

Madrid, 16 de Marzo de 2011

Análisis Económico

Alicia García-Herrero
Economista Jefe
Economías Emergentes
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Daniel Navia
Economista Jefe, Análisis
Transversal Economías Emergentes
daniel.navia@grupobbva.com

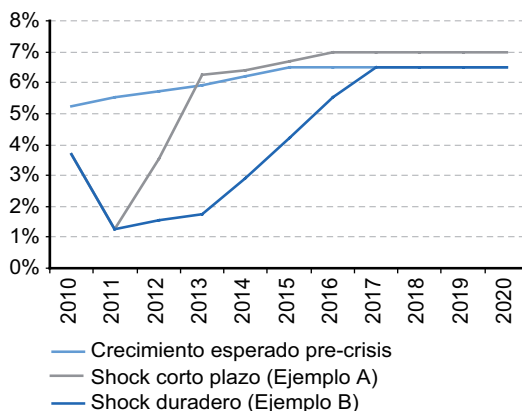
José Ramón Perea
Análisis Transversal Economías
Emergentes
jramon.perea@grupobbva.com

¿Podrá Egipto seguir siendo un EAGLE?

Los recientes acontecimientos políticos podrían alterar las previsiones de crecimiento

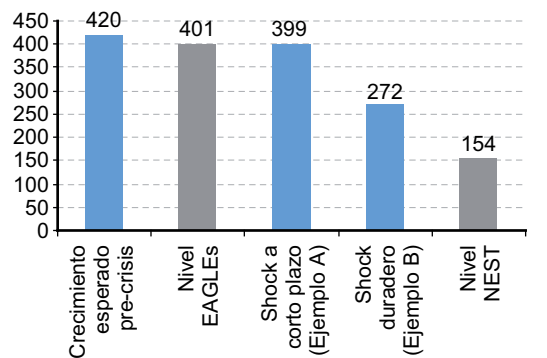
- **Antes de la crisis, Egipto era el único EAGLE africano**, y se esperaba que realizase la octava mayor aportación al crecimiento global entre 2010 y 2020.
- **La revolución de Egipto está dejando su marca en la economía**. Los mercados financieros aplicaron una significativa y casi inmediata penalización. Se prevé que la economía real siga ese camino, aunque con mayor incertidumbre.
- **Para que Egipto sea retirado de los EAGLE**, la economía tendría que estancarse durante más de dos años.
- **Por el contrario**, caerse del nido de los EAGLE requeriría un trastorno negativo mucho más fuerte o prolongado. Esto parece poco probable.
- **No obstante, la transición política también es una oportunidad para la economía**. Por consiguiente, no recomendaríamos apostar prematuramente por un escenario de crecimiento reducido dentro del nuevo contexto político.
- **Considerando la incertidumbre que rodea al actual contexto egipcio**, y a la luz del carácter dinámico de la composición de los EAGLE, reforzamos nuestro compromiso de actualizar periódicamente sus integrantes.

Gráfico 1
Egipto: rutas alternativas para el crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Niveles de demanda incremental (PPA en miles de millones de USD, 2010-2020)



Fuente: BBVA Research

¿Podrá Egipto seguir siendo un EAGLE?

La ola de malestar social que se inició en Túnez en diciembre pasado se ha convertido, apenas tres meses después, en el agente de cambio político más importante de los países de Oriente Medio y África del Norte desde la época de la descolonización. Con dos regímenes ya depuestos, otro en medio de una guerra civil y varios otros amenazados por continuas manifestaciones, no queda claro cuándo o dónde acabará el proceso.

Egipto ha sido uno de los países más afectados por los vientos de cambio. A pesar de que hasta el momento el derrocamiento de Hosni Mubarak ha sido el cambio de régimen más rápido de la región, el país entra en la misma senda de incertidumbre que afecta a sus vecinos. Teniendo esto en cuenta, y siendo conscientes de que un proceso de esta magnitud afectará al crecimiento económico, nos sentimos obligados a evaluar las circunstancias que podrían expulsar a Egipto de nuestro grupo de los EAGLE.

