

Situación EAGLEs

EAGLEs

Informe Anual 2013
Análisis Económico

- Cada año BBVA Research selecciona los países emergentes clave, comparándolos con las mayores economías desarrolladas. Los nueve países clasificados como EAGLEs el año pasado siguen en la lista después de la revisión de sus proyecciones a largo plazo: **China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán**. El grupo del Nido está formado por 14 países, la mayoría de ellos en Asia y América Latina.
- Esperamos que los EAGLEs y países del Nido, en conjunto, contribuyan en un 68% al crecimiento mundial entre 2012 y 2022, encabezados por China y la India, ambos con un porcentaje más alto que los Estados Unidos. Las economías del G7 contribuirán con un escaso 16%.
- A pesar de que los EAGLEs y los países del Nido han disfrutado en 2012 de las ventajas de una menor vulnerabilidad, los desafíos en algunos países han mostrado que **no hay espacio para la complacencia**, por lo que nuevas reformas serían necesarias para consolidar sus proyecciones a largo plazo. De hecho, una mayor inversión y ganancias de productividad son necesarias para hacer frente a una **población en envejecimiento en algunos de ellos**.
- La **rápida urbanización** y una **creciente clase media** han comenzado y continuarán modificando radicalmente los patrones de consumo.

Índice

Resumen	3
1. Referencias clave en 2012	4
Un entorno exterior desafiante	4
¿Cómo se comportaron los EAGLEs y el Nido?	5
2. Nuevas previsiones para la próxima década	7
Actualización de la composición y del ranking para 2013	7
¿Cómo vemos el mundo alrededor del concepto EAGLEs y Nido?	9
Recuadro: metodología EAGLEs y robustez de sus miembros	13
Evaluación de la vulnerabilidad a largo plazo	15
3. El papel de la “población emergente” en el crecimiento sostenible	19
El envejecimiento no es exclusivo de las economías desarrolladas	20
La disminución del tamaño de los hogares	22
Migración a las ciudades: el proceso de rápida urbanización	23
La creciente clase media: cada vez mayores ingresos	25
La nueva clase media no sólo impulsará el consumo global sino que cambiará su composición	26

Fecha de publicación: marzo de 2013

Resumen

Después de una breve revisión de los principales acontecimientos en el mundo emergente en 2012, la tercera actualización anual de las Economías Emergentes y Líderes del Crecimiento (EAGLEs por sus siglas en inglés) revisa su relevancia económica y las compara con un núcleo de países desarrollados. Para ello seguimos el mismo enfoque riguroso y dinámico seguido en anteriores informes dados sus beneficios:

- Los miembros tanto de EAGLEs (la "lista principal") como del Nido (los candidatos a convertirse en EAGLEs) no están predefinidos; son elegidos en base a su rendimiento relativo con respecto a un criterio único global (la contribución al crecimiento global) y un umbral transparente. El año pasado, Egipto se convirtió en el primer "ángel caído" en nuestra lista y dejó el grupo de EAGLEs, mientras que Chile y Ucrania pasaron a integrar el grupo del Nido.
- Nuestra revisión de las previsiones a largo plazo para todos los países emergentes y los principales desarrollados para el período 2012-2022 concluye con un cambio más en los miembros: el deterioro en las perspectivas lleva a Ucrania de nuevo fuera del Nido.
- China, la India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán se confirman como miembros del grupo de EAGLEs, mientras que 14 países siguen siendo parte del Nido, de los cuales seis se encuentran en Asia y cuatro en América Latina.
- Los países EAGLEs y del Nido se espera que contribuyan en conjunto en más de dos tercios al crecimiento mundial entre 2012 y 2022, con la mayor parte del incremento del PIB localizado en Asia. Otros países emergentes, mercados frontera y economías menos desarrolladas aumentan este porcentaje hasta cerca del 80%.
- En contraste con este liderazgo, se espera que las economías desarrolladas contribuyan sólo en una quinta parte al crecimiento mundial, la mitad de la cual corresponde a los Estados Unidos.
- Las tendencias a largo plazo en los mercados emergentes dibujan un panorama sólido, anticipando que se mantendrá la convergencia a las economías desarrolladas. Bajo el paraguas de políticas prudentes y que han favorecido la estabilidad macroeconómica durante los últimos 10 a 15 años, el núcleo de los EAGLEs está liderando una serie de transformaciones sin precedentes que están afectando a una gran cantidad de personas. Este informe anual dedica un apartado especial al papel que juega la "población emergente" en el crecimiento sostenible.
- El aumento de capacidad adquisitiva ya ha permitido una masiva transición de población fuera de la pobreza, así como la creación de una clase media en auge. Esto traerá un gran cambio en los patrones de consumo en estos países.

Por último, nos gustaría recordar en este informe que los riesgos también están presentes aunque se mantiene una perspectiva positiva en términos generales. El año pasado fue un ejercicio desafiante-aunque todavía relativamente positivo- para los mercados emergentes y nos ha demostrado que una desconexión completa es realista bajo intensos canales comerciales, financieros y de confianza. El aislamiento no es posible, por lo que la clave es estar lo más preparado posible para situaciones adversas, como muchas economías emergentes ya han hecho.

El cambio radical para los países emergentes durante los últimos 10 a 15 años ha supuesto el nacimiento de la llamada "nueva normalidad" de riesgo como resultado de una menor vulnerabilidad, tanto en términos históricos como en relación a los mercados desarrollados. Sin embargo, la lección debe ser que no hay espacio para la complacencia y se deben aplicar nuevas reformas para que nuestro escenario de rápida convergencia hacia un mayor ingreso per cápita se haga realidad.

1. Referencias clave en 2012

Un entorno exterior desafiante

2012 fue decepcionante para el crecimiento global, que ahora estimamos que ha sido alrededor de medio punto porcentual inferior a lo que esperábamos hace un año. El balance fue **negativo a pesar de la resistencia de las economías emergentes**, que en cualquier caso todavía sufren por sus estrechos vínculos con el mundo desarrollado.

Cabe destacar los siguientes acontecimientos globales por su relevante impacto en los EAGLEs y en los países del Nido durante el año pasado:

- **La incertidumbre se mantuvo elevada:**

- A pesar de las medidas positivas y la disminución de riesgos, **las preocupaciones institucionales** persistieron en la UEM y el precipicio fiscal volvió a ser un riesgo importante a finales de 2012 en los Estados Unidos. Una mayor preocupación sobre Japón extendió la visión negativa a todo el mundo desarrollado.
- Las turbulencias en **Oriente Medio** no disminuyeron, sino que cambiaron de escenario: una guerra civil en Siria, el aumento de las tensiones entre Israel y Palestina, la aprobación de las sanciones de Occidente a Irán y el regreso de la inestabilidad política a Egipto. Sin embargo, **las tensiones geopolíticas** no fueron exclusivas de esta zona, con la aparición de un foco de creciente intensidad en el **Mar de China**.

- **Los bancos centrales hasta ahora han tenido éxito en la gestión de la aversión global al riesgo:**

- El ciclo de aversión global al riesgo se movió como una montaña rusa, lo que supuso **oleadas de flujos de capital dentro y fuera de los mercados emergentes**. Un nuevo episodio de la crisis de la UEM estuvo detrás de graves tensiones financieras en la primavera, aumentando fuertemente la aversión al riesgo y, por lo tanto, deteniendo los flujos de capital hacia los mercados emergentes hasta que se adoptaron **acciones decisivas por parte del BCE y la Reserva Federal en verano**.
- En el actual entorno más benigno, con una aversión global al riesgo mucho menor, los grandes flujos de capital hacia las economías emergentes hacen **de la gestión de las políticas monetarias y cambiarias un reto para las economías emergentes**. Si bien hay diversas opciones en el conjunto de instrumentos de las autoridades, existen efectos contrapuestos dependiendo de la respuesta elegida (especialmente entre la sobrevaloración del tipo de cambio y el crecimiento excesivo del crédito)¹.
- En cualquier caso, **los niveles de vulnerabilidad son históricamente bajos en las economías emergentes** en comparación con los países desarrollados² (Gráfico 1). Este cambio de paradigma en el que los mercados emergentes siguen teniendo un rendimiento relativamente bueno pero con un riesgo mucho más bajo que en los países desarrollados, es lo que denominamos la "nueva normalidad" del riesgo, que analizamos con cierto detalle en la segunda sección de este informe.

- **Bajo crecimiento de las economías desarrolladas:**

- **La actividad se debilitó aún más en el mundo desarrollado** bajo un entorno de incertidumbre y, en menor medida, en las economías emergentes. **El aumento en el apetito por el riesgo coexistió con el deterioro de los datos en el segundo semestre del año pasado**. Sólo las economías emergentes mostraron claros signos de haber tocado fondo durante el último trimestre de 2012. Esta tendencia ha seguido mejorando durante los primeros meses de 2013, con contadas excepciones (el caso especialmente de la India).

1: Para más detalles, consultar nuestro reciente informe: "The impact of the QE in Emerging Markets: managing success problems", Observatorio Económico EAGLEs, BBVA Research, noviembre de 2012.

