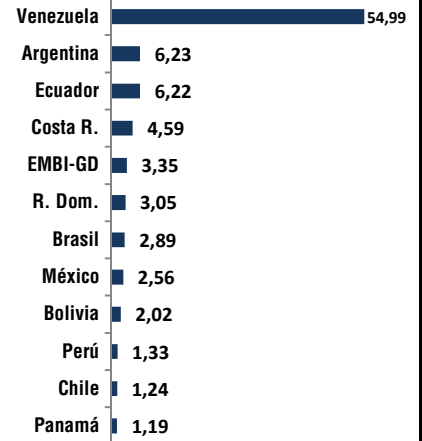


INDICADORES DE RIESGO PARA PAISES EMERGENTES SELECCIONADOS

DIFERENCIAL DE RENDIMIENTOS¹ frente a los BONOS DEL TESORO EE.UU.

Fecha	Bonos del Tesoro EE.UU.			Países					
	5 años	10 años	30 años	Argentina	Brasil	Venezuela	Colombia	Ecuador	Chile
Jul 2018	2,70	2,87	3,07	4,36	2,72	26,16	2,00	6,87	1,31
Ago 2018	2,82	2,98	3,13	4,28	2,65	30,22	2,01	6,41	1,25
Sep 2018	2,77	2,91	3,05	3,88	2,51	31,10	1,89	6,28	1,27
Variación Trimestral				↓	↓	↓	↑	↓	↓

EMBI (28 de septiembre de 2018)



Fuente: J.P.Morgan (EMBI), Bloomberg (Bonos Tesoro EE.UU.). ¹ Ver página al dorso con notas técnicas explicativas.

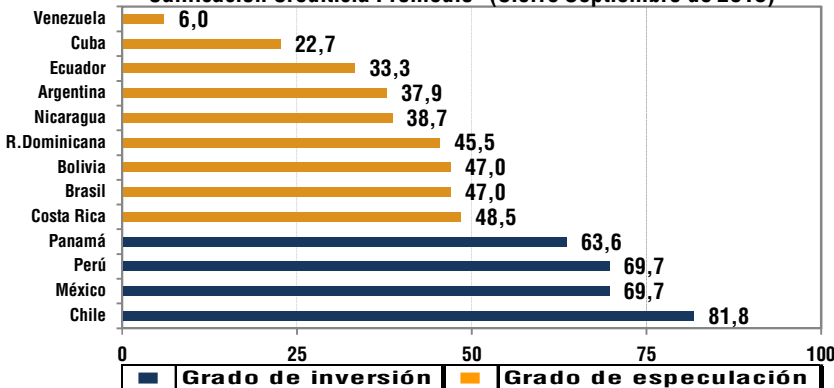
Comentario de mercado: El Gobierno colombiano efectuó una emisión de bonos de deuda externa por US\$2.000 millones el 04/10/2018, informó el Ministerio de Hacienda, con el objetivo de liberar recursos del presupuesto general de la nación de 2019 para destinarlos a gastos de inversión. La operación consistió en la colocación de un nuevo Bono Global por un monto de US\$1.500 millones y vencimiento el 15 de marzo de 2029, y en la reapertura de otro con plazo de rescate fijado al 15/06/2045 por US\$500 millones. El bono a 10 años se colocó con un cupón del 4,5% y el de 30 años del 5,0%, con un spread (diferencia) de 140 y 185 puntos básicos, respectivamente, sobre los títulos de referencia del Tesoro de EE.UU. "La emisión alcanzó la demanda más alta en la historia de colocaciones de deuda externa ejecutada por la nación", destacó el Ministerio. Adicionalmente se hizo una recompra del Bono Global que expiraba el 18/03/2019 por US\$1.000 millones con el fin de mejorar el perfil de vencimientos, señala el comunicado. La operación fue estructurada por Citigroup Global Markets Inc., Credit Suisse Securities (USA) LLC, y J.P. Morgan Securities LLC.

RIESGO PAÍS EN ECONOMÍAS EMERGENTES ^(² Ver página al dorso con notas técnicas explicativas)

