

Situación EAGLEs

EAGLEs

Informe Anual 2012
Análisis Económico

- Se espera que los países emergentes que forman los EAGLEs y el grupo Nest (países que podrían convertirse en un EAGLE) aporten más de dos tercios del crecimiento global en los próximos 10 años. El aporte del G7 se situará en torno al 16%.
- China, India, Brasil, Indonesia, Corea, Rusia, Turquía, México y Taiwán mantienen su pertenencia a los EAGLEs tras la actualización de previsiones de BBVA Research. Egipto es el primer “ángel caído” y pasa al grupo Nest. También Chile y Ucrania se han incorporado a este grupo, por lo que ahora hay 15 países en la lista de espera para convertirse en EAGLE.
- Los cambios en la composición de los EAGLEs y del grupo Nest destacan las ventajas de aplicar un concepto dinámico para evaluar cuáles son las economías líderes del mundo emergente.
- Las vulnerabilidades macroeconómicas en los Eagles son limitadas, al menos comparadas con el mundo desarrollado. Sin embargo, estas varían ampliamente de un país a otro. El informe presenta un mapa de vulnerabilidades por países.
- Los temas especiales del Informe Anual abordan la creciente posición acreedora neta de China con el resto del mundo, la relevancia de los países del Golfo como bloque y la disminución de la importancia de África dentro de los emergentes

Índice

Resumen.....	3
1. Las nuevas perspectivas de los EAGLEs.....	4
Recuadro A. Metodologías de previsión.....	12
Recuadro B. Nuestra muestra: 45 mercados emergentes.....	12
2. El mapa de riesgos para nuestras perspectivas.....	15
Riesgos macroeconómicos.....	16
Posibles obstáculos para el crecimiento.....	19
3. Problemas ad hoc en el mundo de los EAGLEs.....	23
Recuadro 1. Desequilibrios estructurales: situación de los EAGLEs con respecto a las economías desarrolladas.....	23
Recuadro 2. Riqueza cambiante: China es el único acreedor global dentro de los EAGLEs de BBVA.....	28
Recuadro 3. ¿Qué pasa con los países del Golfo? El nacimiento de un EAGLE.....	33
Recuadro 4. ¿Algún EAGLE en África? No por el momento.....	38
Seguimos a los EAGLEs en la web.....	40

En resumen

En comparación con nuestras estimaciones del año pasado, creemos que el grupo de los EAGLEs y de los países que componen su Nest, aportarán más de las dos terceras partes del crecimiento global total en la próxima década, y no solamente el 59% que preveíamos el año pasado. También la aportación de los países del G7 crece, aunque ligeramente: en torno al 16%, frente al 14% del año pasado.

- De nuestros 10 EAGLEs originales, 9 han mantenido su estatus después de actualizar nuestras previsiones. Egipto es el "ángel caído", como consecuencia de la brusca revisión a la baja de sus perspectivas de crecimiento, en especial a corto plazo.
- Los 9 EAGLEs confirmados como tales son China, India, Brasil, Indonesia, Corea, Rusia, Turquía, México y Taiwán.
- Todavía ningún país del Nest ha conseguido convertirse en EAGLE.

Y en cuanto al Nest, la revisión de nuestras previsiones ha conllevado una serie de cambios:

- Egipto está ahora en el Nest, junto a los recién incorporados Chile y Ucrania. Así, la lista de países anidados sube a 15. Los demás son, de mayor a menor, Tailandia, Argentina, Nigeria, Colombia, Polonia, Vietnam, Pakistán, Bangladés, Malasia, Sudáfrica, Filipinas y Perú.

En este segundo informe anual hemos afinado nuestra evaluación de vulnerabilidades clasificando los riesgos en seis tipos distintos. Los tres primeros son los relacionados con el crecimiento, con la demanda externa y con los desequilibrios macroeconómicos. Los otros tres son los problemas institucionales, sociales y de inclusión.

- En general, todas las vulnerabilidades son limitadas, aunque observamos algunas alertas.
- Por lo que respecta al modelo de crecimiento, los fundamentos de crecimiento de la productividad son susceptibles de mejora en China, India, Indonesia y México y, en menor medida, en Brasil y Rusia. Además, se prevé que la fuerza de trabajo disminuirá en Rusia y crecerá apenas marginalmente en China y Taiwán.
- Por lo que respecta a los riesgos de la demanda externa, Rusia, Turquía y México están expuestos a la desaceleración del crecimiento de los países desarrollados, en tanto que Brasil, Corea y Taiwán dependen mucho más de China. Las economías indonesia, rusa y brasileña dependen de las materias primas.
- India y Brasil presentan desequilibrios tanto en el aspecto fiscal como en el frente exterior, a lo que debe sumarse una alta deuda pública. Por su parte, Turquía presenta un importante déficit por cuenta corriente.
- Rusia, al igual que los EAGLEs asiáticos con una renta per cápita relativamente baja (China, India e Indonesia) se enfrenta a retos en el aspecto institucional y a posibles conflictos sociales. Los EAGLEs latinoamericanos (Brasil y México) también podrían enfrentarse a posibles obstáculos para el crecimiento derivados de la escasa inclusión social. Gracias a sus altas rentas per cápita, Corea y Taiwán disfrutaban de una situación relativamente favorable.

Este informe anual se centra asimismo en una serie de temas especiales:

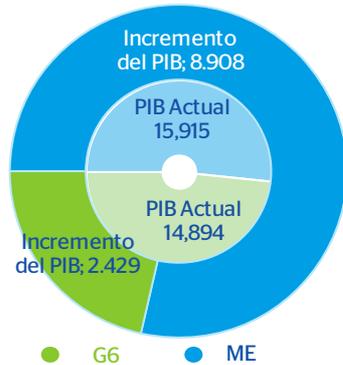
- La crisis ha dado lugar a un nuevo patrón de riesgo de crecimiento, que se caracteriza por un mayor dinamismo y menos vulnerabilidades en las economías emergentes. Los déficits gemelos estructurales se concentran en los países desarrollados, desequilibrios que se corregirán a un ritmo más lento en los próximos años.
- El ahora bien conocido proceso de la riqueza cambiante, que pasa desde los países desarrollados a los emergentes, es genuino —y masivo— para China, pero no para los demás EAGLEs. Además de la magnitud de su tamaño, este proceso supone otra característica diferencial básica entre China y las demás economías emergentes importantes.
- Los países del CCG, en tanto que bloque, merecen ser objeto de seguimiento porque cumplen los criterios para ser EAGLE.
- A pesar de sus progresos económicos, África sigue rezagada. El único país africano del grupo de los EAGLEs, Egipto, se ha caído de la lista. Y a Sudáfrica todavía le falta mucho para entrar al club.

1. Las nuevas perspectivas de los EAGLEs

En 2011, las economías emergentes superaron a la media mundial, demostrando su resistencia durante la actual crisis.

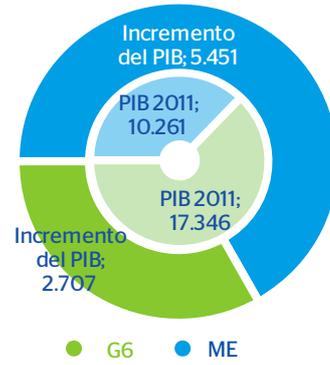
El crecimiento de la economía mundial se moderó el año pasado como consecuencia de la incertidumbre de la irresolución de la crisis de la deuda soberana europea, que afectó a la confianza. Las economías industrializadas (EI)¹ moderaron su proceso de recuperación iniciado en 2010. A pesar de la creciente aversión mundial al riesgo, las tensiones de liquidez y una disminución de la demanda de las economías ricas, los mercados emergentes (ME)² mantuvieron un ritmo de crecimiento más elevado. China conservó su papel de mayor aportadora al crecimiento económico mundial. Los resultados de los países EAGLEs fueron mejores que los de los 45 ME, incluso si excluimos a China o a los BRIC de cualquiera de los grupos precedentes, lo cual confirma la relevancia de estas economías.

Gráfico 1
Comparativa entre 45 ME (sin los BRIC) y el G6*: magnitud económica actual y PIB incremental 2011-2021 (miles de millones de USD, ajustados por PPA)



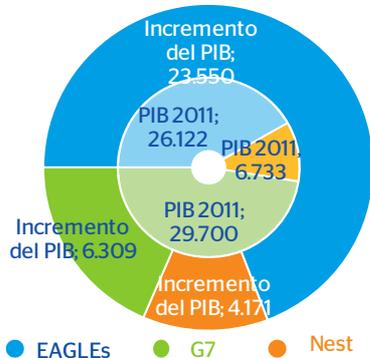
* Total del G6: Canadá, Alemania, Francia, Italia, Japón y Reino Unido
Mercados emergentes: otros países emergentes, excluyendo Brasil, Rusia, India y China
Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 2
Comparativa entre 45 ME (sin los BRIC) y el G6*: magnitud económica actual y PIB incremental 2011-2021 (miles de millones de USD)



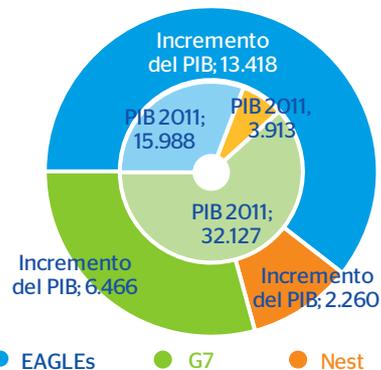
* Total del G6: Canadá, Alemania, Francia, Italia, Japón y Reino Unido
Mercados emergentes: otros países emergentes, excluyendo Brasil, Rusia, India y China
Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 2
Países EAGLEs, Nest y G7: magnitud económica actual y PIB incremental 2011-2021 (miles de millones de USD, ajustados por PPA)



Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 2
Países EAGLEs, Nest y G7: magnitud económica actual y PIB incremental 2011-2021 (miles de millones de USD)



Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

1: Economías industrializadas: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Dinamarca, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hong Kong, Islandia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, Singapur, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

2: 45 mercados emergentes: Argentina, Bahrein, Bangladés, Brasil, Bulgaria, Catar, Chile, China, Colombia, Corea, EAU, Egipto, Eslovaquia, Estonia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Irán, Jordania, Kuwait, Letonia, Lituania, Malasia, Marruecos, Mauricio, México, Nigeria, Omán, Pakistán, Perú, Polonia, República Checa, Rumania, Rusia, Sri Lanka, Sudáfrica, Sudán, Taiwán, Tailandia, Túnez, Turquía, Ucrania, Venezuela y Vietnam.

Tabla 1
Tasas de crecimiento del PIB real, ajustadas por PPA (%)*

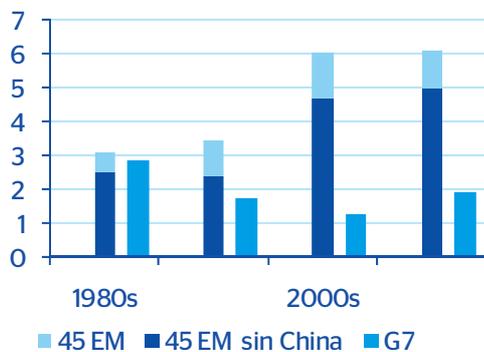
Grupo	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
45 ME	7,0	8,4	8,6	5,1	1,2	7,8	6,3
45 ME sin China	5,8	7,0	6,8	3,8	-1,4	6,6	5,0
45 ME sin los BRIC	5,4	6,5	6,0	3,1	-1,8	6,1	4,8
EAGLEs	7,7	9,0	9,3	5,6	2,2	8,8	7,1
Países EAGLEs sin China	6,0	6,9	6,7	3,6	-1,5	7,5	5,4
Países EAGLEs sin los BRIC	4,9	5,8	4,5	1,4	-3,0	7,9	5,5
Nest	5,2	6,6	6,6	4,3	-0,6	6,3	4,8
BRIC	8,8	10,3	11,1	7,1	4,0	9,3	7,6
Países BRIC sin China	6,8	7,8	8,3	5,1	-0,5	7,6	5,5
Economías industrializadas	2,9	3,1	2,3	-0,6	-4,9	3,2	1,6
G7	2,7	2,9	2,0	-0,8	-5,2	3,4	1,5
Estados Unidos	3,5	2,9	1,7	-0,9	-4,5	3,4	1,9
G6	2,0	2,9	2,3	-0,8	-5,8	3,3	1,1
Mundo	4,0	5,4	5,1	2,1	-2,0	5,4	3,8

*45 ME: Argentina, Bahrein, Bangladés, Brasil, Bulgaria, Catar, Chile, China, Colombia, EAU, Egipto, Eslovaquia, Estonia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Irán, Jordania, Corea, Kuwait, Letonia, Lituania, Malasia, Mauricio, México, Marruecos, Nigeria, Omán, Pakistán, Perú, Polonia, República Checa, Rumania, Rusia, Sri Lanka, Sudáfrica, Sudán, Taiwán, Tailandia, Túnez, Turquía, Venezuela y Vietnam.
EAGLEs: Brasil, China, India, Indonesia, Corea, México, Rusia, Taiwán y Turquía.
BRIC: Brasil, Rusia, India y China.
Economías industrializadas: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Dinamarca, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Hong Kong, Islandia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Malta, Nueva Zelanda, Noruega, Países Bajos, Portugal, Singapur, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.
G7: Alemania, Canadá, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos.
Fuentes: BBVA Research y PEM del FMI

Los EAGLEs y el Nest: los nuevos miembros validan las ventajas de un concepto dinámico

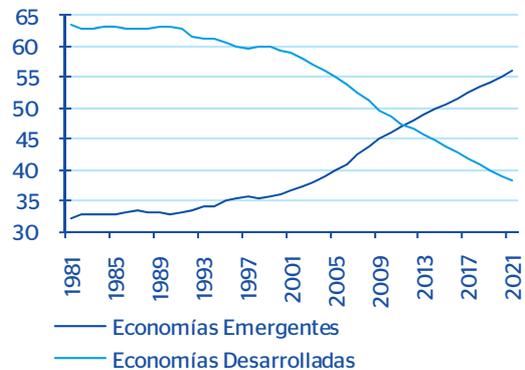
Las perspectivas a largo plazo de la economía mundial son muy similares a las expuestas en nuestro pasado informe anual. Considera un incremento marginal de la tasa de crecimiento del PIB prevista para la próxima década. Los 45 ME seguirán liderando el crecimiento económico mundial, en tanto que las EI mantendrán un ritmo de avance más lento. Para la media del G7, excluyendo a EE.UU., la previsión de crecimiento se mantiene invariable, aunque la de Italia fue revisada (marginalmente) a la baja. Estos mínimos cambios suponen un incremento insignificante de la "nota de corte" para llegar a ser EAGLE, aunque una modesta reducción en el umbral para pasar a ser miembro del Nest.

Gráfico 5
Tasas de crecimiento del PIB real, ajustadas por PPA (%)



Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 6
Cuota de participación en el PIB mundial, ajustado por PPA: comparativa de 45 mercados emergentes con las economías industrializadas



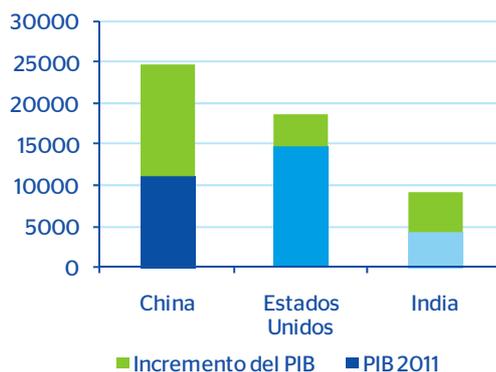
Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

La nueva previsión presenta un interesante cambio entre los integrantes de los EAGLES, así como en sus aportaciones dentro del grupo. En comparación con el año pasado, Egipto se ha convertido en el primer "ángel caído". Sus previsiones para la próxima década se han reducido como media en 0,6 puntos porcentuales (pp), considerando los efectos negativos de su dinámica a corto plazo (2011 y 2012) como consecuencia de los conflictos sociales durante la "primavera árabe". No obstante, consideramos que el crecimiento del PIB se recuperará hasta acercarse a su tasa a largo plazo a partir de 2013. Dado que el año pasado Egipto se situó ligeramente por encima del umbral, una pequeña reducción de sus perspectivas de crecimiento fue suficiente para que abandonase la liga de los EAGLES.

Otro resultado interesante es que Irán está cumpliendo los criterios para ser considerado EAGLES. El FMI realizó una sensible revisión al alza de su tasa media de crecimiento considerando las recientes reformas económicas, que recortaron los subsidios a los precios de la energía y de los alimentos. Se espera que estas medidas incrementen la "eficiencia y competitividad de la economía"³. En este momento, el PIB incremental previsto de Irán se sitúa por encima del umbral de la media del G6. No obstante, no ha sido incluido en la lista de los EAGLES como consecuencia de las sanciones económicas impuestas recientemente por la ONU. Durante este año pueden producirse tensiones políticas si las resoluciones de la ONU se hacen más estrictas, considerando las sospechas de que el país está desarrollando armas nucleares. El gobierno iraní ha reaccionado amenazando con bloquear el estrecho de Ormuz, lo cual tendría implicaciones globales.

Los demás siguen siendo EAGLES, pero las perspectivas de India, Rusia y Turquía han mejorado en comparación con el informe anterior. En el caso de India revisamos las previsiones al alza debido a la adopción de un patrón de crecimiento más orientado a las inversiones, además de incrementos de productividad que, se espera, empujarán a la tasa de crecimiento hacia el 8%. En consecuencia, esperamos que el PIB incremental de India sea mayor que el estadounidense. En cuanto a Rusia, el pronóstico a corto plazo mejora debido a las mejores perspectivas de sus términos de intercambio y a una mayor producción de materias primas. No obstante, su marco institucional y el aumento de la intranquilidad social son riesgos latentes que amenazan a la previsión y que deben ser objeto de seguimiento. Por último, también revisamos al alza las perspectivas de Turquía porque se ha agilizado el proceso de acumulación de capital y porque persiste la mayor aportación de la PTF al crecimiento a largo plazo.

