BBVA | RESEARCH

BBVA EAGLEs
Emerging and Growth-Leading economies

Situación EAGLEs

Informe anual 2014
Análisis Económico

- ***Este informe anual no solo revisa, por cuarto año, nuestra clasificación de las principales economías emergentes, sino que también mejora la metodología EAGLEs para lograr dicho objetivo.*** En primer lugar, abarcamos la práctica totalidad de mercados emergentes (incluidos los frontera). En segundo lugar, empleamos una definición más precisa de economía desarrollada. En tercer lugar, la referencia para ser parte del Nido de los EAGLEs es ahora más estable.
- Después de repensar el concepto EAGLEs y estimar para todas las economías el crecimiento potencial, ***7 países siguen siendo EAGLEs: China, la India, Indonesia, Rusia, Brasil, Turquía y México (Corea y Taiwán ascienden a economías desarrolladas).*** Los EAGLEs superan el umbral de la media del G6: una aportación al crecimiento mundial en los próximos diez años de 490 mil millones de dólares. ***Los EAGLEs y el Nido contribuirán un 65% al crecimiento mundial en los próximos diez años***, liderados por China (30%) y la India (11%), mientras que el G7 añadirá un 19%.
- *Temas especiales*
  Factores explicativos de los flujos de cartera en emergentes
  Actualización de nuestras previsiones de clases medias
  ¿Están listos EAGLEs y el Nido para la transición de ingreso?
  Profundización del crédito
  Tendencias de comercio Sur-Sur y cadenas globales de valor

Índice

Resumen 3

1. Cuestiones clave en 2013 5
   - Mejora el entorno exterior 5
   - Los factores idiosincráticos ganan peso en el mundo emergente 6
2. Repensando los EAGLEs 8
   - Recuadro 1. Mejoras en la metodología 9
3. Nuevas previsiones para los próximos diez años 10
   - Composición de los grupos en 2014 10
   - El papel global de los EAGLEs y países del Nido 11

Temas especiales

4. *Tapering* y flujos de cartera en emergentes: cambio de determinantes con margen limitado para nuevas correcciones 15
   - Recuadro 2. Un modelo de factores dinámicos para flujos de cartera 18
5. ¿Están preparados los EAGLEs y países del Nido para la transición de ingreso? Distintas posiciones, distintos retos 19
   - Recuadro 3. Actualización de la creciente clase media en el mundo emergente: la revolución de la clase media en mercados emergentes se acelerará 25
6. Profundización del crédito en los países emergentes: en busca de una senda saludable para el crédito 27
7. Tendencias en el comercio Sur-Sur y cadenas globales de valor: el comercio gravita en torno a la fábrica asiática 29
   - Recuadro 4. La Alianza del Pacífico 36

Fecha de cierre: marzo de 2014

Resumen

Cuarto informe anual sobre las Economías Emergentes y Líderes del Crecimiento (EAGLEs)

El mundo emergente parece enfrentarse a un entorno más desafiante, al menos a corto plazo. El crecimiento del año pasado fue decepcionante en la mayoría de países emergentes, a la vez que aumentó la volatilidad de los mercados. Los flujos de capital se vieron una vez más fuertemente influidos por la estrategia de reducción de estímulos cuantitativos de la Reserva Federal. El sentimiento negativo hacia los mercados emergentes desde la segunda mitad de 2013 ha vuelto a poner el foco de los inversores en los factores idiosincráticos, especialmente en lo que respecta a las vulnerabilidades macroeconómicas y a la inestabilidad política.

Creemos que el cambio de foco es saludable en la medida en que aumentará la presión sobre las economías emergentes para fortalecer sus políticas económicas. El crecimiento continuará, si bien de forma dispar entre los distintos países según las políticas aplicadas, al tiempo que avanza la recuperación económica de los países desarrollados y apoya la demanda externa.

El hecho de que el futuro no está predeterminado está muy arraigado en la metodología de EAGLEs, dado que las perspectivas de crecimiento de los países se revisan anualmente. Para formar parte del grupo de EAGLEs los países tienen que realizar una aportación al crecimiento mundial por encima de un umbral determinado.

Repensando los EAGLEs: cuestiones clave

Hemos revisado la metodología para mejorar nuestras medidas y adaptarnos a un entorno que cambia rápidamente:

- Establecemos criterios más precisos para distinguir las economías desarrolladas de las emergentes. En concreto, adoptamos los criterios del FMI, que permiten que una economía emergente promocione a desarrollada. Este es el caso de Corea y Taiwán, que habían formado parte del grupo de los EAGLEs desde la primera clasificación de 2010 y ahora son consideradas economías desarrolladas.
- Para ser más homogéneos, incluimos ahora todas las economías emergentes en la muestra de países candidatos para pertenecer a los EAGLEs o al Nido, omitiendo así condiciones discrecionales previas (hasta ahora excluíamos los mercados frontera y los países bajo sanciones internacionales).
- Hemos establecido un nuevo umbral para el grupo del Nido. El umbral anterior, que se referenciaba al país del G6 con la menor aportación al crecimiento global, era muy sensible a las previsiones de un solo país y, por tanto, muy volátil. Ahora optamos por la aportación media de los países desarrollados fuera del G7 que contaban en 2013 con un PIB superior a 100 mil millones de dólares ajustados por paridad de compra.

Nuevos miembros

Como resultado de estos cambios y de la actualización de la tendencia y el crecimiento potencial en los próximos diez años, las nuevas listas de miembros son las siguientes:

- El grupo EAGLEs se ha reducido de 9 a 7 países. China, la India, Indonesia, Rusia, Brasil, Turquía y México siguen siendo miembros. Corea y Taiwán ya no cumplen los requisitos como potenciales integrantes de EAGLEs o del Nido, ya que ahora se consideran economías desarrolladas.
- El grupo Nido se amplía de 14 a 19 países y es aún más diverso en términos geográficos con los 5 nuevos países: Arabia Saudí, Irak, Irán, Kazajistán y Qatar. Se mantienen todos los miembros del año pasado: Nigeria, Tailandia, Colombia, Filipinas, Malasia, Vietnam, Pakistán, Bangladés, Polonia, Egipto, Perú, Sudáfrica, Chile y Argentina.
- Los EAGLEs y el Nido aportarán el 65% del crecimiento mundial en los próximos diez años. China seguirá aportando mucho más que ningún otro país del mundo (30%), seguido por la India (11%), cuya aportación es bastante similar a la de los Estados Unidos, un país más de tres veces mayor.

Temas especiales

Además de la actualización de grupos, en las secciones finales de este cuarto informe anual analizamos diversas cuestiones clave para las economías emergentes en la coyuntura actual.

1. *Tapering* y flujos de cartera en emergentes: Cambio de determinantes con margen limitado para nuevas correcciones

La política monetaria y, más recientemente, las estrategias de reducción de estímulos cuantitativos de la Reserva Federal han estado detrás de diferentes oleadas de apetito y aversión al riesgo en los mercados financieros. Aunque este factor de "impulso" ha sido la fuerza dominante de los flujos de capital a los mercados emergentes en los dos últimos años, el anuncio de la reducción de estímulos conduce a un rol más intenso de los factores de "arrastre". Al margen de esto, la corrección del exceso de entradas de capital en los mercados emergentes, útil para recomponer algunas inversiones demasiado proclives al riesgo y para incentivar las buenas políticas económicas, ha sido de tal magnitud que queda un margen limitado para correcciones adicionales.

2. Actualización de la creciente clase media en el mundo emergente: La revolución de la clase media en mercados emergentes se acelerará

Prevemos que 1.000 millones de personas de los EAGLEs y del Nido abandonarán su condición de pobre o de ingreso bajo de aquí a 2025. Del mismo modo, cerca de 1.350 millones de personas pasarán a formar parte de las clases medias durante la próxima década. Además, 195 millones de personas se incorporarán al segmento de ingreso alto en comparación con la década anterior. China y la India serán de lejos los principales motores de estas tendencias.

3. ¿Están preparados los EAGLEs y el Nido para la transición de ingreso? Distintas posiciones, distintos retos

Los países emergentes comparten un futuro prometedor con un fuerte crecimiento y una rápida transición de ingreso, pero los obstáculos y las necesidades son diversos, pues sus economías se encuentran en distintas fases de desarrollo. En esta sección evaluamos el grado de preparación de EAGLEs y países del Nido para enfrentarse a estos retos. Distintas posiciones, distintos retos.

4. Profundización del crédito en los países emergentes: En busca de una senda saludable para el crédito

Profundización del crédito: las políticas monetarias extremadamente flexibles y las estrategias de reducción de estímulos en el mundo desarrollado han aumentado las preocupaciones acerca de la sostenibilidad del crecimiento del crédito en los países emergentes. A su vez, la insuficiente penetración financiera podría convertirse con el tiempo en obstáculo para el crecimiento. En esta sección presentamos nuestra medida de cuán saludable es el crecimiento del crédito en los EAGLEs y países del Nido.

5. Tendencias en el comercio Sur-Sur y cadenas globales de valor: El comercio gravita en torno a la fábrica asiática

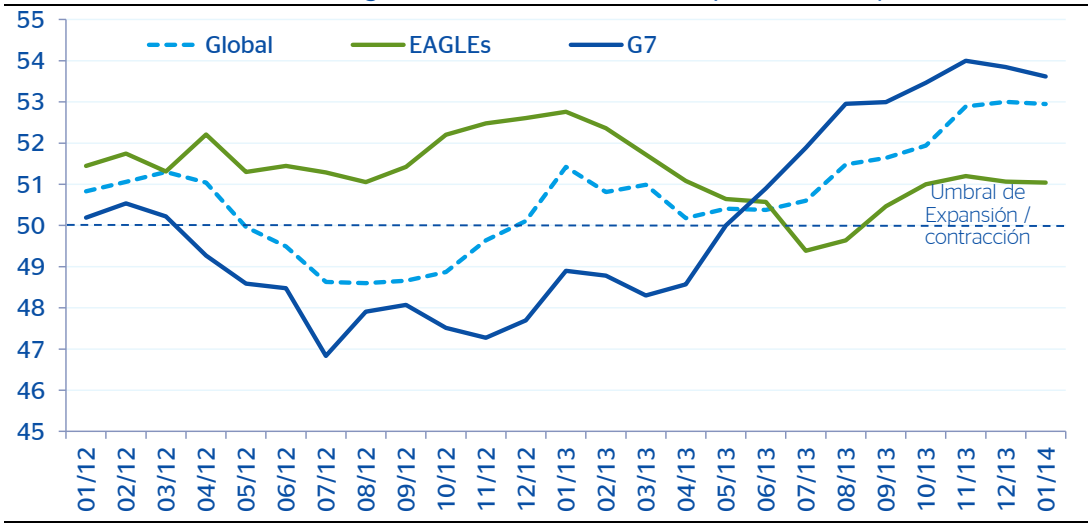
Los flujos comerciales entre las economías emergentes se han cuadruplicado en los últimos 15 años debido al rápido crecimiento económico, la liberalización del comercio, la fragmentación de la producción y los patrones de especialización. Este modelo se reforzará mediante acuerdos de comercio bilaterales y alianzas estratégicas (como por ejemplo la Alianza del Pacífico). China ha cambiado claramente el panorama mundial de las cadenas globales de valor, apoyando la integración de los países de Asia en el comercio Sur-Sur, incrementado la sensibilidad comercial para producir durante las recesiones pero limitando los efectos de los tipos de cambio reales.

1. Cuestiones clave en 2013

Mejora el entorno exterior

El crecimiento de los países desarrollados se mantuvo débil en 2013 pero fue ganando fuerza a lo largo del año, especialmente en la segunda mitad (Figura 1.1). El promedio del índice PMI de manufacturas para el G7 volvió por encima del umbral de expansión en junio y desde entonces ha mantenido una tendencia al alza (con la notable excepción de Francia), y en muchos casos ha mostrado máximos históricos desde el 1T11. En cambio, **la actividad de los emergentes perdió impulso en 2013** y registró una considerable desaceleración en la primera mitad del año, que, con la excepción de Turquía dentro de EAGLEs, no se compensó totalmente con la recuperación registrada desde final de verano.

Figura 1.1
Índice PMI de manufacturas de regiones seleccionadas (media simple de EAGLEs y G7) (2012-14)



*Brasil, China, la India, Indonesia, México, Rusia y Turquía
Fuentes: BBVA Research, Haver Analytics

Uno de los rasgos más notables del mundo emergente en 2013 es que, como resultado de las mejores perspectivas de los Estados Unidos, **la Reserva Federal comenzó a retirar los estímulos monetarios**, reduciendo la cantidad de activos que compra a través del QE3 (el llamado ***tapering***). La tasa de desempleo continúa su tendencia a la baja y el proceso de desapalancamiento parece haber concluido en términos generales, anticipando nuevas reducciones de las inyecciones de liquidez. Como se muestra en la cuarta sección, este proceso está impactando con fuerza en los flujos de cartera hacia los mercados emergentes.

Algunos aspectos de política económica ayudan a explicar por qué las perspectivas de las economías desarrolladas mejoraron el pasado año:

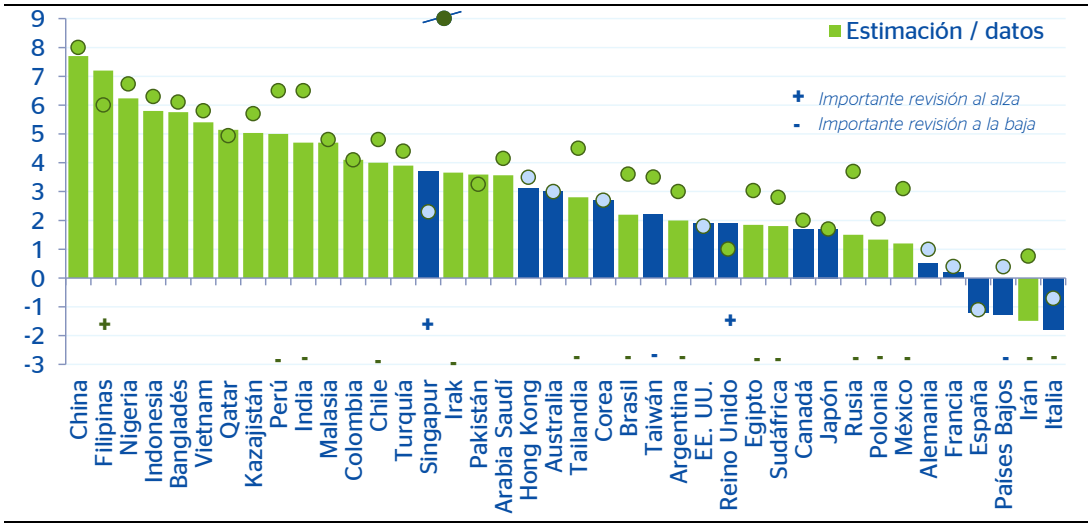
- Las elecciones generales de **Japón** a finales de 2012 trajeron no solo un cambio de primer ministro (Shinzo Abe) sino también una completa revisión de las políticas económicas (bajo el nombre de "**Abenomics**"), implementándose **un conjunto de medidas contundentes para fomentar la actividad desde el comienzo del año.**
- El compromiso del BCE con la **zona euro** en 2012 se reforzó el año pasado con el acuerdo sobre la **hoja de ruta hacia la unión bancaria**. Los riesgos de cola han disminuido notablemente y los diferenciales de deuda de los países periféricos se han reducido de forma considerable. Al final del año, Irlanda volvió a los mercados y España salió del programa de rescate de su sector bancario.

- **Los problemas fiscales volvieron de nuevo al centro del escenario en los Estados Unidos**. Después de que **el abismo fiscal se evitara en enero**, la confrontación política se reavivó durante el verano. Está vez el cálculo político fue tan lejos que el país tuvo que enfrentarse a un cierre administrativo en octubre, lo que supuso nuevas presiones bajistas sobre la calificación soberana. Sin embargo, **la situación dio un giro sorprendente y mejoró, llegándose a firmar un acuerdo presupuestario en diciembre.**

Los factores idiosincráticos ganan peso en el mundo emergente

Entre los países emergentes, solo Filipinas sorprendió al alza en 2013, mientras que **la amplia mayoría de las economías registró un crecimiento del PIB por debajo de lo previsto** a comienzos del pasado año (Figura 1.2). Las revisiones a la baja han sido por lo general más suaves en las economías asiáticas que en las de otras regiones (0,4 puntos porcentuales de promedio frente a 1 punto, respectivamente), aunque la India es uno de los mercados que presenta mayores ajustes negativos, junto con Rusia, México y Brasil.

Figura 1.2
Variación del PIB real en 2013 (%)



Fuentes: BBVA Research, FMI, Haver Analytics

Como consecuencia de estas cifras decepcionantes, hay renovadas dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en las economías emergentes. Hay dos factores principales que promueven esta incertidumbre después de un periodo de abundante liquidez externa.

- **La estrategia de salida de la Reserva Federal**: los flujos de cartera y las valoraciones de mercado de los emergentes han mostrado un alto grado de sensibilidad a la especulación y a la acción en torno al programa QE3 de la Reserva Federal (véase la cuarta sección).
- **El impulso de las reformas**: las preocupaciones cubren un amplio abanico de retos estructurales, desde evitar cuellos de botella por el rápido crecimiento hasta generar nuevas fuentes de crecimiento ante el descenso de la prima demográfica y/o evitar la inestabilidad social.