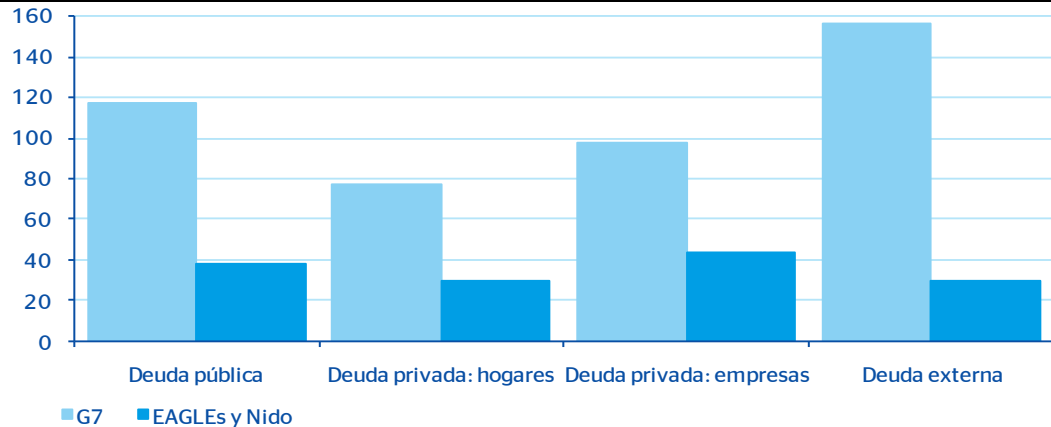
www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/121102_EW_EAGLEs_QE_impact_tcm348-360747.pdf?ts=522013

2: Un análisis completo se encuentra disponible en nuestro informe trimestral de riesgo país:

www.bbva.com/research/KETD/ketd/ing/nav/tematicas/riesgopais/index.jsp

Gráfico 1

Indicadores de apalancamiento en las economías emergentes y desarrollados (media simple en% del PIB de 2012)



Fuente: BBVA Research

- **Se suaviza el comercio mundial, pero aumentan los flujos sur-sur:**
 - El comercio mundial se desaceleró durante todo el año pasado, con efectos negativos procedentes de la debilidad en la UEM y Japón. **Los indicadores de comercio de las economías emergentes tocaron fondo en verano** con datos de exportaciones muy buenos durante el último trimestre, en contraste con los países desarrollados.
 - La reducción de las exportaciones a la UEM agudizó **la tendencia decreciente de la cuota de las exportaciones de los mercados emergentes hacia las economías desarrolladas**. Por el contrario, **el comercio entre las economías emergentes se mantuvo en auge**. De hecho, **las exportaciones de los EAGLEs y del Nido** hacia otras economías emergentes aumentó hasta un **42% del total de las exportaciones en 2012 desde un 25% en 2000**³.
- **Shocks de oferta en algunos mercados de materias primas:**
 - **El movimiento conjunto de los precios de las materias primas se rompió** en 2011 divergiendo considerablemente en 2012. **Los altos precios del petróleo** estuvieron respaldados por las sanciones a Irán y los **precios de los alimentos también aumentaron**, ya que se vieron fuertemente afectados por **condiciones climatológicas adversas**, en especial debido a la grave sequía en los Estados Unidos durante el verano⁴. Por el contrario los precios del **resto de las materias primas**, incluidos **los metales**, descendieron debido a una **actividad más débil en todo el mundo**.

¿Cómo se comportaron los EAGLEs y el Nido?

Las economías emergentes resistieron el año pasado a pesar de estar en un entorno externo difícil. **Sin embargo, su actividad económica estuvo por debajo de lo esperado demostrando que la desconexión** con los países desarrollados no es posible dado los fuertes vínculos comerciales, financieros y de confianza existentes.

En estas condiciones, el crecimiento decepcionó en algunos **EAGLEs**⁵:

- La India, Taiwán y Brasil crecieron claramente por debajo de las previsiones de principios del año pasado, seguidos por Corea y China.

3 Un ejemplo claro es el aumento de la demanda china de materias primas de América Latina. Un análisis más detallado está disponible en: "Evaluating Latin America's commodity dependence on China", Documento de trabajo 13/05, BBVA Research, enero de 2013. www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1305_tcm348-370500.pdf?ts=522013

4: "Supply shocks turn on again red light for food inflation", EAGLEs Flash, BBVA Research, agosto de 2012. www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/Flash_Commodities_1stAugust12_tcm348-349329.pdf?ts=522013

5: Por favor, tenga en cuenta que el análisis en las secciones 1 y 3 toman como referencia los miembros de los EAGLEs y del Nido definidos el año pasado. Las definiciones de los grupos nuevos se presentan en la sección 2, donde se comenta la actualización de las previsiones para los próximos diez años.

- **Surgieron preocupaciones sobre un crecimiento sostenible**, en **la India** en relación con la parálisis política, el aumento del gasto público y las barreras a la inversión. Las principales preocupaciones en **Brasil** se centraron en el bajo crecimiento debido a la escasa competitividad industrial y en la moderación del crédito. En **China**, las preocupaciones se centraron en el modelo económico, aún muy desigual y en la falta de consumo.
- Además, **las economías más abiertas, Taiwán y Corea, fueron de las más afectadas por la moderación del comercio mundial.**
- **Los procesos electorales** no supusieron una preocupación en Taiwán, Corea y México, mientras que la transición política en China fue suave.
- Las autoridades de todos estos países reaccionaron y **pusieron sobre la mesa medidas para hacer frente a la desaceleración económica**, desde estímulos fiscales (las economías de Asia del Este) y monetarios (especialmente relevantes en Brasil) hasta políticas de oferta para evitar cuellos de botella (la India). Como resultado, **el crecimiento comenzó a recobrar impulso en el cuarto trimestre.**

Por el contrario, el resto de los EAGLEs cumplieron con las expectativas e incluso sorprendieron al alza:

- **Indonesia** creció más o menos al ritmo esperado. El crecimiento de la actividad fue alto y, aunque persistieron las preocupaciones sobre el clima inversor, se convirtió en el octavo EAGLE en recibir la calificación de grado de inversión.
- Rusia, México y especialmente Turquía sorprendieron al alza:
 - **Rusia se benefició de términos de intercambio favorables**, con el precio del petróleo marcando un promedio anual de 110 dólares por barril (un valor similar al de 2011), así como por los gastos relacionados con las elecciones presidenciales.
 - El crecimiento **en México** se vio impulsado por la demanda de los Estados Unidos en un contexto de **rearme de su capacidad competitiva**. Esta situación se añade a la **estabilidad macroeconómica** para explicar la buena acogida de los mercados a los activos mexicanos en 2012.
 - **Turquía experimentó un aterrizaje suave y saludable**, lo que llevó a un ajuste mayor de lo esperado en el déficit por cuenta corriente. Mientras la demanda interna se mantuvo estancada, las exportaciones netas impulsaron un crecimiento moderado. Además, una gestión muy activa de los instrumentos monetarios y la baja aversión global al riesgo, apoyaron un resultado más benévolo. Turquía recibió en 2012 la calificación de grado de inversión por parte de la agencia de ratings Fitch.

Por último, la evolución de **los países del Nido** estuvo en línea con las previsiones del año pasado, aunque con una gran dispersión en las desviaciones. La mayoría de las economías asiáticas estuvieron en línea con las expectativas o muy por encima, como ocurrió con Chile y Perú en América Latina. Por el contrario, Polonia en Europa emergente se vio afectada por la menor demanda en la UEM, mientras que la transición política continuó siendo agitada en Egipto después de las elecciones.

2. Nuevas previsiones para la próxima década

Actualización de la composición y del ranking para 2013

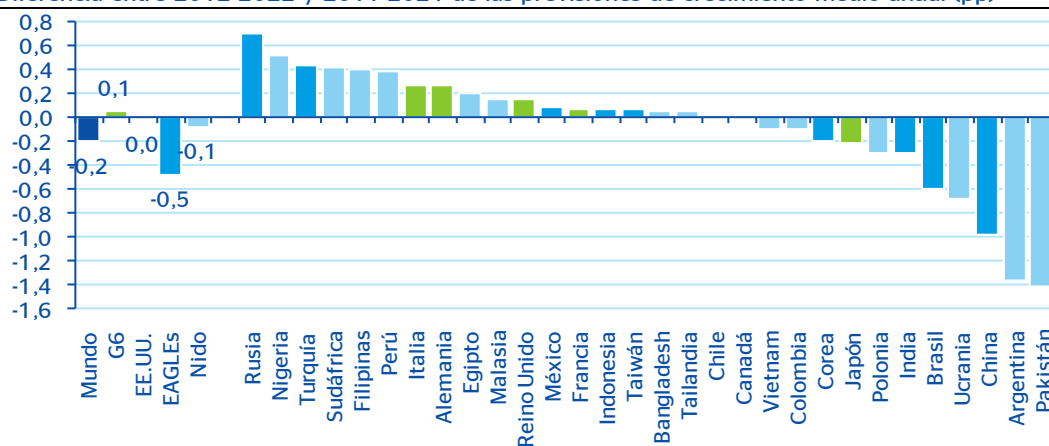
El concepto EAGLEs es inherentemente flexible y dinámico (véase el recuadro sobre metodología). En 2012, Egipto se convirtió en el primer "ángel caído" y perdió la condición de EAGLE debido a la agitación social y económica durante el estallido de la primavera árabe, mientras que Chile y Ucrania, que se encontraban en la lista de espera de los 45 mercados emergentes, se convirtieron en parte del grupo del Nido.

En 2013 no hay nuevas entradas en ninguno de los grupos, si bien Ucrania deja de pertenecer al Nido. Dentro de los grupos hay algunos cambios significativos (Gráfico 2):

- **Tanto el umbral de los EAGLEs como el del Nido se han revisado ligeramente al alza debido a "efectos de sustitución".** Dado que el intervalo de tiempo se ha desplazado, 2012 ha sido sustituido por las previsiones para 2022, y tanto el promedio del G6 como el crecimiento del miembro de menor contribución (Italia) mejoran con este cambio.
- Entre los EAGLEs, **las previsiones de crecimiento para Rusia y Turquía se han revisado al alza** debido a unas mejores perspectivas a medio y largo plazo. Por el contrario, **se espera que la India, Brasil y en particular China crezcan menos** en promedio durante los próximos diez años, en línea con las preocupaciones estructurales señaladas en la primera sección.
- En el grupo del Nido (tal como se definió en 2012), **el panorama ha mejorado para las tres economías de África, para Filipinas, Perú y Malasia**, mientras que **ha empeorado levemente para Polonia y significativamente para Argentina, Pakistán y Ucrania**.