Gráfico 7
**Líderes mundiales en la próxima década:
PIB ajustado por PPA (miles de millones de USD)**



Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 8
**Líderes mundiales
en la próxima década: aportación al crecimiento
económico mundial 2011-2021 (%)**



Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Los demás EAGLES mantienen su importancia relativa señalada en el informe anterior. Se prevé que Brasil e Indonesia realizarán una mayor aportación al crecimiento mundial que Japón, en tanto que Corea, Rusia, Turquía y México posiblemente superen a Alemania. Por último, prevemos que Taiwán tendrá un PIB incremental mayor que el resto de las economías del G6, incluyendo el Reino Unido.

3: República Islámica de Irán: Consulta del Artículo IV 2011 - Informe de los funcionarios del Fondo; Aviso de información público sobre el debate del Comité Ejecutivo; y Declaración del Director Ejecutivo para Irán. Serie: Informe nacional n.º 11/241, 03 de agosto de 2011.

Gráfico 9

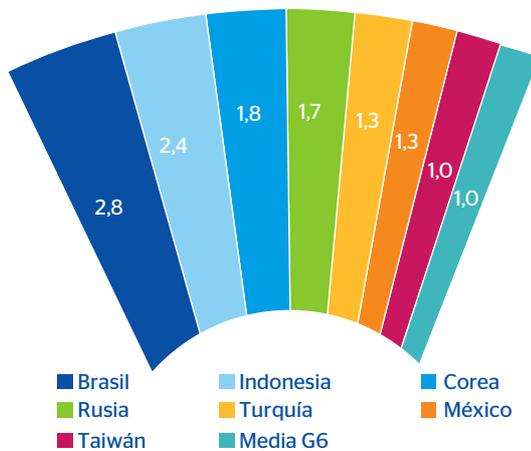
Comparativa entre EAGLEs (excepto China e India)* y las economías del G6: magnitud económica actual y aportación al crecimiento económico mundial 2011-2021 (%)**



* China e India no se incluyen en el gráfico. Aportan el 34% y el 12%, con una magnitud actual de 11 y 4,3 billones de USD, respectivamente
 ** Las dimensiones de la burbuja representan al PIB en billones de USD, ajustados por PPA, en 2011
 Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 10

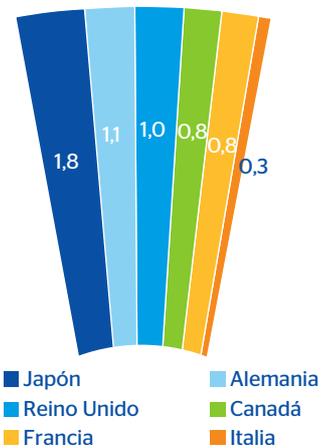
Comparativa entre EAGLEs (excepto China e India): aportación al crecimiento económico mundial 2011-2021 (%)



Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 11

G6 (G7 sin EE.UU.): aportación al crecimiento económico mundial 2011-2021 (%)



Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Por lo que respecta al Nest, hay tres nuevos integrantes: Egipto, Chile y Ucrania: el primero descendió desde la liga de los EAGLES, en tanto que los otros dos avanzaron, separándose de los demás ME⁴. También se ha producido un cambio en la clasificación, según el PIB incremental previsto. Las perspectivas de Argentina, Filipinas y Vietnam han mejorado notablemente, en tanto que hemos tenido que revisar a la baja las previsiones de crecimiento del PIB de Perú y Sudáfrica. En el caso de Argentina, la revisión es producto de unos resultados mejores que los previstos durante 2010 y 2011, así como de un pronóstico de mayor acumulación de capital considerando la mejora de su estabilidad macroeconómica, lo cual promoverá la confianza de los inversores y conllevará un aumento de la productividad total de los factores. La revisión al alza de las otras dos economías asiáticas se explica por la mejora de sus políticas macroeconómicas, dirigidas a apoyar las inversiones en infraestructuras, y también por el previsto proceso de relocalización de la producción desde China en los próximos años. Por otro lado, la revisión a la baja de las previsiones para Sudáfrica por parte del FMI se explica

4: También Arabia Saudí, Irak y Kazajistán cumplen los criterios de umbral para ser miembros del Nest. Sin embargo, están excluidos por ser considerados mercados en transición por algunos bancos de inversión y agencias de calificación. En el caso de Irak, su exclusión también obedece a estar en estado de guerra permanente desde 2003.

por dos razones. La primera es que se espera un descenso de la demanda de sus exportaciones (sobre todo de materias primas) como consecuencia de la menor tasa de expansión de uno de sus principales socios comerciales, la Unión Europea. Además, en su economía hay numerosos cuellos de botella que afectan a su competitividad. Por ejemplo, la regulación del mercado laboral mantiene una alta tasa de paro, en especial entre los jóvenes, al mismo tiempo que los salarios reales suben⁵. La revisión de las perspectivas de Perú también se explica por la prevista pérdida de impulso de la demanda de materias primas.

Gráfico 12
Nest, G6 y otras economías: magnitud económica actual y aportación al crecimiento económico mundial 2011-2021 (%)*



* Las dimensiones de la burbuja representan al PIB en billones de USD, ajustados por PPA, en 2011
Fuentes: BBVA Research y PEM del FMI

El papel de los EAGLES y del Nest en la próxima década

Las previsiones de aportación de los EAGLES al crecimiento de la economía mundial en la próxima década se han incrementado hasta el 58% (frente al 51% de hace un año), lo cual aumenta la relevancia de este grupo de países. También los países del Nest aumentarán su aportación hasta alcanzar el 10% (mínima variación con respecto al año pasado). Por otro lado, todo apunta a que las economías del G7 contribuirán menos del 16% al PIB incremental mundial. BBVA Research prevé que el proceso de convergencia entre los ME y las EI tendrá lugar durante 2012, al ajustar las cifras del PIB por la PPA.

Por regiones, el crecimiento económico mundial de la próxima década se concentrará sobre todo en los países emergentes de Asia, que representarán más de la mitad de este. Una vez más, nuestro análisis confirma que este será el siglo de Asia, y también creemos que se producirán cambios en el equilibrio del poder económico mundial. También es relevante el aumento del PIB incremental en América Latina, que superará a Europa Occidental en términos de nuevo crecimiento. Además, prevemos un proceso de refuerzo de los lazos económicos y políticos entre China y América Latina: Pekín no solamente se está convirtiendo en el socio económico más importante, sino que además se consolida como principal influencia política.

⁵ Sudáfrica: Consulta del Artículo IV 2011 - Informe de los funcionarios del Fondo; Aviso de información pública sobre el debate del Comité Ejecutivo; y Declaración del Director Ejecutivo para Sudáfrica. Serie: Informe nacional n.º 11/258, 25 de agosto de 2011.

Tabla 2
Proyecciones de 45 mercados emergentes y del G7

	PIB (miles de millones de USD, PPA)				Crecimiento anual promedio (%)	País	PIB (miles de millones de USD, PPA)			Crecimiento anual promedio (%)	
	2011	2021	Variación	2011			2021	Variación			
EAGLEs	China	11.067	24.785	13.718	8,4	EAU	256	388	131	4,2	
	India	4.314	9.135	4.820	7,8	Rumania	259	386	126	4,1	
	Brasil	2.247	3.385	1.137	4,2	Marruecos	160	276	116	5,6	
	Indonesia	1.100	2.083	983	6,6	Catar	178	286	107	4,8	
	Corea	1.523	2.249	725	4,0	Sri Lanka	113	213	100	6,6	
	Rusia	2.326	3.026	700	2,7	República Checa	268	361	93	3,0	
	Turquía	1.053	1.587	534	4,2	Kuwait	147	236	88	4,8	
	México	1.628	2.141	514	2,8	Túnez	100	186	86	6,4	
	Irán (excluido)	912	1.409	497	4,4	Venezuela	366	445	79	2,0	
	Taiwán	863	1.281	419	4,0	Hungría	192	261	68	3,1	
Promedio G6	2.482	2.887	405	1,5	Eslovaquia	125	188	64	4,2		
Nest	Egipto	506	880	374	5,7	Sudán	95	149	53	4,5	
	Tailandia	601	974	373	4,9	Bulgaria	100	145	46	3,8	
	Argentina	700	1.048	347	4,1	Omán	80	115	35	3,7	
	Nigeria	407	740	333	6,2	Lituania	60	87	27	3,8	
	Colombia	461	783	322	5,4	Jordania	36	56	20	4,5	
	Polonia	752	1.067	316	3,6	Letonia	34	50	16	4,0	
	Vietnam	295	595	300	7,3	Bahréin	30	46	16	4,3	
	Pakistán	480	774	294	4,9	Estonia	26	39	12	3,9	
	Bangladés	277	545	268	7,0	Mauricio	19	29	10	4,5	
	Malasia	436	698	262	4,8						
	Sudáfrica	543	772	229	3,6	G7	Estados Unidos	14.806	18.687	3.881	2,4
	Filipinas	382	607	225	4,8		Japón	4.311	5.052	741	1,6
	Perú	296	494	198	5,3		Alemania	3.039	3.495	456	1,4
	Chile	275	441	165	4,8		Reino Unido	2.213	2.628	415	1,7
	Ucrania	322	485	163	4,2	G6*	Canadá	1.367	1.710	343	2,3
Mínimo de G6	1.791	1.925	134	0,7		Francia	2.173	2.513	341	1,5	
Grupos	EAGLEs	26.122	49.672	23.550	6,6		Italia	1.791	1.925	134	0,7
	Nest	6.733	10.904	4.171	4,9						
	G6	14.894	17.323	2.429	1,5						
	G7	29.700	36.009	6.309	1,9						
Mundo	77.204	117.565	40.361	4,3							

*G6 = G7 - EE.UU.

Fuentes: BBVA Research y PEM del FMI

Tabla 3
Aportación al crecimiento económico mundial (%)

Clasificación en 2011	País	Aportación 2011-2021	Clasificación 2010	País	Aportación 2010-2020	Variación en la posición
1	China	34,0	1	China	30,2	0
2	India	11,94	3	India	8,55	1
3	Estados Unidos	9,61	2	Estados Unidos	8,66	-1
4	Brasil	2,82	4	Brasil	2,68	0
5	Indonesia	2,44	5	Indonesia	2,26	0
6	Japón	1,83	7	Japón	1,74	1
7	Corea	1,80	6	Corea	1,77	-1
8	Rusia	1,73	8	Rusia	1,42	0
9	Turquía	1,32	14	Turquía	0,99	5
10	México	1,27	9	México	1,20	-1
11	Irán	1,23	22	Irán	0,70	11
12	Alemania	1,13	10	Alemania	1,05	-2
13	Taiwán	1,04	12	Taiwán	0,99	-1
14	Reino Unido	1,03	13	Reino Unido	0,99	-1
15	Egipto	0,93	11	Egipto	1,00	-4
16	Tailandia	0,92	15	Tailandia	0,89	-1
17	Australia	0,89	18	Australia	0,82	1
18	Argentina	0,86	30	Argentina	0,58	12
19	Arabia Saudí	0,85	16	Arabia Saudí	0,85	-3
20	Canadá	0,85	17	Canadá	0,83	-3
21	Francia	0,84	19	Francia	0,78	-2
22	Nigeria	0,83	20	Nigeria	0,77	-2
23	Colombia	0,80	24	Colombia	0,67	1
24	Polonia	0,78	21	Polonia	0,72	-3
25	Vietnam	0,74	27	Vietnam	0,62	2
26	Pakistán	0,73	28	Pakistán	0,60	2
27	Bangladés	0,66	29	Bangladés	0,59	2
28	Malasia	0,65	26	Malasia	0,64	-2
29	España	0,58	23	España	0,70	-6
30	Sudáfrica	0,57	25	Sudáfrica	0,66	-5
31	Filipinas	0,56	33	Filipinas	0,42	2
32	Irak	0,50	32	Irak	0,47	0
33	Perú	0,49	31	Perú	0,49	-2
34	Kazajistán	0,44	35	Kazajistán	0,39	1
35	Hong Kong	0,44	34	Hong Kong	0,41	-1
36	Chile	0,41	37	Chile	0,37	1
37	Singapur	0,41	39	Singapur	0,35	2
38	Ucrania	0,40	38	Ucrania	0,37	0
39	Italia	0,33	36	Italia	0,37	-3

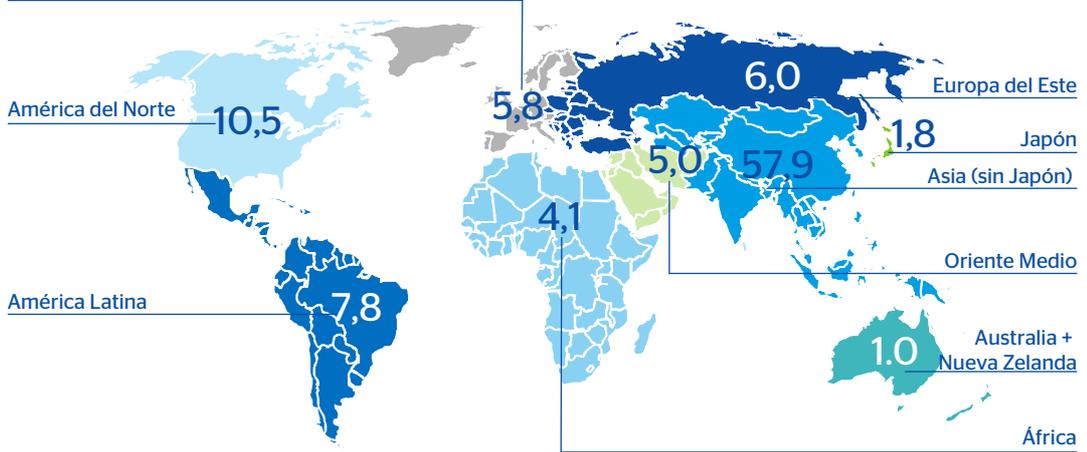
Leyenda	 EAGLE	 Otras economías
	 Nest de EAGLE	 Otros ME (no EAGLE ni del Nest)
	 G7	 Excluidos

Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 13

Aportación al crecimiento económico mundial por región entre 2011 y 2021 (%)

Europa Occidental



Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Recuadro A. Metodologías de previsión

La metodología de previsión empleada en este proyecto es una combinación de estimaciones macroeconómicas a corto, medio y largo plazo. Los datos empleados en este informe han sido obtenidos mediante análisis realizados por BBVA Research, que está presente en muchas de las economías más importantes del mundo. Los análisis de otras economías no realizados por BBVA Research han sido aportados por el Fondo Monetario Internacional, que publica semestralmente sus previsiones en sus

Perspectivas Económicas Mundiales (PEM). Las previsiones a corto y medio plazo para los próximos cinco años incluyen indicadores macroeconómicos como el PIB, la inflación y las balanzas por cuenta corriente y fiscal de 184 países. Conjuntamente con los datos recogidos por BBVA Research y el FMI, las previsiones a largo plazo (para los próximos 10 años) pueden derivarse de la combinación de datos a corto y medio plazo con las estimaciones de crecimiento potencial a largo plazo⁶.

Recuadro B. Nuestra muestra: 45 mercados emergentes

Semántica: no existe ninguna definición clara ni comúnmente aceptada de qué constituye exactamente una economía emergente⁷. Según la terminología de BBVA Research, se entiende por economía emergente a la de una nación con altas perspectivas de crecimiento que se encuentra en proceso de industrialización. Su punto de partida, en términos de nivel de desarrollo económico, renta per cápita, etc. es bajo comparado con las economías desarrolladas; de ahí que estén experimentando un proceso de convergencia hacia el desarrollo de una economía orientada al mercado. Desde el punto de vista de los inversores, dichos mercados ofrecen excelentes oportunidades de inversión, aunque en su mayoría con un nivel de riesgo mucho mayor como consecuencia de un marco institucional más frágil. Por ello, las previsiones de rentabilidad de las inversiones son mayores que las de los países desarrollados. Sin embargo, sus mercados de capitales deberían ofrecer una serie de características mínimas que los hagan lo bastante atractivos para los inversores. Por ejemplo, debería haber disponible información acerca del marco institucional, de los coeficientes de liquidez y facturación, y también índices de renta fija y variable que seguir. Además, debería quedar claro si los inversores extranjeros se exponen a sanciones internacionales por parte de organizaciones como la ONU, por lo que países como Irán quedarían excluidos.

En este momento, BBVA Research ha identificado 45 mercados emergentes (ME)⁸ sobre la base de los

principios mencionados: Se trata de Argentina, Bahrein, Bangladés, Brasil, Bulgaria, Catar, Chile, China, Colombia, Corea, EAU, Egipto, Eslovaquia, Estonia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Irán, Jordania, Kuwait, Letonia, Lituania, Malasia, Marruecos, Mauricio, México, Nigeria, Omán, Pakistán, Perú, Polonia, República Checa, Rumania, Rusia, Sri Lanka, Sudáfrica, Sudán, Taiwán, Tailandia, Túnez, Turquía, Ucrania, Venezuela y Vietnam.

Debe destacarse el hecho de que la pertenencia al grupo está sujeta a revisión, ya que algunos de ellos pueden evolucionar lo suficiente como para entrar en la categoría de economías desarrolladas. También puede suceder lo contrario: que una economía emergente (o desarrollada) pierda su categoría si las perspectivas de crecimiento han empeorado tanto como para retirarla del grupo si no cumple las condiciones requeridas.

Para reducir el amplio número de países y ayudar a los inversores a concentrar sus intereses en los principales ME, BBVA Research preparó una lista de 24 economías, las denominadas EAGLEs y su Nest (hasta 22 economías en 2010) que consideramos que vale la pena vigilar.

Es importante destacar que, al actualizar los cálculos y previsiones para determinar qué economías incluir entre los EAGLEs y en el Nest, consideramos una muestra de 184 países, incluyendo otros países industriales que no están en el G7, mercados en transición y otras economías de baja renta o de marco institucional frágil.

6: Consulte una descripción detallada del modelo de crecimiento potencial en la primera edición de Situación Económica de los EAGLE, titulada: "¿Quiénes son los EAGLEs? El impulso del crecimiento mundial en los próximos diez años"; 14 de febrero de 2011, BBVA Research

7: Ashoka Mody: "¿Qué es un mercado emergente?"; documento de trabajo del FMI WP/04/177, septiembre de 2004.