Como hemos puesto de relieve en otros informes, **las vulnerabilidades macroeconómicas son hoy por lo general mucho más bajas que en crisis anteriores**. De hecho, el ciclo de mejora de la calificación soberana continuó en 2013: México, Turquía, Colombia, Perú y Filipinas mejoraron un escalón el promedio para las tres principales agencias.

No obstante, **como los factores idiosincráticos han adquirido más relevancia, la complacencia ya no es una política de crecimiento válida** y la forma en que los distintos países respondan a los retos será crucial (véase la quinta sección para información más detallada). Aunque el impacto final todavía está por ver, algunos países ya han adoptado políticas proactivas para abordar estos retos, como las largamente esperadas reformas en México (que afectan al ámbito energético, fiscal y educativo), o el amplio plan de reformas presentado por China en la tercera sesión plenaria del 18° Congreso del Partido Comunista.

Los episodios de inestabilidad fueron limitados en 2013, siendo el más serio el golpe militar en Egipto. **Este año la situación social y política ocupará un lugar más destacado, con elecciones en muchos países emergentes**, incluidos Brasil, la India, Indonesia y Turquía. La atención estará también en las relaciones entre Irán y Occidente tras el levantamiento de algunas sanciones, así como en las posibles repercusiones de las tensiones en Ucrania.

2. Repensando los EAGLEs

El concepto EAGLEs nació en 2010 tratando de ofrecer transparencia, flexibilidad y dinamismo en la identificación de las economías más relevantes del mundo emergente.

Nuestro objetivo era identificar qué economías emergentes contribuirían al crecimiento mundial en los diez años siguientes por encima de las mayores economías desarrolladas, es decir, los países del G7. Para establecer el umbral de los EAGLEs excluimos a los Estados Unidos por su extraordinario tamaño, y establecimos el miembro del G6 con la aportación más baja como umbral para pertenecer al grupo del Nido.

De acuerdo con los criterios iniciales, se seleccionaron 45 mercados emergentes como posibles candidatos a convertirse en EAGLEs o a formar parte del grupo del Nido. La exclusión de otros países no avanzados se basó en criterios discrecionales como su consideración de mercados frontera o el hecho de estar bajo condiciones internas sumamente adversas, como guerras o embargos internacionales.

En este momento, como resultado del diálogo con los clientes y seguidores del proyecto EAGLEs, hemos decidido realizar **tres ajustes en nuestra metodología** (véanse la Figura 2.1 y el Recuadro 1 para obtener más detalles).

Dos de estos cambios afectan a la muestra de países incluidos en el análisis; reduciendo en mayor medida la discrecionalidad y aumentando la transparencia:

- Hemos adoptado **la clasificación del FMI para distinguir las economías emergentes de las desarrolladas.**
- Ahora incluimos **todas las economías emergentes en la muestra de posibles miembros de EAGLEs y del Nido**, con lo que hemos eliminado los factores discrecionales anteriormente mencionados.

El tercer ajuste establece un **nuevo umbral para el grupo del Nido**:

- Para evitar la sensibilidad de las previsiones de un solo país y tener un umbral más estable hemos adoptado una referencia más amplia: las economías desarrolladas no pertenecientes al G7 con un PIB en 2013 superior a 100 mil millones de dólares ajustados por paridad de compra.

Consideramos que estos cambios no modifican la filosofía que subyace en el concepto de EAGLEs. De hecho, creemos que **los ajustes refuerzan nuestro enfoque dinámico, mejoran nuestras mediciones y las adaptan a un entorno que cambia rápidamente.**

Figura 2.1
Ajustes en nuestra metodología

	Antes	Ahora
Definición de economías emergentes	Suerte de consenso de diferentes fuentes	Criterio y agrupaciones del FMI
Muestra de candidatos potenciales	45 países; exclusión discrecional	Todas las economías emergentes
Umbral del grupo Nido	La menor contribución de una economía del G6	Contribución media de las economías desarrolladas no pertenecientes al G7 con PIB > 100mM $

Fuente: BBVA Research

Recuadro 1. Mejoras en la metodología

Criterios para definir la condición de un país como economía emergente

Nuestra muestra de emergentes se corresponde ahora con el grupo de economías emergentes y en vías de desarrollo del informe *World Economic Outlook* (WEO) del FMI. Elegimos esta clasificación por pertenecer a la de un organismo internacional, dejando a un lado consideraciones de instituciones privadas como bancos de inversión (o nosotros mismos). Además, la elección del FMI es coherente con el uso de sus previsiones para aquellos países no cubiertos en profundidad por BBVA Research.

Estos son los criterios planteados por el FMI[1]:

"Los principales criterios utilizados en el WEO para clasificar el mundo en economías avanzadas y mercados emergentes y economías en vías de desarrollo son (1) el nivel de renta per cápita, (2) la diversificación de las exportaciones, de modo que los exportadores de petróleo que tienen un elevado PIB per cápita no entrarían en la clasificación de economías avanzadas porque aproximadamente el 70% de sus exportaciones son de petróleo, y (3) el grado de integración en el sistema financiero mundial. En el primer criterio, examinamos la media de varios años dado que la volatilidad (debido por ejemplo a la producción de petróleo) puede tener un marcado efecto interanual. Cabe observar, no obstante, que estos no son los únicos factores que se tienen en cuenta al determinar la clasificación de los países".

"Esta clasificación no se basa en criterios estrictos, ya sean económicos o de otra índole, y ha evolucionado a lo largo del tiempo. El objetivo es facilitar el análisis proporcionando un método razonablemente coherente para organizar los datos. La reclasificación solo se produce cuando hay algo que marca cambios o hay poderosas razones para el cambio. Por ejemplo, el hecho de que Malta se uniera a la zona euro fue un cambio significativo de las circunstancias que justificó su reclasificación de mercado emergente y economía en vías de desarrollo a economía avanzada".

"Algunos países siguen fuera de la clasificación y por consiguiente no se incluyen en el análisis. Anguila, Cuba, la República Popular Democrática de Corea y Montserrat son ejemplos de países que no son miembros del FMI y, por consiguiente, este organismo no hace un seguimiento de sus economías. Somalia se omite en el índice compuesto del grupo de los mercados emergentes y economías en vías de desarrollo por las limitaciones de los datos".

La repercusión más importante derivada de la adopción de estos criterios es que hemos eliminado a Corea y Taiwán de la lista de candidatos. Ambos países eran EAGLEs desde que comenzó el proyecto. Además, tres economías de Europa del Este se han reclasificado como mercados desarrollados: la República Checa, Estonia y la Eslovaquia (los dos últimos ya miembros de la Unión Monetaria Europea).

Grupo de países emergentes incluido en la muestra de candidatos

Para ser totalmente coherentes con nuestro objetivo de transparencia, hemos ampliado la muestra de economías emergentes de forma que ahora se incluyen todos los países que cumplen con la definición del FMI mencionada anteriormente, con independencia de su situación interna.

El resultado de este ajuste es la inclusión en el grupo de candidatos de algunas economías importantes excluidas en anteriores informes anuales de EAGLEs:

- La mayoría de ellos son productores de materias primas que antes se consideraban mercados frontera, como Arabia Saudí y Kazajistán.
- Países en condiciones internas sumamente adversas, como ha sido el caso de Irak e Irán.

Arabia Saudí, Irak e Irán cumplieron el año pasado los criterios necesarios para formar parte del Nido, mientras que Kazajistán se situó muy cerca del umbral.

Una nueva referencia y umbral para el Nido

Desde 2010, el criterio necesario para formar parte del Nido era ser una economía emergente con una aportación al crecimiento mundial en los diez años siguientes inferior a la media del G6 pero superior a la menor aportación de un país del G6, que durante este periodo siempre ha sido Italia.

Hemos observado que esta referencia conlleva una gran sensibilidad a las previsiones de un solo país, especialmente uno con bajo crecimiento esperado.

Por ello, consideramos que es más apropiado tomar como referencia un grupo de economías, como en el caso del umbral para EAGLEs. Queríamos establecer una referencia de países desarrollados con un tamaño inferior al del G6, aunque lo suficientemente grande como para ser mercados significativos.

Este grupo lo forman economías desarrolladas fuera del G7 que tienen hoy un PIB de más de 100 mil millones de dólares ajustados por paridad de compra:

- De mayor a menor son: Corea, España, Australia, Taiwán, Países Bajos, Bélgica, Suecia, Hong Kong, Suiza, Austria, Singapur, República Checa, Grecia, Noruega, Israel, Portugal, Dinamarca, Finlandia, Irlanda, Nueva Zelanda y Eslovaquia.
- Quedan excluidos los siguientes países desarrollados debido a que no alcanzan el umbral de los 100 mil millones de dólares: Eslovenia, Luxemburgo, Estonia, Chipre, Islandia, Malta y San Marino.

1: www.imf.org/external/pubs/ft/weo/faq.htm#q4b, www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/pdf/statapp.pdf

3. Nuevas previsiones para los próximos diez años

Composición de los grupos en 2014

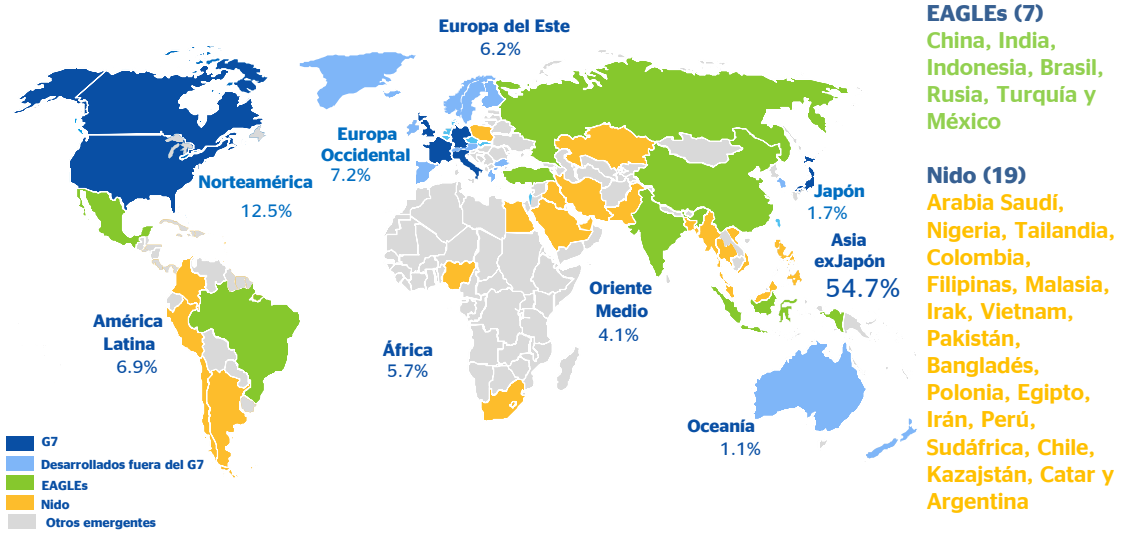
Como resultado de los ajustes a la metodología explicados previamente, **los criterios de selección que se han aplicado en la actualización de 2014** son los siguientes:

- Calculamos para todos los países del mundo **la variación del PIB real entre 2013 y 2023 en dólares de 2013 ajustados por paridad de compra**. En los países para los cuales no hacemos previsiones utilizamos las previsiones del FMI/WEO y extrapolamos sus tasas de crecimiento de 2018 a 2023.
- Una vez que hemos ordenado las estimaciones por la variación prevista en el PIB, seleccionamos los países entre aquellos que el FMI considera emergentes:
  - Los **EAGLEs** son aquellas economías emergentes cuya **aportación al crecimiento mundial será superior a la media de los países del G6** en los próximos diez años.
  - El **Nido** está formado por las economías emergentes cuya aportación al crecimiento mundial será **inferior a la media de los países del G6** en los próximos diez años **pero superior a la media de los países desarrollados fuera del G7 con un PIB por encima de 100 mil millones de dólares ajustados por paridad de compra**.

Según estos criterios, estos son los **aspectos más relevantes de la actualización de 2014** (Figura 3.1):

- **China, la India, Indonesia, Rusia, Brasil, Turquía y México siguen siendo sólidos miembros de EAGLEs**, cuyas aportaciones al crecimiento mundial superan holgadamente el umbral del G6.
- **Corea y Taiwán han salido del grupo de EAGLEs, ya que ahora ambos países se consideran economías desarrolladas.**
- **El número de países del grupo del Nido se ha incrementado de 14 a 19** miembros debido tanto a la ampliación de la muestra como al hecho de que el umbral es más bajo:
  - **Se mantienen en el grupo todos los miembros del año pasado**: Nigeria, Tailandia, Colombia, Filipinas, Malasia, Vietnam, Pakistán, Bangladés, Polonia, Egipto, Perú, Sudáfrica, Chile y Argentina.
  - **La diversificación geográfica se amplía aún más con los nuevos miembros**, que ahora incluyen mercados de Asia Occidental y de Oriente Medio: **Arabia Saudí, Irak, Irán, Kazajistán y Qatar**.

Figura 3.1
Miembros de EAGLEs y del Nido en 2014



Fuente: BBVA Research

El papel global de los EAGLEs y países del Nido

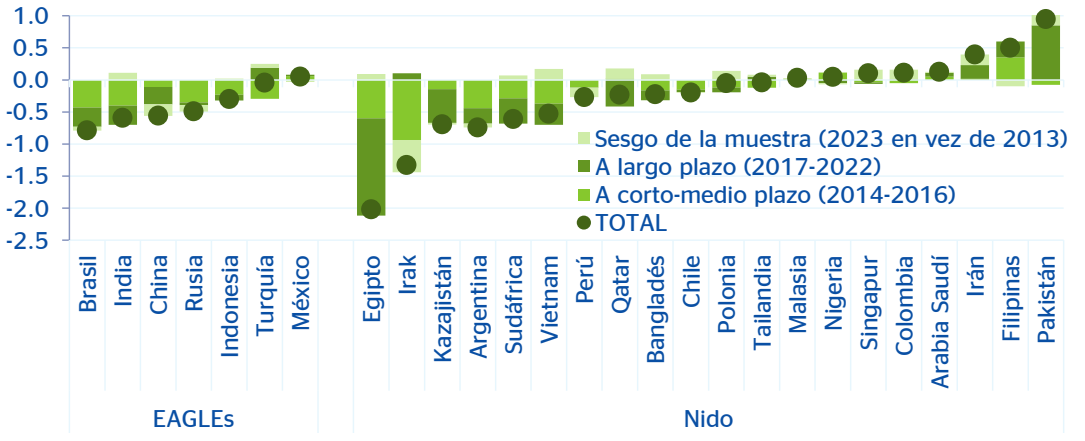
Las economías emergentes han aumentado rápidamente su peso en el PIB global desde el inicio de este siglo. Se prevé que esta tendencia continuará en los próximos diez años, reafirmando la relocalización de fuerzas económicas en el mundo (Figura 3.3 y Tabla 3.1):

- **Los mercados emergentes serán los responsables del 73% del crecimiento mundial entre 2013 y 2023; los EAGLEs aportarán hasta el 51%, el Nido cerca del 14%** y otros países emergentes un 8% adicional.
- **Los países desarrollados** explicarán el 27% del incremento en el PIB mundial de los próximos diez años; **la mayor aportación corresponde a los Estados Unidos (12%)**, superando claramente a las economías del G6 (7%) y a los mercados fuera del G7 (8%).