Comentario de mercado: El informe de Estabilidad Financiera Global del FMI indica que los riesgos para la estabilidad financiera global han aumentado en el corto plazo respecto de la evaluación que se hizo en abril, y en el mediano plazo se mantienen elevados. En el informe se enfatizan cuatro áreas de vulnerabilidad que hay en el sistema financiero global y que podrían eventualmente anticipar shocks o potenciales riesgos que puedan ocurrir a futuro: la primera tiene que ver con los niveles de deuda a nivel global, el nivel de endeudamiento total alcanzó niveles bastante altos para los parámetros históricos llegando a cerca de 250% del PIB; el segundo es que durante los últimos años los mercados emergentes han aumentado su endeudamiento externo y esto puede generar alguna vulnerabilidad hacia fluctuaciones en las condiciones financieras o de flujos de capital; el tercer aspecto tiene que ver con que los precios de los activos en algunos mercados se mantienen elevados y, por lo tanto, podrían eventualmente corregirse si hubiese algún cambio en el apetito de riesgo y el cuarto es que si bien se ha visto progreso en la solidez de los bancos a nivel mundial como resultado de la agenda regulatoria que se ha impulsado en estos años, sigue habiendo algunos desafíos puntuales que abordar. Cuando hay vulnerabilidades, distintos tipos de shocks pueden afectar al sistema financiero global. Dentro de los shocks que se enfatizan se incluyen: que haya un aumento en la preocupación de los mercados globales respecto a las economías emergentes, lo que podría reducir el apetito por esos activos; que haya una escalada en las tensiones comerciales, que también generen una caída en el apetito por el riesgo; un aumento en la incertidumbre política también podría producir una caída en la confianza de los inversionistas internacionales; y que pudiese ocurrir un escenario de normalización de política monetaria en EE.UU. algo más rápida que la anunciada y anticipada hasta ahora. Todos estos escenarios, y algunos otros, podrían resultar en un ajuste en las condiciones financieras globales. El tensionamiento en las condiciones de financiación en los países emergentes no es considerado un riesgo global en sí mismo, sino más bien la materialización de alguno de los riesgos mencionados anteriormente. Algunas de las crisis más importantes de la historia han estado vinculadas a procesos de subidas de tasas de interés por parte de la Fed y los costos de financiación alcanzan niveles que pueden comprometer el servicio de la deuda. Además, el mundo está más endeudado hoy que en 2007, y el grueso de economías emergentes sigue dependiendo de la financiación en dólares. Por lo tanto, una aceleración del alza de tasas de la Fed ocasionaría un deterioro fuerte de las condiciones de financiación globales. Esto tendría un impacto diferencial sobre los países que dependen de los flujos de capital denominados en dólares, pero también podría tener un efecto sobre la propia demanda doméstica de EE.UU. Entonces, el escenario potencial de riesgo que habría que contemplar es una desaceleración más o menos significativa de la economía de EE.UU. en los próximos años. Un elemento adicional es que, el intento por luchar contra los posibles efectos del proteccionismo, lleve a algunas economías como China a alterar su hoja de ruta en términos de saneamiento de los ratios de deuda, que han vuelto a aumentar en este inicio de 2018, a tenor de las medidas de estímulo que se están implementando.

CALIFICACIONES DE RIESGO PAÍS ^(³ Ver página al dorso con notas técnicas explicativas)

Calificación Crediticia Promedio³ (Cierre Septiembre de 2018)



País	Moody's	S&P	Fitch
Chile	A1	A+	A
México	A3	BBB+	BBB+
Perú	A3	BBB+	BBB+
Panamá	Baa2	BBB	BBB
Costa Rica	Ba2	BB-	BB-
Brasil	Ba2	BB-	BB
Bolivia	Ba3	BB-	BB-
R. Dominicana	Ba3	BB-	BB-
Nicaragua	B2	B	B
Argentina	B2	B+	B
Ecuador	B3	B-	B-
Cuba	Caa2	-	-
Venezuela	C	SD	RD

Calificación Crediticia Promedio: S&P Global Ratings informó que degradó la calificación de deuda soberana de largo plazo de Nicaragua de "B+" con perspectiva estable a "B" con perspectiva negativa. S&P explicó que la perspectiva es negativa dados el incremento de los riesgos políticos, lo que puede afectar las cuentas fiscales, el crecimiento económico, el sistema bancario y la disponibilidad de financiación externa. Además, indicó que Nicaragua se apoya esencialmente en el financiamiento que otorgan acreedores oficiales y los impedimentos externos al acceso de préstamos multilaterales o de bancos locales podrían debilitar aún más sus perfiles financieros y externos. El Banco Central de Nicaragua redujo del 4,5 al 1% su previsión de crecimiento de la economía este año. Por su parte, Moody's rebajó la nota crediticia de Chile de "Aa3" a "A1" y cambió la perspectiva de negativa a estable. Según la agencia, la rebaja refleja el deterioro gradual pero amplio del perfil crediticio de Chile. Las dos razones principales que expone son: que la posición fiscal de Chile se ha deteriorado en los últimos años y los bajos niveles de ingresos en relación con los otros países calificados de "A", la dependencia de los productos básicos y las vulnerabilidades externas debido a las menores perspectivas de crecimiento a mediano plazo. Moody's espera un crecimiento cercano al 3%, por debajo de la tasa anual de 3,7% esperada para el 2018. La agencia indicó que la perspectiva estable refleja la opinión de que el gobierno chileno conserva importantes fortalezas crediticias. Fitch Ratings rebajó la calificación de Ecuador desde "B" con perspectiva negativa hasta "B-" con perspectiva estable. La firma señaló que la rebaja es un reflejo de las mayores restricciones de financiamiento fiscal del país. El Banco Central de Ecuador ajustó a la baja la cifra de crecimiento de la economía durante el 2018 a 2,4%, inicialmente estimado en 3%. Según la firma, Ecuador necesitará unos US\$5.800 millones para cerrar su brecha financiera este año y las perspectivas para el 2019 y el 2020 son más inciertas. La calificadora destaca el déficit fiscal del país y que la carga de intereses ha aumentado fuertemente para el Fisco, de ahí que se estima que el monto de la deuda en relación al PIB aumente a 51,3% en 2018.