El EAGLE africano

Como breve recordatorio para el lector, el concepto EAGLE corresponde a las siglas de "Emerging and Growth-Leading Economies" (economías emergentes que lideran el crecimiento global) y en este grupo se incluyen todos los mercados emergentes cuya contribución prevista al crecimiento mundial superará el promedio de las economías del G6 (es decir, el G7 excluido EE.UU.) en los próximos diez años. Caracterizar a Egipto como un EAGLE se justificaba por el hecho de que, según las proyecciones, durante ese período el crecimiento de su PIB supondría la octava mayor aportación al crecimiento global. Por consiguiente, Egipto es el único país africano que satisface los criterios para ser incluido en el grupo, a pesar de que otros países de la región, sobre todo Sudáfrica, ha sido frecuentemente descrita como mercado emergente "fundamental" de la región. Contrariamente a esta convención, nuestras previsiones abarcan un crecimiento futuro más dinámico en Egipto, hasta el punto que permitiría al país superar a Sudáfrica y llegar a ser la mayor economía del continente en 2013. Una pirámide demográfica altamente ventajosa para el crecimiento, o una base de exportaciones bien diversificada, son algunos de los factores que sustentan los resultados superiores de Egipto en comparación con otros países africanos.

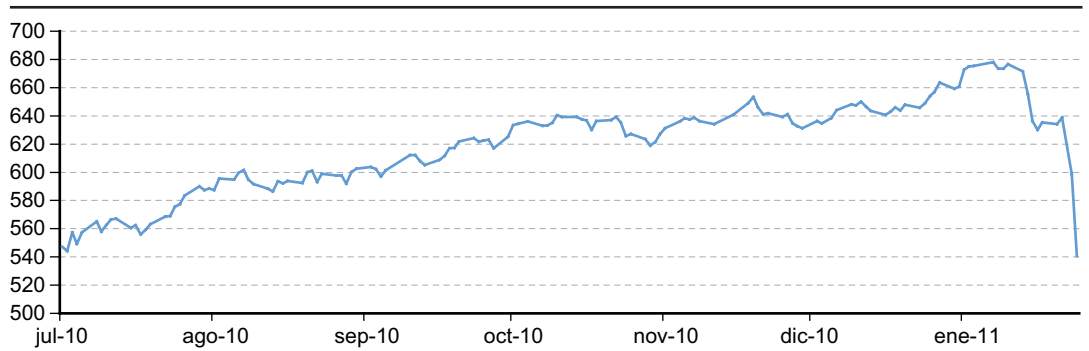
Cuando presentamos nuestro grupo de países EAGLE, advertimos que la situación de Egipto no era fácil: tiene un nivel elevado de deuda pública y de déficit fiscal, y una inflación relativamente alta y volátil. Además, la inestabilidad política era preocupante incluso antes de las hostilidades, como consecuencia del fraude electoral de 2010, la inmediatez de la sucesión de Mubarak o el conflicto interreligioso que sacude al país de tanto en tanto. Obviamente, la actual crisis ha elevado todavía más el riesgo político, así como las probabilidades de corrección de la ruta prevista para el crecimiento del PIB.

Repercusiones sobre las variables económicas

Las variables financieras han sido objeto de un importante correctivo: la Bolsa Nacional (Hermes) perdió un 20% desde el 10 al 27 de enero, tras lo cual ha permanecido cerrada. También los CDS han sido severamente penalizados, con un incremento máximo de 250 pb el 28 de enero, tras lo cual experimentó mínimos incrementos. La libra egipcio pudo tolerar un correctivo tan drástico y se devaluó en torno al 2%, en parte porque está muy controlada por el Banco Central, y en especial porque la actividad del mercado se ha visto muy restringida desde que se iniciaron los desórdenes.

Gráfico 3

Índice bursátil Hermes



Fuente: Bloomberg

Con los mercados financieros en un estado de parálisis, también la economía real ha sido motivo de inquietud, en particular por las posibles repercusiones para el Canal de Suez y, sobre todo, el turismo. Aunque el tráfico del Canal no se ha visto interrumpido, todo apunta a que el sector turístico sufrirá un importante retroceso, dado que el grueso de la rebelión tuvo lugar durante la temporada alta.

¿Qué se requiere para ser un “ángel caído”?