8 45 mercados emergentes: BBVA Research ha ampliado el proceso de selección de mercados emergentes con otras definiciones ofrecidas por importantes "semilleros de ideas" como: Goldman Sachs, FTSE, MSCI, S&P, Dow Jones, The Economist, etc.

Anexo

Tabla 4
Tasas de crecimiento del PIB real, ajustadas por PPA (%)

País	Previsión a enero de 2012	Previsión a noviembre de 2010	Diferencia
	Crecimiento anual promedio 2011-2021	Crecimiento anual promedio 2010-2020	
EAGLEs + Nest			
Argentina	4,1	3,3	0,79
Bangladés	7,0	6,9	0,08
Brasil	4,2	4,2	-0,05
Chile	4,8	4,8	0,02
China	8,4	8,4	-0,05
Colombia	5,4	5,2	0,28
Egipto	5,7	6,3	-0,57
India	7,8	6,6	1,21
Indonesia	6,6	6,7	-0,13
Irán	4,4	3,1	1,37
Corea	4,0	4,2	-0,22
Lituania	3,8	3,4	0,34
Malasia	4,8	5,1	-0,32
México	2,8	2,8	-0,07
Nigeria	6,2	6,4	-0,26
Pakistán	4,9	4,4	0,51
Perú	5,3	5,7	-0,47
Filipinas	4,8	4,1	0,62
Polonia	3,6	3,6	-0,01
Rusia	2,7	2,4	0,27
Sudáfrica	3,6	4,3	-0,75
Taiwan	4,0	4,2	-0,18
Tailandia	4,9	5,1	-0,10
Turquía	4,2	3,7	0,54
Ucrania	4,2	4,2	-0,01
Venezuela	2,0	1,1	0,87
Vietnam	7,3	6,9	0,41
G7	Crecimiento anual promedio 2011-2021	Crecimiento anual promedio 2010-2020	Diferencia
Canadá	2,3	2,3	-0,09
Francia	1,5	1,4	0,04
Alemania	1,4	1,4	0,00
Italia	0,7	0,8	-0,11
Japón	1,6	1,6	0,03
Reino Unido	1,7	1,8	-0,02
Estados Unidos	2,4	2,2	0,12
Grupo	Crecimiento anual promedio 2011-2021	Crecimiento anual promedio 2010-2020	Diferencia
EAGLEs	6,6	6,4	0,24
Nest	4,9	4,9	0,01
45 ME	6,1	5,9	0,20
G7	1,9	1,9	0,06
G6	1,5	1,5	-0,01
Economías industrializadas	2,0	2,0	0,02
CCG	4,4	5,1	-0,71
Mundo	4,3	4,1	0,16

Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Tabla 5

Clasificación comparativa entre PIB en USD ajustado por PPA y PIB en USD

	País	Clasificación de PIB en USD ajustado por PPA	Clasificación de PIB en USD	Variación
EAGLES	China	1	1	0
	India	2	2	0
	Brasil	3	3	0
	Indonesia	4	4	0
	Corea	5	5	0
	Rusia	6	6	0
	Turquía	7	7	0
	México	8	8	0
	Taiwan	9	9	0
Nest	Egipto	10	15	-5
	Tailandia	11	12	-1
	Argentina	12	13	-1
	Nigeria	13	14	-1
	Colombia	14	10	4
	Polonia	15	11	4
	Vietnam	16	21	-5
	Pakistán	17	22	-5
	Bangladés	18	24	-6
	Malasia	19	18	1
	Sudáfrica	20	17	3
	Filipinas	21	20	1
	Perú	22	23	-1
	Chile	23	19	4
	Ucrania	24	28	-4

Fuentes: BBVA Research y PEM del FMI

2. El mapa de riesgos para nuestras perspectivas

Las proyecciones presentadas en la primera sección corresponden a nuestro escenario de referencia tanto del horizonte a corto plazo (dinámica cíclica y basada en las políticas) como de las perspectivas a largo plazo (crecimiento potencial) para la próxima década. Sin embargo, hay diversos factores susceptibles de afectar a estas cifras, por lo que resulta muy interesante verificar cómo serían los pronósticos optimistas para este período, con arreglo a los riesgos macroeconómicos y los potenciales obstáculos al crecimiento. Es importante destacar que el siguiente análisis ha sido elaborado en términos relativos, en el sentido de que se realizan comparaciones entre países dentro de los 45 ME considerados en este informe, y que las conclusiones se basan en las desviaciones, al alza o a la baja, de nuestras hipótesis de referencia. Además, no hemos considerado ni evaluado ninguna distribución de probabilidades.

La relevancia de determinadas desviaciones del escenario de referencia se muestra mediante un sencillo ejercicio de cálculo. Si los resultados de otras economías permanecen invariables, estimamos qué tasa de crecimiento anual requerirá cada país en los próximos 10 años para pasar del grupo en el que se encuentra actualmente al adyacente. Es decir, de ser un EAGLE a estar en el Nest, o viceversa. Basándonos en este ejercicio, Taiwán es el país con mayor sensibilidad a los trastornos adversos, ya que una revisión a la baja de solo 0,1 puntos porcentuales en su crecimiento medio anual supondría dejar de considerarlo un EAGLE. Para el resto de los EAGLEs son necesarias mayores desviaciones, en especial en el caso de los cuatro principales (China, India, Brasil e Indonesia). En cuanto al Nest, Egipto podría volver a ser EAGLE si consigue acelerar su crecimiento anual en 0,4 pp, en tanto que Tailandia podría alcanzar al grupo con 0,3pp más. En los casos de Argentina, Polonia, Nigeria y Colombia se necesitarían más impactos positivos.

Tabla 6

Ejercicio de solidez:

¿Qué variación del crecimiento es necesaria para que un país EAGLE acabe en el Nest, y viceversa?

Tasas de crecimiento medio anual en los próximos 10 años				
		Escenario de partida	Para llegar al Nest...	Diferencia
EAGLES	China	8,4	0,4	-8,0
	India	7,8	0,9	-6,9
	Brasil	4,2	1,7	-2,5
	Indonesia	6,6	3,2	-3,4
	Corea	4,0	2,4	-1,6
	Rusia	2,7	1,6	-1,0
	Turquía	4,2	3,3	-0,9
	México	2,8	2,2	-0,5
	Taiwán	4,0	3,9	-0,1
		Escenario de partida	Para llegar a ser EAGLE...	Diferencia
Nest	Egipto	5,7	6,1	0,4
	Tailandia	4,9	5,3	0,3
	Argentina	4,1	4,7	0,6
	Nigeria	6,2	7,1	1,0
	Colombia	5,4	6,5	1,1
	Polonia	3,6	4,4	0,8
	Vietnam	7,3	9,0	1,8
	Pakistán	4,9	6,3	1,4
	Bangladés	7,0	9,4	2,4
	Malasia	4,8	6,8	2,0
	Sudáfrica	3,6	5,7	2,1
	Filipinas	4,8	7,5	2,7
	Perú	5,3	9,0	3,7
	Chile	4,8	9,5	4,6
Ucrania	4,2	8,5	4,3	

Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Riesgos macroeconómicos

Se consideran tres dimensiones de riesgos: riesgos del modelo de crecimiento, riesgos de la demanda externa y desequilibrios macroeconómicos.

Los riesgos del modelo de crecimiento tienen que ver con la incertidumbre en materia de factores de producción y de productividad (los componentes de nuestros modelos de crecimiento potencial). Para ello, comprobamos los siguientes indicadores:

- Aceleración del crecimiento: representa un método sencillo de previsión del optimismo, comparando el crecimiento previsto para la próxima década con los resultados antes de la crisis.
- Previsión de crecimiento de la fuerza de trabajo: los países del mundo se encuentran en fases distintas de transición demográfica, lo cual condiciona la disponibilidad de trabajadores en el mercado laboral.
- Previsión de crecimiento de la productividad de la fuerza de trabajo: si la previsión es muy alta, implica que el crecimiento de la actividad requerirá mucho capital, necesitará una mayor profundización financiera y, además, un alto incremento de la productividad total de los factores (PTF).
- Calidad de infraestructuras: se trata un elemento fundamental para el comercio interno y externo, que también afecta a la PTF.
- Gasto en I+D y matriculación en la educación terciaria: son dos de los principales factores que explican la dinámica de la PTF y la divergencia entre países.

Los riesgos de la demanda interna incluyen la relevancia del sector externo en la economía y la concentración de la exposición a determinados productos y mercados:

- Apertura comercial: la relación entre las exportaciones e importaciones y el PIB representa riesgos ante una desaceleración global.
- Previsión de crecimiento de los socios comerciales: se centra en los riesgos de depresión económica de los principales socios comerciales.
- Cuota de exportaciones a China: refleja especialmente que países se verían más afectados en caso de un trastorno idiosincrático de la economía china.
- Porcentaje de las materias primas en las exportaciones: un índice más alto implica mayor sensibilidad a la dinámica de los mercados de materias primas, ya que afectará a la balanza por cuenta corriente y, en algunos casos, a la posición fiscal

Por último, los desequilibrios macroeconómicos describen los riesgos que suponen los ajustes derivados de los desequilibrios externos o fiscales (si fuesen ambos, los denominamos 'déficits gemelos'), con repercusiones en el comportamiento de los agentes tanto internos como externos. Nos centramos en desequilibrios de flujos y reservas:

- Flujo: previsión de balanza fiscal y por cuenta corriente
- Reservas: relación real entre la deuda pública y externa con el PIB

Evaluación de los riesgos macroeconómicos de los EAGLEs

En general, los EAGLEs presentan riesgos para el crecimiento normales. Corea consigue la mejor evaluación relativa, seguida de China y Turquía, en tanto que Indonesia, India y Brasil se sitúan ligeramente por debajo de la media.

Los fundamentos de Corea son más propensos para el crecimiento de la PTF (infraestructuras, gasto en I+D y matriculación en la educación terciaria), una previsión de crecimiento mayor de sus socios comerciales (ubicados sobre todo en Asia) y un previsible superávit fiscal, lo cual contrarresta los riesgos derivados, sobre todo, de la dependencia de China (25% de las exportaciones).

Los sólidos fundamentos de China se concentran en bajos desequilibrios macroeconómicos, muy baja dependencia en las exportaciones de materias primas, una apertura comercial relativamente baja (apenas poco más del 50% del PIB, frente al 75% de la media de los 45 ME, y con una creciente dependencia de la demanda interna), y un gasto en I+D que duplica la media (1,4% del PIB). Sin embargo, de este modelo de crecimiento podrían surgir potenciales debilidades, en especial a causa del bajo crecimiento previsto de la fuerza de trabajo (solamente un 1,9% en la próxima década según estimaciones de la ONU), lo cual haría que su dinamismo dependiese más de la acumulación de capitales y de los avances en PTF. En este sentido, tendría que incrementarse la matriculación en la educación terciaria.

Turquía comparte con China una muy baja dependencia de las exportaciones en materias primas y una no muy amplia apertura comercial (incluso menor, en torno al 40%). Se beneficia de una infraestructura relativamente buena (una puntuación de 5 sobre 7 según el indicador del Foro Económico Mundial). En este caso, la inquietud se centra en el crecimiento de los socios comerciales, considerando su dependencia externa de la demanda europea, así como en el importante déficit por cuenta corriente (que, según estimaciones del FMI, se situará en una media del 6,9% del PIB en el período 2012-2016).

México, Taiwán y Rusia se sitúan en la media de los 45 ME, aunque con un sesgo ligeramente positivo.

En lo que respecta a la exposición a riesgos externos, México tiene una muy baja dependencia de las exportaciones a China (menos del 2% del total) y una dependencia relativamente moderada de las exportaciones (23%, la mitad de la media de los 45 ME), aunque la importante dependencia del mercado estadounidense condiciona un bajo crecimiento de los socios comerciales. Lo positivo es que los desequilibrios macroeconómicos son relativamente bajos (con un coeficiente de deuda externa muy bajo del 19%, nuevamente la mitad de la media). Sin embargo, uno de los mayores retos es reforzar los factores que conlleven un avance de la PTF, como el gasto en I+D (0,4% del PIB en 2010, según estadísticas del BM) y la matriculación en la educación terciaria (27%, frente a la media del 40%).

La evaluación de Taiwán es muy similar a la de Corea, aplicada en este caso a una economía menor. Además de su lenta dinámica demográfica, tiene una alta dependencia de la demanda china (el 28% del total de las exportaciones), a lo cual debe sumar una gran apertura comercial (más del 120% del PIB), aunque se beneficia del significativo crecimiento de sus socios comerciales (mayormente, países asiáticos). El aspecto positivo es que no sufre de desequilibrios macroeconómicos y que, al igual que Corea, presenta muy buenos fundamentos para incrementar la PTF.

Rusia se enfrenta al mayor de los retos en lo que respecta al modelo de crecimiento. Desde la perspectiva interna, está rezagada en infraestructuras (calificada con menos de 4 de 7 en el indicador del FEM), y durante la próxima década se prevé una reducción de la fuerza de trabajo. Por lo que atañe a los riesgos externos, su dependencia de las condiciones de la demanda europea condiciona unas bajas previsiones de crecimiento de los socios comerciales, y además concentra un alto porcentaje de las exportaciones en las materias primas (más del 75%). Pero también hay buenas noticias en las perspectivas de Rusia, como una buena base para la mejora de la PTF derivada del gasto en I+D y la matriculación en educación terciaria (más del 75%, solamente sobrepasada por Corea entre los EAGLEs), y la ausencia de desequilibrios macroeconómicos, tanto en flujos como en reservas.

Indonesia, India y Brasil presentan indicadores ligeramente por debajo de la media.

Indonesia es el único país EAGLE del que se prevé que acelerará el crecimiento en la próxima década (2011-2021) en relación con el período anterior a la crisis (2002-2007), teniendo sus previsiones un sesgo optimista. La productividad es la principal inquietud, ya que, según los pronósticos, tendrá un papel muy relevante en esta aceleración del crecimiento, y todos los fundamentos de avance de la PTF se sitúan por debajo de la media (baja calidad de infraestructuras, gasto marginal en I+D y baja matriculación en la educación terciaria). En cuanto al frente exterior, la relativamente alta dependencia de las materias primas (más del 60% del total de las exportaciones) supone algunos riesgos, aunque las potenciales repercusiones sobre la economía nacional no son tan grandes (la apertura comercial se sitúa en torno al 40% del PIB), y debería beneficiarse del crecimiento de sus socios comerciales más importantes. Por último, los desequilibrios macroeconómicos se mantendrán en la banda baja.

India y Brasil son los EAGLEs con peores perspectivas en cuanto a desequilibrios macroeconómicos. Ambos tienen altos índices de deuda pública (más del 60% del PIB), y proyecciones de déficit por cuenta corriente (entre el 2 y el 3% del PIB) y déficit fiscal (mucho mayor en el caso de India: en torno al 7% frente al 2-3% de Brasil) para la próxima década. También comparten una baja calidad de infraestructuras (una nota de 4 de 7), aunque Brasil posiblemente se beneficiará de ser anfitriona del Mundial de Fútbol y de los Juegos Olímpicos en 2014 y 2016. En el aspecto positivo, ambos países tienen bajos índices de deuda externa, y la demanda interna está menos expuesta a los trastornos de la demanda global (apertura comercial de menos del 20% en Brasil y ligeramente superior al 30% en India).

En India, los resultados positivos de la fuerza de trabajo se ven lastrado por los factores de productividad, como la escasez de infraestructuras y la baja matriculación en la educación terciaria (16%, el ratio más bajo de los EAGLEs). En el caso de Brasil, los principales riesgos derivan del frente exterior, con una alta dependencia de las exportaciones a China y de materias primas (16% y 62% del total de las exportaciones, respectivamente, frente a las medias del 7% y del 45% de los 45 ME).

Evaluación de los riesgos macroeconómicos de los países del Nest

Con la excepción de Vietnam, todos los países del Nest se sitúan en gran medida en la media de riesgos macroeconómicos agregados.

Por lo que respecta a los riesgos del modelo de crecimiento, Egipto (anteriormente un EAGLE) y Bangladés son los únicos países de los que se prevé que su PIB crecerá en la próxima década más que en el período anterior a la crisis, aunque marginalmente. Se prevé que la masa laboral se contraiga en Polonia y Ucrania (un país recién llegado al Nest), en tanto que la productividad laboral se incrementará de forma significativa en Vietnam, Bangladés y Ucrania hasta alcanzar las previsiones del PIB. Será difícil en Vietnam y en Bangladés, ya que los fundamentos de la PTF están por debajo de la media, al igual que en Nigeria. Las infraestructuras y el I+D son dos factores en los que van rezagados Colombia, Filipinas y Perú, mientras que Pakistán lo está en infraestructuras y matriculación en la educación terciaria. Otro grupo presenta deficiencias en alguna de las tres categorías (Argentina y Polonia en infraestructuras, aunque ambos destacan en educación terciaria; Tailandia y Egipto en gasto en I+D; y Sudáfrica en matriculación en educación terciaria). Sin duda, Chile es el que se encuentra en mejor posición con respecto a los fundamentos de PTF.

En cuanto a los riesgos de la demanda externa, Tailandia, Malasia y Vietnam son las economías más abiertas (en torno al 120% del PIB en el primer caso, y alrededor del 150% en los otros dos), mientras que Argentina, Colombia, Egipto y Pakistán son las más cerradas (menos del 40% del PIB). Por lo que respecta a las previsiones de crecimiento de los socios comerciales, las cifras más bajas corresponden a Polonia (expuesta a Europa) y a Bangladés (con la cuota más baja de exportaciones a China). En cuanto a las medidas de diversificación, Chile (país recién llegado al Nest este año) y Perú son los únicos países expuestos a China (15% y 25%, respectivamente), y su dependencia de las exportaciones de materias primas es alta (66% en el caso de Perú, y 86% en el de Chile), como ocurre con Argentina, Nigeria y Colombia (62%, 93% y 73%, respectivamente).