Gráfico 2

Diferencia entre 2012-2022 y 2011-2021 de las previsiones de crecimiento medio anual (pp)



Fuente: BBVA Research y FMI

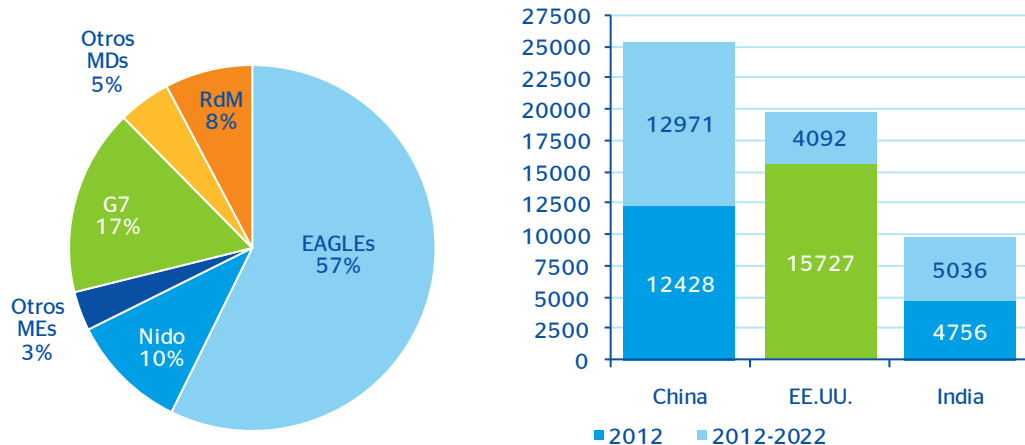
Como resultado de esta actualización en las previsiones, ha habido algunos cambios en la composición de los grupos y de su orden (Gráficos 3 y 4 y Tabla 1):

- **Los EAGLEs continúan siendo nueve países, mientras que 14 economías pertenecen ahora al grupo del Nido.**
- A pesar de la desaceleración con respecto a las previsiones anteriores, **la India y especialmente China continúan jugando en otra liga**, explicando respectivamente un 12% y un 32% de incremento en el PIB mundial entre 2012 y 2022, por encima de la contribución de los Estados Unidos, del 10%.

- **Indonesia supera a Brasil** como el tercer EAGLE en el ranking debido al debilitamiento de las perspectivas de crecimiento para el segundo, mientras que mejores previsiones llevan a **Rusia a superar a Corea**. **Turquía y México mantienen sus posiciones** y **Taiwán cierra la listadel grupo** cerca del umbral.

Gráfico3

PIB incremental entre 2012 y 2022: % del crecimiento mundial y los tres actores principales (mM\$)



Fuente: BBVA Research y FMI

- En cuanto a los **países del Nido**, el rasgo más distintivo es que **Ucrania ya no pertenece al grupo**, volviendo a la lista de espera de los 45 mercados emergentes sólo un año después de ser actualizada. Ucrania ha perdido su condición debido a un empeoramiento de sus perspectivas.
- Dentro del grupo del Nido, las posiciones en la clasificación han cambiado de manera significativa. **Egipto ahora comparte las primeras posiciones con Taiwán. Nigeria avanza y supera a Tailandia, mientras que Vietnam y Malasia superan a Polonia**. En el lado negativo, **Pakistán y en especial Argentina se mueven hacia abajo**, cerrando la lista del grupo con Chile, ligeramente por encima del umbral debido a su pequeño tamaño y no al deterioro de sus perspectivas.

Más allá de los miembros de los EAGLEs y del Nido, es importante destacar que otras tres economías cumplen los criterios para pertenecer al Nido, **Arabia Saudí, Irak e Irán**. Sin embargo, Arabia Saudí e Irak no se incluyen ya que se consideran mercados frontera en lugar de emergentes, mientras que Irán está excluido debido a las sanciones vigentes. Nos gustaría recordar que Irán cumplió el año pasado los criterios para ser un EAGLE, pero las previsiones se han revisado a la baja y el FMI ahora también espera un crecimiento mucho menor del PIB durante los próximos años (estimamos un promedio del 1,8% para el período 2012-2022 en contraste con el 4,4% el año pasado).

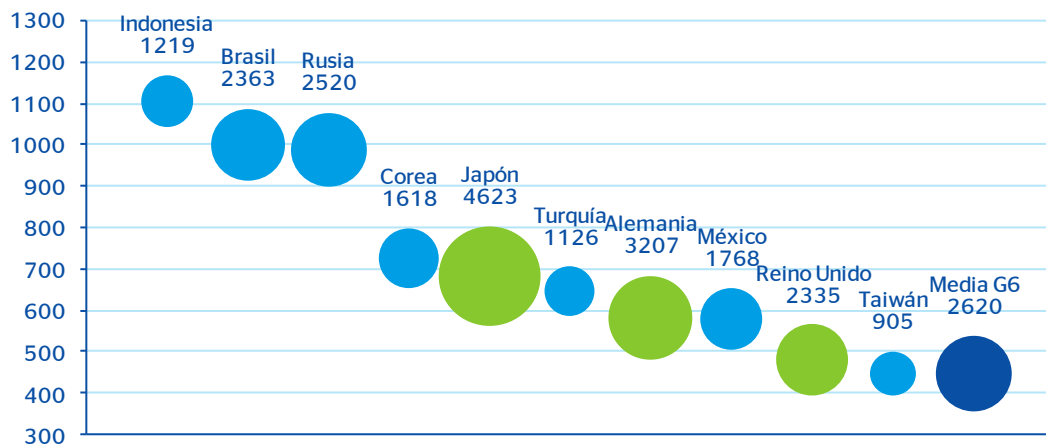
En cuanto a la lista de espera, **Qatar y la “descendida” Ucrania son los países que se sitúan más cerca del umbral del Nido** y tendrían que acelerar su crecimiento anual en alrededor de un punto porcentual para llegar a ser miembros de este grupo.

Gráfico4

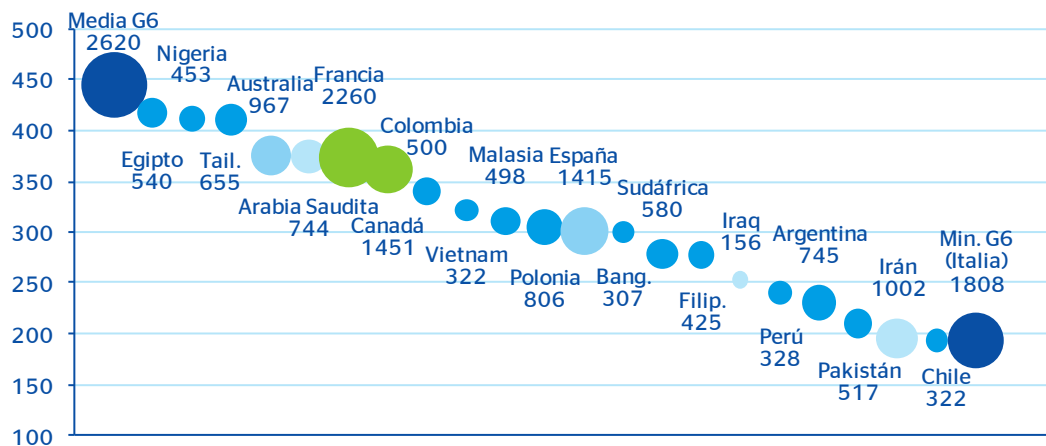
Incremento del PIB entre 2012 y 2022 en EAGLEs y países del Nido excluidos China e India (mM\$)
(eje de ordenadas)

PIB de partida en 2012 bajo la etiqueta del país (mM\$)
(las burbujas son proporcionales en cada gráfico)

A. Países EAGLEs y del G6 por encima del umbral de los EAGLEs



B. Países del Nido y otras economías por encima del umbral del Nido y por debajo del umbral de EAGLEs



Fuente: BBVA Research y FMI

¿Cómo vemos el mundo alrededor del concepto de EAGLEs y Nido?

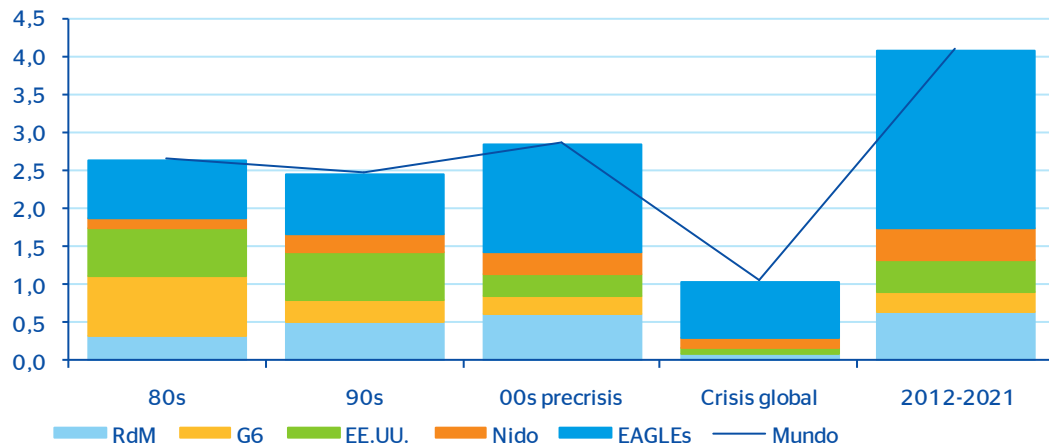
Independientemente de los cambios en las previsiones e incluso en las listas de los grupos, la esencia de los EAGLEs prevalece (véase el recuadro sobre robustez). Estas economías son **la principal fuerza del crecimiento mundial en los próximos diez años** (Gráficos 3,5 y Tabla 1):

- **Los EAGLEs explicarán un 57% del incremento del PIB mundial entre 2012 y 2022;** 44 puntos porcentuales se deben sólo a China y a la India. El resto de las contribuciones van desde el 1,1% de Taiwán al 2,7% de Indonesia.
- **El grupo del Nido contribuye con un 10%,** por encima del agregado del G6 y con contribuciones por países que van desde el 0,5% al 1,1%. Egipto, Nigeria y Tailandia tienen una participación superior al 1%, una décima por debajo de la media del G6.

- **Otros mercados emergentes en la muestra de 45 países añaden cerca del 4%.** Qatar es el que más contribuye con un 0,4%, seguido por la “descendida” Ucrania (0,3%).