Cabe destacar las siguientes novedades para el grupo de **EAGLEs**:

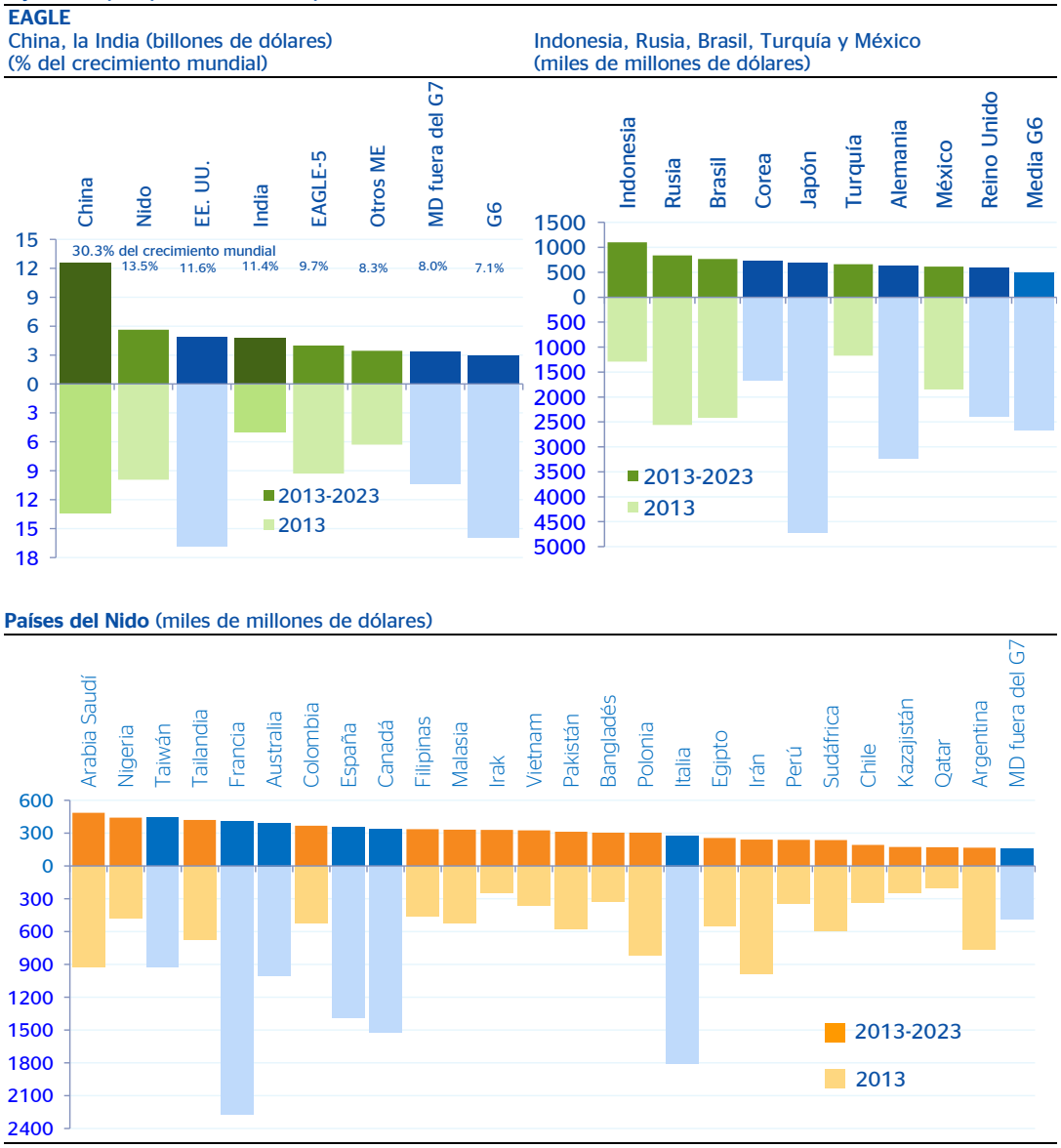
- Una revisión general a la baja en el crecimiento de los próximos diez años (Figura 3.2):
  - **China** se encamina a un menor crecimiento como resultado del **reequilibrio económico, el envejecimiento de la población y un rápido desarrollo.**
  - **Brasil y la India** sufren la mayor corrección a la baja a largo plazo, con **preocupación sobre el impulso reformador**. En cambio, **aumenta la probabilidad de que el crecimiento potencial de México sea mejorado de forma significativa**.
  - Las revisiones negativas de **Rusia e Indonesia** se concentran en **las dificultades a corto y medio plazo**. Ocurre lo mismo en Turquía, aunque en este caso se compensa con las mejores previsiones a largo plazo; por tanto, **el crecimiento medio de Turquía** se mantiene **relativamente constante.**
- Sin embargo, el peso de EAGLEs en el crecimiento global no se altera sustancialmente:
  - A pesar de la desaceleración prevista, **China y la India juegan en otra liga y aportarán respectivamente un 30% y un 11% al crecimiento mundial entre 2013 y 2023**. Su rápido crecimiento **sustenta el auge de las clases medias** en el mundo emergente (véase el Recuadro 3 en la quinta sección para más detalles).
  - **Indonesia, Rusia y Brasil aportarán más que ningún otro país desarrollado a excepción los Estados Unidos**. Como las perspectivas de Brasil se están deteriorando con mayor rapidez que en el caso de Rusia, este último país ha recuperado la cuarta posición en el *ranking* de los EAGLEs.
  - **La aportación de Turquía al aumento del PIB mundial será mayor que la de Alemania, a pesar de que hoy solo representa en torno a un tercio de su tamaño**.
  - **México aportará más que el Reino Unido, Francia e Italia**.

Figura 3.2
Cambios en el crecimiento medio de los próximos 10 años (actualización 2014 frente a 2013*) (pp)



*La actualización de 2013 cubría el periodo entre 2012 y 2022 y la actualización de 2014 cubre de 2013 a 2023.
Fuentes: BBVA Research, FMI

Figura 3.3
Aportación al crecimiento mundial en los próximos diez años y tamaño actual del PIB (2013) (ajustado por paridad de compra, dólares de 2013)



NOTA: ME = mercados emergentes; MD = mercados desarrollados; EAGLE-5 = Indonesia, Rusia, Brasil, Turquía y México.
Fuentes: BBVA Research, FMI

En el caso del Nido, estos son los mensajes destacados de la actualización de 2014:

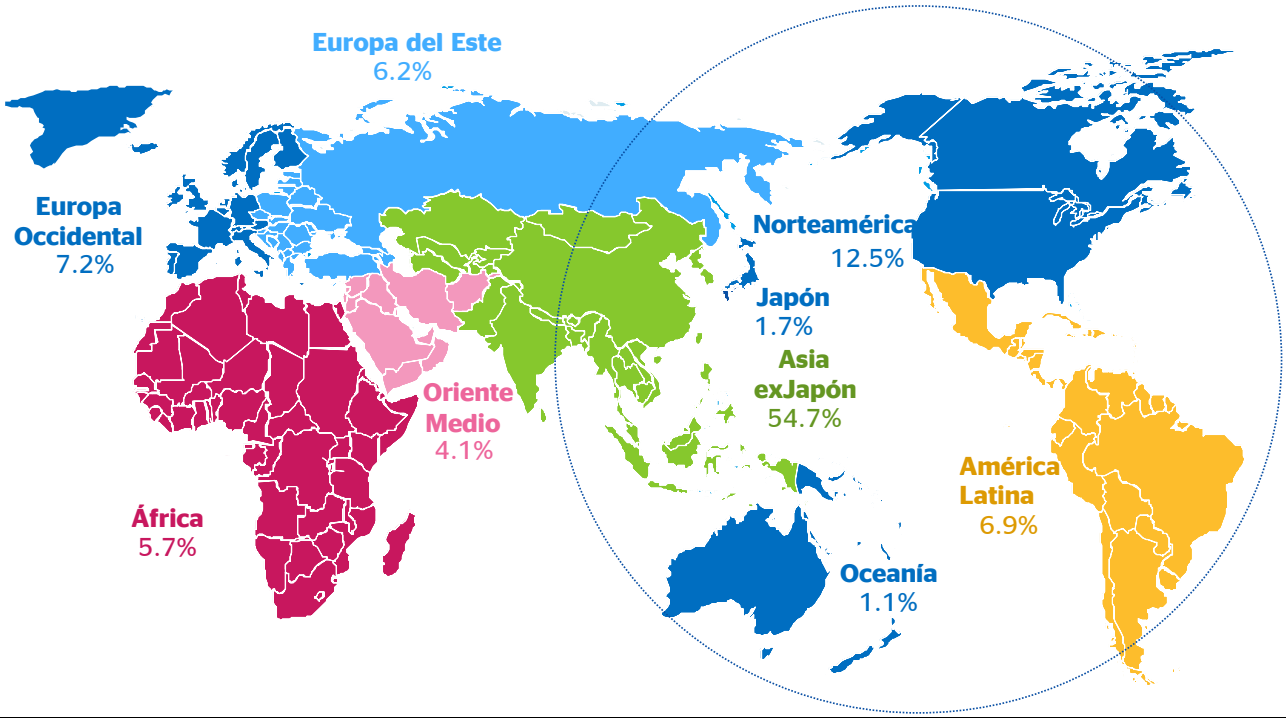
- **El recién incorporado Arabia Saudí está en el primer puesto y muy cerca del umbral de los EAGLEs**. Egipto, que fue EAGLE hasta 2012, ocupó esta posición el año pasado, pero las turbulencias políticas deterioran en mayor medida sus perspectivas económicas.
- **Nigeria, Tailandia y Colombia muestran aportaciones al crecimiento mundial comparables a las de economías desarrolladas grandes** como Francia o España.
- **Filipinas y Pakistán mejoran sus perspectivas de crecimiento** y ganan posiciones en la clasificación; pertenecen a una suerte de "clase media" junto con Malasia, Vietnam, Bangladés y Polonia.
- **Argentina y Sudáfrica han descendido en el *ranking*** debido a previsiones de crecimiento más bajas y ahora aportarán menos que Italia, referencia previa para el Nido.

- A pesar de las revisiones a la baja, **Irak, nuevo miembro, es el país con el crecimiento más rápido de todos los EAGLEs y el Nido**. En cambio, su vecino, **Irán**, cuyo tamaño es mucho mayor, **muestra una de las tasas de crecimiento más bajas**, aunque podría subir en el *ranking* si el embargo internacional se levantara totalmente; de hecho, Irán superó el umbral de los EAGLEs en 2012.
- **La pertenencia de países pequeños al Nido se basa en tasas de crecimiento elevadas** y, por tanto, es muy sensible a los cambios en las perspectivas. Este es el caso de **Irak, Vietnam, Bangladés, Perú, Chile, Kazajistán y Qatar.**

Por último, nos gustaría subrayar una vez más el cambio del centro neurálgico económico mundial de la zona del Atlántico a la zona del Pacífico (Figura 3.4):

- **El crecimiento mundial se concentrará en la región de Asia-Pacífico**, que representará más del 75% del incremento del PIB entre 2013 y 2023. Asia Emergente, Estados Unidos y América Latina serán los protagonistas.
- **Europa Occidental sale progresivamente de la crisis**, pero su aportación al crecimiento mundial seguirá siendo limitada (7%), solo un poco por encima de la de Europa del Este (6%).
- **África y Oriente Medio son las únicas regiones emergentes que mejorarán su comportamiento relativo** en los próximos diez años; los productores de materias primas adquieren mayor relevancia como parte de las cadenas globales de valor, cuya base estará principalmente en China.

Figura 3.4
Aportación de las regiones al crecimiento mundial en los próximos diez años (%)



Fuente: BBVA Research

Tabla 3.1
Aportación al crecimiento mundial 2013-2023

		PIB real (ajustado por paridad de compra, miles de millones de dólares de 2013)*					Apéndice: PIB real (2013, miles de millones de USD)**	
				Variación 2013-23			Variación 2013-23	
	País	2013	2023	valor	% mundial	media anual (%)	valor	% mundial
EAGLEs	China	13.401	25.992	12.591	30,3	6,8	8.442	24,8
	India	5.010	9.762	4.751	11,4	6,9	1.856	5,5
	Indonesia	1.292	2.394	1.102	2,7	6,4	804	2,4
	Rusia	2.561	3.398	837	2,0	2,9	684	2,0
	Brasil	2.417	3.185	768	1,9	2,8	743	2,2
	Turquía	1.170	1.831	661	1,6	4,6	470	1,4
	México	1.847	2.463	616	1,5	2,9	403	1,2
	Media G6	2.658	3.148	490	1,2	1,7	570	1,7
Nido	Arabia Saudí	929	1.413	485	1,2	4,3	390	1,1
	Nigeria	479	919	440	1,1	6,7	268	0,8
	Tailandia	673	1.092	419	1,0	5,0	238	0,7
	Colombia	525	893	368	0,9	5,4	273	0,8
	Filipinas	456	791	335	0,8	5,7	200	0,6
	Malasia	526	857	331	0,8	5,0	204	0,6
	Irak	248	577	329	0,8	8,8	296	0,9
	Vietnam	360	685	325	0,8	6,6	150	0,4
	Pakistán	575	886	311	0,8	4,4	128	0,4
	Bangladés	325	629	304	0,7	6,8	123	0,4
	Polonia	815	1.118	303	0,7	3,2	187	0,6
	Egipto	552	808	256	0,6	3,9	123	0,4
	Irán	988	1.228	240	0,6	2,2	133	0,4
	Perú	344	582	238	0,6	5,4	146	0,4
	Sudáfrica	595	831	236	0,6	3,4	157	0,5
	Chile	334	525	191	0,5	4,6	162	0,5
	Kazajistán	244	417	173	0,4	5,5	153	0,5
	Qatar	198	368	170	0,4	6,4	177	0,5
	Argentina	761	927	166	0,4	2,0	108	0,3
	Umbral Nido^	485	641	157	0,4	2,8	152	0,4
Grupos	EAGLEs	27.698	49.025	21.327	51,4	5,9	13.402	39,4
	Nido	9.927	15.547	5.619	13,5	4,6	3.616	10,6
	Otros Emerg.	6.291	9.747	3.456	8,3	4,5	2.255	6,6
	G7	32.747	40.517	7.770	18,7	2,2	8.252	24,3
	EE.UU.	16.799	21.630	4.831	11,6	2,6	4.831	14,2
	G6	15.948	18.888	2.939	7,1	1,7	3.421	10,1
	Otros Desarroll.	10.355	13.687	3.331	8,0	2,8	3.242	9,5
Regiones	Norteamérica	18.320	23.488	5.168	12,5	2,5	5.247	15,4
	América Latina	7.488	10.351	2.863	6,9	3,3	2.189	6,4
	África	3.523	5.902	2.378	5,7	5,3	1.448	4,3
	Oriente Medio	3.515	5.226	1.712	4,1	4,0	1.491	4,4
	Europa Occ.	14.557	17.527	2.970	7,2	1,9	3.368	9,9
	Europa del Este	6.919	9.488	2.569	6,2	3,2	1.838	5,4
	Asia (exc.Japón)	26.803	49.509	22.706	54,7	6,3	13.595	40,0
	Japón	4.722	5.411	688	1,7	1,4	897	2,6
	Oceanía	1.173	1.623	450	1,1	3,3	695	2,0
	Mundo	87.019	128.523	41.504	100,0	4,0	34.010	100,0

*Suponiendo que los tipos de cambio frente al USD varíen según el diferencial de inflación con EE. UU.
**Suponiendo unos tipos de cambio constantes frente al USD.
^Umbral del Nido = aportación media de las economías desarrolladas fuera del G7 con un PIB en 2013 por encima de 100 mil millones de dólares ajustados por paridad de compra.
Fuentes: BBVA Research, FMI

Temas Especiales
4. *Tapering* y flujos de cartera en emergentes: cambio de determinantes con margen limitado para nuevas correcciones

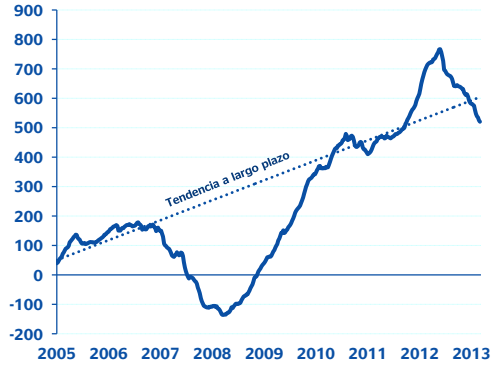
Los flujos de cartera en los Mercados Emergentes (MEs) han sido muy volátiles en los últimos años. A raíz de las turbulencias financieras al inicio de la crisis la política monetaria reaccionó en las economías desarrolladas y emergentes, generando fuerzas de impulso globales y fuerzas de arrastre locales que favorecieron la dinámica de flujos en los MEs. Las medidas posteriores y el debate sobre la retira de estímulos de los bancos centrales de las economías desarrolladas, especialmente de la Reserva Federal (Fed), produjeron varias oleadas de apetito y aversión al riesgo en los mercados financieros, y, como consecuencia de ello, los flujos de cartera de los MEs fueron fluctuando según los cambios de sentimiento. A continuación revisamos los movimientos recientes a partir de las conclusiones de nuestro análisis[2].

Los años de exceso

De julio de 2012 a mayo de 2013 predominó un sentimiento de toma de riesgo en los mercados desarrollados tras el famoso discurso de Draghi y el anuncio del programa QE3 por parte de la Reserva Federal, a la vez que **los MEs mostraban niveles de vulnerabilidad históricamente bajos. Estos factores de impulso y arrastre llevaron a flujos de capitales sólidos y sostenidos hacia los MEs**, fuertes apreciaciones de las divisas, una rentabilidad extraordinaria de la renta variable y primas de riesgo históricamente bajas en todos los MEs.

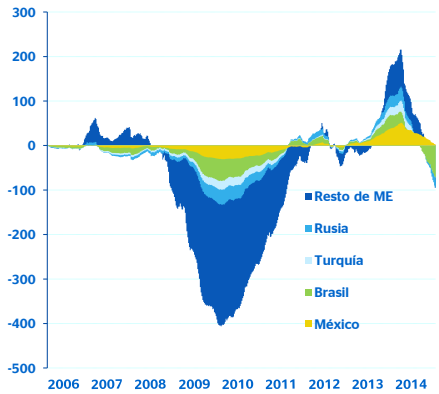
Este comportamiento produjo **un exceso de inversión en los MEs de aproximadamente 225 mil millones de dólares** (Figuras 4.1 y 4.2). Estimamos que **cerca del 65% de estos flujos fueron a activos de renta fija** y el resto renta variable. Según nuestras estimaciones, **los inversores minoristas fueron responsables del 75% del total** y creemos que los factores globales de impulso, unidos al sentimiento general de toma de riesgo en los mercados financieros, fueron los principales motores de estas entradas (representando cerca del 60%).