Por último, en materia de desequilibrios macroeconómicos, Egipto, Pakistán, Malasia y Bangladés presentan los mayores riesgos a nivel fiscal, ya que se prevén déficits fiscales en el próximo lustro (más del 7% del PIB en el primer caso, y entre el 4 y el 5% en el de los otros tres) y porque hoy tienen una alta relación deuda-PIB (74% en Egipto). Lo mismo ocurre en el plano exterior con Ucrania, con previsiones de altos déficits por cuenta corriente (4-5%) y una alta relación deuda externa-PIB (85%). También se espera que Polonia, Sudáfrica y Bangladés sufran desequilibrios externos significativos, aunque para los dos últimos la deuda externa no resulte tan problemática. Chile, Perú y Nigeria presentarán los desequilibrios macroeconómicos más bajos (con previsiones de superávit fiscal y deuda pública inferior al 25% en todos los casos, y con un elevado superávit interior y baja deuda externa en el caso de Nigeria).

Posibles obstáculos para el crecimiento

Más allá de los riesgos macroeconómicos, es necesario considerar otros factores susceptibles de provocar potenciales desviaciones del escenario de referencia. Aquí analizamos tres dimensiones de lo que denominamos potenciales obstáculos para el crecimiento: factores institucionales, riesgos de conflicto social y el reto del crecimiento inclusivo.

Por lo que respecta a los factores institucionales, diferenciamos entre los indicadores más relacionados con los obstáculos empresariales y aquellos relacionados con la fragilidad del Estado, que en cierto punto podrían provocar un trastorno de la actividad económica. En cuanto a los primeros, incluimos una perspectiva de mercado y otra pública, mediante el clima de inversión y los indicadores de gobierno, respectivamente.

Los riesgos de conflicto social tienen mucho que ver con el crecimiento, como lo está demostrando la así llamada Primavera árabe. La intranquilidad social puede influir en la evolución económica (trastorna los negocios y fomenta la desconfianza) y en las decisiones políticas (como la incrementación y/o ampliación de los subsidios). Lo que está sucediendo en los países de Oriente Medio y Norte de África (OMNA) tiene sus orígenes en las altas tasas de paro juvenil, el aumento de los precios de los alimentos, las desigualdades de renta y la falta de democracia y derechos civiles. Como indicadores de riesgo de conflicto social incluimos la dependencia alimentaria, medida por la cuota de importaciones y su peso relativo sobre la cesta de consumo, así como la situación del mercado laboral en términos de desempleo (con mención especial al paro juvenil, cuando existen cifras) y educación (matriculación en el nivel secundario)

Por último, las consideraciones sobre el crecimiento inclusivo se centran en averiguar si el dinamismo económico afecta de manera desigual a toda la población. En este documento presentamos dos indicadores de este problema: el índice de Gini y el porcentaje de población por debajo de la línea de la pobreza.

Evaluación de posibles obstáculos para el crecimiento de los EAGLEs

A diferencia de los riesgos económicos, la diversidad entre los EAGLEs es mayor en los posibles obstáculos para el crecimiento. Corea y Taiwán se sitúan en el lado positivo, mientras que India, Indonesia y Rusia se sitúan ligeramente por debajo de la media.

Corea y Taiwán presentan la mejor evaluación a nivel de factores institucionales, tanto desde una perspectiva del sector público como de mercado. Dado que la fase de desarrollo está relativamente avanzada entre los EAGLEs (con un PIB per cápita que duplica al de Rusia, la siguiente en la clasificación), ambos países presentan baja dependencia alimentaria (en torno al 2% del total de las importaciones y un peso en la cesta del IPC inferior al 15% en Corea y de alrededor del 25% en Taiwán, en comparación con la media de los 45 ME, superior al 30%). También las tasas de desempleo son bajas (entre el 3 y el 5%). Por último, el índice de Gini es el más bajo de entre los EAGLEs, ligeramente superior al 30% en ambos casos, con casi 10 puntos porcentuales menos que la media de los 45 ME.

México, Brasil, China y Turquía se sitúan en torno a la media desde una perspectiva combinada, aunque existen algunas desviaciones dignas de ser mencionadas. Es el caso de Brasil y México, en ambos casos con bajos riesgos de conflicto social derivados de la dependencia alimentaria (la ponderación en la cesta del IPC es de aproximadamente el 20% en ambos casos) o del mercado de trabajo (tasa de paro relativamente baja en México y matriculación en la educación secundaria por encima de la media en Brasil). Sin embargo, esto queda parcialmente contrarrestado por el reto que supone el crecimiento inclusivo. A pesar de las recientes mejoras, ambos países aun presentan la mayor desigualdad en la distribución de la renta de los EAGLEs (un índice de Gini superior al 50%, 10 puntos más que la media de los 45 ME), y un porcentaje muy alto de la población viviendo bajo la línea de la pobreza (especialmente en México). En Brasil, el clima para las inversiones es susceptible de mejora, según los indicadores de Doing Business 2012 del Banco Mundial.

China se mantiene rezagada en materia de factores institucionales, presenta una alta sensibilidad de la población a los trastornos del precio de los alimentos (una ponderación en la cesta del IPC próxima al 40%) y sufre de una distribución desigual de la renta (índice de Gini del 45%). En Turquía, uno de los retos reside en la situación del mercado de laboral, con la tasa de paro más alta de los EAGLEs (superior al 10%), que afecta especialmente a los jóvenes (25%, superior a la media del 20% de los 45 ME).

Por último, los potenciales obstáculos al crecimiento de India, Indonesia, y Rusia se sitúan ligeramente por encima de la media. En los tres casos, las deficiencias institucionales se concentran en la capacidad explicativa, en especial en los aspectos del clima para la inversión, el gobierno y la solidez estatal a largo plazo. También los riesgos de conflicto social son fuente de preocupación, ya que las tres economías tienen, al igual que todos los países de baja renta per cápita, una ponderación de los alimentos en el IPC superior a la media (próxima al 40% en Rusia y entre el 45 y el 50% en los otros dos países), con tasas de paro total y juvenil en línea con la elevada media de Rusia e Indonesia (en torno al 8% y al 20%, respectivamente), y superiores a la media del total de India (más del 10%). Esto queda reforzado por el hecho de que India e Indonesia presentan las cifras más bajas de matriculación en educación secundaria de los EAGLEs (60% y 75%, respectivamente, por debajo de la media del 84% de los 45 ME). En cuanto crecimiento inclusivo, la distribución de la renta no es especialmente relevante (con un índice de Gini en torno a la media en todos los casos), aunque la pobreza es relativamente alta en Indonesia, Rusia e India.

Evaluación de posibles obstáculos para el crecimiento de los países del Nest

Los posibles obstáculos para el crecimiento presentan una amplia dispersión en el caso del grupo del Nest. Chile y Polonia presentan los menores riesgos, mientras que Bangladés, Filipinas, Egipto y Nigeria se sitúan en el extremo opuesto.

Por lo que respecta a los factores institucionales, Chile y Malasia comparten un mejor diagnóstico, tanto en los indicadores del clima de inversión como en los del sector público, mientras que Tailandia, Sudáfrica y Perú también se sitúan por encima de la media en el clima de inversión, y Polonia hace otro tanto en lo relativo a gobernanza y solidez del Estado. Ocurre justo lo opuesto en Egipto, Nigeria, Pakistán, Bangladés y Filipinas, cuya evaluación es inferior a la media tanto en el sector público como en el privado.

Algunos de los países del Nest comparten una alta proporción de gasto en alimentos y de dependencia en las importaciones de los mismos. Así ocurre en Egipto, Vietnam, Malasia, Ucrania y Bangladés, expuestos a trastornos de precios de los alimentos internos y externos (importan en torno al 4-5% del PIB en alimentos, con una ponderación superior al 40% en el IPC). También Nigeria y Perú presentan porcentajes muy altos de los alimentos en el IPC (próximos al 60% en el primer caso), pero su dependencia de las importaciones es la mitad (aproximadamente el 2% del PIB). Según estos criterios, Sudáfrica y Chile son los países con menor exposición a las variaciones de los precios de los alimentos.

Con respecto al potencial de conflictos sociales derivados de las condiciones del mercado de trabajo, Nigeria y Sudáfrica sufren las mayores tasas de paro (superiores al 20%), seguidos de Colombia (más del 10%). Aunque Sudáfrica y Colombia mantienen altas cifras de matriculación en educación secundaria (superior al 90%), ambos sufren de una alta tasa de paro juvenil, especialmente preocupante en el primer caso, donde casi la mitad de la población activa está desempleada. Los países asiáticos del Nest tienen las tasas de paro más bajas, también juvenil, aunque van rezagados en materia de educación, igual que Nigeria. El mercado de trabajo no es tan inflexible en las economías de América Latina, donde las tasas de paro general y juvenil se sitúan en la media, al igual que la matriculación en la educación secundaria.

Por último, el problema del crecimiento inclusivo también está presente en los países del Nest, especialmente en lo referido a la distribución de la renta en los países latinoamericanos (la media de los cuatro países del Nest registran un índice de Gini de aproximadamente el 50%, 10 puntos más que la referencia de los 45 ME), de Sudáfrica (con un índice de Gini del 67%, el más alto de los 45 ME) y de Malasia (46%, el más alto entre los ME de Asia). Los datos de pobreza no son tan prominentes, pero deben destacarse los casos de Colombia (37% de la población por debajo de la línea de la pobreza), y también de Perú, Sudáfrica, Filipinas, Pakistán y Egipto (todos ellos con más del 20% de la población por debajo de dicha línea). El caso de Malasia es interesante: aunque tiene una distribución de la renta muy desigual, como ya se ha mencionado, presenta el menor porcentaje de personas por debajo de la línea de la pobreza de los países sobre los que se dispone de datos (un porcentaje inferior al 10% de la población total).

3. Problemas ad hoc en el mundo de los EAGLEs

Recuadro 1. Desequilibrios estructurales: cómo les va a los EAGLEs en comparación con los desarrollados

En los últimos años, el balance de riesgos ha evolucionado hacia un perfil riesgo-rentabilidad más favorable para los mercados emergentes. Apoyados por una significativa mejora en la gestión política tras las lecciones aprendidas durante las crisis que sufrieron, los países emergentes se encuentran en una posición sólida. Un primer análisis “a vista de pájaro” de las cuentas públicas y de las cuentas corrientes muestra que los riesgos ahora se concentran principalmente en las economías desarrolladas. No obstante, parte de esta tendencia podría ser el resultado de los efectos cíclicos negativos de las crisis. Este recuadro analiza la situación estructural de los desequilibrios públicos y externos, y confirma que, más que un fenómeno cíclico, los déficits gemelos estructurales siguen siendo favorables para los mercados emergentes.

Un nuevo patrón de riesgo-crecimiento

Uno de los resultados destacables de la reciente crisis ha sido el cambio del perfil riesgo-crecimiento entre las economías desarrolladas y las emergentes. Aunque el crecimiento económico normalmente ha favorecido a los ME, la relación riesgo-rentabilidad jugaba por lo general en su contra.

Este paradigma ha empezado a cambiar como consecuencia de la crisis mundial, aunque las semillas del cambio pueden encontrarse incluso antes. La crisis de Asia y América Latina en la década de los noventa actuó como una potente llamada de advertencia para que los ME mejoraran sus políticas económicas. En primer lugar, contribuyeron a reducir los desequilibrios macroeconómicos. En segundo lugar, y más importante, introdujeron la idea de un concepto de prudencia para evitar problemas en el futuro.

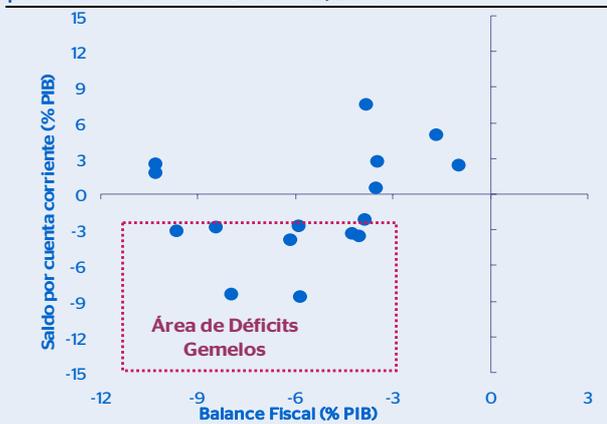
Los déficits gemelos de las economías desarrolladas y emergentes a “vista de pájaro”

Un sencillo criterio para explicar el cambio en el perfil de riesgo del mundo consiste en comprobar visualmente las cuentas fiscales y corrientes tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas. El Gráfico 14 muestra que los desequilibrios de las economías desarrolladas están ahora más concentrados en el cuadrante que más preocupa (déficit por cuenta corriente y déficit fiscal), y algunos de ellos se sitúan dentro de los límites peligrosos (ambos desequilibrios por encima del 3%). En cambio, las líneas dispersas de los ME (en el Gráfico 15 precedente) reflejan una situación más favorable, en la que la mayoría de los países se sitúan fuera del área de déficits gemelos del 3%.

Como es lógico, algunos de los patrones divergentes son el resultado de los efectos cíclicos desencadenados por las repercusiones de la crisis reciente. Por tanto, creemos que es más relevante evaluar la situación de los déficits gemelos estructurales. Para ello hemos desglosado tanto la balanza por cuenta corriente como la fiscal en sus componentes estructural y cíclico para responder a los siguientes interrogantes:

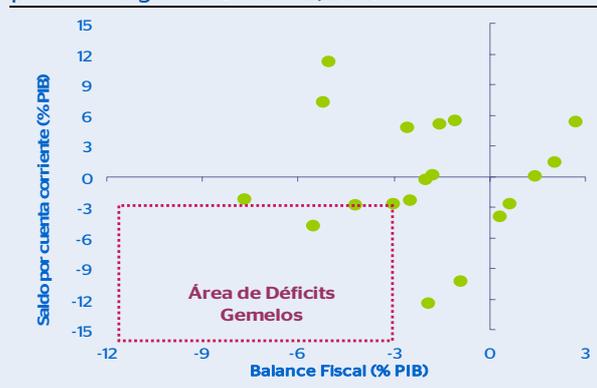
- ¿Cuál es la magnitud de los déficits gemelos estructurales?
- ¿Cuáles son los motores estructurales del déficit por cuenta corriente estructural?
- ¿Cómo ha afectado la crisis financiera a estos factores estructurales?

Gráfico 14
Balanzas por cuenta corriente y fiscal nominales de los países en desarrollo (% del PIB, 2011)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 15
Balanzas por cuenta corriente y fiscal nominales de los países emergentes (% del PIB, 2011)



Fuente: BBVA Research y FMI

Los déficits estructurales gemelos se concentraron en los países desarrollados, aunque no exclusivamente

Calculamos un panel para la balanza por cuenta corriente que abarca el período entre 1980 y 2010 de 46 economías, que representan en torno al 90% del PIB mundial⁹. Los principales resultados de nuestras estimaciones se ajustan a la bibliografía económica¹⁰. Se estima un coeficiente a largo plazo negativo para las variables demográficas (incluyendo ratios de dependencia y crecimiento de población) y para la relación entre las inversiones y el PIB. Por el contrario, observamos una elasticidad positiva en la balanza fiscal, las condiciones de intercambio (en especial, del petróleo) y la apertura comercial.

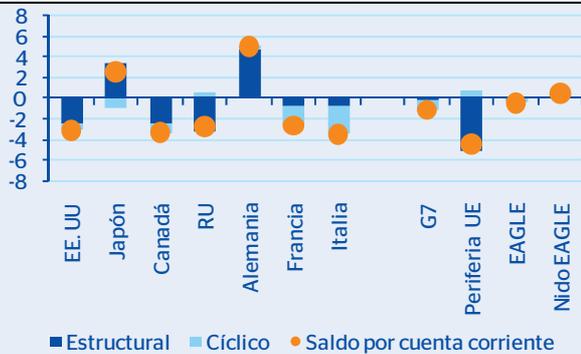
Si aplicamos coeficientes a la media móvil a 5 años de las variables explicativas y añadimos los efectos país que representan factores omitidos, podemos hacer un cálculo aproximado del componente estructural de la cuenta corriente. Las principales conclusiones son las siguientes:

- Economías desarrolladas (Gráfico 16): a excepción de Alemania y Japón, el resto de los países del G7 tienen déficits estructurales por cuenta corriente. EE.UU., Canadá y el Reino Unido

presentan desequilibrios estructurales superiores al 2% del PIB. Aunque relativamente elevada, esta cifra es considerablemente más baja que la de la periferia de la UE, que tiene de promedio un déficit estructural próximo al 5% del PIB.

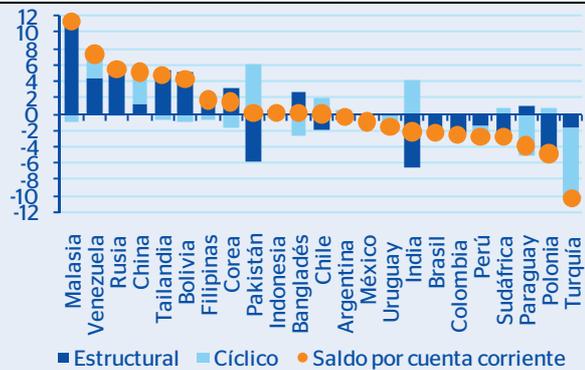
- Economías emergentes (Gráfico 17): si tomamos la propia agrupación de BBVA de las principales economías emergentes (los EAGLEs y su Nest), su posición estructural se aproxima al equilibrio; es decir, a cero. El mayor superávit estructural lo registra Malasia (cerca del 12% del PIB). El superávit estructural también es significativo en el caso de Tailandia y Corea (por encima del 5%), los exportadores de petróleo y gas (Venezuela y Rusia, por encima del 4%) y, en menor medida, China (1,5%). En cambio, los mayores desequilibrios externos se observan en India y Pakistán (más del 6%), seguidos de Sudáfrica (en torno al 3,5%). Por último, Brasil, Colombia, Perú y Turquía presentan déficits por cuenta corriente estructurales moderados (en torno al 2%).