Gráfico5

Contribución al crecimiento del PIB mundial (en dólares ajustados según la PPA 2012) (puntos porcentuales)



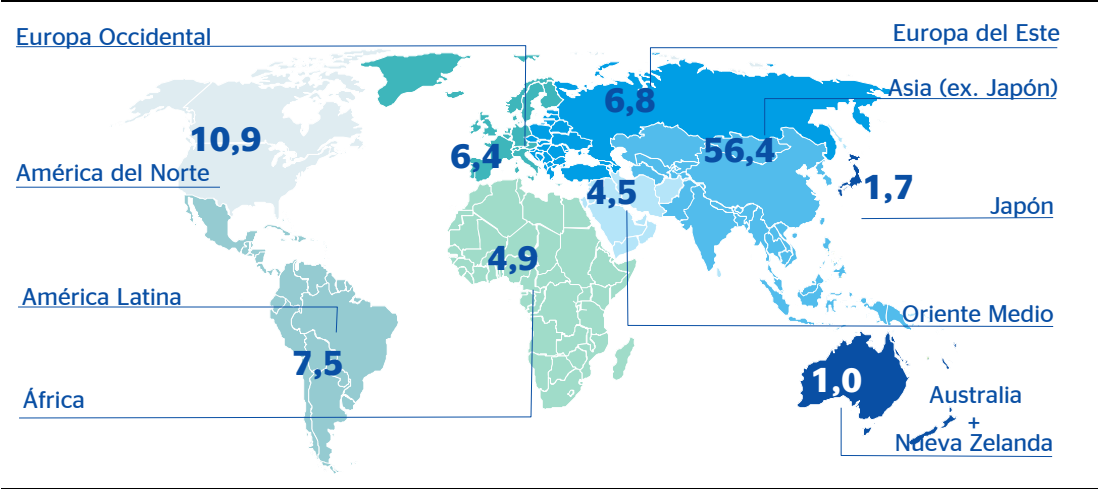
Fuente: BBVA Research y FMI

- **Los países del G7 explican un 16% del crecimiento esperado del PIB mundial;** la mayor parte de este porcentaje corresponde a los Estados Unidos (10%), mientras que Japón, Alemania y el Reino Unido también están por encima del umbral de los EAGLEs (1,1%). Francia y Canadá están ligeramente por debajo (0,9% cada uno) e Italia se sitúa a la cola (0,5%).
- **Otros mercados desarrollados contribuyen con el 5%,** liderados por Australia (0,9%) y España (0,7%), que superan a Italia, y seguidos por Hong Kong y Singapur (0,4% cada uno).
- El resto del mundo (es decir, **las economías frontera y en desarrollo**) representan el 8% restante. Arabia Saudí representa el 0,9%, Iraq el 0,6% e Irán el 0,5%.

Las características más destacadas a nivel regional se reflejan en el siguiente (Mapa 1):

- **Asia, excluyendo Japón, contribuye en un 56% al crecimiento del PIB mundial** en los próximos diez años.
- **El segundo motor de crecimiento se encuentra en América,** con una contribución esperada del **18%**, liderada por los Estados Unidos y además con el apoyo de las economías en expansión de América Latina como Brasil, México y los países andinos.
- Por lo tanto, el crecimiento mundial confirma su **tendencia hacia el Pacífico**, muy por encima de la actividad que rodea el Atlántico o el Océano Índico.
- **Europa** contribuirá con un 13%, del cual **algo más de la mitad corresponde a la región del Este** (incluyendo a los miembros de EAGLEs Rusia y Turquía).
- **África y Oriente Medio suman un 9%,** con actores clave en los mercados de materias primas.
- Por último, **Japón y Oceanía explican menos de un 3%.**

Mapa 1
Contribución al crecimiento del PIB mundial entre 2012 y 2022 (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 1

Contribución al crecimiento mundial entre 2012 y 2022

País	PIB real (mM\$ de 2012 ajustados por paridad de compra)						Anexo: PIB real (mM\$ de 2012)*	
	2012	2022	cambio 2012-2022			media anual (%)	cambio 2012-2022	
			valor	%mundo			Valor	%mundo
EAGLES	China	12428	25399	12971	31,6	7,4	8627	28,7
	India	4756	9792	5036	12,3	7,5	2159	7,2
	Indonesia	1219	2324	1104	2,7	6,7	786	2,6
	Brasil	2363	3362	999	2,4	3,6	961	3,2
	Rusia	2520	3508	988	2,4	3,4	766	2,5
	Corea	1618	2345	727	1,8	3,8	566	1,9
	Turquía	1126	1771	645	1,6	4,6	462	1,5
	México	1768	2347	578	1,4	2,9	386	1,3
	Taiwán	905	1352	447	1,1	4,1	249	0,8
Media G6		2620	3066	446	1,1	1,6	517	1,7
Nido	Egipto	540	958	418	1,0	5,9	197	0,7
	Nigeria	453	865	412	1,0	6,7	248	0,8
	Tailandia	655	1066	412	1,0	5,0	244	0,8
	Colombia	500	840	341	0,8	5,3	246	0,8
	Vietnam	322	643	322	0,8	7,2	142	0,5
	Malasia	498	810	312	0,8	5,0	200	0,7
	Polonia	806	1111	305	0,7	3,3	178	0,6
	Bangladesh	307	607	300	0,7	7,1	116	0,4
	Sudáfrica	580	858	279	0,7	4,0	188	0,6
	Filipinas	425	704	278	0,7	5,2	173	0,6
	Perú	328	568	241	0,6	5,7	150	0,5
	Argentina	745	976	231	0,6	2,7	155	0,5
	Pakistán	517	727	210	0,5	3,5	94	0,3
	Chile	322	516	194	0,5	4,8	159	0,5
	Min, G6 (Italia)	1846	2039	194	0,5	1,0	215	0,7
Grupos	EAGLES	28705	52200	23495	57,3	6,2	14961	49,7
	Nido	6996	11250	4254	10,4	4,9	2489	8,3
	Otros MEs	3164	4588	1424	3,5	3,8	1062	3,5
	G7	31449	38215	6766	16,5	2,0	7196	23,9
	EE.UU.	15727	19820	4092	10,0	2,3	4092	13,6
	G6	15722	18396	2674	6,5	1,6	3103	10,3
	Otros MDs	7265	9171	1906	4,6	2,4	2293	7,6
	RdM	5535	8711	3176	7,7	4,6	2083	6,9
MUNDO		83114	124136	41022	100	4,1	30083	100

*Asumiendo que los tipos de cambio frente al dólar se mueven en base al diferencial de inflación con los EE.UU.

Fuente: BBVA Research y FMI

Recuadro: metodología EAGLEs y robustez de sus miembros

Metodología EAGLEs

El punto de partida de nuestras listas de EAGLEs y del Nido es **una muestra de 45 economías emergentes y los países del G6**:

- Algunas potenciales economías emergentes están excluidas debido a que son mercados frontera, están bajo sanciones internacionales o en situación de guerra.
- Se excluye a los Estados Unidos del G7 debido a su gran tamaño. Sin embargo, están siempre presentes en las comparaciones transversales.

La variable de referencia es **el aumento del PIB en términos reales ajustado según la Paridad de Poder Adquisitivo (PPA) entre 2012 y 2022**. Para estimarlo, añadimos las previsiones de crecimiento de BBVA Research a la estimación del PIB para 2011 del FMI. Usamos las previsiones del FMI/WEO en países para los que no elaboramos previsiones.

La contribución de cada país al crecimiento mundial es igual al **PIB incremental**, es decir, **la diferencia entre el PIB de 2022 y el de 2012**. El enfoque EAGLEs es, por lo tanto, **una mezcla de tamaño y de crecimiento**⁶.

Una vez que hemos ordenado las estimaciones de acuerdo con el cambio esperado en el PIB:

- **Los EAGLEs se definen como aquellas economías emergentes que contribuyen al crecimiento mundial más que la media de los países del G6 en los próximos diez años.**
- **El grupo del Nido está formado por las economías emergentes que contribuyen más que el país del G6 con menor aportación pero que se sitúan por debajo del umbral de los EAGLEs.**

El enfoque EAGLEs, es por lo tanto, **flexible y dinámico**, lo que implica que los países pueden entrar o salir de ambos grupos en función de su comportamiento relativo con respecto a la referencia de los países desarrollados.

Robustez de sus miembros

En el informe anual del año pasado se contrastó la sensibilidad de ser un EAGLE o un país del Nido bajo diferentes escenarios y se observó que la lista de los EAGLEs es bastante robusta bajo diferentes escenarios de riesgo. Sólo México, Turquía y Taiwán se situaban menos de un punto porcentual por encima del umbral de la tasa de crecimiento.

Este año comprobamos la robustez comparando las previsiones con las de otras instituciones. En particular, comprobamos la condición de miembro de los países usando pronósticos equivalentes del **FMI, la OCDE y Consensus**⁷.

Al igual que en nuestro ejercicio del año pasado, encontramos que **nuestros resultados son de nuevo muy robustos** (Gráfico 6):

- **El crecimiento a largo plazo para los EAGLEs y el Nido es del 5%-6% en promedio, alrededor de tres veces la cifra del G6.** El FMI y la OCDE son ligeramente más pesimistas sobre las economías desarrolladas (especialmente para Alemania y Japón). Si se diera este escenario, habría más espacio para que algunos mercados emergentes entraran en el grupo de los EAGLEs (Nigeria, Egipto y Tailandia).
- Para los mercados emergentes, **las tasas de crecimiento a largo plazo están en línea con nuestros pronósticos**, con algunas excepciones puntuales:
 - Un **sesgo al alza** de todas las fuentes (FMI, OCDE, Consensus) con respecto a Brasil, México y en particular Argentina. También la media de Rusia está por encima de nuestras previsiones.
 - Un **escenario menos optimista** de nuestras fuentes alternativas en los casos de Colombia e Indonesia, así como para la India y Tailandia.
- Hay muy pocos pronósticos de países fuera de los umbrales de crecimiento para permanecer en los EAGLEs y el Nido:
 - Las previsiones del Consensus menos positivas sobre **Taiwán** llevarían al país desde los EAGLEs al grupo del Nido, mientras que **Chile** perdería su condición como miembro del Nido bajo las proyecciones del FMI y la OCDE.
 - **Para otros países que se encuentran en márgenes muy estrechos** (por debajo de un punto porcentual para el cambio de grupo), las previsiones alternativas favorecen la **estabilidad de los miembros**.
- Existe un amplio consenso sobre la creencia de que **los EAGLEs cuentan con un importante margen para seguir creciendo por encima de la media del G6**.

⁶Un país pequeño puede tener un mejor desempeño en términos de crecimiento pero no pertenecer ni a los EAGLEs ni al grupo del Nido debido a su tamaño. Sin embargo, esto no invalida los méritos en la estabilidad macroeconómica y/o su agenda de reformas. Es simplemente el resultado de nuestro enfoque.