Figura 4.1
Desequilibrios acumulados tras el QE (mM$ por encima del equilibrio)



Fuentes: BBVA Research, EPFR y FMI

Figura 4.2
Participación en el desequilibrio tras el QE (mM$ por encima del equilibrio)



Fuentes: BBVA Research, EPFR y FMI

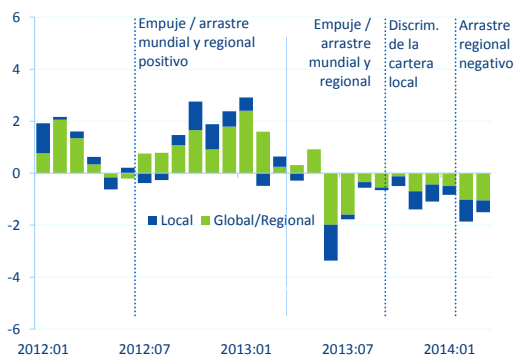
2: "Behind the Emerging Markets sell-off: some stylized facts", Observatorio Económico BBVA EAGLEs, agosto de 2013. www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/130809_EW_Behind_the_EM_Sell_Off_tcm348-398967.pdf?ts=732014

Los episodios de *tapering*

El anuncio de la normalización de estímulos monetarios en línea con la modesta recuperación en los Estados Unidos y en otros países desarrollados, en especial con el ***tapering* del QE3** de la Fed el 22 de mayo, redujo el atractivo de los MEs al reducir el diferencial de los tipos de interés y cambiar las primas de riesgo relativas. Esto **desencadenó un repentino reequilibrio de la cartera a favor de los mercados desarrollados**, con un sesgo hacia los activos europeos infravalorados. El reequilibrio fue una medida preventiva natural en un contexto de fuerzas globales cambiantes. De hecho, **a finales del 2T13, la cotización de la renta variable y los diferenciales de los bonos de los MEs alcanzaron los niveles de la crisis anterior**, mientras que las carteras globales se reequilibraron, alejándose de los MEs a un ritmo que solo se había visto tras la quiebra de Lehman Brothers (Figura 4.4).

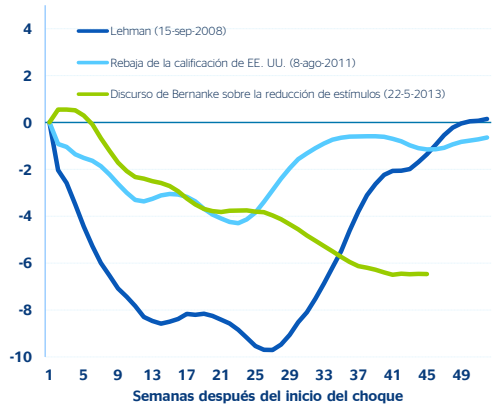
La corrección fue principalmente impulsada por la sobrerreacción de los inversores minoristas, proclives al comportamiento de rebaño y que claramente malinterpretaron el mensaje de los dirigentes de la Fed. **Los inversores institucionales** vendieron activos de los MEs sobre todo en los mercados más importantes y líquidos, como Brasil, México, Turquía y Rusia, pero **no fueron responsables de la venta masiva** ya que la asignación de su cartera estaba mejor alineada a los niveles de equilibrio en los MEs.

Figura 4.3
Contribución mediana a los flujos de capital en MEs (% del total de activos bajo gestión)



Fuentes: BBVA Research, EPFR y FMI

Figura 4.4
Salidas de capitales acumuladas tras eventos seleccionados (a partir de la fecha del choque; % del total de activos bajo gestión)



Fuentes: BBVA Research, EPFR y FMI

Hubo **tres factores detrás de la venta masiva: (i) la "incertidumbre" acerca de la estrategia de salida de la Fed, (ii) la desaceleración y el nuevo empeoramiento de las expectativas de crecimiento de los MEs y (iii) las denominadas *margin calls*, que indujeron a los gestores de cartera a vender los países clave de los principales índices de los MEs** que tenían en sus carteras globales, sin discriminar entre los distintos mercados.

Como hemos mencionado antes, los factores globales de impulso fueron perdiendo fuerza, mientras que los factores de arrastre y las fortalezas de los MEs regionales se pusieron en entredicho (Figura 4.3). Según nuestros modelos, **cerca del 65% de la corrección se debió a factores globales de impulso y el resto puede atribuirse a factores de arrastre relativamente menos benignos hacia la región emergente**.

Como consecuencia de ello, en el 3T13, **el 65% del exceso antes mencionado se había corregido (cerca de 150 mil millones de dólares)**. **Las ventas de los inversores minoristas de títulos de los MEs representaron cerca del 65% de la corrección total, ya que habían incurrido en mayores excesos**.

Una vez que **las noticias sobre el *tapering* se descontaron por completo** en los mercados financieros y se activaron los canales de comunicación de los bancos centrales de los países desarrollados, **los inversores institucionales comenzaron a reestructurar sus carteras,**

distinguiendo según la solidez relativa de cada uno de los MEs. Se puso en marcha una huida hacia las inversiones de calidad entre los MEs, de tal forma que el tipo de cambio, la renta variable y la prima de riesgo tomaron rumbos diferentes en los distintos MEs. La gravedad de las salidas netas de capitales de estos países fue, en consecuencia, diferente (véase la Figura 4.2).

Así, **desde mediados del 3T13 hasta febrero de 2014, parece que los factores idiosincráticos dominaron los flujos de capitales.** De hecho, desde mediados del 3T13 hasta el final del año hubo un **ajuste adicional a los balances en MEs de cerca de 80 mil millones de dólares; solo el 30% de esta cifra aproximadamente se debió a factores globales o regionales, lo que pone de relieve la creciente influencia de las fuerzas idiosincráticas en los flujos de capitales. Los inversores minoristas fueron una vez más los responsables del grueso del ajuste** (el 90% de la corrección total).

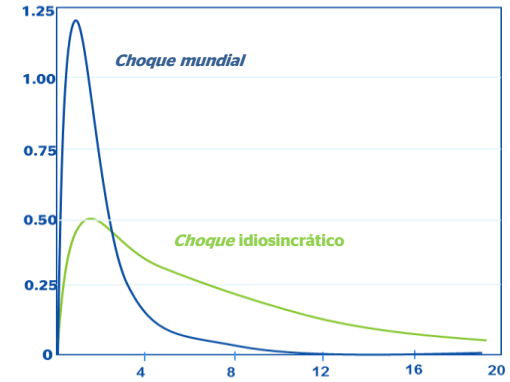
Nuevos retos de cara al futuro

La reasignación de la cartera continuó a un ritmo rápido en el **1T14**, lo que ha llevado la corrección de los excesos anteriores **a una zona por debajo del equilibrio.** Estimamos que **los flujos acumulados de los MEs podrían estar ahora en torno a un 17% por debajo del equilibrio** pero **la situación es heterogénea entre los distintos países,** desde el 45% en Brasil y el 25% en Rusia a un exceso modesto que perdura en México o Turquía, los países que obtuvieron mejores resultados en el periodo de acumulación.

Esta última tendencia es en parte un legado de la discriminación del mercado mencionada anteriormente, de la **incertidumbre acerca de las elecciones en grandes MEs** (Turquía, Brasil, la India e Indonesia), pero también el resultado de factores globales o regionales que han vuelto a surgir debido al choque de las **tensiones en varios MEs (Ucrania y Rusia)**, lo que **ha desencadenado una nueva aceleración de las salidas de capitales. Estimamos que este episodio (Ucrania-Rusia) es responsable de cerca del 65% de la corrección experimentada desde mediados de febrero.**

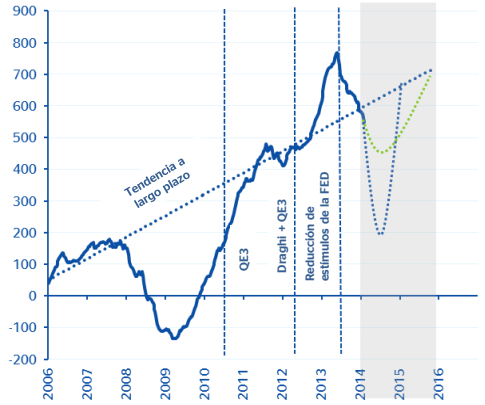
La duración y gravedad de la situación actual de flujos insuficientes dependerá, de nuevo, de las fuerzas que entren en juego. Esto dependerá no solo de **la naturaleza del inversor y el exceso acumulado hasta ahora,** sino también de las fuerzas subyacentes. Como muestra la Figura 4.5, **los choques de los factores globales, como los derivados de la mayor aversión al riesgo o los aumentos del coste global del capital son graves, pero normalmente no duran más de un mes, mientras que los choques de los factores idiosincráticos locales son menos graves pero tienden a durar cuatro veces más.** La especulación sobre qué factores serán los dominantes a partir de ahora (si todo lo demás se mantiene constante) podría contribuir a prever la longitud y la gravedad de esta corrección excesiva (Figura 4.6).

Figura 4.5
Respuesta de los MEs a los factores globales y locales respuesta a 1σ: choque de los factores)



Fuente: BBVA Research

Figura 4.6
Escenarios de flujos por debajo del equilibrio en los MEs (según el dominio global/regional)



Fuentes: BBVA Research, EPFR y FMI

Recuadro 2. Un modelo de factores dinámicos para los flujos de cartera

Utilizamos una versión de un modelo lineal dinámico. Nuestro sistema comprende un bloque de ecuación de medida (1) y un bloque de ecuación de estado (2):

1. $Y(t) = c(t)X(t) + V(t)$ $\quad V(t) \sim i.i.d.$
2. $X(t)=A(t)*X(t-1) + Z(t)+F(t)W(t)$ $\quad W(t) \sim i.i.d.$

Juntos forman el llamado Modelo Espacio-Estado. El bloque de la ecuación de medida relaciona una variable observable (Y) con estados no observables o factores latentes. El bloque de la ecuación de estado (2) permite dinámicas de tiempo de los factores latentes mencionados anteriormente, de forma que los estados estimados pueden evolucionar con el tiempo y permiten hacer predicciones de la ecuación de medida de forma recursiva. En este procedimiento se utiliza habitualmente un enfoque de filtro de Kalman y una estimación de Máxima Verosimilitud.

En nuestro modelo, en el bloque de medida (1), Y es una matriz de n- flujos de capital. Estos flujos están relacionados con un número m<n de estados no observables o factores latentes (X). La relación entre Y y X se basa en la especificación de (C), que representa la forma final de los factores latentes.

En nuestro análisis estimamos los flujos de los países (con respecto a los activos) como resultado de tres factores: un factor global, un factor de MEs y un factor idiosincrático. El factor global favorece las fuerzas globales de impulso como el exceso de liquidez, la aversión al riesgo global o las expectativas de tipos de interés de la Fed. El factor de MEs tiene que ver con las fuerzas regionales específicas de los MEs no incluidas en las variables globales. El factor idiosincrático está relacionado con los factores de arrastre locales, como los diferenciales de tipos.

Siguiendo la dinámica del modelo, prevemos estos factores de forma recursiva para obtener valores de pronóstico de nuestros flujos de capitales.

En esta fase del modelo, solo aprovechamos la estructura MA del bloque de la ecuación de estado. Aunque esto es aconsejable por motivos computacionales, no permite reunir dinámicas con mayor riqueza de tiempo entre factores ni obtener información adicional más allá de la incluida en los propios flujos del país (no hay Z en nuestro modelo). Por ello, la capacidad de predicción del modelo podría estar limitada a funcionar solo a muy corto plazo. Sin embargo, como utilizamos datos con una frecuencia bastante elevada (flujos semanales), tenemos confianza en nuestra previsión con un mes de antelación.

Este enfoque es coherente con trabajos anteriores en los que se analizaban los factores subyacentes a los flujos de los países como Fratzscher (2001), Miao y Pant (2012) y Lundblad y Ramadoraiy (2011). Más recientemente, el Informe Piloto Externo del FMI ha introducido un nuevo marco en el cual los flujos de capitales dependen de factores estructurales y temporales muy similares a los de nuestro modelo.

5. ¿Están preparados EAGLEs y países del Nido para la transición de ingreso? Distintas posiciones, distintos retos

La actualización anual de **EAGLEs y el Nido** presentada en la tercera sección se basa en el escenario central de las proyecciones a largo plazo. Sin embargo, **aunque la pertenencia a estos grupos es bastante sólida por lo general, pueden producirse desviaciones importantes debido a choques económicos, así como a conflictos sociopolíticos y geopolíticos**. Las sendas de crecimiento podrían verse afectadas por diversos factores.

Este fue el caso de **los desequilibrios macroeconómicos**, que protagonizaron las crisis recurrentes de las economías emergentes durante los ochenta y noventa el siglo pasado. Sin embargo, como hemos señalado frecuentemente[3], las vulnerabilidades se han corregido notablemente en estos mercados durante los últimos 15 años y en la actualidad **las perspectivas generales para afrontar las dificultades financieras son mucho mejores**:

- **Saldos estructurales fiscal y externo no preocupantes**[4].
- **Bajos niveles de deuda pública, externa y privada** (hogares y empresas).
- **Exposición limitada a riesgos de tipo de cambio.**
- **Ausencia de desviaciones importantes de las ratios de crédito privado con respecto a las referencias estructurales** (véase la sexta sección para más detalles).

Sin embargo, la ausencia de desequilibrios macroeconómicos graves es perfectamente **compatible con las presiones del mercado a corto plazo sobre determinadas economías**. Consideramos que estas advertencias son **beneficiosas para la acción política y sirven para eliminar posibles vulnerabilidades** a medio-largo plazo.

En anteriores informes anuales referenciamos el análisis de riesgos a las matrices de vulnerabilidad, que cubren un grupo multidimensional de variables que van desde los riesgos macroeconómicos hasta los obstáculos para el crecimiento. Este año queremos **complementar y reforzar nuestra valoración de la vulnerabilidad distinguiendo las economías emergentes según su fase de desarrollo y señalando las dificultades correspondientes**.

No hay una única estrategia de desarrollo para todos los países

Los países emergentes comparten un futuro prometedor **con un fuerte crecimiento y una rápida transición de ingreso, pero** dado que se encuentran en fases de desarrollo bastante distintas **los obstáculos a los que se enfrentan y sus necesidades no son idénticas**.

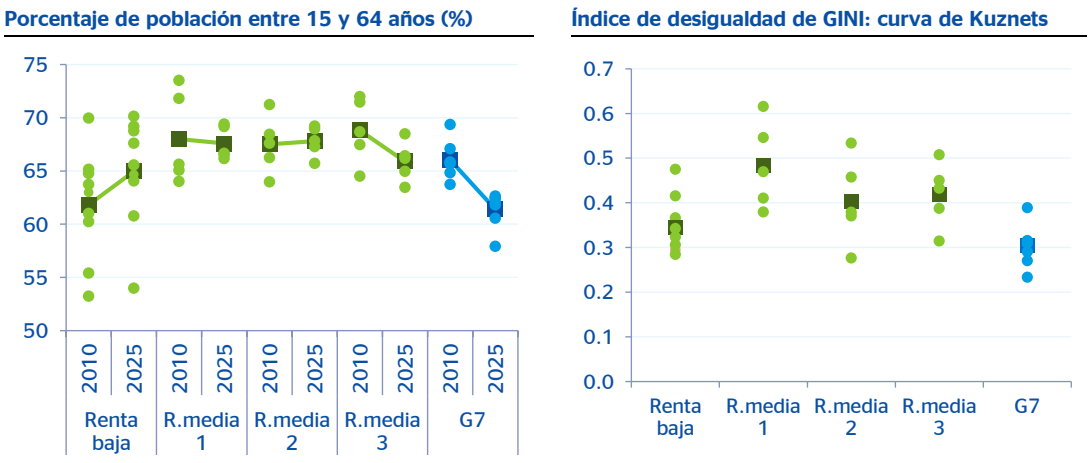
- **Países de renta baja:**

  Países EAGLEs y del Nido con un PIB per cápita entre 2.000 y 8.000 dólares ajustados por paridad de compra: **la India, Indonesia, Bangladés, Egipto, Irak, Nigeria, Pakistán, Filipinas y Vietnam.** En estos países:

  - Las políticas económicas **deben reducir las vulnerabilidades y las instituciones deben crear condiciones políticas y económicas estables.**
  - **Hay muchos frentes abiertos en la esfera social**, con un riesgo **creciente de conflicto bajo una población joven y en aumento** (Figura 5.1): retos de reducción de la pobreza, un aumento previsto de la desigualdad (según la curva de Kuznets), demanda de trabajo por la presión demográfica y provisión de servicios básicos como la atención sanitaria o la educación primaria.
  - **Una demografía favorable, el proceso de urbanización, altas rentabilidades de la inversión y bajos salarios en manufacturas básicas** definen sus ventajas competitivas.