Gráfico 16
Desglose de la balanza por cuenta corriente en países desarrollados (en puntos porcentuales, 2011)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 17
Desglose de la balanza por cuenta corriente en países emergentes (en puntos porcentuales, 2011)



Fuente: BBVA Research

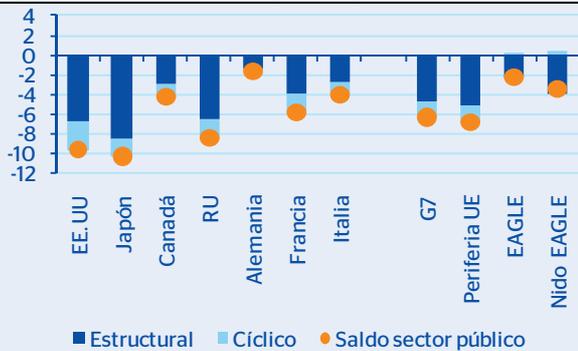
9: Alemania, Argentina, Australia, Austria, Bangladés, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Corea, Egipto, España, Estados Unidos, Filipinas, Finlandia, Francia, Grecia, Hong Kong, India, Indonesia, Irlanda, Italia, Japón, Malasia, México, Nigeria, Países Bajos, Pakistán, Panamá, Paraguay, Perú, Polonia, Portugal, Reino Unido, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Uruguay, Venezuela y Vietnam.

10: Consulte información detallada acerca de la metodología en el Observatorio Económico "Déficits gemelos estructurales: un problema del mundo desarrollado más que del emergente" en www.bbvaesearch.com/KETD/ketd/ing/nav/geograficas/economiasemergentes/index.jsp.

En lo que respecta a los desequilibrios fiscales, la posición relativa de las economías desarrolladas y de las emergentes también es distinta:

Economías desarrolladas (Gráfico 18): la mayoría del G7 (excepto Alemania) presenta posiciones preocupantes de los déficits ajustados cíclicamente. Este es especialmente el caso de Japón (8%), así como de EE.UU. y del Reino Unido (ambos con un déficit estructural próximo al 6,5%), pero Francia (4%) e Italia (3%) también están en esta situación a pesar de los recientes ajustes de consolidación fiscal. Como media, y después del proceso de consolidación fiscal, la situación de la periferia de la UE (con un promedio cercano al 5%) es ahora similar a la del G7.

Gráfico 18
Desglose de la balanza fiscal en países desarrollados (en puntos porcentuales, 2011)



Fuente: BBVA Research

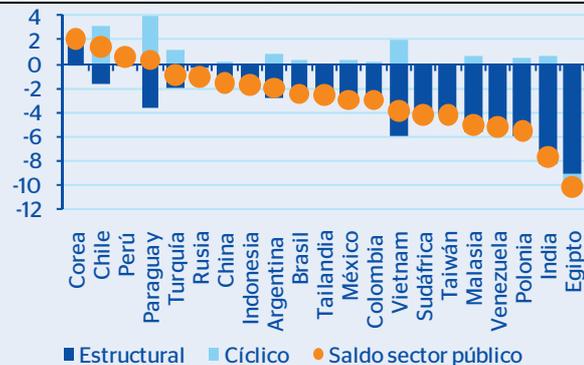
¿Quiénes son los reyes de los déficits estructurales gemelos?

Una vez desglosadas las balanzas por cuentas corriente y fiscal entre los componentes estructurales y los cíclicos, podemos determinar qué países presentan la posición de mayor vulnerabilidad en términos de desequilibrios estructurales gemelos. Para ello, hemos identificado qué países se sitúan en el área de déficits gemelos estructurales, definida como el área con déficits estructurales superiores al 3%. Los principales resultados son los siguientes:

- Economías desarrolladas (Gráfico 20): los países de la periferia de la UE son los que sufren déficits

Economías emergentes (Gráfico 19): aunque en mejor posición, muchos de los EAGLEs, y en particular los países del Nest, también presentan déficits ajustados cíclicamente. El mayor déficit estructural correspondería a Egipto (9% del PIB), India (8%), Polonia, Vietnam y Malasia (6%), Venezuela (cerca del 5%), Taiwán, Sudáfrica y Paraguay (en torno al 4% en ambos casos). Colombia, Argentina y Brasil tienen déficits fiscales estructurales más bajos, en torno al 3% del PIB. Y son todavía más bajos (2%) los de Tailandia, Turquía, China, Indonesia y Chile. Por último, Rusia y Perú registran una posición fiscal estructural casi neutra.

Gráfico 19
Desglose de la balanza fiscal en países emergentes (en puntos porcentuales, 2011)

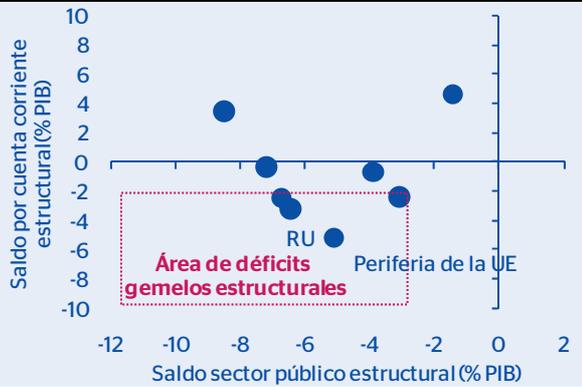


Fuente: BBVA Research

estructurales más elevados, pero la posición del Reino Unido dista mucho de ser cómoda.

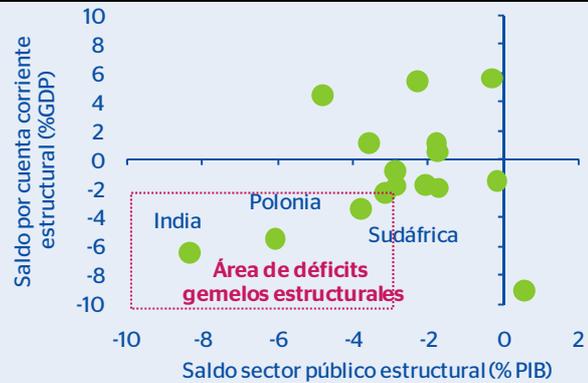
- Economías emergentes (Gráfico 21): solo tres países de nuestros grupos EAGLE y Nest están dentro de la región de vulnerabilidad. India es el caso más preocupante. Polonia y Sudáfrica, aunque están dentro del área de vulnerabilidad, tienen desequilibrios estructurales próximos a nuestra referencia del 3%. Existen otros países fuera del área de déficits gemelos estructurales, pero sin margen, como Brasil, Turquía, Chile y Argentina.

Gráfico 20
Balanzas por cuenta corriente y fiscal estructurales en los países desarrollados (% del PIB, 2011)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 21
Balanzas por cuenta corriente y fiscal estructurales en los países emergentes (% del PIB, 2011)



Fuente: BBVA Research

Los motores de la balanza por cuenta corriente estructural

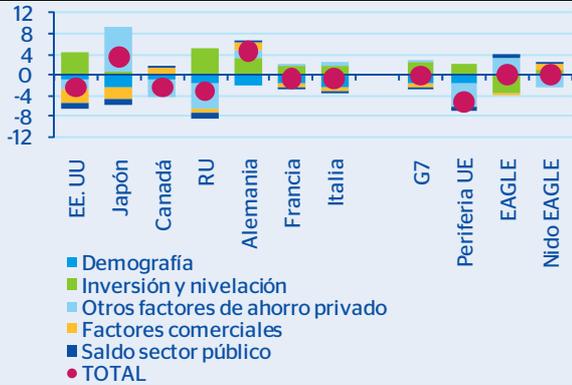
Una vez estimado el modelo podemos valorar qué factores determinan la posición estructural de la cuenta corriente. Hemos agrupado las variables relacionadas con el ahorro en posición fiscal, demografía (ratios de dependencia y crecimiento de la población), otros factores de ahorro privado (incluida la complejidad financiera) y variables relacionadas con el comercio. Por último, también tenemos en cuenta la inversión. Los principales resultados del análisis del 2011 son los siguientes:

- Economías desarrolladas (Gráfico 22): en términos generales, los factores relacionados con el ahorro son los responsables de las posiciones estructurales de la cuenta corriente en 2011, ya que los ratios de inversión se han reducido durante la crisis. Así ocurre particularmente en el caso de los factores demográficos, cuya aportación negativa es uniforme en todos los países. El argumento de los déficits gemelos no es homogéneo para la posición estructural de 2011. Hay pruebas para sostener el argumento de los déficits gemelos en los países de la periferia de la UE, EE.UU., Reino Unido y Japón, pero no en Canadá y Alemania. Los factores relacionados con el comercio también son responsables de la balanza por cuenta corriente estructural, que pesa negativamente en países relativamente cerrados como EE.UU. y Japón y, en menor medida, en Francia e Italia, mientras que el efecto es positivo en Alemania y Canadá. Otros determinantes del ahorro en el sector privado, en su mayoría relacionados con consideraciones

sobre la financiación, también son impulsores de los déficits estructurales en la mayoría de los países, pero no en todos (las excepciones principales son Japón y Alemania). Por último, una tasa de inversión por debajo de la media mundial contribuye positivamente a la balanza por cuenta corriente de prácticamente todos los países desarrollados.

- Economías emergentes (Gráfico 23): al contrario de lo que ocurre en las economías desarrolladas, los factores relacionados con el ahorro normalmente apoyan las balanzas estructurales en los países EAGLEs. Los factores demográficos contribuyen de forma neutra o ligeramente positiva a las balanzas estructurales, ya que la población es más dinámica y los ratios de dependencia de los jóvenes son más elevados, lo que compensa su condición de economías menos envejecidas. Las repercusiones fiscales también han sido positivas, excepto en Pakistán e India. La aportación de otros factores de ahorro privado, que contribuyen a la protección social a estas economías, no es uniforme en todos los países. Contribuye de forma positiva en China, India, Rusia y Corea. Por otro lado, presiona los déficits estructurales en Sudáfrica, Pakistán, Brasil, Chile y Turquía, entre otros. También se observan asimetrías en los factores de inversión. Hay países donde las todavía bajas tasas de inversión favorecen las balanzas por cuenta corriente estructurales (Brasil, Turquía, Filipinas y Malasia), en contraste con las tasas de inversión muy elevadas que presionan los déficits estructurales (China, India, Indonesia y Corea).

Gráfico 22
Desglose de la balanza por cuenta corriente estructural en países desarrollados (en puntos porcentuales, 2011)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 23
Desglose de la balanza por cuenta corriente estructural en países emergentes (en puntos porcentuales, 2011)



Fuente: BBVA Research

Los efectos de la reciente crisis financiera sobre la balanza por cuenta corriente estructural

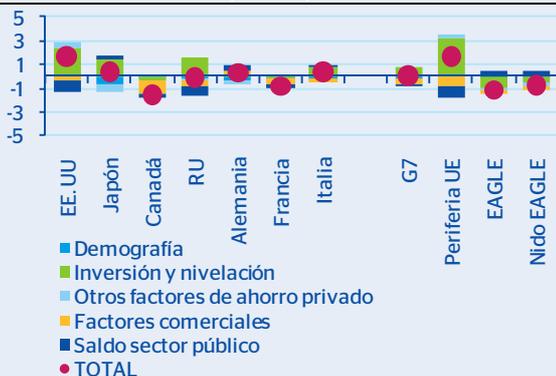
La actual crisis financiera ha desencadenado importantes ajustes de la balanza por cuenta corriente en algunos países, provocando una corrección parcial de los desequilibrios estructurales. El análisis de la aportación de los distintos factores nos lleva a las siguientes conclusiones:

- Economías desarrolladas (Gráfico 24): las economías que sufrieron un proceso previo de calentamiento (EE.UU., periferia de la UE) han experimentado un cambio positivo en sus posiciones estructurales (un promedio de mejora de 2 puntos porcentuales), debido principalmente a cambios drásticos en el componente estructural de la inversión y, en menor medida, a otros factores del ahorro privado, como consecuencia del proceso de desapalancamiento y el aumento del ahorro precautorio. Sin embargo, el deterioro fiscal estructural ha limitado el potencial de

ajuste de estos países. Así pues, parece que, además de los efectos cíclicos, el proceso de desapalancamiento también mejora las posiciones estructurales de estas economías. En cambio, Japón y Alemania no han cambiado significativamente sus posiciones estructurales.

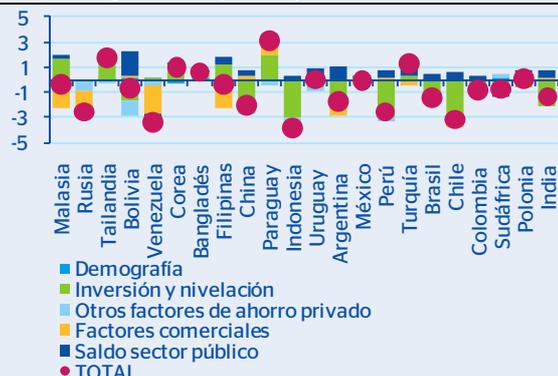
- Economías emergentes (Gráfico 25): la mayoría de las economías de los mercados emergentes han experimentado un deterioro de su posición estructural, contribuyendo, por tanto, al ajuste del desequilibrio mundial. El principal factor de ajuste ha sido el componente de inversión, seguido de los factores vinculados con el comercio. Los exportadores de materias primas sufrieron un gran deterioro en las condiciones comerciales tras la crisis. El factor fiscal ha contribuido a sustentar las posiciones estructurales, ya que las balanzas fiscales estructurales mejoraron con respecto al resto del mundo durante el período 2007-2011.

Gráfico 24
Variación de la balanza por cuenta corriente estructural en países desarrollados (en puntos porcentuales, 2007-2011)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 25
Variación de la balanza por cuenta corriente estructural en países emergentes (en puntos porcentuales, 2007-2011)



Fuente: BBVA Research

Recuadro 2. Riqueza cambiante: China es el único acreedor global dentro de los EAGLEs de BBVA

La Posición de inversión internacional (PII): el método más sencillo para medir la riqueza externa

La Posición de inversión internacional (PII) es el balance de una economía. Resume los activos y pasivos internacionales que una economía mantiene con respecto al resto del mundo. Se agrupan en cinco categorías: inversión extranjera directa (IED), inversiones en cartera, derivados financieros, otras inversiones (sobre todo créditos a corto plazo) y activos de reserva. La posición neta de estos factores se denomina PII neta, que es la diferencia entre el activo y el pasivo. Así, una economía puede ser acreedora neta o deudora neta con respecto al mundo. Las economías acreedoras pueden utilizar sus activos netos para financiar sus déficits por cuenta corriente futuros sin incrementar sus vulnerabilidades externas. Por otro lado, los países deudores deben implementar políticas dirigidas a que su déficit por cuenta corriente resulte "sostenible" para evitar alcanzar una PII que resulte insoportable. Debe prestarse especial atención al déficit en los flujos de inversión de cartera netos, ya que este refleja la dependencia de una economía al ahorro exterior para la financiación de sus excesivos gastos.

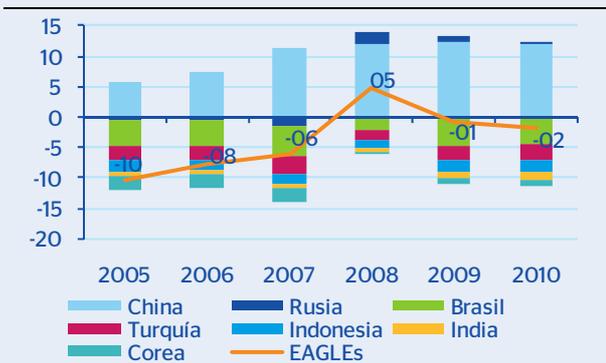
¿Se está traspasando la riqueza a los mercados emergentes? China es el único gran acreedor dentro del grupo de los EAGLEs¹¹

Dentro de los países EAGLEs, China es el mayor proveedor de crédito, en tanto que Brasil, México, Turquía e Indonesia son las principales deudoras. La posición neta de los países EAGLEs es negativa, lo cual no es de sorprender considerando que se trata de economías en desarrollo que necesitan aportaciones exteriores para financiar sus actuales proyectos de inversión (Gráficos 26 y 27).

Todos los demás EAGLEs son deudores netos, salvo Rusia, cuyo superávit es insignificante. Han seguido la misma estrategia de acumular activos de reserva, aunque no han sido suficientes para contrarrestar la creciente posición deudora en IED e inversiones de cartera (Gráfico 28). Sin embargo, esta tendencia confirma el interés en estas economías, considerando sus altas tasas de crecimiento previstas. Al final, sus ingresos se incrementarán notablemente, contribuyendo a reducir sus actuales deudas.

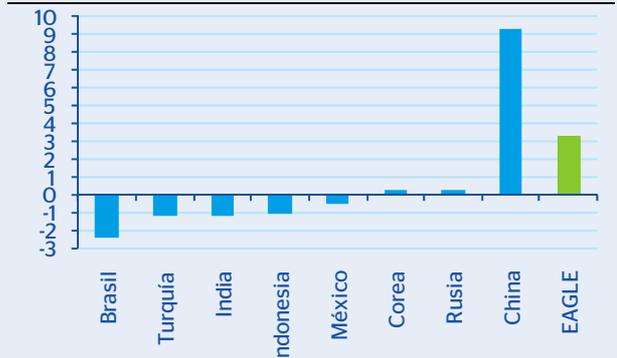
Un caso interesante es Corea, la única economía EAGLE que mantiene una posición positiva neta en materia de IED. Esto es consecuencia del proceso de relocalización de la producción manufacturera que se ha producido en los últimos años. También demuestra que las corporaciones coreanas se encuentran en una nueva fase de su proceso de desarrollo y que están convirtiéndose en participantes mundiales transnacionales.

Gráfico 26
EAGLEs: PII neta (como % del PIB de los EAGLE)



* Sin datos de Taiwán
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 27
EAGLEs: variación de la PII neta (entre 2005 y 2010, como % del PIB de los EAGLEs en 2010)



* Sin datos de Taiwán
Fuente: BBVA Research y FMI

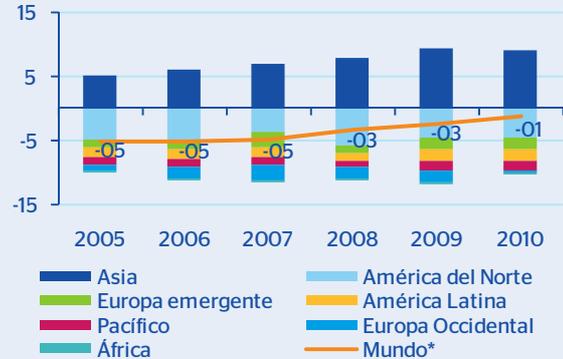
11: EAGLE es un acrónimo creado por BBVA Research que agrupa todas las economías cuya aportación al PIB mundial en los próximos diez años se prevé que superará el promedio de las economías del G7, excluido EE.UU.