A pesar de la incertidumbre que rodea toda ruta de crecimiento del PIB en este inestable entorno político, hemos preparado esta sección para explicar cuáles serían las condiciones que tendrían que cumplirse para que Egipto dejase de ser un país EAGLE. Según las hipótesis de crecimiento de nuestro análisis original, previo a la crisis, preveíamos que Egipto aportaría 420.000 millones de dólares en concepto de demanda incremental¹ entre 2010 y 2020. En comparación con esta cifra, la media del G6 (G7 sin EE.UU.) —es decir, el umbral que define la pertenencia al grupo de los EAGLE) aportarían 401.000 millones de dólares durante el mismo período.

Con las cifras anteriores como referencia, podemos ilustrar los tipos de vías de crecimiento que apartarían a Egipto de los EAGLE. En primer lugar, emplearemos un escenario relativamente benigno (ejemplo A) que concentraría un significativo trastorno externo para el PIB (4% menor) solamente 2011, seguido por un correctivo menor en 2012, aunque después se volvería rápidamente a un crecimiento que generaría un crecimiento del PIB marginalmente superior en el escenario posterior a la crisis (0,5% cada año). Esta previsión de crecimiento apenas alcanzaría la demanda incremental mínima para que Egipto mantenga su estado de EAGLE (es decir, en torno a los 400.000 millones de dólares).

En consecuencia, cualquier escenario más contractivo dejaría a Egipto fuera de los EAGLE. Tal sería el caso de una transición más problemática que redujera el crecimiento del PIB durante más tiempo, como muestra el ejemplo B: en este escenario, el PIB recibiría un choque negativo de 4 puntos porcentuales que se mantendría hasta 2013, para posteriormente converger hacia la ruta de crecimiento original hacia 2017. Como hemos expuesto, una contracción de esta magnitud dejaría a Egipto fuera de los EAGLE, con una demanda incremental de 270.000 millones de dólares. Incluso en este escenario, Egipto se mantendría firmemente dentro del nido de los EAGLE², dado que el umbral de acceso a este grupo es significativamente menor, 154.000 millones de dólares. Otras versiones de este tipo de trastornos agudos (por ejemplo, una contracción más uniformemente distribuida en el horizonte de las proyecciones) tendrían consecuencias similares.

La conclusión que pretendemos transmitir a partir de estos escenarios alternativos es clara: la posibilidad de que Egipto quede excluido de los EAGLE es significativa en un escenario tumultuoso como el que está enfrentando el país. Por otra parte, caerse del nido de EAGLEs requeriría un trastorno que solamente podría producirse si el proceso de transición política se deteriora hasta el punto de colapsar la economía (por ejemplo, una guerra civil).

En cualquier caso, no recomendaríamos apostar rápidamente por escenarios que supongan contracciones tan fuertes de la actividad. Y no solamente porque Egipto, como Túnez, parece haber iniciado una transición pacífica que está reduciendo rápidamente las probabilidades de escenarios tan lúgubres. También debido al historial de estudios de democratización y crecimiento, un vínculo profusamente investigado por la economía política, sin arrojar demasiada luz sobre su signo ni sobre su causalidad³.

Un rápido vistazo a los efectos de la democratización sobre el crecimiento ilustra esta ambivalencia. Para ello, nos basamos en el proyecto Polity IV, una de las bases de datos más exhaustivas y amplias sobre la transición política. Hemos utilizado esta fuente para identificar los eventos de las transiciones que conllevaron regímenes más democráticos⁴. Así, calculamos el crecimiento económico antes y después de la transición utilizando los promedios de crecimiento anual del PIB⁵. En un último paso, calculamos las mismas medias del PIB mundial, y las restamos de las medias nacionales. Este tipo de crecimiento del PIB “filtrado” pretende descartar la influencia del ciclo económico mundial.

1: Variación absoluta de los niveles del PIB entre 2010 y 2020, medida en PPA.

2: El nido es una “lista de vigilancia” de países (actualmente 12) que podrían alcanzar la categoría de EAGLE si mejorasen sus perspectivas de crecimiento para los próximos diez años.

3: El vínculo positivo entre democratización y crecimiento tiene muchas facetas en la literatura, que van desde reducciones de las imperfecciones del mercado de capitales (Galor y Zeira, 1993) o la capacidad de abordar mejor los trastornos económicos adversos (Rodrik 1999). Los ejemplos de teorías que buscan relaciones negativas tienden a hacer hincapié en los efectos perjudiciales del crecimiento a través de políticas fiscales. Esta línea de pensamiento está representada por la escuela del interés del público (Buchanan y Tullock, 1962) y por las teorías basadas en el problema del votante mediano (Alesina y Rodrik, 1994; Persson y Tabellini, 1994).