[3]; Consúltese nuestro análisis de riesgo país trimestral para obtener más detalles: http://www.bbvaresearch.com/KETD/ketd/esp/nav/tematicas/riesgopais/index.jsp.
[4]; "Déficits gemelos estructurales: un problema del mundo desarrollado más que del emergente", Observatorio Económico BBVA EAGLEs, febrero de 2012: http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/Economic_Watch_Twin_Deficits_ESP_tcm346-288006.pdf?ts=842014

Figura 5.1
Desarrollo económico y dinámica de la población



*Renta baja = la India, Indonesia, Bangladés, Egipto, Irak, Nigeria, Pakistán, Filipinas y Vietnam; Renta media 1 = China, Tailandia, Colombia, Sudáfrica y Perú; Renta media 2 = Brasil, Irán, Kazajistán, México y Turquía; Renta media 3 = Malasia, Rusia, Argentina, Chile y Polonia
Fuentes: BBVA Research, ONU, Banco Mundial, UNU-WIDER

- **Países de renta media:**

  Este grupo abarca países con un PIB per cápita entre 10.000 y 21.000 dólares, una horquilla en la que se incluye la inmensa mayoría de los miembros de EAGLEs y del Nido; identificamos tres subgrupos según su progreso:

  - En la **fase inicial**: **China, Tailandia, Colombia, Sudáfrica y Perú.**
  - Posición **intermedia**: **Brasil, Irán, Kazajistán, México y Turquía.**
  - **En transición hacia estándares de economías desarrolladas: Malasia, Rusia, Argentina, Chile y Polonia**; Corea y Taiwán, antiguos miembros de EAGLEs, salieron de esta categoría y pasaron a considerarse economías avanzadas.

  En estos países:

  – La urbanización está bastante avanzada y la economía muestra un **alto grado de terciarización**, mientras que las actividades industriales se centran en **manufacturas con mayor diversidad y más sofisticadas** respaldadas por las **crecientes clases medias** (tal como se muestra en el Recuadro 3 de esta sección).

  – A medida que el factor de acumulación se modere y aumenten los salarios, las economías **deben buscar nuevas fuentes de crecimiento** para superar la denominada "trampa del ingreso medio"; los países tienen que crear capacidades mediante **una mayor educación superior y destrezas tecnológicas**, además de **evitar cuellos de botella mediante la inversión en infraestructura y una profundización financiera saludable** (véanse la Figura 5.2 y la sexta sección respectivamente).

- **Países de renta alta:**

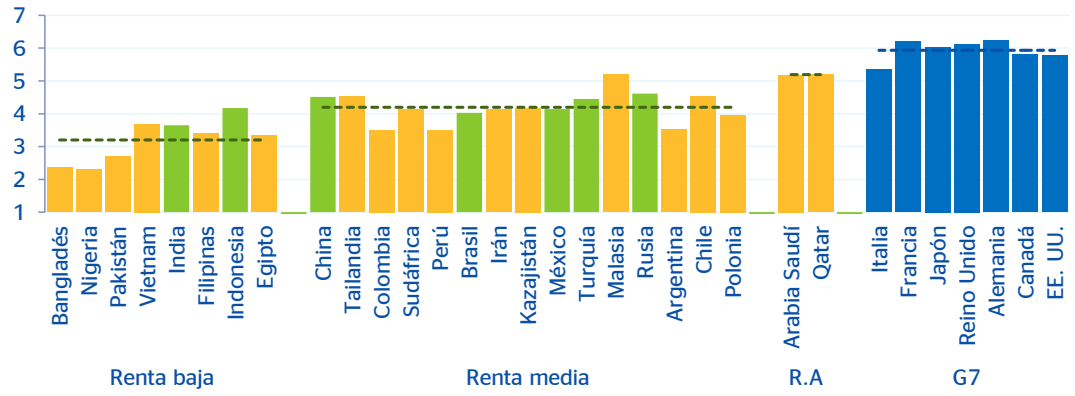
  Aquí se incluyen **las economías avanzadas**, que tienen un PIB per cápita medio próximo a 40.000 dólares. En estos países:

  – La producción se caracteriza por **la diversificación, sofisticación, complejidad e innovación** (Figura 5.3), al tiempo que la población disfruta de **estado del bienestar.**

  – El envejecimiento de la población, la sostenibilidad fiscal, la creciente desigualdad y el apalancamiento excesivo son algunos de los principales retos.

  – **Arabia Saudí y Qatar**, productores de petróleo y miembros del Nido cumplen los criterios de renta, pero el FMI no los incluye en la clasificación de economías desarrolladas porque la diversificación de sus productos es limitada.

Figura 5.2
Calidad de la infraestructura general (1-7) en los países EAGLEs, del Nido y del G7 (2013-14)



R.A. = Países de renta alta; no hay datos disponibles para Irak; las líneas discontinuas representan las medias de los grupos
Fuentes: BBVA Research, WEF

¿Hasta qué punto están cualificados EAGLEs y países del Nido para enfrentarse a la transición de ingreso?

Siguiendo la revisión que hemos realizado de las características principales en las distintas fases de desarrollo, presentamos una **breve valoración de las fortalezas y de los retos que presentan los países EAGLEs y del Nido en cada segmento de renta**. Para ello, hemos tomado como referencia la información recopilada en las matrices de vulnerabilidad mencionadas anteriormente (Tablas 5.1 y 5.2).

Estos son los puntos más destacados de **los países de renta baja**, clasificados según el balance entre sus fortalezas y debilidades:

- **Indonesia y Filipinas parecen estar mejor posicionados para enfrentarse a los retos que tienen por delante**, aunque ambos deberían empezar a mejorar los fundamentos económicos para aumentar la productividad.
- **La India tiene margen para corregir los desequilibrios macroeconómicos, mejorar el clima empresarial y reducir la pobreza**.
- **Los riesgos más importantes para Vietnam están en el entorno externo** (elevada apertura y sensibilidad a precios de los alimentos) y en una **transición demográfica relativamente avanzada**, con crecientes presiones para generar fuentes alternativas de crecimiento.
- **Los países con mayor crecimiento de la población también muestran el marco institucional y social más débil**. La situación es especialmente adversa en Bangladés, Nigeria, Irak y Pakistán, mientras que Egipto se enfrenta a una difícil transición política.

En lo que respecta a los distintos subgrupos de **los países de renta media**:

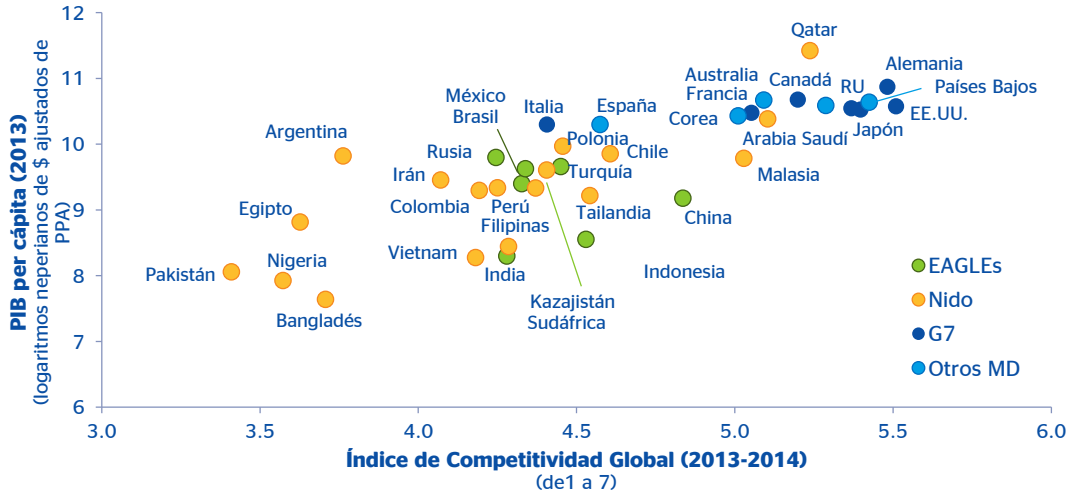
- **En la fase inicial:**
  - **China está mejor posicionada para afrontar la transición de ingreso**, aunque debe vigilar **los efectos del envejecimiento de la población y un apalancamiento excesivo**.
  - **Colombia y Perú** tienen margen para **mejorar la calidad de la infraestructura** y, como sucede en **Tailandia**, empezar a incrementar sus **esfuerzos tecnológicos**; los dos países de América Latina también deben aspirar a aumentar la diversificación de productos, reducir el déficit externo y suavizar la desigualdad de la renta.
  - **Sudáfrica** tiene fundamentos para aumentar la productividad, pero **los desequilibrios macroeconómicos** y los riesgos de conflicto social son considerables debido a **fuertes presiones demográficas, una elevada tasa de paro y excesiva desigualdad.**

- **Posición intermedia:**
  - **Turquía y México comparten un crecimiento potencial equilibrado**, así como el reto de ampliar el comercio a mercados con un crecimiento más rápido. Los desequilibrios macroeconómicos son menores y el impulso de reformas más intenso en el caso de México, mientras que en Turquía hay margen para aumentar la tasa de actividad femenina y para reducir el déficit exterior estructural.
  - Los principales retos a los que se enfrenta **Brasil** son **la mejora de la percepción de su clima empresarial, la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y la reducción de la desigualdad social**.
  - **Irán y Kazajistán** son **bastante sensibles a la demanda de China y a los precios de las materias primas**. El marco institucional también tiene margen sustancial de mejora en Irán.
- **Transición hacia los estándares de las economías desarrolladas:**
  - **Los fundamentos económicos para el aumento de la productividad son bastante positivos en Chile y Malasia**, incluidos un clima de inversión y un marco institucional favorables.
  - Tanto **Rusia como Polonia se enfrentan a un crecimiento lento de sus socios comerciales** (principalmente en la UE) y, al igual que sucede en otros países de Europa Emergente, a excepción de Turquía, a **una reducción de la población en edad de trabajar**. Sin embargo, se diferencian de forma importante en otros retos: los desequilibrios macroeconómicos a corto plazo son relevantes para **Polonia**, pero este país **supera claramente a Rusia en lo que respecta a su marco institucional y a la diversificación de productos**.
  - **Argentina** podría aprovechar al máximo su potencial de crecimiento **mejorando el clima de inversión y la calidad de las infraestructuras.**

Por último, en lo que respecta a **los países de renta alta:**

- **Los ingresos del petróleo en Qatar y Arabia Saudí mantienen las vulnerabilidades macroeconómicas en niveles bajos**, al tiempo que han contribuido a crear un infraestructura de primer nivel; sin embargo, ambas economías son todavía bastante sensibles a los precios de la energía.

Figura 5.3
PIB per cápita e Índice Global de Competitividad (IGC)[5] en economías seleccionadas



Los datos del IGC no están disponibles para Irak
Fuentes: BBVA Research, WEF

5: www.weforum.org/issues/global-competitiveness

Tabla 5.1

Matriz de riesgos macroeconómicos

	Dimensión	A.Riesgos del modelo de crecimiento						B.Riesgos de la demanda externa				C.Desequilibrios macroeconómicos			
								Relevance		Diversificación		Flujos		Saldos	
	Variable	Aceleración del crecimiento	Crecimiento previsto de la población activa	Crecimiento previsto de la productividad de la población activa	Calidad de las infraestructuras en general	Gasto en I + D	Matriculación en educación terciaria	Apertura Comercial	Crecimiento previsto de los socios comerciales	Dependencia de las exportaciones de China	Dependencia de las exportaciones de materias primas	Cuentas fiscales previstas	Balanza externa prevista	Deuda pública	Deuda externa
	Definición y fuente	[Crecimiento medio 2013-23] -[2002-07] / BBVA-FMI	[Variación 2013-2023 en %] / ONU	[PIB/crecimiento medio de la población activa 2013-230 / BBVA-FMI-ONU	[Indicador 1-7, 2013-14] /WEF	[Gasto como % del PIB, más reciente] / BM	[%, más reciente] / BM	[X+M % del PIB, 2012] / OMC-FMI	[Crecimiento medio ponderado 2013-23] / BBVA- FMI	[% del total de exportaciones, 2012] / FMI	[% del total de exportaciones, 2012] / OMC	[Promedio 2014-2018 / FMI]	[Promedio 2014-2018 / FMI]	[% PIB 2012] / FMI	[% PIB, 2012] / BM-FMI-Haver
EAGLEs	China	-4,5	-0,1	7,0	4,3	1,8	24,3	47,0	3,5		6,0	-0,9	3,4	26,1	9,2
	India	-2,0	1,3	5,5	3,9	0,8	23,3	42,6	3,7	5,0	36,3	-8,2	-3,2	66,7	20,6
	Indonesia	1,2	1,4	4,9	4,0	0,1	27,2	43,1	4,2	11,4	63,8	-1,9	-2,7	24,5	29,0
	Rusia	-4,5	-1,0	3,9	3,8	1,1	75,5	42,6	3,2	6,8	77,3	-1,1	1,0	12,5	31,4
	Brasil	-0,9	0,8	1,9	3,4	1,2	36,1	21,1	3,8	17,0	62,7	-2,5	-3,3	68,0	19,5
	Turquía	-2,9	1,1	3,5	5,1	0,8	60,7	49,3	3,2	1,9	19,1	-2,3	-7,7	36,2	42,8
	México	-0,2	1,4	1,5	4,4	0,5	27,7	63,8	2,7	1,5	24,0	-3,1	-1,6	43,5	30,1
Nido	Arabia Saudí	-2,3	1,9	2,3	5,7	0,1	50,9	72,7	4,3	13,6	85,2	3,9	14,2	3,7	n/a
	Nigeria	-0,1	2,9	3,8	3,0	n/a	10,4	61,8	3,3	1,1	97,4	-3,2	1,4	18,3	3,7
	Tailandia	-0,4	-0,1	5,1	4,5	0,3	51,4	130,4	4,1	11,7	26,1	-3,5	0,0	45,4	36,7
	Colombia	0,2	1,2	4,2	3,3	0,2	45,0	32,4	3,3	5,5	77,7	-0,7	-3,0	32,6	21,4
	Filipinas	0,4	1,9	3,6	3,7	0,1	28,2	46,9	3,7	11,8	17,2	-0,8	1,6	41,9	24,5
	Malasia	-1,5	1,4	3,5	5,5	1,1	37,1	139,1	4,2	13,2	37,6	-4,1	3,3	55,5	34,1
	Irak	-4,4	3,2	5,4	n/a	n/a	16,0	71,2	4,5	13,6	99,9	1,2	1,9	34,1	n/a
	Vietnam	-2,5	0,7	5,9	3,4	0,2	24,6	146,8	3,7	11,2	32,8	-3,2	0,4	51,3	38,0
	Pakistán	-1,0	2,1	2,3	3,3	0,3	9,5	30,5	3,8	11,2	23,6	-4,1	-1,2	63,8	27,4
	Bangladés	0,7	1,7	5,1	2,8	n/a	13,2	48,2	2,8	1,4	6,3	-3,3	-0,2	n/a	21,2
	Polonia	-1,7	-1,0	4,2	4,0	0,8	73,5	77,5	2,4	0,9	23,1	-2,8	-3,3	55,6	74,6
	Egipto	-1,1	1,6	2,2	3,3	0,4	28,8	38,4	3,5	2,5	52,0	-14,3	-3,2	80,6	15,6
	Irán	-4,6	0,9	1,3	4,2	0,8	55,2	29,4	4,7	22,1	83,0	-6,5	-1,0	9,5	2,1
	Perú	-0,9	1,4	3,9	3,6	0,1	42,6	44,3	3,6	17,1	66,9	0,5	-4,1	20,5	27,2
	Sudáfrica	-1,5	0,7	2,7	4,5	0,9	n/a	55,0	3,8	11,8	48,8	-4,0	-5,9	42,3	35,8
	Chile	-0,5	0,5	4,1	5,0	0,4	70,5	58,8	3,9	23,3	84,6	-0,2	-3,3	11,9	43,9
	Kazajistán	-3,9	0,5	5,0	4,5	0,2	44,5	67,5	3,3	19,3	86,5	3,2	2,5	12,4	67,6
	Qatar	-9,7	1,8	4,5	5,4	n/a	n/a	86,9	4,1	5,4	87,1	3,9	16,3	35,8	12,4
	Argentina	-6,6	0,8	1,2	3,2	0,6	74,8	31,4	3,7	6,4	63,5	-2,9	-0,8	47,7	25,5