Gráfico 28
EAGLEs: PII neta en 2010 (como % del PIB)



Fuentes: BBVA Research y FMI

Gráfico 29
Mundo*: PII neta (como % del PIB mundial)



* Mundo: una muestra de 62 economías cuyo PIB agregado representa casi el 93% del PIB mundial, en dólares de EEUU, según la base de datos del FMI. Considerando la falta de datos sobre PII, no hemos considerado las economías del CCG
Fuentes: BBVA Research y FMI

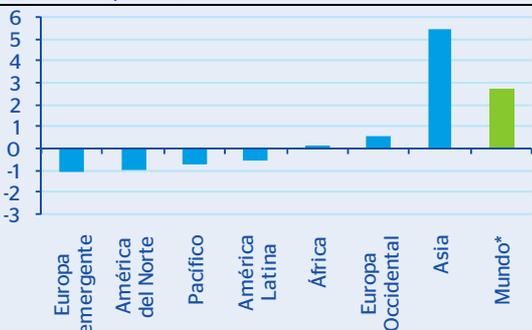
Varias economías asiáticas¹² son acreedoras netas

El mayor aumento de la PII entre 2005 y 2010 se observó en las economías asiáticas, ya que, en general, han mantenido altas tasas de ahorro. En relación con el PIB mundial¹³, la PII neta de la región casi se duplicó (Gráficos 29 y 30). Además de China, también Japón, Singapur y Hong Kong incrementaron su PII neta aumentando sus inversiones netas en cartera (renta variable o fija), o bien sus activos de reserva (Gráfico 31). En consecuencia, esta situación ha provocado una interesante paradoja, ya que mientras que algunas de las economías asiáticas (China, Hong Kong y Singapur) son las principales destinatarias de flujos entrantes de IED, también son masivas exportadoras de ahorros. Asimismo, vale la pena destacar el hecho de que Japón mantiene el superávit neto más alto de IED de la región y

el segundo dentro de una muestra de 62 economías, lo cual también es resultado de su propia estrategia de relocalización de actividades de producción en el Sudeste asiático.

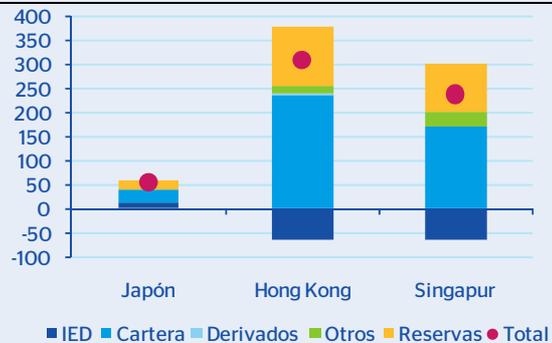
Los motivos del incremento de la PII neta son diferentes. En el caso de China, la razón es el enorme índice de ahorro. Las empresas propiedad del Estado (EPE) mantienen grandes reservas para financiar sus proyectos de inversión, y a las familias se les ha recomendado mantener ahorros precautorios como consecuencia de la desigualdad de las rentas y de la falta de seguridad. Por consiguiente, los índices de consumo siguen bajos. En el caso de Japón, la ya de por sí alta tasa de ahorro privado ha vuelto a incrementarse, dejando en evidencia la hipótesis de la equivalencia Ricardiana entre particulares y empresas considerando la deuda y el déficit públicos inconvenientes.

Gráfico 30
Mundo*: variación de la PII neta (entre 2005 y 2010, como % del PIB mundial en 2010)



* Mundo: una muestra de 62 economías cuyo PIB agregado representa casi el 93% del PIB mundial, en dólares de EEUU, según la base de datos del FMI. Considerando la falta de datos sobre PII, no hemos considerado las economías del CCG
Fuentes: BBVA Research y FMI

Gráfico 31
Economías asiáticas: PII neta en 2010 (como % del PIB)



Fuente: BBVA Research y FMI

¹² Las economías asiáticas incluidas son: Japón, China, Singapur, Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Filipinas, Malasia, Tailandia, Pakistán y Bangladés

¹³ Una muestra de 62 economías cuyo PIB agregado representa casi el 93% del PIB mundial, en dólares de EEUU, según la base de datos del FMI. Considerando la falta de datos sobre PII, no hemos considerado las economías del CCG

A nivel mundial, exceptuando a Asia, Alemania es el único acreedor neto importante

La Europa emergente¹⁴ y América del Norte registran el mayor incremento de la posición de PII negativa. En los países emergentes de Europa, esta importante posición negativa se explica por los altos índices de inversión financiados mediante flujos entrantes de crédito. En EE.UU., a pesar de los importantes esfuerzos realizados para reducir el déficit externo, el proceso de desapalancamiento del sector privado ha sido contrarrestado por el sensible incremento del déficit público, que explica el aumento de la tenencia de deuda por inversores extranjeros.

Europa Occidental¹⁵ ha mejorado significativamente su PII neta, llegando casi al equilibrio en 2010. Sin embargo, la situación en Europa es asimétrica. La mayoría de los países periféricos son deudores netos como consecuencia del aumento de la deuda privada y pública en los años anteriores a la crisis, en tanto que las economías centrales (es decir, Alemania, Suiza, Bélgica, Noruega y Países Bajos) mantuvieron una sólida posición positiva debido a sus bajas tasas de consumo durante dicho período. Si observamos a los países del G7, vemos que Japón y Alemania son los principales acreedores, lo cual convierte al bloque de G7 en acreedor global, a pesar de la enorme posición negativa de EE.UU. (Gráficos 32 y 33).

¿Cuáles son los principales determinantes de una posición acreedora neta?

En la bibliografía económica se han identificado diversas variables como principales determinantes de una posición acreedora neta, definida como Posición internacional de inversión (PII)¹⁶. Las principales variables son el PIB per cápita, el nivel de la deuda pública como porcentaje del PIB y el índice de dependencia de la tercera edad (personas mayores de 65 años). El uso de esta última variable se justifica por la hipótesis del ciclo de vida, que caracteriza a los grupos de edad por sus hábitos de consumo, inversión y ahorro. Las personas en edad de jubilación tendrían la más alta posición de activos netos, tanto reales como financieros, y pasivos marginales, en contraste con los más jóvenes al comienzo de su vida laboral. Sin embargo, una sociedad envejecida podría reducir eventualmente su posición de activos extranjeros netos, ya que la gente tenderá a usar sus ahorros y, además, tendrá menos capacidad para dejar herencias. También

deberían considerarse otras variables, como términos de intercambio, relocalización de los centros de producción y ahorro precautorio.

Al considerar la variación de la PII neta entre 2005 y 2010, queda claro que las economías asiáticas, y también Alemania, se han convertido en las principales exportadoras de ahorros del mundo. Sin embargo, las cifras globales regionales ocultan otros importantes resultados. Japón, China y Alemania fueron las economías que más incrementaron su PII neta durante estos años, como consecuencia de sus impresionantes superávits por cuenta corriente (Gráficos 34 y 35), que son parte de lo que denominamos desequilibrios globales. Alemania es similar a Japón en el sentido de que ha incrementado su IED neta, aunque también se ha convertido en la principal proveedora de créditos a corto plazo.

El proceso de relocalización de los centros de producción no parece ser el principal factor a la hora de intentar explicar los cambios de la PII neta. Todas las economías del G7, excepto la alemana, han reducido sus porcentajes de exportaciones manufactureras durante la última década (Gráfico 36). Por otra parte, en el caso de China, este proceso está claramente detrás de su enorme superávit comercial, que conllevó el impresionante aumento de sus reservas internacionales (Gráfico 37).

La tasa de ahorro de la economía parece ser uno de los determinantes más relevantes. Si comparamos los países del G7 con los EAGLEs (Gráficos 38 y 39), China, Japón y Alemania tienen los índices más altos. No obstante, sería necesario considerar otras circunstancias. Por ejemplo, la actual fase de desarrollo y la calidad de las redes de protección social, susceptibles de estimular una tasa más alta de ahorro precautorio. Si excluimos a China, aunque todos los demás EAGLEs tienen mayores tasas de ahorro que Japón y Alemania (salvo México, Brasil y Turquía), los recursos necesarios para financiar sus actuales procesos de crecimiento son mayores y, por consiguiente, la variación de su PII es insignificante, o incluso negativa.

En lo que respecta al aumento de los precios de las materias primas, en especial las energéticas como el petróleo (Gráfico 40), es cierto que se produce una sensible transferencia de renta desde las familias que viven en economías importadoras netas a las exportadoras. Sin embargo, esta situación ha sido más que contrarrestada en los casos de Japón y Alemania.

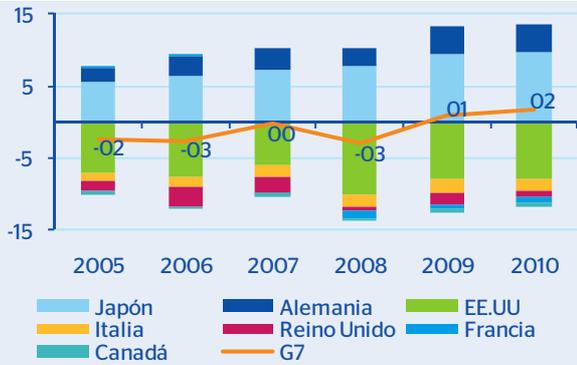
14: El concepto Europa Emergente incluye a Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Polonia, República Checa, Rumania, Rusia, Turquía y Ucrania. América del Norte incluye a Canadá y a EE.UU.

15: Europa Occidental incluye a: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Portugal, Suecia, Suiza y el Reino Unido.

16: Philip R. Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti, (2001) Long-Term Capital Movements. NBER Macroeconomics Annual 2001, Volume 16

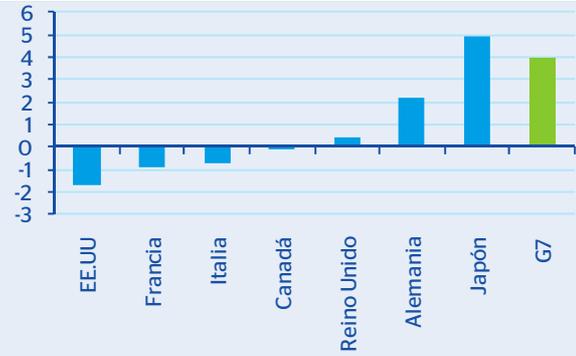
Philip R. Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti, (2000) External Capital Structure-Theory and Evidence, documento de trabajo del FMI n.º 00/152.

Gráfico 32
G7: PII neta
(como % del PIB del G7)



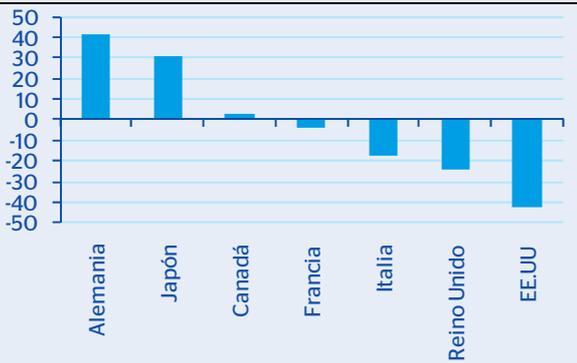
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 33
G7: variación de la PII neta
(entre 2005 y 2010, como % del PIB del G7 en 2010)



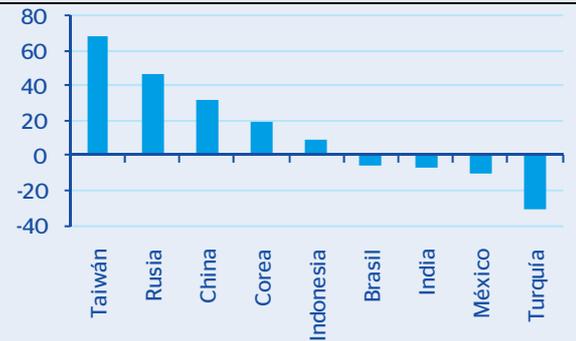
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 34
G7: balanza por cuenta corriente acumulada 2000-2010
(como % del PIB de 2010)



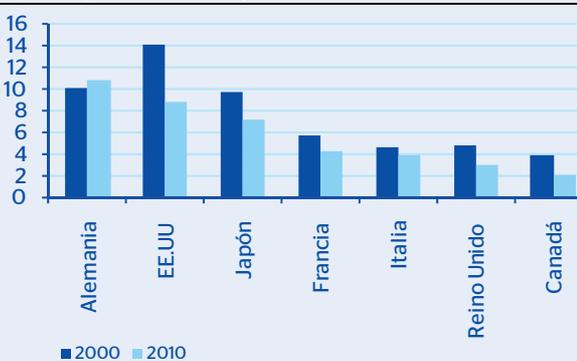
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 35
EAGLEs: balanza por cuenta corriente acumulada 2000-2010
(como % del PIB de 2010)



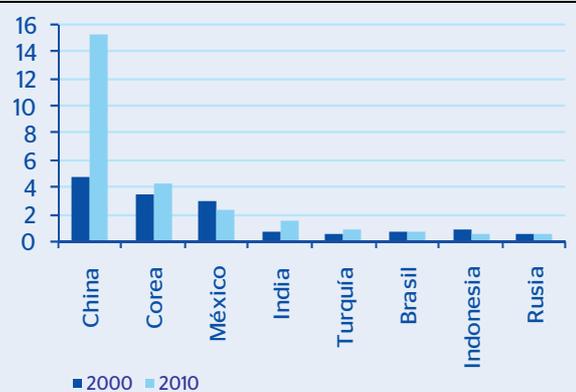
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 36
G7: participación en la exportación de manufacturas (%)



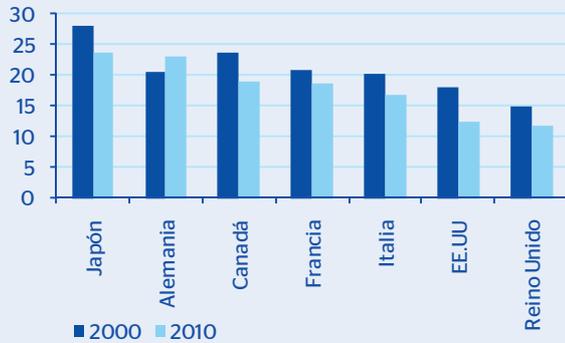
Fuente: BBVA Research e IDM

Gráfico 37
EAGLEs: participación en la exportación de manufacturas (%)



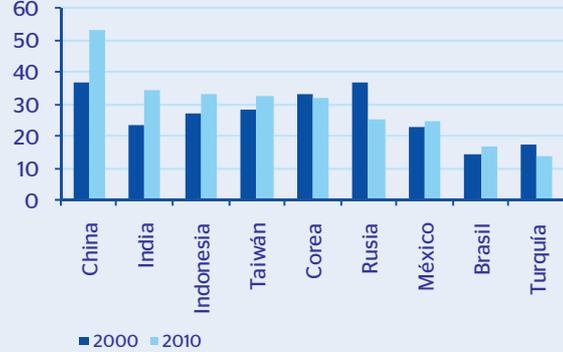
Nota: sin datos de Taiwán
Fuente: BBVA Research

Gráfico 38
G7: tasa nacional de ahorro bruto (como % del PIB)



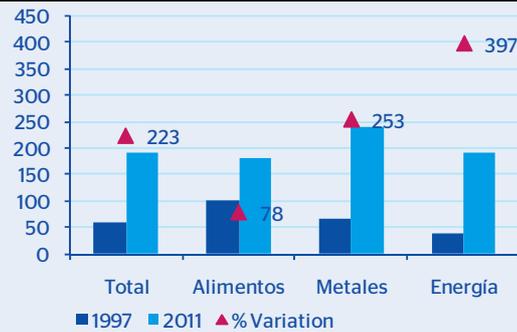
Fuentes: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 39
EAGLEs: tasa nacional de ahorro bruto (como % del PIB)



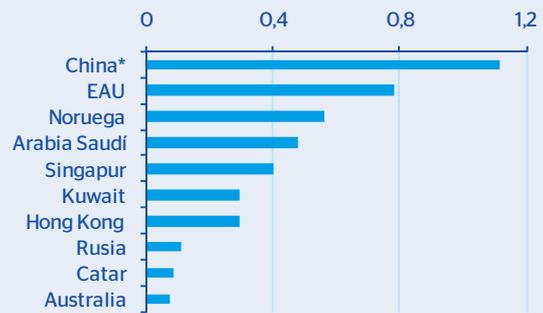
Fuentes: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 40
Índice de precios de materias primas
(2005 = 100, variación % acumulada)



Fuentes: BBVA Research y FMI

Gráfico 41
Fondos soberanos (activos en 2011, billones de USD)



* Estimación de 2011
Fuentes: BBVA Research y Sovereign Wealth Fund Institute

Reequilibrio de la economía mundial: China seguirá aumentando su influencia sobre los ME

Una de las soluciones para el desequilibrio global consiste en bajar las altas tasas de ahorro de los grandes acreedores actuales, lo cual implicaría que aumenten el consumo. Por otro lado, los actuales deudores deberían aumentar sus tasas de ahorro para desapalancar así a sus sectores privado y público.

En cuanto a EE.UU., para reequilibrarse debería realizar una transición desde la deuda y el consumo hacia el ahorro y las exportaciones. Esa idea también es compartida por algunas economías periféricas de Europa, que están implementando un proceso de ajuste basado en el desapalancamiento privado y la consolidación fiscal.

En el caso de China se prevé un reequilibrio de la cartera hacia una mayor IED, a expensas de un descenso de sus activos de reserva. Tampoco puede descartarse un cambio en la composición de las divisas de dichas reservas. Además, el consumo de las familias podría crecer con mayor rapidez si la actual reforma de pensiones tiene los efectos deseados de crear una red de protección social eficiente. En cuanto a los ME, la relocalización de la cartera china debería beneficiarlos al

aumentar la financiación disponible para proyectos de inversión, sobre todo en infraestructuras, para consolidar su proceso de desarrollo a través de una mayor IED y también de inversiones de cartera.