⁷Para el FMI se utilizan datos tal y como se explica en la metodología EAGLEs, para la OCDE se calcula el promedio de los periodos 2013-2017 y 2018-2030, mientras que para Consensus se incluye la tasa de crecimiento media entre 2013 y 2022.

- La mayoría de **los países del Nido** se enfrentan aún a una brecha sustancial **para llegar a convertirse en un EAGLE** y para las economías más pequeñas, por ahora, sencillamente **es un escenario realista**. Sin embargo, **la probabilidad de ser “descendido” también es limitada** para la mayoría de ellos.
- Más allá de la dinámica de los mercados emergentes, **una mejora de las perspectivas de crecimiento del G6** podría contribuir decisivamente a un cambio en la composición de los grupos. Sin embargo, **otras fuentes descartan**

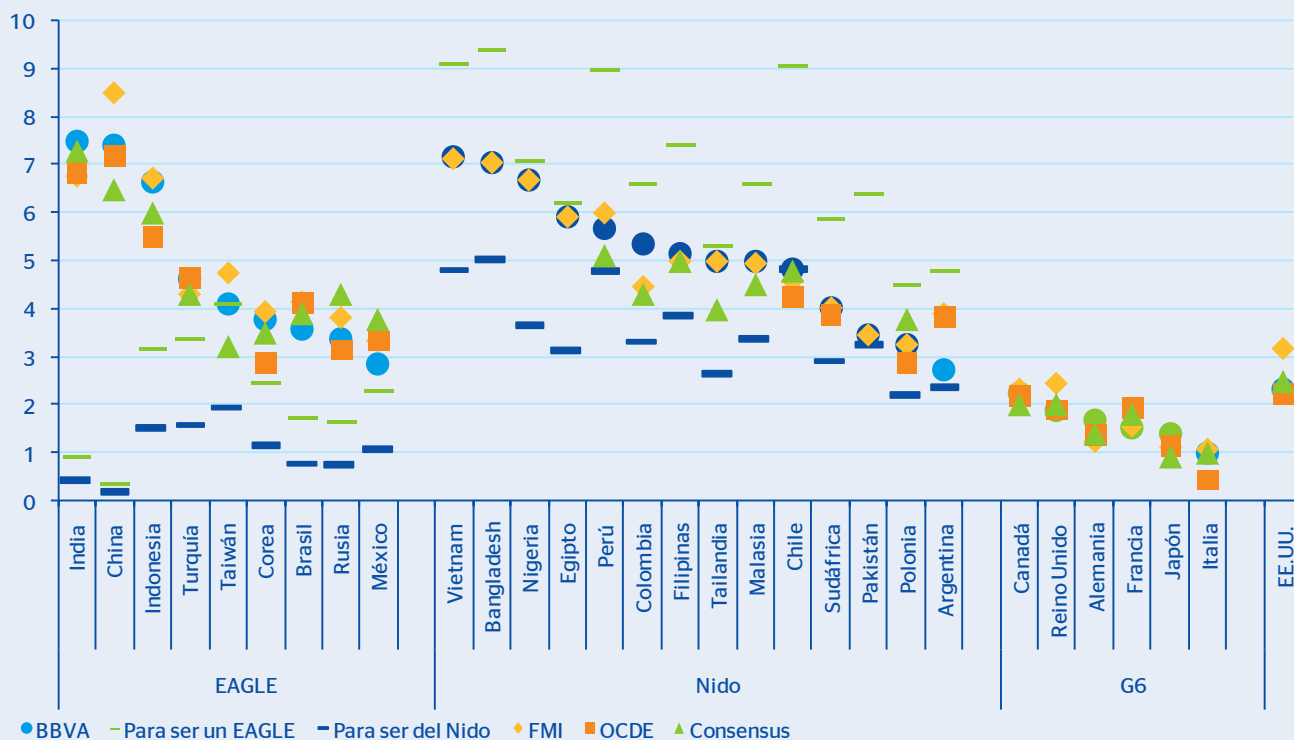
este escenario alternativo y muestran una imagen ligeramente más negativa tanto en promedio (el umbral de los EAGLEs) como para el miembro con menor aportación (el umbral del Nido).

En definitiva, la comparación de las previsiones con fuentes alternativas refuerza la siguiente idea:

- La **estructura actual** de los EAGLEs y el Nido sigue siendo **muy estable**. En su caso, podría haber espacio para algunos países más si se diera un escenario más pesimista para los países del G6, tal y como anticipan algunas previsiones alternativas.

Gráfico 6

Previsiones de crecimiento y umbrales en el período 2012-2022



Fuente: BBVA Research, FMI, OCDE y Consensus

Evaluación de la vulnerabilidad a largo plazo

En el informe anual de 2012 realizamos un exhaustivo análisis comparativo entre países sobre los riesgos macroeconómicos y sobre los retos sociales e institucionales. Construimos dos **matrices de vulnerabilidad** diferentes⁸:

- **Riesgos macroeconómicos:** a/ riesgos en el modelo de crecimiento, b/ riesgos de la demanda externa, y c/ desequilibrios macroeconómicos.
- **Obstáculos potenciales para el crecimiento:** a/ factores institucionales, b/ riesgos asociados con inestabilidad social, y c/ desafío del crecimiento inclusivo.

Este año se han actualizado estas matrices (Tablas 2 y 3) con algunos ajustes de menor importancia relacionados con las definiciones de pobreza, ya que consideramos más conveniente utilizar medidas absolutas y homogéneas a nivel internacional en lugar de las referencias relativas definidas a escala nacional⁹. Por lo tanto, hemos incluido el índice de recuento de la pobreza de la población que vive con menos de 1,25 dólares por día y 2 dólares por día (ambos ajustados según la PPA).

Más allá de esta aclaración sobre los datos, queremos mostrar ejemplos de **riesgos y obstáculos potenciales para el crecimiento** en algunos de los EAGLEs y de los países del Nido. Algunos de estos aspectos se han destacado en la primera sección:

- **Riesgos en el modelo de crecimiento:**
 - El gobierno chino ha anunciado recientemente que **la población en edad de trabajar** se redujo en 2012 por primera vez en las últimas décadas. Con el tiempo se demandará una mayor productividad del trabajo, sobre todo en China, Corea, Taiwán y Europa del Este, países con una demografía en avanzado estado de envejecimiento.
 - La calidad de las **infraestructuras** en Polonia mejoró al albergar la Eurocopa de fútbol en 2012, cerrando la brecha con la media de países emergentes; Brasil se encuentra actualmente por debajo del punto de referencia, pero tiene una oportunidad al ser el país anfitrión de la Copa del Mundo de fútbol en 2014 y los Juegos Olímpicos en 2016.
 - La calidad de las infraestructuras también es el resultado de un compromiso político con los fundamentos de la productividad, como lo fue el caso de la mejora de México en 2012, y lo mismo se aplica para el aumento en los últimos años de la **matriculación de estudiantes en educación terciaria** en Perú o un mayor **gasto en I+D** en Corea. Lo contrario sucede por ejemplo en Egipto sujeto a una gran incertidumbre institucional.
- **Riesgos de la demanda externa:**
 - En términos generales, **la apertura comercial** está en aumento en los mercados emergentes, incrementando la competencia mundial pero también la sensibilidad a la demanda externa. Taiwán, Tailandia, Vietnam y Malasia presentan una ratio superior al 100% y Corea está cerca de este umbral.
 - La debilidad del mundo desarrollado dificulta la expansión de las exportaciones en los mercados emergentes. Por el contrario, **los flujos comerciales sur-sur** van en aumento, así como la dependencia de China, como ocurrió en 2012 en Vietnam y Perú.
 - **La dependencia de las materias primas** para los exportadores ha aumentado ligeramente; la divergencia en la evolución de los precios explica la evolución diferenciada por países. Por un lado, el índice CRB cayó en 2012 un 10% debido principalmente a los metales industriales. Por otro lado, el petróleo se mantuvo prácticamente estancado en un precio medio alto, mientras que algunos alimentos se encarecieron debido a *shocks* de oferta (soja, maíz y trigo).
- **Desequilibrios macroeconómicos:**
 - **El panorama fiscal** se ha deteriorado en la India y Pakistán, y de acuerdo a los últimos acontecimientos empeorará en Egipto a menos que lleven a cabo reformas (probablemente para obtener un acuerdo financiero con el FMI). Las necesidades

8; Sección 2 de "Informe Anual EAGLEs 2012", BBVA Research, febrero de 2012.

www.bbva.com/KETD/fbin/mult/120221_EAGLEs_Outlook_Annual_Report_2012_tcm348-287658.pdf?ts=1922013

9; También hemos restringido la selección de años para los Indicadores de Desarrollo Mundial del Banco Mundial. Ahora sólo incluimos la última observación disponible en el período entre 2008 y 2012.

esperadas **de financiación externas** han aumentado también para la mayoría de los países con un mayor déficit por cuenta corriente (Brasil, Indonesia, Polonia y Sudáfrica).