Tabla 5.2

Posibles fracturas en la matriz de crecimiento

	Dimensión	A.Factores institucionales			B.Riesgos de conflicto social					C.Incluido el reto de crecimiento		
		Mercado	Público		Precios de alimentos		Mercado de trabajo					
	Variable	Clima de inversión	Gobernanza	Fragilidad del estado	Dependencia de las importaciones de alimentos	Alimentos en la cesta de consumo	Tasa de desempleo	Tasa de desempleo juvenil	Matriculación en educación secundaria	Desigualdad de rentas	Ratio de pobreza	
	Definición y fuente	[Ranking mundial medio de 10 indicadores, 1-185, DB 2014] / BM	[Media de 6 indicadores, -2,5 a +2,5, 2012] / BM	[Índice general, 0-25, 2012] / CSP	[% del PIB, 2012] / OMC-FMI	[% del IPC, 2013 o posterior] / Haver-FAO	[en %, 2013 o posterior] / OIT	[%, más reciente] / BM	[%, más reciente] / BM	Índice GINI, más reciente / BM	[hasta 1,25 $ al día {PPA} (% de población más reciente] / BM	[hasta 2 $ al día {PPA} (% de población), más reciente] / BM
EAGLEs	China	97	-0,5	6	1,1	39,8	4,6	n/a	86,6	42,1	11,8	27,2
EAGLEs	India	122	-0,3	13	1,0	49,7	3,7	10,7	68,5	33,9	32,7	68,8
EAGLEs	Indonesia	111	-0,4	9	1,8	45,4	6,0	22,2	81,2	38,1	16,2	43,3
EAGLEs	Rusia	90	-0,7	7	1,9	37,1	5,8	14,8	84,9	40,1	0,0	0,1
EAGLEs	Brasil	110	0,1	6	0,5	24,5	6,6	15,4	101,3	54,7	6,1	10,8
EAGLEs	Turquía	79	0,0	7	1,3	24,1	9,9	17,5	88,9	40,0	1,3	4,7
EAGLEs	México	76	-0,2	5	1,9	18,8	5,0	9,4	84,1	47,2	0,7	4,5
Nido	Arabia Saudí	51	-0,5	9	2,6	21,7	5,5	28,3	114,3	n/a	n/a	n/a
Nido	Nigeria	130	-1,1	16	1,9	51,8	7,5	n/a	43,8	48,8	68,0	84,5
Nido	Tailandia	41	-0,3	7	3,5	33,5	0,8	2,8	87,0	39,4	0,4	4,1
Nido	Colombia	71	-0,3	11	1,6	28,2	10,5	21,9	92,8	55,9	8,2	15,8
Nido	Filipinas	102	-0,5	11	2,7	39,0	7,3	16,3	82,0	43,0	18,4	41,5
Nido	Malasia	23	0,3	5	5,4	30,3	3,2	10,3	66,9	46,2	0,0	2,3
Nido	Irak	122	-1,3	20	6,2	34,7	16,1	n/a	n/a	30,9	2,8	n/a
Nido	Vietnam	95	-0,5	8	6,2	39,9	1,9	5,5	77,2	35,6	16,9	43,4
Nido	Pakistán	111	-1,2	16	2,1	34,8	5,2	7,7	36,6	30,0	21,0	60,2
Nido	Bangladés	118	-0,8	12	5,9	53,8	4,3	n/a	50,8	32,1	43,3	76,5
Nido	Polonia	70	0,8	0	3,3	24,3	10,4	26,5	97,4	32,7	0,1	0,2
Nido	Egipto	118	-0,7	11	6,1	39,9	12,7	24,8	75,9	30,8	1,7	15,4
Nido	Irán	132	-1,1	12	2,3	27,4	13,2	23,0	86,3	38,3	1,5	n/a
Nido	Perú	67	-0,2	6	2,1	26,1	3,8	9,5	90,7	48,1	4,9	12,7
Nido	Sudáfrica	67	0,3	8	1,7	18,2	25,3	51,5	101,9	63,1	13,8	31,3
Nido	Chile	55	1,2	2	2,2	18,9	5,9	16,3	89,9	52,1	1,4	2,7
Nido	Kazajistán	67	-0,6	9	2,1	44,7	5,2	3,9	97,7	29,0	0,1	1,1
Nido	Qatar	66	-1,6	4	1,5	13,2	0,6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nido	Argentina	117	-0,2	2	0,4	37,9	7,3	18,3	90,2	44,5	0,9	1,9

Recuadro 3. Actualización de la creciente clase media en el mundo emergente: la revolución de la clase media en mercados emergentes se acelerará

El año pasado dedicamos un capítulo especial del Informe anual de EAGLEs al papel de la población en los países emergentes[6]. Uno de los aspectos clave que analizamos entonces fue el crecimiento de las clases medias y las repercusiones para el consumo mundial.

Este recuadro contiene una actualización de nuestras proyecciones[7], y extiende nuestras previsiones hasta 2025. Además:

- Hemos adaptado el ámbito de análisis a la nueva composición de EAGLEs y del Nido; hemos eliminado por tanto a Corea del grupo de economías emergentes y **hemos añadido previsiones para los nuevos miembros del Nido, Irán, Irak, Kazajistán y Qatar,** basándonos en los datos del Banco Mundial; lamentablemente no tenemos datos de distribución de la renta para Arabia Saudí.
- En línea con el enfoque de EAGLEs, **incluimos una referencia para los mercados emergentes y añadimos previsiones para las economías del G7** utilizando los datos de Eurostat y UNU-WIDER.

Por último, para simplificar las clases por ingreso, hemos combinado la población que antes estaba clasificada como "Pobre" y la de "Renta baja" en una nueva categoría: "Pobres y renta baja". Este cambio surge de las dificultades para definir la línea de pobreza, un asunto bastante delicado[8], y de nuestra concentración en la estimación de las clases medias.

El desarrollo es bastante heterogéneo

Los EAGLEs y países del Nido muestran diferencias notables en el PIB per cápita, diferencias que también se reflejan en el porcentaje de cada grupo de renta con respecto al total de la población (Figura B.3.1):

- **Qatar**, pequeño productor de petróleo, es sin duda un caso aparte, pues cuenta con un gran porcentaje de población de ingreso alto y de clase media alta, incluso **por encima de los estándares de las economías desarrolladas.**
- **Los países próximos a los niveles de ingreso alto,** como Turquía y Chile, tienen en la actualidad una **clase media media más amplia que la población de bajo ingreso.**
- **Los países de renta media**, como China, México, Perú y Colombia, están experimentado **el auge de las nuevas clases medias.**
- **Los países de renta baja**, como los del subcontinente indio, todavía **luchan contra altas tasas de pobreza.**

China y la India lideran la movilidad de ingreso

Según las nuevas previsiones, conviene destacar algunas tendencias de los mercados emergentes hasta 2025 (Figura B.3.2):

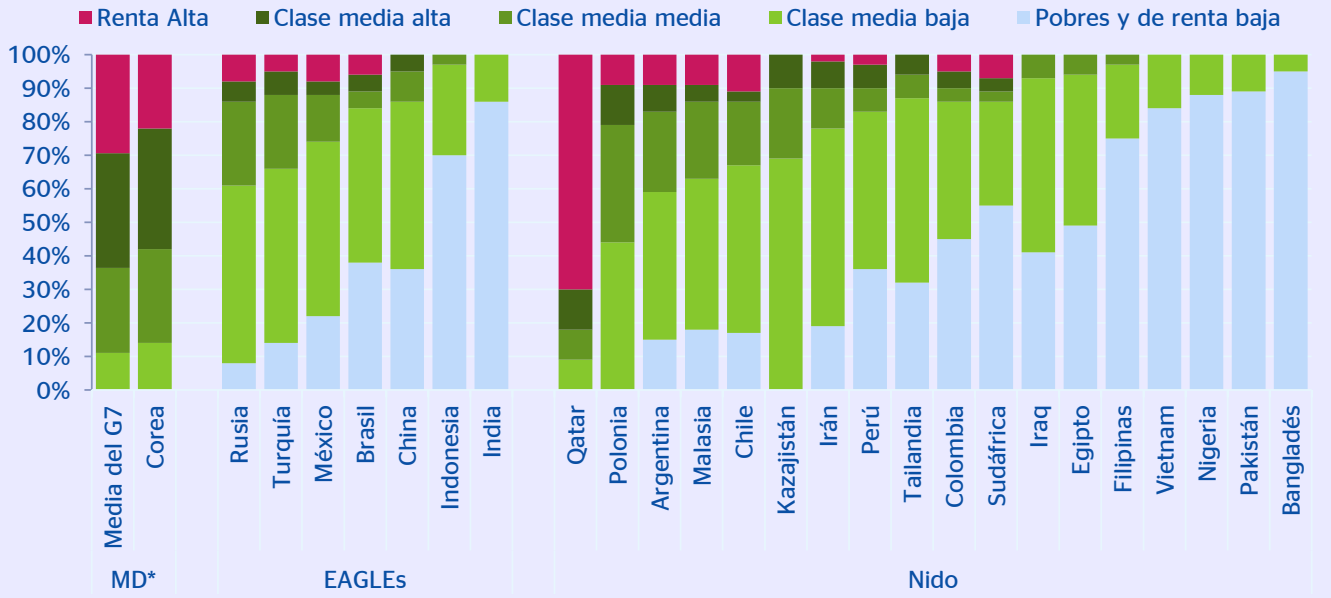
- **1.000 millones de personas de EAGLEs y del Nido dejarán atrás la pobreza y el estatus de renta baja durante este periodo**. La mayoría de estas personas pasarán a formar parte de la clase media baja, que aumentará en 660 millones y alcanzará 2.200 millones de personas.
- **La clase media media y la clase media alta casi se triplicarán durante este periodo** y ascenderán respectivamente a 740 y 340 millones de personas, mientras que **el segmento de renta alta se cuadruplicará** y alcanzará la cifra de 250 millones de personas en 2025.

Los cambios relativos de segmento de ingreso serán considerables en todas las economías emergentes, pero **China y la India serán con diferencia los principales motores de estas tendencias**:

- La **población china** experimentará una importante **transición a los niveles de renta media-alta**, y se prevé que **la India** reducirá considerablemente sus niveles de pobreza y generará al mismo tiempo una **amplia clase media baja**.
- **Indonesia y** en menor medida **Vietnam** también contribuirán de forma significativa a **la reducción de la pobreza y al incremento de la clase media baja.**
- **América Latina y Europa Emergente serán responsables de aproximadamente un 15% del crecimiento de las clases de ingreso más elevado** (clase media media y alta y de renta alta).
- **La presión demográfica será muy intensa en los países de renta baja** y algunos de ellos (Bangladés, Nigeria y Pakistán) no generarán un crecimiento suficiente para reducir el número absoluto de pobres.

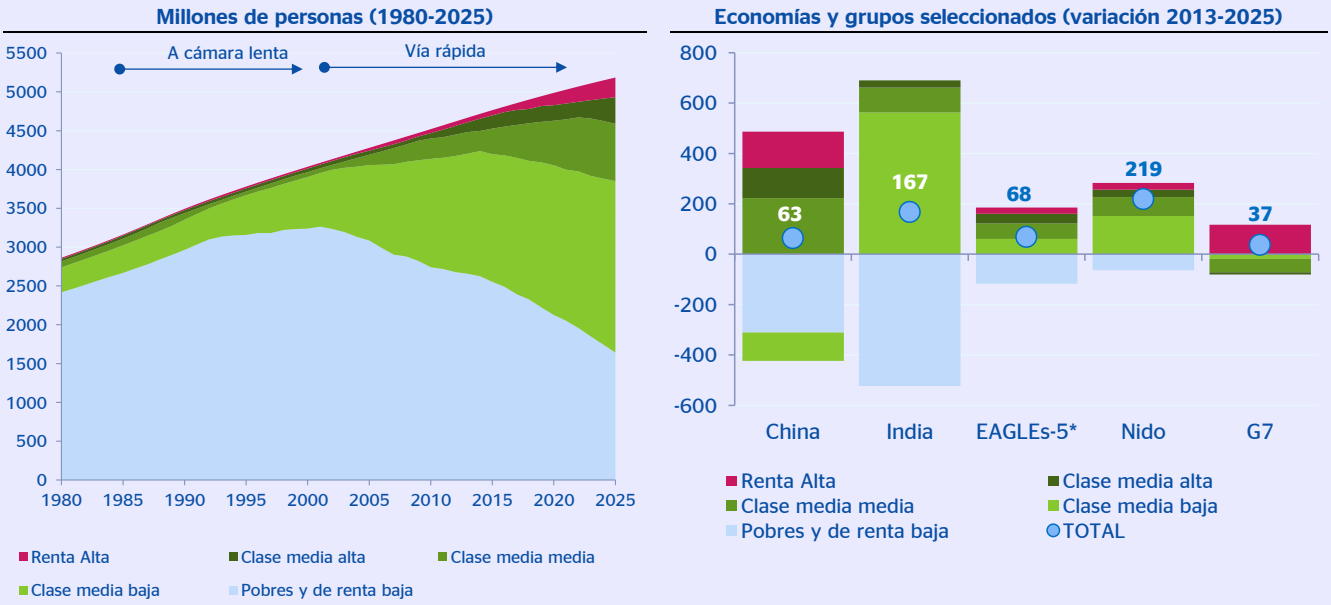
6: "Situación EAGLEs: Informe anual 2013", marzo de 2013.
http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/1303_SituacionEAGLEs_esp_tcm346-380621.pdf?ts=842014.
7: También hemos corregido algunos errores, por los que pedimos disculpas. No obstante, estos errores, que están relacionados con la distribución de la renta, no alteran las tendencias subyacentes.
8: "Explosión de la clase media emergente", Observatorio Económico BBVA EAGLEs, enero de 2013.
http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/130113_EW_Middle_Classes_ES_e_tcm346-372606.pdf?ts=842014

Figura B.3.1
Población por PIB per cápita en países emergentes comparado con mercados desarrollados (2013) (%)



*MD=Mercados Desarrollados.
Fuente: BBVA Research

Figura B.3.2
Población por PIB per cápita en economías emergentes (EAGLEs y países del Nido*)



*Todos los países excepto Arabia Saudí.
Fuente: BBVA Research

6. Profundización del crédito en los países emergentes: en busca de una senda saludable para el crédito

Los ciclos de crédito, así como los episodios de auge y caída, han sido eventos recurrentes en las últimas décadas. En la actualidad, la mayoría de los países que se están desapalancando después de experimentar largos periodos de crecimiento del crédito son economías avanzadas, pero **las políticas ultra-expansivas y las estrategias de retirada de estímulos del mundo desarrollado han aumentado las preocupaciones sobre el grado de sostenibilidad del crecimiento del crédito en los mercados emergentes**.

Por estos motivos hemos estado buscando **una medida de cuán sano es el crecimiento del crédito**. Por un lado, nuestro interés radica en la valoración de la vulnerabilidad, ya que **el exceso de crédito podría dar lugar a crisis bancarias y económicas**. Y por otro lado, también queremos determinar **si el aumento de la penetración financiera podría ser en sí mismo insuficiente** y convertirse con el tiempo en un obstáculo para el crecimiento.

En esta sección hacemos un resumen de los hallazgos de nuestro modelo econométrico de panel presentado en estudios previos[9].

Determinantes del crédito a largo plazo

Los niveles estructurales de la ratio crédito sobre PIB dependen de diversas variables macroeconómicas, regulatorias, institucionales y relativas a la estructura del mercado. Estas relaciones son también no lineales e interactúan entre sí.

Por ejemplo, estimamos que **el crédito aumenta progresivamente cuando se incrementa la renta per cápita, pero, mientras que el ritmo de crecimiento es bastante lento para las economías de renta baja, comienza a acelerarse en los países de renta media y crece con fuerza cuando la transición a la renta alta se ha completado** (Figura 6.1).

Las conclusiones principales del desglose completo de los factores son las siguientes:

- La contribución del **PIB per cápita** al aumento de la penetración del crédito en las economías emergentes ha sido limitada hasta ahora, aunque esperamos que se **incremente a medida que los países entren en la zona de aceleración del crédito con una elasticidad a la renta más alta.**
- La estabilidad macroeconómica es una de las características más notables de los mercados emergentes en los últimos 15 años. Como resultado de ello, **los tipos de interés y las tasas de inflación se han movido estructuralmente a la baja**; el efecto más notable ha sido el registrado en América Latina.
- En términos generales, **la inversión ha desempeñado un papel relativamente limitado** y no explica mucho por sí misma. Sin embargo, hay algunas **excepciones importantes, especialmente China**, que todavía disfruta de una tasa de inversión por encima de la media mundial, lo que contribuye favorablemente a la expansión del crédito.
- **El marco regulatorio e institucional es más favorable al crédito en Asia que en América Latina o en Europa Emergente**, aunque también está mejorando algo en estas dos regiones. El rápido crecimiento de la renta aumentará la presión para mantener un marco apropiado para el crédito.

9: "Credit deepening: the healthy path", BBVA EAGLEs Economic Watch, January 2014.
www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/EW_Credit_Deepening_Jan14_i_tcm348-419674.pdf?ts=332014.
"Excess Credit: Mind the Gap! But which one?"",BBVA EAGLEs Economic Watch, February 2014.
www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/140226_EW_Excess_Credit_Mind_the_Gap_but_which_one_tcm348-427709.pdf?ts=332014.

Brechas de crédito: la vía saludable

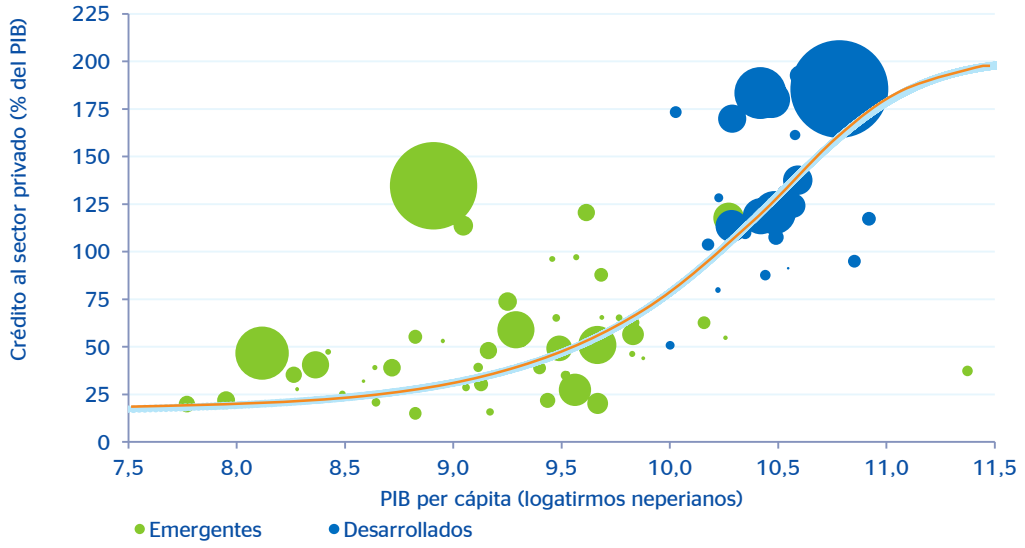
La brecha de crédito es la diferencia entre la ratio observado de crédito sobre PIB y el nivel estructural estimado. Una brecha positiva o negativa implicaría un crédito excesivo o insuficiente, respectivamente.