También otros ME reequilibrarán sus modelos de ahorro e inversiones. Los países emergentes de Europa intensificarán el ajuste hacia un crecimiento más sostenible con índices de inversión más bajos. El reequilibrio de Turquía debería implicar una corrección de su déficit por cuenta corriente mediante una mayor tasa de ahorro, y la IED debería sustituir a los flujos de entrada a corto plazo (en especial, los flujos de crédito). En América Latina, se espera que Brasil y México mantengan sus sólidos fundamentos, como sus balanzas fiscal y externa. Se prevé que su PII neta comenzará a incrementarse en cuanto sus compañías transnacionales aceleren sus estrategias de expansión, aumentando así sus salidas de IED.

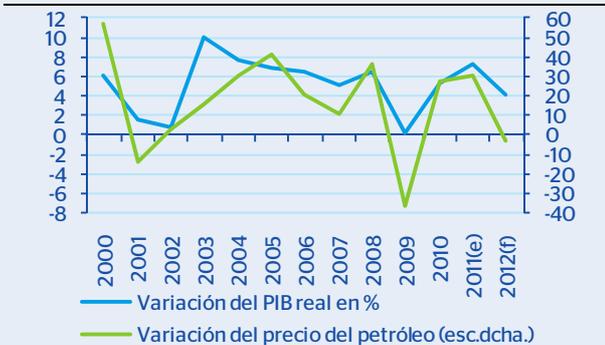
Mientras que los ME continúen su proceso de desarrollo, es poco probable que se conviertan en acreedores globales, con la excepción de China, que continuará jugando en una liga propia. Por el momento, las economías asiáticas y los países exportadores de petróleo tienen los mayores fondos soberanos de inversión del mundo (Gráfico 41).

Recuadro 3. ¿Qué pasa con los países del Golfo? El nacimiento de un EAGLE

Los países del Consejo de Cooperación del Golfo, CCG (Arabia Saudí, Bahréin, Catar, Emiratos Árabes Unidos (EAU) Kuwait y Omán) generan en torno al 20% de la producción mundial de petróleo y cuentan con el 45% de las reservas confirmadas de hidrocarburos, lo cual refleja la importancia de la evolución del mercado del petróleo para sus economías. Dado que el precio del petróleo es hoy cuatro veces mayor que a principios de siglo (una media de 100 USD por barril en 2011, frente a aproximadamente 25 USD en 2002), los países del CCG han disfrutado de un notable ciclo de

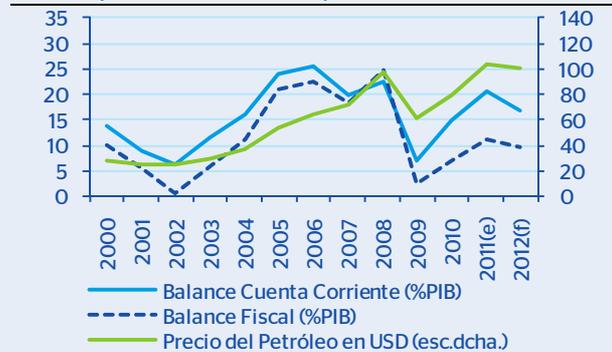
crecimiento durante un período prolongado. El crecimiento anual del PIB real mantuvo un promedio del 6,1% entre 2002 y 2011, muy por encima de la media mundial (3,8%). Al mismo tiempo, y con la excepción de Bahréin, la Primavera árabe no se ha expandido a los países del CCG, como ha ocurrido en otros lugares de Oriente Medio (por ejemplo, Egipto dejó de ser EAGLE para bajar al Nest como resultado de los efectos a corto plazo sobre su crecimiento de los conflictos sociales y de la incertidumbre por la transición política).

Gráfico 42
Países de CCG:
tasas de crecimiento del PIB real en UML (%)



(e) estimación; (p) previsión
Fuentes: BBVA Research y FMI

Gráfico 43
Países del CCG:
balanza por cuenta corriente y fiscal



(e) estimación; (p) previsión
Fuentes: BBVA Research y FMI

Ecos del boom de los precios del petróleo

La renta procedente de los hidrocarburos (petróleo y gas natural) constituye un porcentaje muy alto de los ingresos fiscales y externos. En el período 2007-2011¹⁷, Arabia Saudí tuvo la mayor dependencia fiscal (una media del 89% del total de los ingresos), seguida de Omán, Bahréin y Kuwait, todos por encima del 80%, y los EAU, apenas por debajo de esta cifra (76%). En este aspecto destaca Catar, con una estimación del 55% del total de sus ingresos fiscales.

Sin embargo, Catar es uno de los países más dependientes de los ingresos procedentes de las exportaciones, con una media del 86%, similar a la de Arabia Saudí (87%) y apenas por debajo de la cifra más alta, de Kuwait, con el 93%, Bahréin y Omán tienen porcentajes de entre el 70% y el 80%. En este aspecto, el país que más destacado es EAU, con "solamente" un 39%, aunque este porcentaje está sesgado a la baja debido a las importante actividad

re-exportadora de este país. Si excluyésemos estas cifras, la dependencia aumenta al 57%, un porcentaje que, en todo caso, seguiría siendo el más bajo de entre los países del CCG.

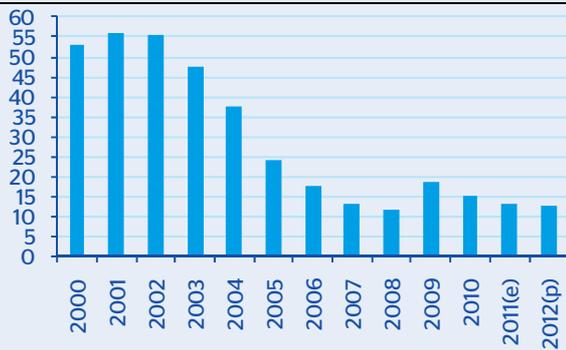
Como resultado del aumento de los precios del petróleo, los países del CCG han disfrutado de posiciones fiscales y externas muy favorables durante la década pasada. La media aritmética de los seis países en el período 2000-2011 ha supuesto un superávit fiscal superior al 10% del PIB, y un superávit por cuenta corriente del 16% del PIB. Los repetidos superávits fiscales han permitido una significativa reducción de la deuda pública, más de 30 pp, durante este período (desde cifras de alrededor del 50% del PIB a finales de la década de 1990), mientras que los superávits por cuenta corriente han engordado sustancialmente las reservas internacionales.

17: Las cifras del porcentaje de los hidrocarburos en los ingresos fiscales y externos se han tomado de los datos correspondientes más recientes recabados por el FMI en el marco de consulta del Artículo IV, de diciembre de 2011 para Omán, septiembre de 2011 para Arabia Saudí, julio de 2011 para Kuwait, mayo de 2011 para EAU, marzo de 2011 para Catar y diciembre de 2010 para Bahréin. A continuación se calcularon los promedios utilizando los datos, estimaciones o proyecciones existentes, correspondientes al período 2007-2011.

Según los datos del FMI el total de la reservas de los seis países del CCG ascendía a 553.000 millones de USD a finales de 2010 con una participación mayoritaria de Arabia Saudí (445.000 millones de USD). Este es al mismo tiempo el país con mayor importe en términos relativos con casi el 100% del PIB, frente a una media de aproximadamente el 20% en el resto de países miembros del CCG.

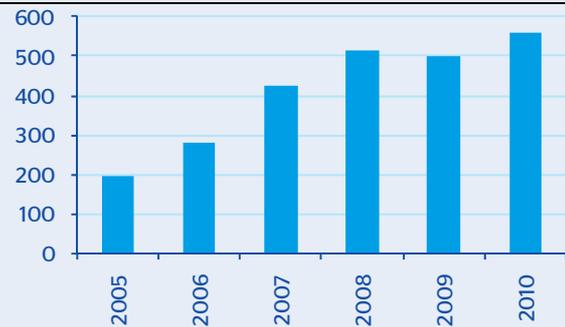
Como resultado de los superávits por cuenta corriente, los fondos soberanos de estos países se encuentran entre los principales del mundo en términos de activos gestionados. Es el caso, por ejemplo, de la Abu Dhabi Investment Authority (627.000 millones de USD en diciembre de 2011, el número 1 en la clasificación), el SAMA Foreign Holdings de Arabia Saudí (473.000 millones de USD y 4ª posición) y la Kuwait Investment Authority (296.000 millones de USD y 6ª posición)¹⁸.

Gráfico 44
Países del CCG:
deuda pública (% del PIB)



(e) estimación; (p) previsión
Fuentes: BBVA Research y FMI

Gráfico 45
Países del CCG:
total de reservas (miles de millones de USD)



Fuentes: BBVA Research y FMI

Sin embargo, esta evolución no ha sido uniforme dentro de los países. Kuwait ha conseguido los mejores resultados a nivel fiscal y externo, con un superávit medio del 30% del PIB en ambos casos, así como con una reducción de más de 40 pp en el porcentaje de deuda pública sobre el PIB. Oman, Catar y los EAU mantuvieron un superávit fiscal de aproximadamente el 9%, y el de Arabia Saudí superó el 12%, en tanto que Bahréin fue el único que tuvo déficit fiscal, lo que supuso un aumento de la deuda pública (la más alta entre los países del CCG, con una media estimada del 32% del PIB en 2011). Es de destacar que, aunque las cifras se mantienen controladas, también en los EAU se ha registrado un aumento de la deuda pública, en especial en 2009, que subió desde el 13% al 23% del PIB como resultado del rescate de Dubai World (DW). En julio de 2009, el gobierno constituyó el Fondo de Apoyo Financiero de Dubai (FAFD) para prestar asistencia financiera a las entidades gubernamentales (EG). En la cara opuesta, en Arabia Saudí se produjo un pronunciado desapalancamiento del sector público, reduciéndose la deuda desde más del 100% del PIB (finales de la década de 1990) a menos del 10% en 2010 y 2011. Por lo que respecta a la cuenta corriente, después de Kuwait encontramos a Catar con un superávit medio de aproximadamente el 25% del PIB, y seguido por Arabia Saudí (poco menos del 20%), mientras que los otros tres países arrojaron cifras similares en torno al 8%.

Pero es necesario considerar otras variables para analizar los ecos del boom de los precios del petróleo. Por lo que respecta a los sectores fuera del área de los hidrocarburos¹⁹, el PIB real se ha anotado un notable crecimiento en el período: una media anual del 18% (Catar) y del 5% en el resto de los países. Este crecimiento ha superado, en todos los casos, la variación del PIB real del sector de hidrocarburos, que de hecho fue negativa en los casos de EAU y de Kuwait, y casi no cambió en el caso de Arabia Saudí. Algunos de los factores del dinamismo fuera de los sectores de los hidrocarburos tienen que ver con la expansión de liquidez procedente de importantes ingresos del extranjero. El crédito al sector privado ha aumentado en un promedio simple del 18% anual entre 2002 y 2011, con Catar (27%) y los Emiratos (21%) por encima de la media, Bahréin en la media, Arabia Saudí y Kuwait ligeramente por debajo (16% en ambos casos), y Omán, con el menor incremento (13%). Los sectores de la construcción e inmobiliario fueron los más beneficiados por esta expansión del crédito, que también abrió el camino a la generación de burbujas en algunas regiones. Por ejemplo, los precios inmobiliarios urbanos de Dubai casi se triplicaron entre 2004 y 2008, y solamente en 2009 casi se recuperaron tras un considerable colapso.

18: La lista completa puede consultarse en el sitio web de Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI): www.swfinstitute.org/fund-rankings/.

19: Las cifras fueron tomadas de la información recabada por el FMI en el marco de la consulta del Artículo IV (véase en la Nota 1 la fecha de publicación más reciente de cada país).

La dinámica del sector petrolero (mucho mayor en términos nominales) y del resto de la economía debería haberse traducido en generación de puestos de trabajo y en la reducción de la tasa de paro. Los datos de estos países no son siempre fiables ni están siempre disponibles, pero la evidencia anecdótica muestra, en general, una evolución positiva del mercado de trabajo en los últimos años. El FMI estima que entre 2000 y 2010²⁰ se crearon aproximadamente 7 millones de nuevos empleos en los países del CCG20, lo cual representa un incremento de aproximadamente el 50%. La tasa total de paro es baja en Kuwait y los EAU, inferior al 5% en ambos casos, y más alta en Arabia Saudí (superior al 10%) y Omán. Uno de los problemas más destacados es la muy amplia diferencia en el mercado de trabajo entre los trabajadores nacionales y los extranjeros. El FMI estima que, de los 7 millones de puestos de trabajo creados la década pasada, solamente 2 millones fueron para los nacionales. Esta asimetría ocurre, por ejemplo, en el caso de los EAU, con una tasa de paro total de aproximadamente el 4% en 2009, aunque subía hasta el 14% para los trabajadores nacionales y bajaba al 3% para los extranjeros. O en Omán, con una tasa de paro del 24% de sus ciudadanos. A nivel de sectores, el de la construcción, el inmobiliario y el financiero han mostrado un significativo dinamismo en la creación de empleo. Por ejemplo, en Qatar el porcentaje del empleo en la construcción subió

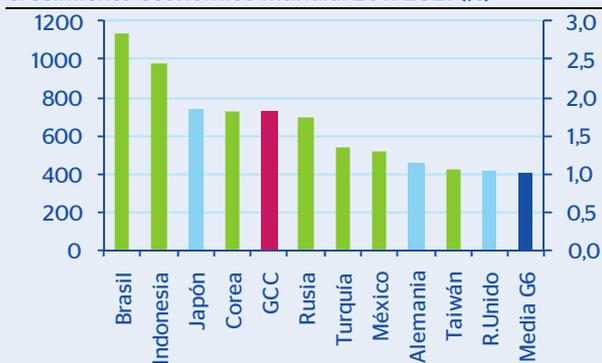
desde menos del 20% de 2001 a casi el 40% en 2007. En los EAU, el incremento anual del empleo entre 2001 y 2008 mantuvo medias del 13% (construcción) y 10% (servicios financieros e inmobiliarios y seguros), por encima de la media del 8%.

Los países del CCG podrían ser el sexto EAGLE

Según las estimaciones del FMI para 2011, Arabia Saudí es el mayor país del CCG, con un PIB de 665.000 millones de USD (ajustados a la PPA), seguido de Emiratos Árabes Unidos (256.000 millones), Catar (178.000 millones), Kuwait (147.000 millones), Omán (80.000 millones) y, al final, Bahreín (30.000 millones). Los seis países suman 1,356 billones de USD, en torno al 1,8% del PIB incremental mundial.

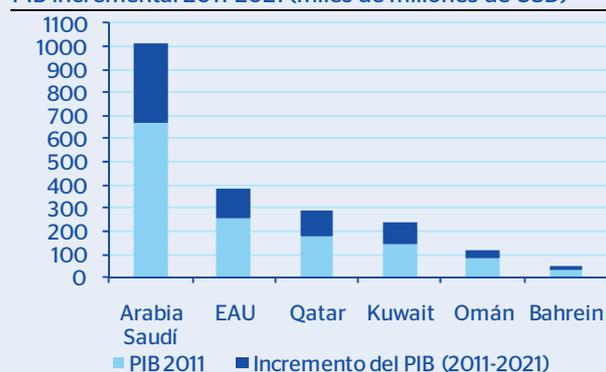
La previsiones más recientes del FMI (PEM de septiembre de 2011), ampliadas hasta 2021 con las cifras de 2016, pronostican una tasa anual de crecimiento de los países del CCG del 4,4% anual, desde el 3,7% de Omán hasta el 4,8% de Kuwait y Catar. Con este crecimiento, los seis países sumarán 723.000 millones de USD al PIB incremental del mundo en la próxima década, aproximadamente el 1,8% del total. Por cuanto las tasas de crecimiento esperadas son relativamente homogéneas, no se prevén desviaciones importantes entre el porcentaje del PIB incremental actual y pronosticado.

Gráfico 46
PIB incremental ajustado por PPA
(miles de millones de USD) y aportación al crecimiento económico mundial 2011-2021 (%)*



* El gráfico excluye a China (13,718 billones de USD, 34%), a EE.UU. (3,881 billones de USD, 9,6%) y a India (4,820 billones, 11,9%)
Fuentes: BBVA Research y FMI

Gráfico 47
Países del CCG: magnitud económica actual y PIB incremental 2011-2021 (miles de millones de USD)



Fuentes: BBVA Research y FMI

Si considerásemos a los países del CCG como una única economía, ocuparía el sexto lugar en la clasificación de los países EAGLEs, sobrepasados apenas por Corea (1,8%) y marginalmente por encima de Rusia (1,7%), y aportando más que Turquía (1,3%), México (1,3%) o Taiwán (1,0%). La aportación de los países del CCG al crecimiento mundial se sitúa bastante por encima de la media del G6 (405.000 millones de USD), por lo que su pertenencia al grupo de los países EAGLEs sería fundamentalmente sólida. Además, debe destacarse que se espera que el PIB incremental del período 2011-2021 será mayor que la aportación de cualquiera de los miembros del G6, excepto Japón (741.000 millones de USD). Sin embargo, incluso en este caso necesitarían solamente un crecimiento anual de 0,1 pp más para alcanzar el PIB incremental japonés.

Riesgos y obstáculos para el futuro crecimiento

Como ya se ha mencionado, los países del CCG se han beneficiado de un prolongado y muy dinámico período de crecimiento desde comienzos del siglo, gracias al aumento de los precios del petróleo. Sin embargo, su tasa media anual (6,1%) se situó por debajo de la del total de los 45 ME (6,6%), y en especial de los EAGLEs (7,2%). La excepción ha sido Catar que, a consecuencia de una considerable modernización de su capacidad de generación de gas natural licuado, consiguió un notable crecimiento anual del 16,3%, triplicando su volumen en solamente 8 años, y duplicando el PIB de Omán, país con el que compartía cifras similares en 2002. En la próxima década, las cosas no serán muy diferentes, ya que se espera un crecimiento anual del 4,4% para el total de los países del CCG, del 6,1% para el total de los 45 ME, y del 6,6% para los EAGLEs.

La pregunta es, entonces, ¿por qué los países del CCG no se han beneficiado más (y posiblemente no vayan a beneficiarse más) de los máximos históricos del crudo?