- China y Turquía representan un inusual **ajuste de sus desequilibrios**. El cambio de modelo de crecimiento está presionando a la baja el superávit por cuenta corriente en China, mientras que el gobierno turco aprobó el año pasado un conjunto de medidas para aumentar la tasa de ahorro y desarrollar inversiones estratégicas que permitan al país reducir la dependencia externa en algunos productos (incluida la energía).
- En términos generales, la **situación de vulnerabilidad** sigue siendo bastante buena en comparación con los países desarrollados y los umbrales de riesgo.
- Continuando con la última idea sobre los desequilibrios macroeconómicos y retomando el tema del comercio (con el aumento de relaciones sur-sur), hay que destacar que **las vulnerabilidades ponderadas por comercio está disminuyendo para los mercados emergentes**.
- Los **factores institucionales** son muy relevantes para la actividad doméstica y la atracción de inversión extranjera. Las políticas y el compromiso pueden cambiarlos; no son inmutables. Este es el caso de la mejora del clima de inversión en México, Taiwán y Malasia durante 2012, mientras que lo contrario sucedió en Argentina y Egipto.
- **Riesgos de inestabilidad social:**
 - **Los elevados precios de los alimentos** continúan afectando a los países menos desarrollados, con una creciente factura de importación para países pobres como Egipto, Nigeria, Vietnam y Bangladesh. En los últimos años, el encarecimiento de los alimentos ha estado detrás de disturbios sociales en varios países.
 - **Otros factores contribuyen a la inestabilidad social**. La matriculación de estudiantes en educación secundaria ha disminuido en la última década en Egipto, mientras que las tasas de desempleo juvenil se han situado en torno a un 25%-30%.
 - Un crecimiento elevado y sostenible ha mantenido una tendencia a la baja de las **tasas de desempleo** en la mayoría de los EAGLEs y en los países del Nido durante los últimos años. No existe prácticamente capacidad ociosa en los mercados de trabajo de Asia del Este, mientras que las tasas de desempleo son significativamente más altas que el promedio en Egipto, Polonia y sobre todo en Sudáfrica (25%).
 - Las tasas de **desempleo juvenil** están alrededor de 10 puntos porcentuales por encima de la tasa total. La brecha es particularmente alta en Sudáfrica, donde la tasa de desempleo de los jóvenes duplica el total y se acerca al 50%. Por otra parte, las diferencias son marginales en varios países asiáticos, así como en México, donde la tasa de desempleo total y juvenil son casi la misma.
- **Las preocupaciones acerca de un crecimiento inclusivo** están desplazándose de la reducción de la pobreza a la existencia de distribuciones de la renta más desiguales y a la persistencia de las mismas en niveles elevados de desigualdad. Pocos países han logrado conseguir a la vez un rápido desarrollo y la reducción de la desigualdad, pero parece que la preocupación política está en aumento. En este sentido, China ha presentado recientemente su nuevo plan de distribución del ingreso, en el que se incluye el fortalecimiento de las redes de seguridad social y el aumento del salario mínimo.

Tabla 2

Matriz de riesgos macroeconómicos

Dimensión		A. Riesgos modelo de crecimiento										B. Riesgos demanda externa				C. Desequilibrios macroeconómicos					
Variable	Definición y fuente	Aceleración del crecimiento		Crecimiento esperado		Productividad esperada de la fuerza laboral		Calidad de infraestructuras		Gasto en I+D		Matriculación en educación		Relevancia		Diversificación		Flujos		Stocks	
		[Crecim medio 2012-22] / BBVA-07 / FMI	[Crecim medio 2012-22] / BBVA-07 / FMI	[2012-2022 cambio en %] / NU	[2012-2022 cambio en %] / NU	[PIB/Crecim. medio fuerza laboral 2012-22] / BBVA-FMI-NU	[Indicador 1-7, 2012-13] / WEF	[gasto % PIB, últimos 5 años] / BM	[%, últimos 5 años] / BM	[matriculación en educación terciaria] / BM	[Apertura comercial] / FMI	[Crecim. esperado socios comerciales] / BBVA-FMI	[Dependencia exportaciones a China] / FMI	[Dependencia exportaciones de materias primas] / OMC	[Balance fiscal esperado] / FMI	[Balance exterior esperado] / FMI	[Deuda pública] / FMI	[Deuda externa] / BM-FMI			
	China	-4,0	0,0	7,5	4,3	1,5	25,9	49,9	3,5	n.d.	6,5	-0,1	3,3	25,8	9,4						
	India	-1,3	1,5	7,1	3,8	n.d.	17,9	42,0	3,8	6,2	34,9	-8,7	-2,6	67,0	18,3						
	Indonesia	1,4	1,1	6,5	3,7	0,1	23,1	44,6	4,3	11,3	66,2	-2,0	-2,6	24,5	25,2						
	Brasil	-0,2	0,9	3,2	3,4	1,1	36,1	19,8	3,9	17,3	64,2	-1,8	-3,2	64,9	16,2						
	Rusia	-4,1	-0,9	3,5	3,5	1,3	75,9	45,7	3,3	6,5	77,5	-1,6	1,2	12,0	29,3						
	Corea	-0,7	-0,3	3,6	5,8	3,4	103,1	96,7	4,4	23,9	14,1	2,8	1,2	34,2	n.d.						
	Turquía	-3,0	1,1	4,3	5,3	0,8	45,8	48,5	3,1	1,8	20,0	-1,6	-7,5	39,3	39,6						
	México	-0,5	1,3	2,8	4,4	n.d.	28,0	61,6	2,6	1,7	26,4	-2,0	-1,1	43,8	24,9						
	Taiwán	-1,1	n.d.	n.d.	5,5	n.d.	n.d.	126,4	4,7	27,2	10,3	-1,9	7,2	40,5	n.d.						
Mido	Egipto	0,9	1,7	5,3	3,8	0,2	32,4	37,9	3,6	2,0	52,8	-5,6	-2,3	76,4	14,8						
	Nigeria	-0,3	2,7	6,4	3,2	n.d.	n.d.	70,1	3,2	1,4	93,5	2,0	1,8	17,3	5,4						
	Tailandia	-0,5	0,2	5,1	4,9	n.d.	47,7	132,3	4,3	12,0	27,8	-3,0	0,8	41,7	23,2						
	Colombia	0,0	1,2	5,0	3,4	0,2	39,1	34,1	3,1	3,5	77,6	-1,1	-2,6	34,2	23,5						
	Vietnam	-0,8	0,8	6,8	3,2	n.d.	22,3	165,9	3,8	12,0	34,5	-2,9	-1,2	50,4	47,1						
	Malasia	-1,7	1,6	4,8	5,4	n.d.	40,2	144,0	4,3	13,1	37,4	-4,6	6,2	52,9	32,8						
	Polonia	-1,8	-0,9	3,2	4,0	0,7	70,5	76,8	2,3	1,0	21,9	-2,4	-3,6	56,3	n.d.						
	Bangladesh	0,9	1,8	6,7	2,8	n.d.	10,6	53,2	2,7	1,3	6,3	-2,9	0,2	n.d.	23,8						
	Sudáfrica	-0,9	0,6	3,8	4,5	0,9	n.d.	53,5	3,8	12,8	50,3	-3,2	-5,9	38,8	27,8						
	Filipinas	-0,2	2,0	5,1	3,6	n.d.	28,9	49,8	3,8	12,7	19,7	-1,2	2,2	41,9	33,8						
	Perú	-0,7	1,4	5,6	3,4	n.d.	43,0	47,6	3,6	18,2	66,6	1,2	-2,7	20,9	25,3						
	Argentina	-6,0	0,8	2,6	3,4	0,5	71,2	35,5	3,8	7,4	63,7	-1,9	-1,1	44,9	25,8						
	Pakistán	-2,3	2,1	3,3	3,4	0,5	5,4	33,0	3,7	7,5	28,6	-5,8	-2,8	60,2	28,6						
Chile	-0,4	0,6	4,9	5,4	0,4	59,2	62,9	4,0	22,8	85,2	-0,3	-2,8	11,3	38,7							
Sobre 45 Mes		Por encima de la media	En la media	Por debajo de la media																	

Tabla 3

Matriz de obstáculos potenciales al crecimiento

Dimensión	A. Factores institucionales				B. Riesgos de inestabilidad social				C. Reto crediticio inclusivo			
	Privado		Público		Precios de los alimentos		Mercado de trabajo		Desigualdad de la renta	Ratio de recuento de la pobreza		
	Clima de Inversión	Gobernanza	Fragilidad del Estado		Dependencia importación alimentos	Alimentos en la cesta de consumo	Tasa de desempleo	Tasa de desempleo juvenil				
Variable	[Ranking media mundial de 10 indicadores, 1-185, DB 2013] / BM	[Media de 6 indicadores, -2.5 to +2.5 2011] / BM	[Índice general, 0-25, 2011] / CPS		% del PIB, 2011 / OMC-FMI	% IPC, 2012 / Haver	[en %, 2012] / Haver-FMI	[en %, últimos 5 años] / BM	[Índice de GINI, últimos 5 años] / BM-UNU	[1.25 dólares diarios (PPA) últimos 5 años] / BM	[% de población, últimos 5 años] / BM	[2 dólares diarios (PPA) últimos 5 años] / BM
Definición y fuente	China	-0.6	9		1.0	n.d.	4.1	n.d.	n.d.	13.1	29.8	
	India	-0.3	13		0.8	49.7	n.d.	n.d.	n.d.	32.7	68.7	
	Indonesia	-0.5	9		2.0	45.4	6.2	22.2	n.d.	18.1	46.1	
	Brasil	0.1	6		0.4	23.4	5.5	17.8	101.3	6.1	10.8	
	Rusia	-0.7	7		2.0	37.3	5.7	17.2	88.6	0.0	0.1	
	Corea	0.8	0		2.3	13.6	3.2	9.8	97.1	n.d.	n.d.	
	Turquía	0.0	9		1.4	26.2	9.0	21.7	77.6	0.0	4.2	
	México	-0.1	5		2.1	18.9	5.0	9.5	88.8	1.2	5.2	
	Taiwán	1.0	0		2.4	26.1	4.2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
	Egipto	-0.7	12		5.8	39.9	12.7	n.d.	72.5	30.8	1.7	15.4
NIDO	Nigeria	-1.1	18		3.3	51.8	n.d.	n.d.	44.1	48.8	68.0	84.5
	Tailandia	-0.3	7		3.1	33.0	0.7	4.3	79.2	40.0	0.4	4.6
	Colombia	-0.2	11		1.5	28.2	10.4	23.0	96.4	55.9	8.2	15.8
	Vietnam	-0.6	9		7.4	39.9	4.5	n.d.	77.2	35.6	16.9	43.4
	Malasia	0.3	5		5.7	30.3	3.0	10.9	68.3	46.2	0.0	2.3
	Polonia	0.8	0		3.1	24.2	12.8	23.7	97.0	34.1	0.1	0.2
	Bangladesh	-0.9	12		5.9	n.d.	n.d.	n.d.	51.4	32.1	43.3	76.5
	Sudáfrica	0.3	6		1.5	18.3	24.9	48.2	93.8	63.1	13.8	31.3
	Filipinas	-0.5	11		2.9	39.0	7.0	17.4	82.0	43.0	18.4	41.5
	Perú	-0.2	7		2.2	26.1	6.8	14.0	91.4	48.1	4.9	12.7
	Argentina	-0.2	1		0.4	37.9	7.2	21.2	88.5	44.5	0.9	1.9
	Pakistán	-1.1	16		2.5	34.8	7.7	7.7	34.2	30.0	21.0	60.2
	Chile	1.2	2		2.2	18.9	6.5	18.6	87.9	52.1	1.4	2.7
	Sobre 45 MEs											
	Por encima de la media	En la media		Por debajo de la media								

3. El papel de la “población emergente” en el crecimiento sostenible

La población es **un elemento clave en la definición de las previsiones económicas y el crecimiento potencial**:

- En **el lado de la oferta**, el trabajo se incluye en **la función de producción agregada**. Hay varios factores que condicionan este papel relevante:
 - El **trabajo puede ser descompuesto** en la tasa de empleo (uno menos la tasa de desempleo), la tasa de participación, la proporción de población en edad de trabajar y la población total.
 - Por lo tanto, en un horizonte de largo plazo, el trabajo es **el resumen del mercado de trabajo y las condiciones sociales, así como de la demografía**.
 - Además, la población entra en la función de producción a través de **la educación y la productividad**.
- En **el lado de la demanda**, el gasto efectivo de los hogares supone la mayor parte de la demanda final, incluido el consumo privado y público (consumo efectivo), así como la inversión en vivienda. El nivel de renta per cápita y el tamaño de **la clase media** condiciona la demanda de ciertos bienes y servicios. **El poder adquisitivo es la variable clave, pero otras juegan un papel importante, como el envejecimiento, la extensión de la protección social y la accesibilidad financiera**.