Riesgo País

El riesgo país es el elemento principal en la determinación de la factibilidad y los costos de operaciones financieras en Cuba. Diversos estudios confirman que un bajo nivel de riesgo país coincide con un alto nivel de ingreso per cápita, un alto crecimiento del PIB, una baja inflación, un bajo nivel de deudas en divisas sobre exportaciones, la ausencia de impagos en moneda extranjera desde 1982 y el nivel de desarrollo económico del país.

Por otro lado, se aprecia que países exportadores de manufacturas obtienen una bonificación en los "ratings" sobre el resto, mientras que los exportadores de productos primarios o únicamente de petróleo tienen una penalidad. También se aprecia que existe una bonificación para los países que tienen un endeudamiento diversificado o proveniente de fuentes comerciales, en comparación con aquellos países que están endeudados básicamente con organismos multilaterales o gubernamentales.

El análisis estadístico, sugiere que las condiciones del mercado financiero internacional afectan los "ratings" de todos los países en desarrollo, al contrario de lo expresado por las agencias calificadoras que declaran que sus metodologías se focalizan en indicadores y aspectos del mismo país. Así, un incremento de 1 punto en las tasas de interés internacionales reduciría la calificación de un país (sobre 100 puntos) entre 2 a 7 puntos, en el corto plazo.

Otro aspecto que se debe tener en cuenta cuando se analizan las calificaciones de riesgo es que existe un alto coeficiente de correlación respecto a la calificación del período anterior. Esto implica que en ausencia de nuevas noticias, las calificaciones virtualmente no varían en el tiempo. Esto se explica en parte porque las evaluaciones de riesgo se refieren a las probabilidades futuras de repago (o incumplimiento) y se espera que éstas no varíen a menos que se de un cambio significativo y permanente en la situación del país y, también, porque se ha comprobado que las calificaciones toman cierto tiempo en actualizarse.

Si bien la crisis financiera actual constituye una evidencia de la ineficacia de las agencias calificadoras -como instrumentos al servicio del gran capital financiero y como uno de los mecanismos gestores de la crisis actual-, las mismas continúan siendo un elemento clave en la evaluación del riesgo de crédito y sus derivados en los mercados financieros internacionales. En este sentido los cambios en las metodologías para la calificación de entidades no soberanas, pudieran resultar en calificaciones más aceptables para corporaciones nacionales. Estas mejores calificaciones conllevan mejores condiciones financieras y menores costos para emisiones con riesgo Cuba.

En este sentido tanto la interacción con las agencias calificadoras a nivel regional como la comprensión y el dominio de las metodologías del riesgo país puede representar una mejor participación de Cuba en los mercados financieros internacionales. En tanto posibilita una mejor adecuación de nuestras estrategias internas de captación de financiamiento a las condiciones propias del mercado internacional, una mayor capacidad de negociación a partir de una presentación adecuada de nuestros productos financieros a tono con la información requerida a nivel internacional.

Calificación de Cuba: La calificadora de riesgo crediticio, Moody's Investor Service, bajó la calificación de Cuba a Caa2 de Caa1, con perspectiva estable (23-04-2014). Esta es la primera ocasión que Moody's realiza una variación de la nota de Cuba desde su primera calificación el 5 de abril de 1999.

Notas aclaratorias

¹Los movimientos en las tasas de interés implícitas en los Bonos del Tesoro de E.U.A. ("BT") afectan de manera determinante las condiciones de financiamiento de las economías emergentes. Si suben los rendimientos de los BT, se encarecerá el costo del endeudamiento externo de dichas economías y viceversa.

