuente: BERD



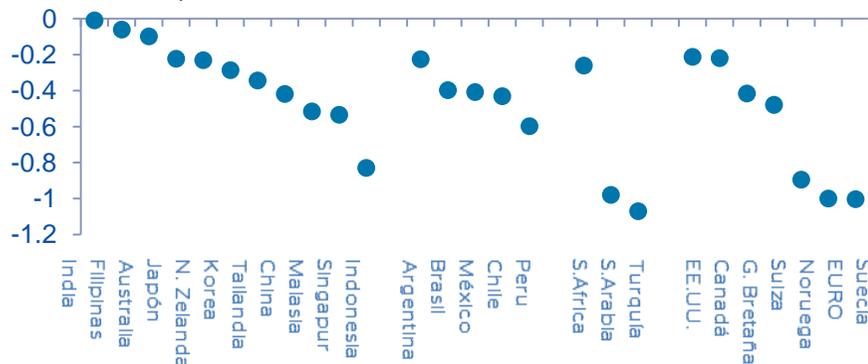
- La dependencia de los bancos de Europa del Este de los países de Europa occidental plantea riesgos especiales.** Los tradicionalmente elevados ratios de préstamo-depósitos de los primeros los convierten en países muy dependientes de la financiación de las matrices de Europa occidental, ya que, a diferencia de lo que ocurre en Latinoamérica, sus filiales bancarias no son independientes desde el punto de vista financiero. Así, unos requisitos de capital más altos y las necesidades de financiación de los bancos de Europa occidental hacen que la Europa emergente sea vulnerable a restricciones del crédito
- El problema podría aumentar por la alta proporción de pasivos denominados en euros.** Como la aversión al riesgo global propicia la depreciación de las divisas, los pagos de hipotecas denominados en euros se incrementarán, dando lugar a una contracción monetaria y al aumento del riesgo de un fuerte aumento de préstamos impagados. Este es el caso, sobre todo, de los países bálticos, los Balcanes y Hungría.

Sección 5

# Canales de contagio del Riesgo País

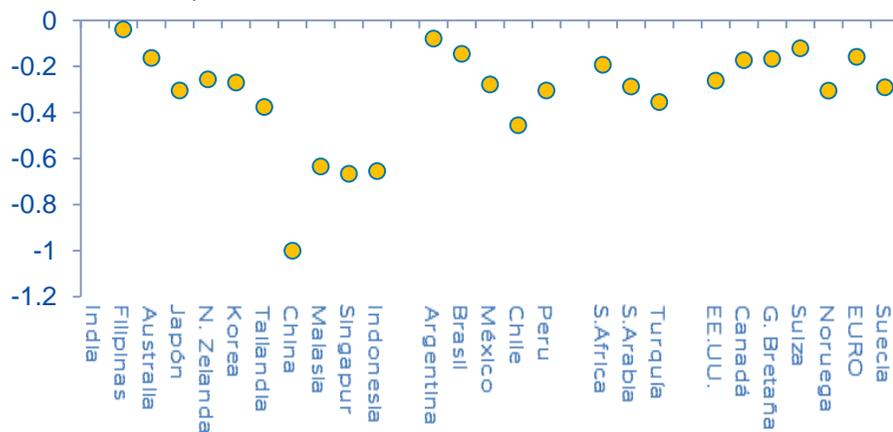
## GVAR - Impacto de shocks de crecimiento negativo del área del euro

Fuente: BBVA Research y GVAR



## GVAR - Impacto shocks de crecimiento negativo de China

Fuente: BBVA Research y GVAR



- **En nuestro primer ejercicio de laboratorio de Riesgo País utilizamos un modelo de VaR global para arrojar luz sobre los efectos de contagio del crecimiento negativo de Europa y China** a otros países. El enfoque aplica un marco dinámico multipaís para analizar la transmisión internacional de shocks en 26 economías. El modelo se construye combinando modelos separados para cada una de las 26 economías, vinculando variables principales de cada economía con las correspondientes variables extranjeras ponderadas por el comercio. El modelo usa variables reales y financieras: PIB real, inflación, renta variable, tipo de cambio real, tipos de interés a corto y largo plazo y precio del petróleo. Los contagios en la producción se miden como ratios de las respuestas de impulso máximo de producción respecto a las respuestas de impulso máximo de producción en el área del euro. Los coeficientes de contagio pueden considerarse medidas de elasticidad

- **Los contagios de shocks de PIB negativos en el área del euro serían especialmente intensos en el caso de los países nórdicos y Turquía,** y menores en EE.UU. y Canadá. Entre los demás países emergentes, **los efectos en Latinoamérica son más bajos, pero relativamente superiores en las economías más abiertas.** Los efectos negativos en Asia son desiguales: menores en los países desarrollados (Japón, Australia y Nueva Zelanda) y mayores en Indonesia (quizá por descenso de los precios del petróleo)

- **Los efectos negativos de la ralentización de Asia serían más altos en países asiáticos vecinos, especialmente Singapur, Indonesia y Malasia.** Perú y Chile se verían afectados, aunque en menor medida que los países asiáticos

Anexo

# Metodología: Indicadores y Mapas

- **Mapa de estrés financiero:** Señala los niveles de estrés respecto a los movimientos de series temporales estandarizadas. 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, 300 a 500, 200 a 300, 100 a 200, 50 a 100 y más claro por debajo de 50 p.b.)
- **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 la cotización de 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 0,6% (tasa de recuperación igual a 0,4) 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 sintéticos 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 de ME 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 de los percentiles de las puntuaciones de más vulnerabilidad asignadas a los rangos de azul más oscuro
- **Radar de vulnerabilidad:** Muestra la vulnerabilidad estática y comparativa 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 multipaís para analizar la transmisión internacional de shocks y se basa en el modelo GVAR (GVAR toolbox) lanzado en diciembre de 2010 y patrocinada por el BCE. El modelo 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. El modelo se construye combinando modelos separados para cada una de las 26 economías, vinculando variables principales de cada economía a las correspondientes variables extranjeras 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 :

<http://www-cfap.ifs.cam.ac.uk/research/qvartoolbox/index.html>.

- **Metodología de ratings soberanos de BBVA Research:** Calculamos nuestros ratings soberanos promediando los resultados de cuatro modelos de rating soberano alternativos desarrollados por BBVA Research:
  - **Modelo de corrección de errores de datos de panel de CDS:** Este modelo estima los niveles actuales y de equilibrio de los CDS de 40 mercados desarrollados y emergentes. El modelo permite analizar la desviación de los CDS de sus niveles de equilibrio a largo plazo estimados en función de la aversión global al riesgo y variables fundamentales idiosincráticas. Los CDS de equilibrio a largo plazo se convierten finalmente 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 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 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 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