Aunque las implicaciones van más allá de este simple enfoque, estas dimensiones son suficientes para presentar las principales tendencias socioeconómicas y de la población en las economías emergentes:

- **El envejecimiento de la población**: la demografía ha sido una fuente muy relevante de crecimiento durante muchas décadas en las economías emergentes. La llamada “**prima de población**” aún está presente en la mayoría de ellos, pero está moderándose de forma progresiva. **La contribución de la población en edad de trabajar está disminuyendo** e incluso es negativa en algunos países, como China, Corea y Europa del Este. Con el fin de mantener altas tasas de crecimiento, las economías tendrán que compensar este efecto con una **mayor capitalización y/o un aumento de la productividad total de los factores** (vinculada sobre todo con la educación, tecnología e infraestructura, así como con factores institucionales). Los flujos de inmigración y/o el incremento de las tasas de participación, especialmente en el segmento femenino, también podrían compensar esta situación en mercados laborales que cuenten con escasa capacidad ociosa.
- **La disminución de tamaño del hogar** está fuertemente ligada al desarrollo económico. Según mejora el nivel de vida, la disminución de las tasas de fertilidad y el aumento de los hogares unifamiliares, crecen rápidamente reduciendo el tamaño del hogar. Por lo tanto **el impacto del envejecimiento** en el número de hogares **se suaviza**. Este fenómeno tiene implicaciones relevantes para el consumo de determinados productos y la demanda de viviendas.
- **La urbanización**: según se han ido desarrollando los países de ingresos bajos, una parte importante de la población rural ha migrado hacia las zonas urbanas. Esta transición implica un **aumento de la productividad dado que el sector primario pierde peso y la industria se desarrolla con la nueva fuerza laboral**. La industrialización urbana implica dos consecuencias relevantes. Por un lado, las ganancias de productividad normalmente se transforman en aumentos del salario real, mientras que por otro lado, **la concentración de población genera actividades de servicios**, tales como comercio al por menor, transporte..., que finalmente se convierten en el grueso de la actividad económica.
- **El aumento de la clase media**: los países capaces de transformar una economía basada en el sector primario en una economía industrial y competitiva con un amplio sector de servicios sin duda mejoran el bienestar de su población mediante la **generación de empleo**. Un crecimiento elevado y sostenido desde el comienzo del presente siglo en las economías emergentes ha llevado a una gran cantidad de personas fuera de la pobreza, permitiendo **el nacimiento y rápido crecimiento de las clases medias**. En nuestro escenario base, esta

tendencia ya está en marcha y se acelerará en los próximos años, con un papel cada vez mayor de los ciudadanos de mayor riqueza.

- **Cambios en los patrones de consumo:** el aumento del poder adquisitivo conlleva cambios importantes en la composición de la cesta de consumo. Países de ingresos bajos presentan una mayor proporción de gasto en alimentos, mientras que **a medida que escalan en las etapas del desarrollo hay un aumento relativo del consumo de productos discrecionales** (por ejemplo, automóviles), así como de los gastos en vivienda. Estos cambios se facilitan e impulsan mediante la extensión de la **inclusión financiera**.

¿Cuál es la relación entre los factores de demanda y de oferta vinculados a la población? Como hemos señalado al comienzo de esta sección, **el crecimiento potencial está perdiendo progresivamente su “prima de población” y las economías necesitan escalar en la cadena de valor. Esta transformación podría estar apoyada por la extensión de las clases medias**. El aumento del poder adquisitivo y el cambio en los patrones de consumo proporcionan economías de escala, fomentan la competencia, promueven la innovación, incrementan los niveles de educación, amplían la base fiscal y aumentan el *stock* de ahorros intermediados.

Las políticas son elementos clave para hacer frente a los retos derivados del rápido crecimiento:

- **Para evitar el riesgo de caer en la trampa de ingresos medios** durante estos procesos, tienen que sentar las bases para aumentar la productividad y evitar cuellos de botella, así como limitar la desigualdad y un excesivo endeudamiento.
- El aumento de la actividad y el consumo, así como de **la presión demográfica y la urbanización** hacen de **la energía, el transporte y las infraestructuras áreas claves a seguir**.

El envejecimiento no es exclusivo de las economías desarrolladas

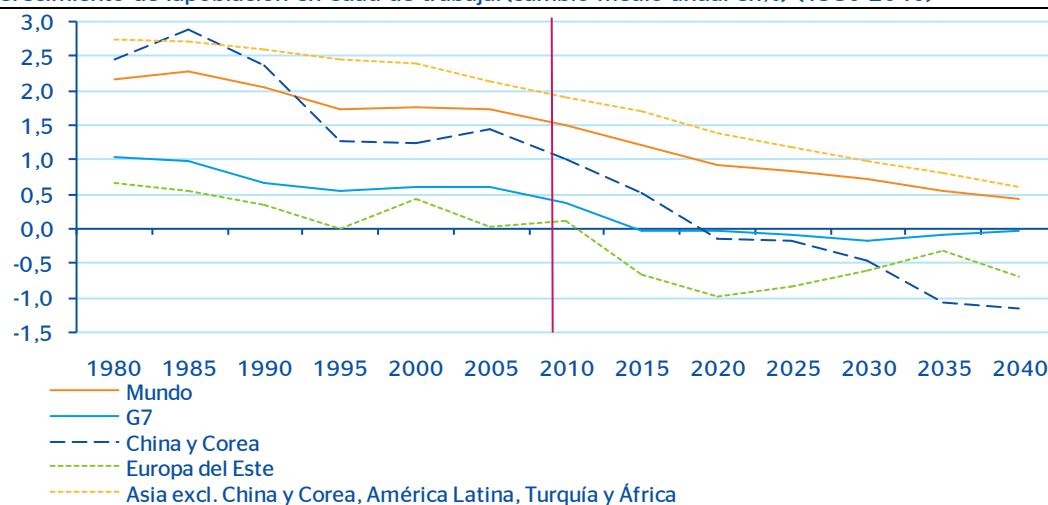
El foco de atención en materia demográfica está referido generalmente a los riesgos y desafíos del envejecimiento en los países desarrollados. Sin embargo, hasta ahora se ha prestado menos atención a esta evolución en las economías emergentes¹⁰.

Como ocurre con muchos otros temas, tomar a las economías emergentes como un bloque homogéneo conduce a conclusiones erróneas. Por lo tanto, aquí agrupamos los países de acuerdo a su etapa en la transición demográfica (Gráficos 7 y 8):

- Las **economías del G7:** después del ‘*baby-boom*’ entre los años 50 y 70, **el crecimiento de la población** comenzó a disminuir y actualmente **se está volviendo negativo** en países como Alemania y Japón. El máximo en la proporción de personas entre los 15-64 años se alcanzó en los años 60 y la población en edad de trabajar permanecerá estancada durante la siguiente década, tan sólo compensada por los flujos de inmigración.
- **Europa del Este:** la población total y en edad de trabajar **se ha mantenido relativamente estancada** desde finales de los años 80 (la caída del comunismo). De acuerdo con las proyecciones de las Naciones Unidas, la proporción de personas entre los 15 y 64 años ya habría alcanzado su máximo en esta área (alrededor de 2010), y ahora se espera una contracción tanto de la población total como en edad de trabajar.
- **China, Corea y Taiwán:** estos países están experimentando **los cambios demográficos más dramáticos** entre los EAGLEs y los países del Nido. Su población en edad de trabajar estaba creciendo entre un 2%-3% en los años 80 y un 1%-2% en los años 90 y la primera década de este siglo, mientras que ahora esperamos que experimenten una contracción a finales de esta década.