4: La base de datos incluye una variable (regtran) que permite identificar aquellos casos en los que se produce cambio normativo sustantivo de la autoridad política hacia la democratización.

5: Específicamente, tomamos 9 años antes y el año posterior al inicio de la transición (t0), con este excluido del cálculo de promedios. A efectos de presentar ejemplos relevantes de la actualidad, solamente incluimos cambios de regímenes que se produjeron a partir de 1989.

La Tabla 1 muestra los resultados de comparar ambos valores, que confirman a grosso modo una igualdad entre los países en los que el crecimiento mejora tras un cambio de régimen, y los países en que empeora. En general, observamos que la variación media del PIB “filtrado” entre períodos anteriores y posteriores a la transición es de 1,9 puntos porcentuales, siendo la mediana ligeramente inferior (1,0%). Así, el 48% de los países experimentan un incremento del crecimiento de este PIB “filtrado” de al menos un 1% en comparación con los períodos previos a la transición. En el 41% se mantienen tasas de crecimiento relativamente similares entre ambos períodos (es decir, entre -1 y +1 punto porcentual de diferencia), mientras que en solamente el 11% se experimentó una caída sustancial (más del 1%) del crecimiento del PIB posterior a la transición.

El ejercicio precedente aporta pruebas de una hipótesis que quisiéramos destacar en esta nota: la idea de que los procesos de democratización, por turbulentos que sean, ofrecen una ventana de oportunidad para las perspectivas económicas del país embarcado en la transición. Obviamente, esto dependerá de en qué medida la transición política va más allá del establecimiento de democracias formales vacías de contenido, pero cuando estos procesos van acompañados de mejoras institucionales, desde el fortalecimiento del estado de derecho hasta el control más eficaz de la corrupción, o la reducción de las trabas burocráticas, son de esperar externalidades positivas sobre la actividad empresarial y, en última instancia, sobre las inversiones.

Por último, quisiéramos recordar al lector una de las principales ventajas de nuestro grupo de EAGLE, que adquiere especial relevancia en el contexto actual. Se trata de un concepto dinámico que permite hacer cambios en la lista de miembros en función de los cambios de los países. Esta es una clara ventaja con respecto a otros agregados de países (CIVET, N-11 o Próximos 11), en las que los integrantes no varían. En general, y con Egipto en este momento en la encrucijada de caminos de crecimiento muy diferentes entre sí, mantenemos el compromiso de actualizar periódicamente nuestro grupo de EAGLE y de modificar su composición si fuese necesario.

Tabla 1

Democratización y crecimiento

Variación del promedio de crecimiento en el período posterior a la transición	1,9
Variación de la mediana de crecimiento en el período posterior a la transición	1,0
% de casos en que el crecimiento avanza más de un 1%	48
% de casos en que el crecimiento se sitúa entre el -1 y el 1%	41
% de casos en que el crecimiento es inferior al 1%	11
Muestra de eventos de transición	46

Nota: el crecimiento del PIB no incluye el crecimiento global a fin de descartar la influencia del ciclo económico mundial
Fuente: BBVA Research; Proyecto Polity IV

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Análisis Transversal Economías Emergentes

Economista Jefe, Economías Emergentes

Alicia García-Herrero

+852 2582 3281

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Economista Jefe,

Análisis Transversal Economías Emergentes

Daniel Navia

+34 91 5378351

daniel.navia@grupobbva.com

Mario Nigrinis

+852 2582 3193

Mario.nigrinis@bbva.com.hk

José Ramón Perea

+34 91 374 72 56

jramon.perea@grupobbva.com

Alfonso Ugarte

+34 91 537 37 35

alfonso.ugarte@grupobbva.com

Con la colaboración de:

Kelsey Hatcher

kelsey.hatcher@grupobbva.com

Vicente Mestre

vicente.mestre@bbva.com.hk

Paul Pozarowski

paul.pozarowski@bbva.com.hk

Tao Tang

tao.tang@bbva.com.hk

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

España y Europa:

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Daniel Navia

daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@grupobbva.com

www.bbvaresearch.com

Depósito legal: 31256-2000