Para analizarlo este fenómeno nos remitiremos a los riesgos macroeconómicos y a los potenciales obstáculos para el crecimiento de la Sección 2¹. En lo que respecta a los riesgos macroeconómicos, dos cuestiones despiertan especial inquietud. La primera es obvia, y tiene que ver con la dependencia de las exportaciones de las materias primas, más pronunciada en el caso de los EAU, Bahréin y Omán debido a su apertura comercial relativamente alta. La segunda está relacionada con el modelo de crecimiento. De una parte, se espera que la fuerza del trabajo se incremente a un ritmo muy alto en los próximos diez años (más de un 20% como media), aportando al grueso del crecimiento previsto. Pero, de la otra, algunos fundamentos para mejorar la PTF no son muy sólidos. Es verdad que la calidad de las infraestructuras es superior a la media (una puntuación de 5,5 de 7, frente al 4,3 de los 45 ME), impulsada por la renta del petróleo, pero los países

del CCG van rezagados en cuanto a gasto en I+D y en matriculación en la educación terciaria. Debe recordarse que la base del dinamismo del sector no petrolero ha sido la abundante liquidez, con un porcentaje no significativo de los recursos canalizado hacia sectores que podrían conllevar una diversificación y una futura capacidad de producción fuera del sector.

Lo positivo, como ya hemos dicho, es que no existen desequilibrios macroeconómicos significativos gracias a los ingresos del petróleo, aunque recordando la excepción de Bahréin que, según las previsiones, mantendrá un déficit fiscal significativo en los próximos años (una media del 9% durante el período 2012-2016, según los pronósticos del FMI). Además, en el sector exterior, aunque están concentrados en un único producto, la diversificación geográfica es mayor, con menos exposición que la media también a China (menos del 5%, salvo Kuwait, con aproximadamente el 10% del total de las exportaciones).

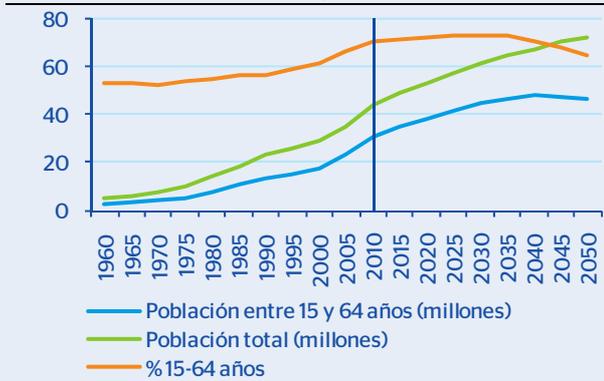
Con respecto a los obstáculos para el crecimiento, las consideraciones institucionales son buenas, tanto en lo relativo al clima de inversión como a los asuntos públicos, superando en la mayoría de los casos a la media de los 45 ME. No hay suficientes datos disponibles para analizar las cuestiones del crecimiento de la inclusión, pero la distribución de la renta es un tema preocupante en los países del CCG, cuyo dinamismo es menos propenso a generar una clase media, a diferencia de economías emergentes mucho más diversificadas. Sin embargo, lo más importante tiene que ver con los riesgos de conflicto social, considerando lo que está ocurriendo en otros países de Oriente Medio. En términos de trastornos de precios de los alimentos, todos los países presentan una dependencia de las importaciones que ronda la media, o está por debajo de la misma, y un porcentaje relativamente bajo de los alimentos en la cesta del IPC (aproximadamente un 15%), salvo en los casos de Arabia Saudí y Omán (más del 25%). Por lo que respecta al mercado de trabajo, los datos no son lo bastante buenos como sería deseable, pero un cuadro general no especialmente malo podría estar ocultando potenciales problemas. Además de las diferencias de las tasas de paro entre trabajadores locales y extranjeros, es preocupante el desempleo juvenil, sobre todo cuando se prevé un importante incremento de la fuerza de trabajo. Naciones Unidas estima que las personas entre 15 y 64 años de edad continuarán aumentando en los países del CCG hasta 2040, y que su porcentaje en el total de la población no alcanzará su máximo sino hasta 2030. Por consiguiente, la incapacidad de crear suficientes puestos de trabajo para la nueva población activa podría conllevar la extensión de los conflictos sociales, hasta ahora controlados.

21: Véanse en la Sección 2 la definición de las variables y las fuentes de información.

Las perspectivas del precio del petróleo son un elemento fundamental para la dinámica económica y social de los países del CCG. Sobre este particular, el proceso de desarrollo de Asia es un fenómeno duradero y seguirá siendo un modelo de crecimiento que requerirá altos insumos de materias primas. Los coeficientes de consumo energético son todavía muy bajos, y salvar la diferencia con los países desarrollados exigirá grandes cantidades de petróleo. En este contexto, no es de prever que los

precios experimenten correcciones significativas (y, por consiguiente, no afectarán a los ingresos fiscales y externos de los países del CCG). Además, los riesgos de demanda interna y geopolíticos están muy presentes en este momento, con la posibilidad de aumentar la presión alcista sobre los precios. Solamente una recesión secundaria mundial podrá modificar este escenario, aunque se mantendrán las tendencias a largo plazo.

Gráfico 48
**Países del CCG:
dinámica de la fuerza de trabajo (1960-2050)**



Fuentes: BBVA Research y FMI

En todo caso, en este escenario muy adverso y poco probable, los países del CCG podrían verse enfrentados a fuertes presiones económicas y sociales. En el frente económico, a pesar de que la posición fiscal ha sido notable y de que la deuda pública se ha reducido según estimaciones del FMI²², el punto de equilibrio fiscal de los precios del petróleo se ha disparado en todos los países del CCG durante los últimos años: en torno a 20 USD por barril entre 2008 y 2011 en el caso de Bahréin, Arabia Saudí, Kuwait y Catar, y aproximadamente 60 USD en los EAU. La excepción es Omán, donde no se produjo ningún cambio significativo, aunque sigue siendo uno de los países con punto de equilibrio más alto, próximo a 80 USD, como es el caso de Arabia Saudí y los EAU. Bahréin presenta las cifras más altas (unos 100 USD/barril), y Catar y Kuwait las más bajas (40 y 50 USD/barril, respectivamente).

Este incremento del punto de equilibrio de los precios del petróleo es el resultado de políticas fiscales expansivas para capear la crisis financiera y evitar posibles conflictos sociales. Prueba de ello es el aumento del gasto público entre 2006-2008 y

Gráfico 49
**Países del CCG:
ingresos y gastos públicos generales (% del PIB)**



Fuentes: BBVA Research y FMI

2009-2011, una media de 6 pp del 28% al 34% del PIB, donde encontramos el mayor aumento en Arabia Saudí y los EAU (en torno a 10 pp, siendo el primero el mayor entre los países del CCG (43%), y el segundo el más bajo (24%) en esta categoría) y con el menor aumento a Catar (solamente 1 pp).

Por consiguiente, si el panorama económico mundial empeora significativamente, provocando un brusco descenso del precio del petróleo, los gobiernos de los países del CCG tendrán problemas para balancear los desequilibrios macroeconómicos con el descuento social, ya que la pérdida de los ingresos petroleros podría perjudicar a las actuales políticas de bienestar. El resultado de este escenario negativo debería reforzar las iniciativas para mejorar la competitividad global y fomentar la diversificación sectorial, en tanto que el programa social debería pasar desde las normalmente generosas (y regresivas) subvenciones relacionadas con el petróleo (sobre los precios de los combustibles, la electricidad y el agua) a algún tipo de programa de transferencias condicionales dentro de un desarrollo más amplio de redes de seguridad.

22: Regional Economic Outlook for Middle East and Central Asia del FMI (octubre de 2011), www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2011/mcd/eng/pdf/mreo1011.pdf

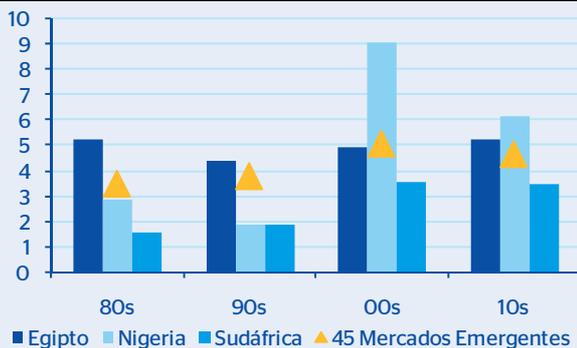
Recuadro 4. ¿Algún EAGLE en África? No por el momento

El concepto EAGLE corresponde a las siglas de "Emerging and Growth-Leading Economies" (economías emergentes que lideran el crecimiento global) y en este grupo se incluyen todos los mercados emergentes cuya contribución al crecimiento mundial, medido por el PIB incremental, superará el promedio de las economías del G6 (es decir, el G7 excluido EE.UU.) en los próximos diez años. La única economía africana que el año pasado cumplía este criterio era Egipto, que ha caído al grupo de revisión debido a sus previstos malos resultados a corto plazo como consecuencia de la turbulencia política. Ahora, Egipto es, junto con Sudáfrica y Nigeria, otro de los miembros africanos del Nest, la lista de vigilancia de las economías susceptibles de incorporarse al grupo de los países EAGLEs si sus perspectivas de crecimiento mejoran en los próximos años.

Sudáfrica es la mayor economía de la región. Según nuestras proyecciones, crecerá a un ritmo anual

aproximado del 3,6% y aportará 229.000 millones de USD al PIB incremental mundial durante los próximos 10 años, una cifra muy superior al umbral necesario para entrar en el Nest. Sin embargo, Sudáfrica necesitaría una tasa de crecimiento del 5,7% en los próximos diez años para entrar el club de los EAGLEs. No será tarea fácil conseguir esta tasa de crecimiento, considerando las posiciones externas e internas. A nivel interno, las malas perspectivas demográficas y las dificultades estructurales para mejorar el funcionamiento del mercado de laboral siguen obstaculizando cualquier nuevo avance²³. A nivel externo, las poco halagüeñas perspectivas de Europa han sumado un importante riesgo a las perspectivas de crecimiento a corto plazo, considerando que los países europeos han sido los principales socios comerciales, inversores y cooperantes de Sudáfrica.

Gráfico 50
Miembros del Nest en África:
tasas de crecimiento del PIB real en UML (%)



Fuentes: BBVA Research y FMI

La turbulencia política y los conflictos sociales del primer trimestre de 2011 castigaron seriamente a la economía egipcia, provocando una caída de la producción. Egipto ha sido el primero en caer de la lista de los países EAGLEs. En el Observatorio Económico de marzo de 2011, cuando nos preguntábamos "¿Podrá Egipto seguir siendo un EAGLE?", presentamos dos escenarios sobre cómo la crisis podría afectar a las perspectivas de crecimiento del país. La situación actual es muy similar a la de nuestro escenario favorable, en el cual preveíamos que el crecimiento apenas llegaría a cumplir el requisito incremental mínimo para mantener la calidad de EAGLE. Aunque no consiguió

Gráfico 51
Miembros del Nest en África: aportación al crecimiento económico mundial y PIB incremental ajustado a la PPA (miles de millones de USD)

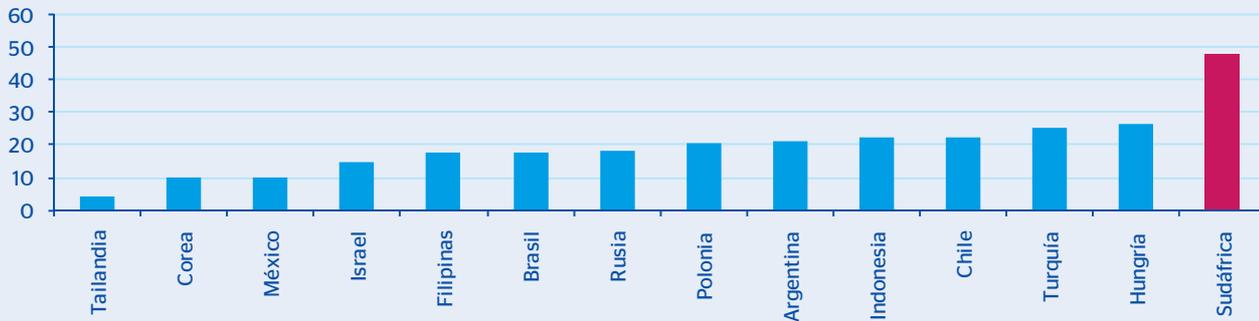


Nota: las cifras sobre las columnas indican la aportación al crecimiento económico mundial (%)
Fuentes: BBVA Research y PEM del FMI

mantener su posición, el PIB incremental entre 2011 y 2021 está apenas por debajo del umbral para ser país EAGLE (374.000 millones de USD para Egipto, frente a 405.000 millones de la media del G6). Según nuestro análisis, Egipto experimentará en 2011 y 2012 una caída de la tasa de crecimiento de su PIB, aunque se espera que posteriormente vuelva a recuperar rápidamente su trayectoria de crecimiento a largo plazo. Entretanto, creemos que Egipto todavía superará a Sudáfrica en la década venidera, y que ocupará su lugar como primera economía africana ya en 2016, un período más prolongado que el de nuestra proyección anterior (2013), ajustando las cifras a la PPA.

23: Sudáfrica: Consulta del Artículo IV 2011 - Informe de los funcionarios del Fondo; Aviso de información público sobre el debate del Comité Ejecutivo; y Declaración del Director Ejecutivo para Sudáfrica. Serie: Informe nacional n.º 11/258, 25 de agosto de 2011.

Gráfico 52
Tasa de paro juvenil: porcentaje del total de la población activa de 15 a 24 años de edad (2009)



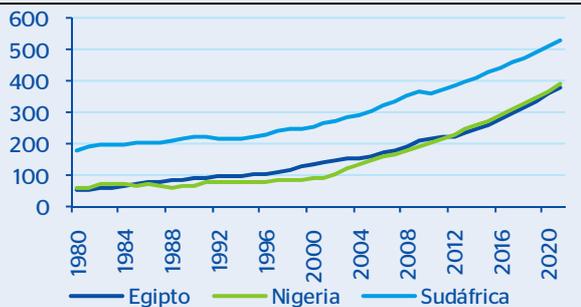
Fuente: Banco Mundial e IDM del Banco Mundial

La transición hacia un nuevo sistema político más democrático, ofrece una oportunidad a Egipto. La relación entre democratización y crecimiento ha sido un vínculo profusamente investigado, aunque sin arrojar demasiada luz sobre su signo ni sobre su causalidad. Utilizando como herramienta la información del proyecto Polity IV²⁴, una base de datos sobre transiciones políticas, confirmamos la hipótesis de que los procesos de democratización pueden suponer una ventana de oportunidad. Mientras el país pueda mejorar sus factores institucionales, desde atenerse al estado de derecho hasta controlar la corrupción más eficazmente, o reducir

los obstáculos burocráticos, son de esperar externalidades positivas sobre la actividad empresarial y, en última instancia, sobre las inversiones.

La tercera economía africana que está en el Nest, Nigeria, tiene un tamaño relativamente menor en comparación con Sudáfrica o Egipto, aunque presenta las más altas previsiones de tasa de crecimiento de cara a la próxima década (6,2%). Tiene ventajas en cuanto a riqueza de recursos de agricultura, minerales e hidrocarburos, con una población que, según las previsiones, aportará más a la producción mundial que Sudáfrica entre 2011 y 2021.

Gráfico 40
Miembros del Nest en África:
PIB real (miles de millones de USD)



Fuentes: BBVA Research y FMI

Gráfico 40
Miembros del Nest en África:
PIB real ajustado a la PPA (miles de millones de USD)



Fuentes: BBVA Research y FMI

Tabla 9
Tasa de crecimiento, estimada y requerida,
para llegar a ser EAGLE entre 2011 y 2021 (%)

	Tasa estimada	Tasa requerida	Diferencia
Egipto	5,7	6,1	0,4
Nigeria	6,2	7,1	1,0
Sudáfrica	3,6	5,7	2,1

Fuentes: BBVA Research y PEM del FMI

Con lo anteriormente expuesto y comparando las tasas de crecimiento estimadas y requeridas para llegar a ser EAGLE, podemos extraer ciertas conclusiones sobre

estas economías africanas. El retroceso de Egipto será solamente temporal, y todo apunta a que volverá a recuperar su categoría de EAGLE. Por ser su tamaño más pequeño, Nigeria necesita avanzar un punto porcentual más para incorporarse al club de los EAGLEs. No es imposible que lo consiga, considerando su espectacular tasa de crecimiento del PIB real, (9,1%) durante la década pasada. Sudáfrica se ve obstaculizada por factores internos y externos, y necesitaría un crecimiento del 5,7%, que nunca consiguió en las décadas pasadas.

24 la base de datos incluye una variable (regtran) que permite identificar aquellos casos en los que se produce cambio normativo sustantivo de la autoridad política hacia la democratización. Consulte una descripción detallada de la metodología empleada en el Observatorio Económico: "¿Podrá Egipto seguir siendo un EAGLE?", marzo de 2011.

Seguimos a los EAGLEs en la web

Para nuestros informes



Países EAGLE del BBVA: sitio web
www.bbvaeagles.com

Para compartir debates



Países EAGLEs del BBVA: grupo de discusión en LinkedIn
www.linkedin.com/groups/BBVA-EAGLEs-4120023?home=&gid=4120023&trk=anet_ug_hm

Para informes y enviarnos comentarios



Países EAGLEs del BBVA: Twitter
<https://twitter.com/#!/BBVAEAGLEs>

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Economista Jefe para Economías Emergentes

Alicia García-Herrero

+852 2582 3281

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Economist Jefe para

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

+34 630 144 485

alvaro.ortiz@bbva.com

Mario Nigrinis

+ 852 2582 3193

Mario.nigrinis@bbva.com

David Martínez

+34 690 845 429

dmartinez@bbva.com

Alfonso Ugarte

+ 34 91 537 37 35

alfonso.ugarte@bbva.com

Con la colaboración de:

Carrie Liu

carrie.liu@bbva.com

Paul Pozarowski

paul.pozarowski@bbva.com

Juan Ruiz

juan.ruiz.sanchez@bbva.com

Edward Wu

edward.wu@bbva.com

BBVA Research

Jefe Economista 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

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puentes

apuentes@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@bbva.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.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

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

Áreas Globales:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriiguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a

BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. + 852-2582-3111; Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (Spain)

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

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com