Basándonos en este enfoque, podemos clasificar las regiones de la forma siguiente:

- Una brecha positiva **explica un porcentaje sustancial del incremento de la ratio en Europa Emergente** durante la segunda mitad de la década de los noventa.
- **América Latina y Asia Emergente presentaron una brecha de crédito insignificante** al inicio de este siglo debido a la introducción de prácticas saludables **tras los excesos de la década de los noventa**.
- **Entre las economías asiáticas, China ha experimentado una brecha de crédito positiva amplia y persistente desde la década de los noventa**, que aceleró su crecimiento después de la recesión mundial de 2009, debido principalmente al considerable crecimiento de las actividades de *shadow banking*.

Un resultado importante del análisis es que, al contrario de lo que se piensa habitualmente, **las ratios de crédito privado sobre PIB no difieren mucho de los niveles implícitos en la renta per cápita.** Sin embargo, **unas mejores condiciones regulatorias e institucionales contribuirían a fomentar la penetración del crédito y a evitar posibles cuellos de botella en el futuro.**

Figura 6.1
Ratio de crédito al sector privado sobre PIB y PIB per cápita (2013)



Nota: la tendencia representa la relación a largo plazo entre PIB per cápita y ratio del crédito independientemente de otras variables que pueden jugar un papel importante en nuestro modelo; el tamaño de la burbuja es proporcional al valor absoluto del PIB.
Fuentes: BBVA Research, FMI

7. Tendencias en el comercio Sur-Sur y cadenas globales de valor: el comercio gravita en torno a la fábrica asiática

En las décadas de los ochenta y noventa del siglo pasado, los países del Sur (es decir, las economías emergentes) participaban en menos del 40% del comercio mundial total, y, lo que es más importante, las transacciones Sur-Sur representaban tan solo un 6% del total. En la actualidad, **los mercados emergentes han incrementado su porcentaje de comercio internacional hasta el 60% y los flujos Sur-Sur han aumentado al 15%** (Figura 7.1).

Los **factores principales** que han propiciado el incremento del comercio Sur-Sur son los siguientes:

- **Rápido crecimiento económico** del Sur en las últimas décadas.
- Mayor avance en **la liberalización del comercio**.
- **Fragmentación de la producción** a través de las cadenas globales de valor (CGV).
- **Ingresos procedentes de las materias primas** debido al aumento de la demanda y a unos términos de intercambio favorables.

Asia ha desempeñado un papel fundamental en el incremento del comercio Sur-Sur, con crecientes vínculos con otras regiones emergentes basados en patrones de especialización. En particular, **China se ha convertido en la fábrica del mundo y ha fomentado las cadenas globales de valor**.

Como resultado de la mayor participación de las cadenas globales de valor en la producción mundial, el uso tradicional de los flujos brutos distorsiona el análisis del comercio internacional, por lo que es **mucho mejor tener en cuenta las transacciones en términos de valor añadido**.

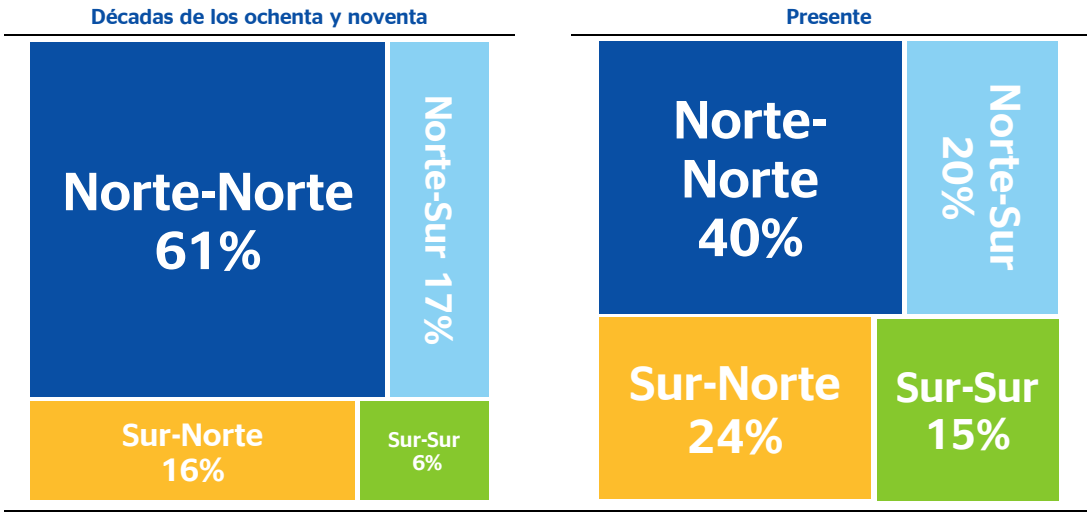
La combinación de estas tendencias en el comercio Sur-Sur se refleja en la existencia de tantas oportunidades como retos para las economías emergentes. **La producción y las estrategias de exportación** serán de vital importancia para definir el papel de cada mercado y deben incluir distintas dimensiones:

- **Conexión e importancia de las exportaciones.**
- **Retención de valor.**
- Exposición a choques externos (**diversificación y poder de mercado**).
- **Contenido tecnológico** y oportunidades para mejorar la estructura económica.

Esta sección incluye nuestro análisis reciente sobre estos temas[10].

10: "La creciente demanda de los EAGLEs hace que la seguridad energética se concentre en las relaciones Sur-Sur", Observatorio Económico BBVA EAGLEs, mayo de 2013.
http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/1305_Observatorio_EAGLES-Seguridad_energetica_tcm346-388462.pdf?ts=842014.
"El comercio Sur-Sur liderado por Asia intensifica los patrones de especialización en el resto de regiones emergentes", Observatorio Económico BBVA EAGLEs, mayo de 2013.
http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/130605_OE_Egales_comercio_sur_sur_tcm346-390652.pdf?ts=842014.
"Comercio Sur-Sur: una nueva perspectiva utilizando los datos de valor añadido", Observatorio Económico BBVA EAGLEs, agosto de 2013.
http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/1308_Eagles_SSTRADE_esp_tcm346-399546.pdf?ts=842014.
"Gulf diversification on hub services and spillovers from abundant liquidity", Observatorio Económico BBVA EAGLEs, enero de 2014.
http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/140129_EW_DiversificationGCC_tcm348-420256.pdf?ts=1222014.
"The multifaceted world of exports: How to differentiate between export-driven strategies", BBVA EAGLEs Economic Watch, April 2014.
http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/140402_EW_exports_tcm348-438276.pdf?ts=842014.

Figura 7.1
Distribución de las exportaciones mundiales según su origen y destino (% del total)



Nota: la cifra de las décadas de los ochenta y noventa corresponde a la media de 1980-1999 y la actual a la media de 2010-2012.
Fuentes: BBVA Research, FMI/DOTS

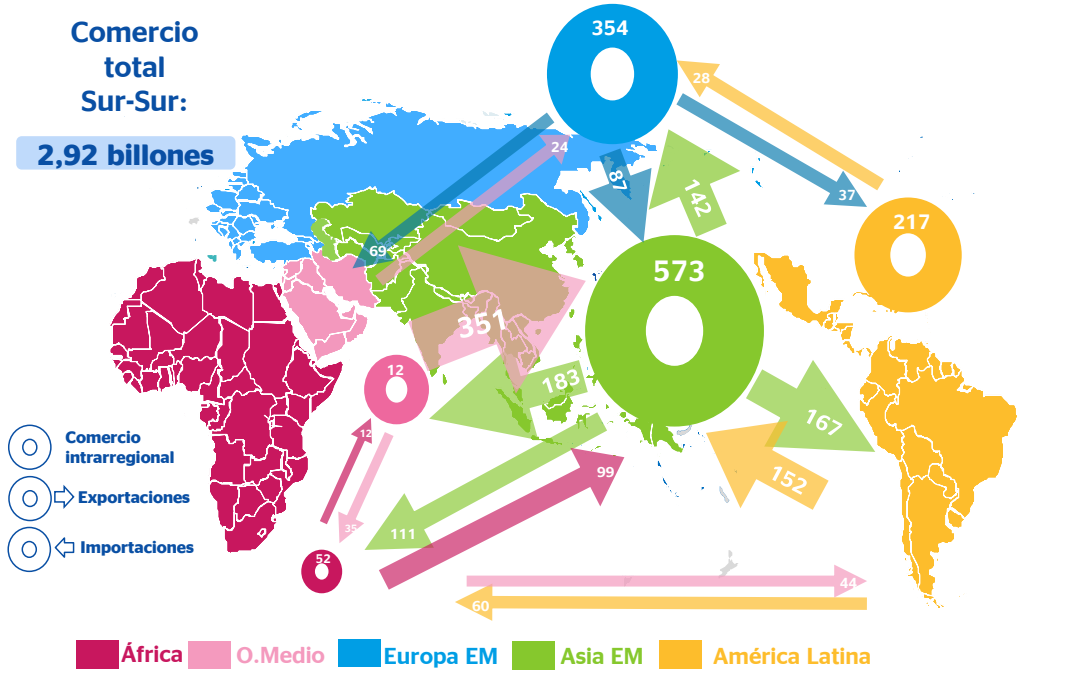
Factores que han impulsado el incremento del comercio Sur-Sur

El valor de los flujos de comercio Sur-Sur se cuadruplicó en la primera década de este siglo como consecuencia de los siguientes motores principales:

- **Rápido crecimiento de los países del Sur:**
  - **El porcentaje del PIB mundial se mantuvo relativamente constante durante las décadas de los ochenta y noventa** en torno al 20% en términos nominales, mientras que esta cifra **se dobló en la última década** y subió hasta el 40% en 2012.
  - Este aumento ha proporcionado **una mayor base productiva para las exportaciones y una mayor demanda para las importaciones,** lo que ha fomentado los flujos de comercio con el Norte así como las transacciones intrarregionales.
- **Liberalización del comercio:**
  - Los aranceles medios **mundiales comenzaron una caída constante a mediados de los noventa**, con Asia entre las regiones más beneficiadas y con un creciente papel de los tratados bilaterales y regionales más que las rondas de la OMC[11] (como la reciente Alianza del Pacífico, presentada en el recuadro al final de esta sección).
  - **La entrada de China en la Organización Mundial del Comercio** (OMC) **en 2001** ha aumentado sustancialmente su presencia en las transacciones comerciales internacionales a nivel mundial, lo que ha fomentado la competencia global debido a que tiene una enorme fuerza laboral que percibe salarios bajos.
- **Fragmentación de la producción:**
  - **El desarrollo de las cadenas globales de valor, liderado por China**, ha incrementado los flujos comerciales de insumos para transformación, así como piezas y componentes para ensamblaje.
- **Ingresos procedentes de las materias primas:**
  - **La demanda de materias primas ha aumentado notablemente debido al rápido crecimiento del Sur**. Como la producción se concentra en el mundo emergente, los crecientes flujos han contribuido de forma significativa al comercio Sur-Sur.
  - Además de este efecto volumen, la creciente demanda ha **impulsado los precios a niveles históricamente altos.**

11: "21st Century Trade and the 21st Century WTO", Baldwin (2012). www.rieti.go.jp/en/special/p_a_w/014.html: "Unilateral tariff liberalisation", Baldwin (2012). www.voxeu.org/article/unilateral-tariff-liberalisation.

Figura 7.2
Flujos de comercio Sur-Sur por regiones (miles de millones de dólares) (2012)



Fuentes: BBVA Research, FMI/DOTS

Asia centro de gravedad, China fábrica del mundo

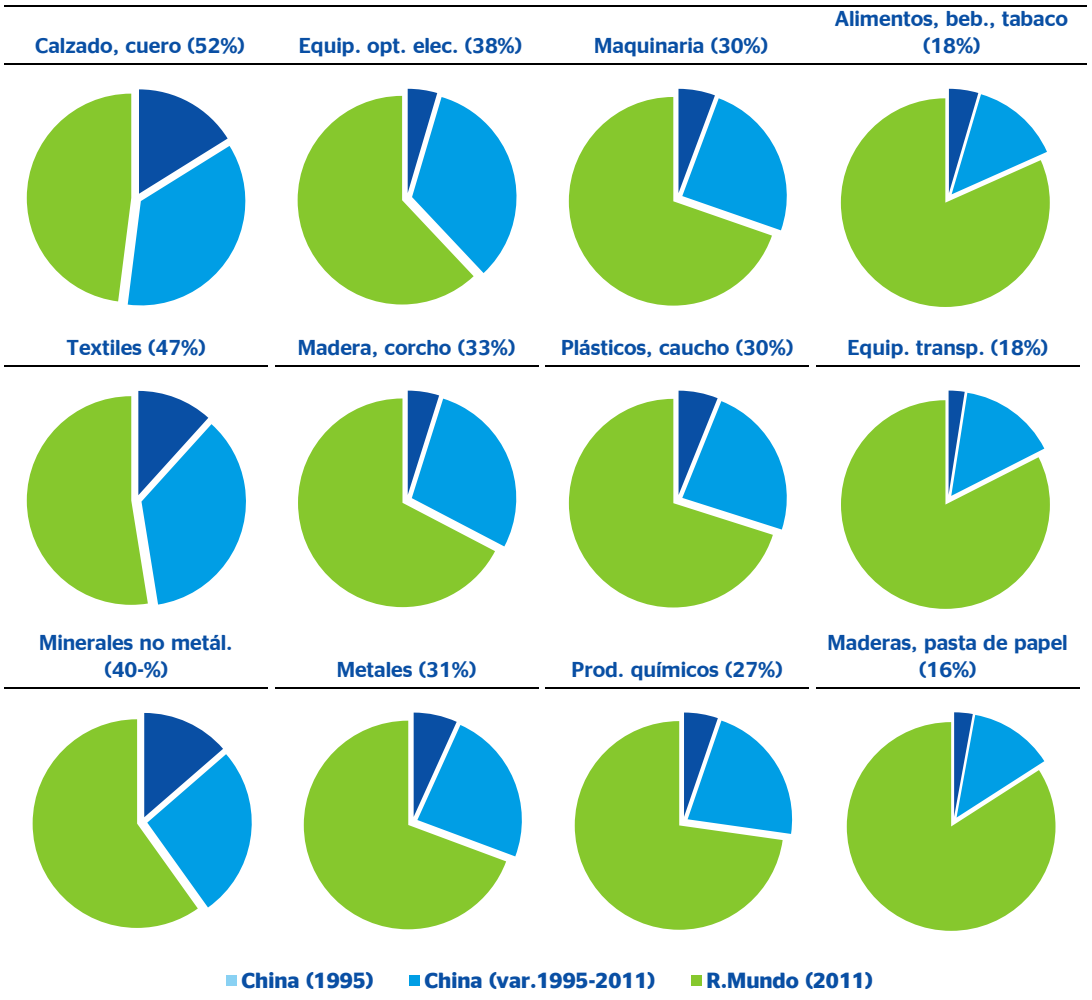
En las tres últimas décadas, **la cuota de Asia en el comercio Sur-Sur se ha incrementado de forma constante, de forma que ha pasado de menos del 20% a más del 40% en 2012**, impulsada por los flujos intrarregionales y liderada por China, con una gran aportación también de los países miembros de la ASEAN. Sin embargo, los flujos de comercio de Asia con otras regiones del Sur son también muy importantes y representan casi el 50% del comercio total con el Sur (Figura 7.2).

China está detrás del prominente papel de Asia en el comercio Sur-Sur. Las reformas económicas que se remontan a los noventa, una estrategia de crecimiento basada en la inversión y en el desarrollo industrial y la entrada del país en la OMC en 2001 no solo han fomentado la competencia externa sino que también han incrementado sustancialmente la demanda interna, transformando la economía en la **fábrica del mundo de numerosos productos manufactureros** (Figura 7.3):

- **En 1995 China representaba solo el 5% de la producción manufacturera mundial, porcentaje que alcanzó el 27% en 2011**. La aportación es mucho más alta si se mide en relación con la variación durante este periodo, ya que representa un extraordinario 41%.
- El país produce ahora en torno al **50% del calzado y la ropa de todo el mundo (un 80% de producción nueva en los últimos 15 años)** y el 40% de los minerales no metálicos (un 60% de producción incremental).
- Sin embargo, **la producción** ya no se concentra en los sectores tradicionales, sino que **se ha incrementado en actividades más sofisticadas con un mayor contenido tecnológico**, como equipos eléctricos, maquinaria y equipos de transporte. Las exportaciones de estos productos han pasado de menos del 30% del total en 1995 a más del 50% en 2011.