Las tasas de rendimiento de los BT se utilizan para la medición del Riesgo País en el caso de los bonos soberanos de países emergentes ("BE"). El EMBI o índice de bonos de mercados emergentes es el principal indicador de riesgo país y es calculado por JP Morgan Chase. Este indica la diferencia de tasas de interés que pagan los bonos denominados en dólares emitidos por países subdesarrollados y los bonos del tesoro de EE.UU.

La percepción del mercado es que los BT son títulos que no tienen riesgo de "default" (riesgo de que el Emisor decida no pagar su deuda), con lo cual sus rendimientos implícitos se utilizan como piso para la medición del Riesgo País de BE, que en general están sujetos a mayores dudas por parte de los inversores en cuanto a sus probabilidades de entrar en estado de incumplimiento. De esta manera, el Riesgo País se mide como la diferencia en puntos básicos entre la tasa interna de retorno o tasa implícita (TIR) del bono emergente y la TIR del BT de igual plazo. Este diferencial representa el rendimiento adicional que deben ofrecer dichos papeles para compensar a los inversores por tomar un mayor riesgo. Se mide en puntos básicos (cien puntos equivalen a uno por ciento). En la tabla se muestran en puntos porcentuales según cálculos del Bancoi.

²Por deuda pública o deuda soberana se entiende al conjunto de deudas que mantiene un Estado frente a los particulares u otro país. Constituye una forma de obtener recursos financieros por el Estado o cualquier poder público materializada normalmente mediante emisiones de bonos.

Más que el valor absoluto de la deuda, un índice importante de la viabilidad económica y financiera de un Estado es la relación entre la deuda pública y producto interior bruto. En cuanto a la relación entre deuda pública y producto interno bruto, hay cuatro posibles situaciones en las que el Estado puede estar en un año determinado:

- La tasa de crecimiento del PIB es menor que la tasa de interés de los bonos del gobierno y también hay un déficit primario como porcentaje del PIB, en el sentido de que las salidas del estado son mayores que los ingresos en relación al PIB. En este caso, la relación deuda / PIB tiende a aumentar indefinidamente.

- La tasa de crecimiento del PIB es mayor que la tasa de interés de los bonos, pero todavía hay un déficit primario como porcentaje del PIB. En este caso, la relación deuda / PIB decrecerá hasta un cierto valor (que se llama "estado estacionario") si y sólo si, la relación deuda / PIB es mayor que el estado de equilibrio inicial. En particular, en este caso en que disminuye la relación deuda / PIB, es necesario que el PIB crezca a un ritmo suficiente como para hacer disminuir la diferencia, y que el déficit primario sea tan pequeño como sea posible. Si la relación deuda / PIB es menor que el estado de equilibrio inicial, el ratio de deuda / PIB siempre converge hacia el estado estacionario, pero en orden ascendente.

- La tasa de crecimiento del PIB es menor que la tasa de interés de los bonos, pero se ha producido por el aumento de impuestos, así que hay un déficit primario y los ingresos son más salidas. En este caso, la relación deuda / PIB se reducirá y cancelará después de un tiempo determinado si y sólo si, la relación deuda / PIB es menor que el estado de equilibrio inicial. En particular, que la disminución de la deuda / PIB, la diferencia debe ser lo suficientemente pequeña, y los ingresos lo suficientemente grandes. Si la relación deuda / PIB es mayor que el estado de equilibrio inicial, el ratio de deuda / PIB tiende a aumentar indefinidamente.

- La tasa de crecimiento del PIB es mayor que la tasa de interés de la deuda y se ha producido un aumento de impuestos, por lo que hay un déficit primario y el ingreso es mayor que las salidas. En este caso, la relación deuda / PIB se reducirá rápidamente a cero.

³ Calificación Crediticia Promedio elaborada por Banco de Inversiones S.A. Las valoraciones de las principales agencias de calificación crediticias (Moody's, Fitch y Standard & Poor's) corresponden a variables cualitativas (A, B, C y D, en sus diferentes modalidades) las cuales han sido convertidas y promediadas empleando una escala numérica propuesta por la Universidad Autónoma de Madrid, donde la capacidad de pago va desde 100 (Extraordinaria) hasta 4,5 (Deficiente). El promedio considera la percepción cualitativa del mercado.

La calificación de las agencias crediticias determina dos grados: de inversión o especulativo. El grado de inversión significa que los títulos a los cuales se aplica no representan un gran riesgo de incumplimiento en sus obligaciones, mientras que el grado de especulación indica que se presentan factores de riesgo que pueden llevar al incumplimiento en el pago de los cupones o del principal. Adicionalmente, la calificación va acompañada de una perspectiva que puede ser positiva, estable o negativa.