China está también detrás de la expansión de las cadenas globales de valor (CGV), que consisten en la fragmentación del proceso de producción en distintas ubicaciones para aprovechar al máximo las ventajas comparativas y competitivas. Un ejemplo claro es la relación económica entre China y los países del Golfo: estos últimos son los principales proveedores que cubren las crecientes necesidades energéticas de los productores chinos. Según las estimaciones[12], China representa en la actualidad **más del 15% de los ingresos generados por las CGV, en comparación con el 5% en 1995**, y converge rápidamente hacia las cuotas cada vez menores del NAFTA (20%) y de la Unión Europea (25%).

Figura 7.3
Producción manufacturera mundial en 2011 (% del total nominal en dólares)



Fuentes: BBVA Research, WIOD

[12]: ""Fragmentation, Income and Jobs. An Analysis of European Competitiveness", ECB NO 1615 Working Paper, November 2013. www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1615.pdf

Una nueva perspectiva comercial con los flujos de valor añadido

La **fragmentación de los procesos de producción** genera crecientes flujos comerciales de productos intermedios, como insumos para transformación, piezas y componentes. Como resultado de estas redes, **la lectura real del comercio internacional podría ser engañosa si se utilizara el enfoque tradicional que considera las cifras brutas**.

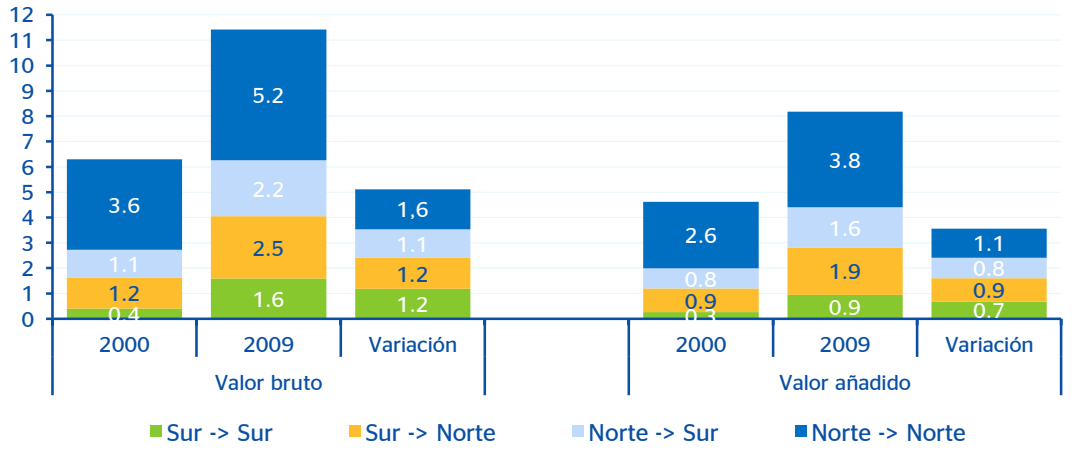
Con el fin de tener en cuenta las verdaderas relaciones económicas, hemos desarrollado el análisis comercial en términos de valor añadido, lo que nos permite identificar:

- Las **aportaciones de otras actividades al proceso de producción**, no solo de los insumos industriales sino también de los servicios.
- El **país de origen** del valor añadido en cada producto y el **destino final** del producto al que se ha añadido el valor.
- La **importancia real del comercio internacional para la actividad económica y el empleo**, evitando la doble contabilidad.

Estas son las principales conclusiones de nuestro análisis como resultado de estos ajustes:

- **La creciente importancia de las relaciones comerciales Sur-Sur podría haberse sobreestimado** (Figura 7.4), ya que estas economías retienen menos valor que otras redes regionales. Por tanto, la dependencia del Norte sigue siendo crucial para el Sur.
- **La balanza comercial con el Norte mejora para la mayoría de los exportadores del Sur en lo que respecta a las cifras brutas, aunque México y China son claras excepciones** debido a que las aportaciones de los productos textiles, el calzado y los equipos eléctricos son más bajas. El **superávit chino con los Estados Unidos se reduce en un tercio en términos de valor añadido**
- **El papel de las materias primas y los servicios pasa a ser mucho más relevante**, doblando su cuota en el total de los flujos con respecto a las cifras brutas, hasta un 55%. Las manufacturas tienen un mayor potencial para la integración vertical y la transformación de productos, y por ello requieren más insumos.
- Las cifras comerciales de valor añadido dan **un sentido más exacto de los patrones de especialización en el Sur y en el Norte.** Los productos básicos incrementan su cuota en los flujos Sur-Norte, del 12% al 20% y los servicios en las transacciones Norte-Sur pasan del 25% al 49%.

Figura 7.4
Exportaciones por red de comercio regional en términos de valor bruto y valor añadido (2000 y 2009) (billones de dólares)



Nota: flujos de exportación.
Fuentes: BBVA Research, OCDE

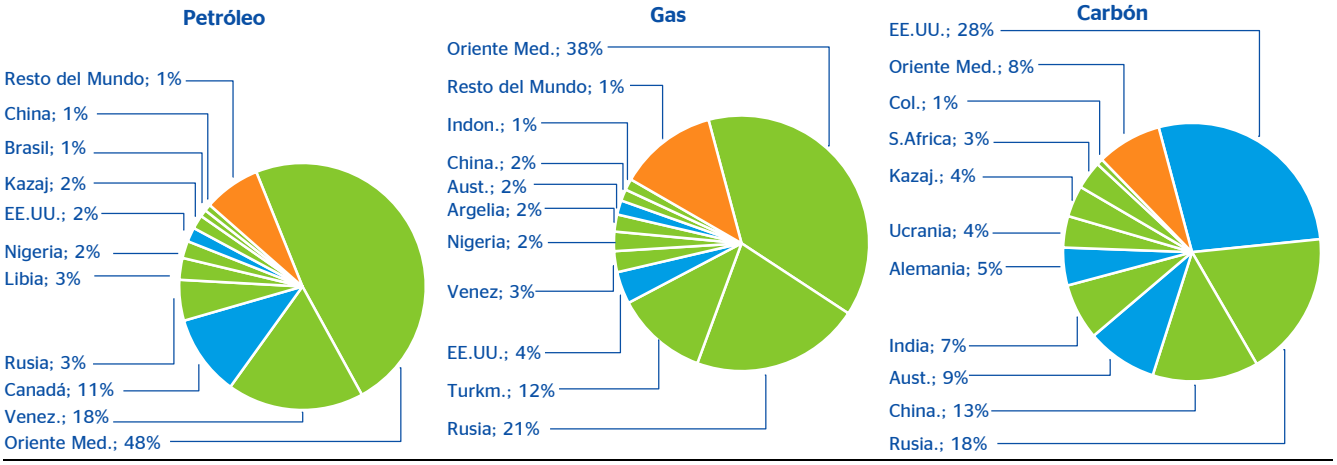
Impacto sobre diversificación y seguridad de materias primas

Una de las conclusiones de nuestro análisis sobre el comercio **Sur-Sur** es que estos flujos están **impulsados por los patrones de especialización**. Esto significa básicamente que **Asia (China)** es la fábrica del mundo, el centro de las nuevas cadenas globales de valor y, por consiguiente, **demanda un volumen cada vez mayor de materias primas de otras regiones emergentes como Oriente Medio y América Latina**, donde se concentran las reservas de recursos (Figura 7.5).

Estos elementos tienen dos repercusiones principales:

- Hay **menos incentivos para la diversificación económica en los países productores de materias primas,** pues los ingresos procedentes de las materias primas aumentan vertiginosamente debido a la creciente demanda y a unos términos de comercio favorables:
  - **En América del Sur, la concentración de productos se ha incrementado de nuevo** desde el inicio de este siglo después de décadas de tendencia a la baja[13].
  - **En los países del Golfo, el aumento del PIB procedente de productos no derivados del petróleo es muy sensible a los precios de la energía** y las actividades de producción manufacturera siguen siendo muy limitadas.
- El hecho de que tanto la oferta como la demanda se encuentren ahora en el mundo emergente convierte **la seguridad de las materias primas** en un **asunto Sur-Sur**. En este sentido, cabría esperar **unas relaciones económicas más estrechas y crecientes vínculos financieros** entre Asia (China) y los productores de materias primas; en mayor medida en el caso de los productos energéticos y los países del Golfo si los Estados Unidos llega a ser autosuficiente.

Figura 7.5
Diez primeros países por reservas de petróleo, gas y carbón (% de cuota mundial) (2011)



Fuente: BP

13: "Latin American commodity exports concentration: is there a China effect?", Documento de Trabajo número 13/06, BBVA Research, enero de 2013. www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1306_tcm348-370671.pdf?ts=1752013.
"La creciente demanda de los EAGLEs hace que la seguridad energética se concentre en las relaciones Sur-Sur", Observatorio Económico BBVA EAGLEs, mayo de 2013.
http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/1305_Observatorio_EAGLES-Seguridad_energetica_tcm346-388462.pdf?ts=842014.

Retos para los exportadores del Sur

A lo largo de esta sección hemos señalado algunos de los retos competitivos que han de afrontar las economías emergentes, como la retención de valor y la diversificación de productos. Ahora completamos el panorama analizando distintas **características de las exportaciones y su relación con la economía nacional:**

- **Importancia económica de las exportaciones:**
  - **Hemos ampliado la medición tradicional sobre el PIB** para incluir no solo bienes sino también ***utilities*, construcción y servicios**. Además, estimamos la conectividad **interna de las exportaciones a través de multiplicadores de producción.**
  - Las pequeñas y medianas economías de Asia del Este están a la cabeza en cuanto al grado de apertura del comercio, mientras que China las supera en términos de conexión interna de las exportaciones. **Las economías de América Latina son menos abiertas que la media; México muestra además una conectividad de comercio muy limitada**, que es también el caso de Indonesia y de Arabia Saudí.
- **Retención del valor:**
  - Tenemos en cuenta la cuota de **insumos extranjeros en las exportaciones**, así como el peso de los **productos importados en la demanda final.**
  - **Los países de Asia del Este están considerablemente por detrás en retención del valor agregado**, mientras que algunos productores de materias primas importan un elevado porcentaje de productos finales, lo que termina por absorber valor añadido.
- **Patrones de especialización:**
  - Medimos la exposición a **los choques externos a través de la diversificación de productos y el poder de mercado mundial.**
  - **La diversificación es más limitada para los exportadores de materias primas, así como para los fabricantes de manufacturas especializados** como Vietnam, mientras que **China es el único país emergente con capacidad global para fijar condiciones de mercado** (no solo desde el lado de la oferta sino también del de la demanda).
  - En el caso de las **economías pequeñas** cuyo poder de mercado mundial es mucho más limitado, **la diversificación es la última opción para protegerse de las turbulencias externas.**
- **Contenido tecnológico:**
  - Valoramos las **oportunidades de mejorar la estructura económica y apoyar el crecimiento a largo plazo a través del aumento de la productividad.**
  - Muchos **países manufactureros** tienen una importante cuota de exportaciones cuyo **contenido tecnológico** está clasificado como medio o alto. Sin embargo, **la mayoría de ellos no tienen un superávit comercial real**, ya que importan un porcentaje significativo de estos productos, copian simplemente la tecnología o juegan un papel de 'ensambladores'. **La India destaca debido a que sus exportaciones tecnológicas consisten principalmente en ofrecer servicios informáticos.**

Recuadro 4. La Alianza del Pacífico

En 2012, Chile, Colombia, México y Perú firmaron un acuerdo de integración y crearon la Alianza del Pacífico, a la que podrían sumarse en breve Costa Rica y Panamá. América Latina tiene una larga tradición de tratados de comercio regionales: Mercosur, ALBA, Caricom, ALADI, CAN, Unasur… Sin embargo, hasta ahora no se puede decir que ninguno haya sido especialmente satisfactorio. La Alianza del Pacífico es un nuevo intento de impulsar la integración de la región y parece que esta vez hay razones más sólidas para la esperanza[14].

Más dinámico que Mercosur

La Alianza del Pacífico está entre las mayores economías del mundo, con 3 billones de dólares ajustados por paridad de compra, por encima del tamaño medio de un país del G6 (Figura B.4.1), y prevemos que el PIB crecerá en torno al 4% en los próximos diez años. La población supera 220 millones de personas, con una creciente clase media.

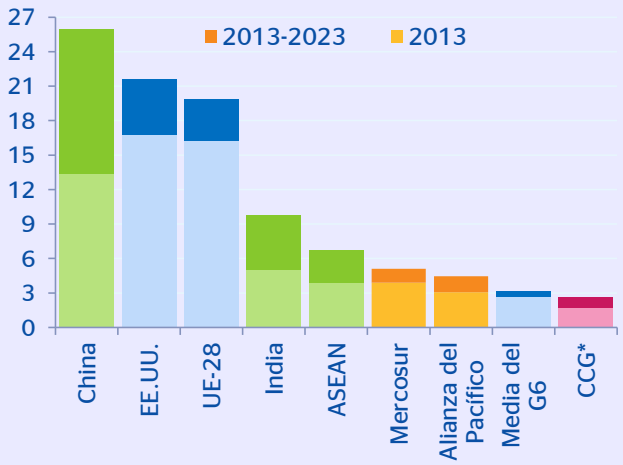
A pesar de ser más pequeña que Mercosur (con cerca de 4 billones de dólares y 310 millones de personas), la aportación de la Alianza del Pacífico al crecimiento mundial entre 2013 y 2023 será mayor (1,4 frente a 1,2 billones de dólares) resultado de un crecimiento más elevado (por debajo del 3% en Mercosur).

Los flujos comerciales internacionales también son mayores en la Alianza del Pacífico (más de 1 billón de dólares en 2012) que en Mercosur (cerca de 900 mil millones), pero el nuevo acuerdo de integración se enfrenta al reto de incrementar la pequeña cuota actual del comercio interregional (2% frente al 8% de Mercosur).

Ventajas comerciales

Según el protocolo de comercio, los aranceles se eliminarán en el 92% de los productos, y se reducirán gradualmente en el 8% restante, concentrado principalmente en el sector agrícola. El acuerdo sobre las reglas de origen también es importante y esperamos que impulse las cadenas de producción regionales, lo que permitirá a cada país aprovechar las ventajas de los acuerdos de comercio negociados por otros miembros.

Figura B.4.1
PIB actual y variación en los próximos 10 años (billones de dólares de 2013 ajustados por paridad de compra)



*Consejo de Cooperación del Golfo
Fuentes: BBVA Research, FMI

Las oportunidades para aumentar el comercio entre sus miembros se inclinan hacia México, dada la estructura económica, con productos manufacturados de alto valor añadido, mientras que el volumen de sus importaciones de materias primas es pequeño.

Buena oportunidad para involucrarse con Asia

La Alianza del Pacífico crea un atractivo bloque económico que aspira a fortalecer sus vínculos económicos con Asia y a formar parte del mundo de las cadenas de valor dados sus Tratados de Libre comercio (TLC) con los Estados Unidos, la UE y otras economías desarrolladas.

China es el mayor socio comercial asiático entre los miembros de la Alianza y un importante inversor en proyectos de minería y recursos naturales. Japón y Corea están más centrados en inversiones en el sector manufacturero, especialmente en el sector de la automoción y los productos electrónicos.

14: ": "New Pacific Alliance Bloc: Mexico and Andeans look towards Asia.
Mexico, Colombia, Peru and Chile new strategy for the XXI Century ", Observatorio Económico BBVA EAGLEs, agosto de 2012.
www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/120822_EW_EAGLEs_New_Pacific_Alliance_Bloc_tcm348-355823.pdf?ts=25102013.
"Integración financiera en la Alianza del Pacífico: alta potencialidad y grandes desafíos para una integración exitosa", Observatorio Económico de BBVA Research, octubre de 2013. http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/131028_Observatorio_Alianza_Pacifico_tcm346-407163.pdf?ts=842014 .
"Firma del protocolo comercial en la Alianza del Pacífico", Flash de BBVA Research Latam, febrero de 2014.
http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/140211_Flash_AP_e_tcm346-423293.pdf?ts=1722014.

La Alianza del Pacífico es un mercado atractivo para los exportadores asiáticos de bienes de consumo, ya que los miembros tienen una importante población de primera y sus clases medias están en auge.

Más que un tratado de comercio

La Alianza del Pacífico no es un TLC, sino más bien un espacio que promueve la integración en distintas áreas: libre movimiento de personas, conservación respecto por el medio ambiente, intercambio académico y estudiantil, promoción cultural, integración de los mercados de valores, desarrollo de infraestructuras, apertura de oficinas de comercio conjuntas y participación en ferias y exposiciones en el mismo espacio, mejora de la competitividad e innovación en empresas micro, pequeñas y medianas, así como en el sector del turismo.

Por ejemplo, Chile ha desarrollado una de las mejores redes de infraestructura de la región con una calidad comparable a los estándares de las economías desarrolladas. Por otro lado, México, Colombia y Perú muestran un déficit importante en relación con sus pares. Por consiguiente, Chile puede ofrecer sus conocimientos y experiencia en esta área.

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

Economista Jefe de Análisis Transversal de Economías Emergentes
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Gonzalo De Cadenas
gonzalodecadenas@bbva.com

David Martínez
dmartinezt@bbva.com

Alfonso Ugarte
alfonso.ugarte@bbva.com

Tomasa Rodrigo
tomasa.rodrigo@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

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

Análisis transversal de Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Xia Le
le.xia@bbva.com.hk

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:
Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución
José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global
Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com