10: “Demographic transition in the EAGLEs: a premium and a challenge at the same time”, Observatorio Económico EAGLEs, BBVA Research, junio de 2012.
www.bbva.com/KETD/fbin/mult/120601_EW_Population_Premium_Risks_tcm348-331759.pdf?ts=522013

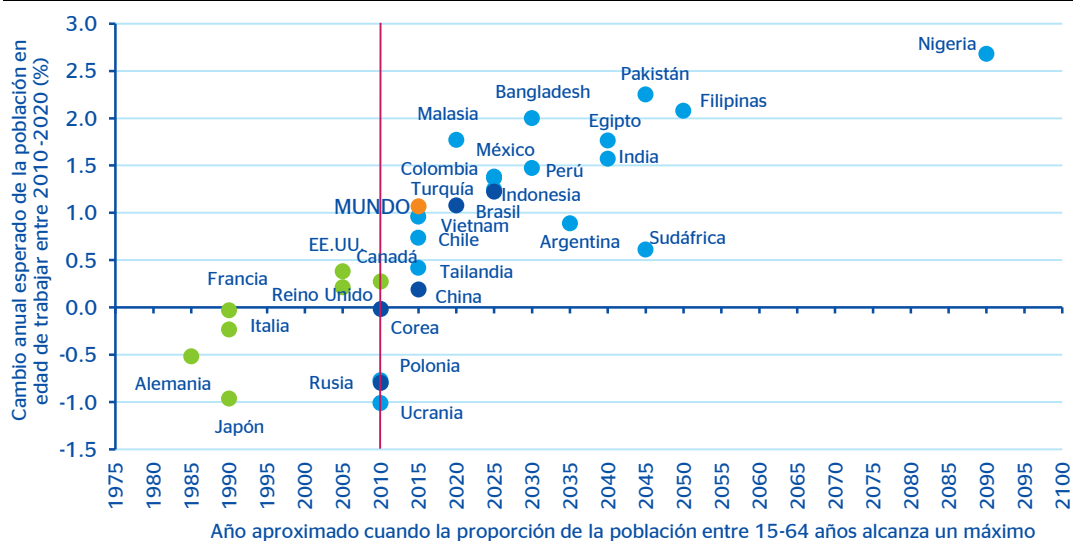
Gráfico 7

Crecimiento de la población en edad de trabajar (cambio medio anual en%) (1980-2040)

Fuente: BBVA Research y Naciones Unidas

- El resto de los EAGLEs y los países del Nido en la muestra (**Asia excluyendo a China, Corea y Taiwán, América Latina, Turquía y África**): representan la clásica referencia asociada con los países emergentes. Su **"prima de población"** es aún elevada, estimada actualmente en alrededor de un 2% de crecimiento anual de la población en edad de trabajar. El máximo de la proporción de población entre los 15-64 años no se alcanzaría hasta los años 30 del presente siglo. La población en edad de trabajar seguirá creciendo durante varias décadas, pero el impacto positivo desaparecerá progresivamente en aproximadamente 0,5 puntos porcentuales por década.
- Otros países: **las pirámides de población presentan una base muy amplia en otras economías de África y Oriente Medio**. Esta es una característica muy relevante cuando se considera el contexto de la primavera árabe que comenzó en 2011. En el caso de los países del Consejo del Golfo, el hecho distintivo tiene más que ver con la inmigración, ya que ha introducido un sesgo muy grande hacia la población masculina en edad de trabajar.

Gráfico 8

Etapas en la transición demográfica en referencia a la población en edad de trabajar

Fuente: BBVA Research y Naciones Unidas

Los casos extremos aparentemente afrontan diferentes **retos**, aunque la tarea al fin y al cabo se concentra en generar crecimiento:

- Los países donde la “**prima de población**” sigue jugando un papel relevante tienen una **demografía que demanda nuevos puestos de trabajo de forma intensa**. Los disturbios sociales como en la primavera árabe sería el peor de los escenarios, cuando las políticas no son capaces de generar un crecimiento económico suficiente para cubrir la demanda de empleo para la población joven.
- Las economías con una **población en edad de trabajar estancada o disminuyendo** necesitan encontrar otras fuentes de crecimiento si quieren mantener su potencial. Esto implica **promover la educación, la tecnología y las infraestructuras, así como el aumento del stock de capital**. La necesidad es mayor en los países con mercados de trabajo con baja capacidad ociosa, pero también puede haber margen para aumentar las tasas de participación, especialmente en el segmento femenino, o para la reducción de la tasa de desempleo natural a través de las reformas de los mercados de trabajo.

Más allá de estas consideraciones sobre el crecimiento, **las sociedades que están envejeciendo suponen enormes desafíos para los responsables políticos**. De acuerdo con la teoría del ciclo vital, la tasa de ahorro privado disminuye según aumenta la proporción de trabajadores jubilados, lo que limita los recursos internos para la inversión productiva, a pesar de que la disminución de la demanda en la vivienda debería compensarlo en cierta medida. Al mismo tiempo, el peso del gasto en sanidad y pensiones aumenta en el presupuesto fiscal, reduciendo la tasa de ahorro público si no se generan nuevos ingresos. Cada país tiene que evaluar con suficiente tiempo de antelación como prepararse para estos retos.

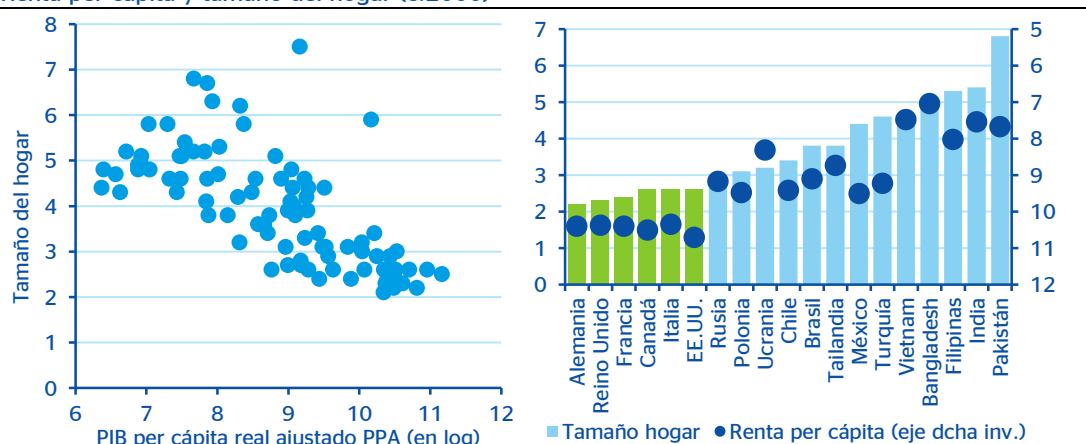
La disminución del tamaño de los hogares

La mayoría de las principales economías emergentes están ahora disfrutando de la tercera etapa de la transición demográfica, caracterizada por una **rápida disminución en el tamaño de los hogares**. Hay una mezcla de razones socioeconómicas y sanitarias para ello, pero la evidencia sugiere que el aumento de la renta y de la urbanización, así como el incremento de los niveles de educación y mayores oportunidades de empleo para las mujeres, son factores importantes que impulsan la transición. Como se puede observar en gráfico 9:

- Existe una fuerte correlación negativa entre el tamaño de los hogares y el ingreso per cápita, sobre todo durante la transición de las economías desde la zona de ingresos bajos a medios.
- La media en los **países del G7** es de **2,5 miembros**, en los países de Europa del Este están torno a 3, en otras economías emergentes de ingresos medios es de 4 y en **los menos desarrollados es de 5 o más**.

Gráfico 9

Renta per cápita y tamaño del hogar (c.2000)



Fuente: BBVA Research, FMI, Naciones Unidas y Banco Mundial

La disminución del tamaño de los hogares es muy relevante, ya que **suaviza el impacto del envejecimiento sobre el consumo de ciertos productos** (automóviles, por ejemplo), **así como en la demanda de vivienda**. En todos estos mercados, el número de hogares es la variable de referencia en lugar de la población total.

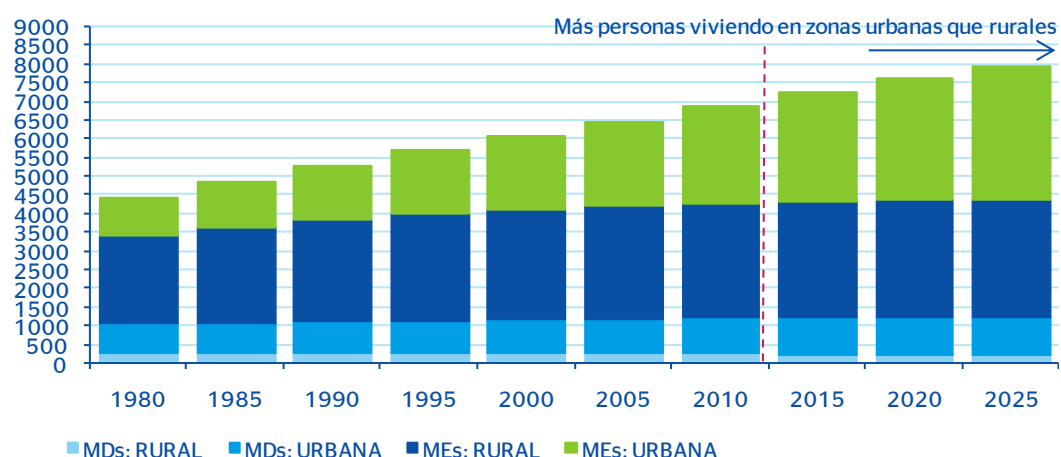
Migración a las ciudades: el proceso de rápida urbanización

Durante las últimas décadas, el mundo ha experimentado un **aumento significativo en la proporción de población urbana**. La información para todos los países se encuentra disponible en Naciones Unidas desde 1950:

- Teniendo en cuenta unos niveles de partida más altos, el proceso en las **economías desarrolladas** ha sido más **moderado** y ha ido perdiendo impulso a medida que se alcanzan los niveles de saturación en tasas del 80-90% del total de la población.
- Para los **EAGLEs y el Nido**, el proceso se aceleró en los años 80 y 90 y ha llegado a la **velocidad más alta a principios del siglo XXI** impulsado por las economías de Asia del Este, particularmente China (Gráfico 10):
 - Según estimaciones de las Naciones Unidas, todavía **hay amplio margen para la urbanización**. En 2010, la proporción de la población urbana ya era alta en América Latina y Corea (más del 80%), pero existe una brecha en Europa del Este y Turquía (70%), aún mayor en Asia del Este y África (50%) y, especialmente, en el sur de Asia (ligeramente por encima del 30%). A principios de esta década, 2.300 millones de personas seguían viviendo en zonas rurales en los EAGLEs y en los países del Nido.
 - Las previsiones de las Naciones Unidas anticipan que esta brecha se seguirá cerrando en las siguientes décadas. Una vez más, se espera que Asia del Este vaya más rápido, pero Asia del Sur, encabezada por la India, contribuirá más al aumento de la población urbana mundial. **Entre 400 y 500 millones de personas podrían añadirse a la población urbana en los EAGLEs y países del Nido durante la década actual** y una cifra similar se espera para el siguiente.

Gráfico 10

Población según área de residencia en los países desarrollados (MD) y emergentes (ME) (millones)



Fuente: BBVA Research y Naciones Unidas

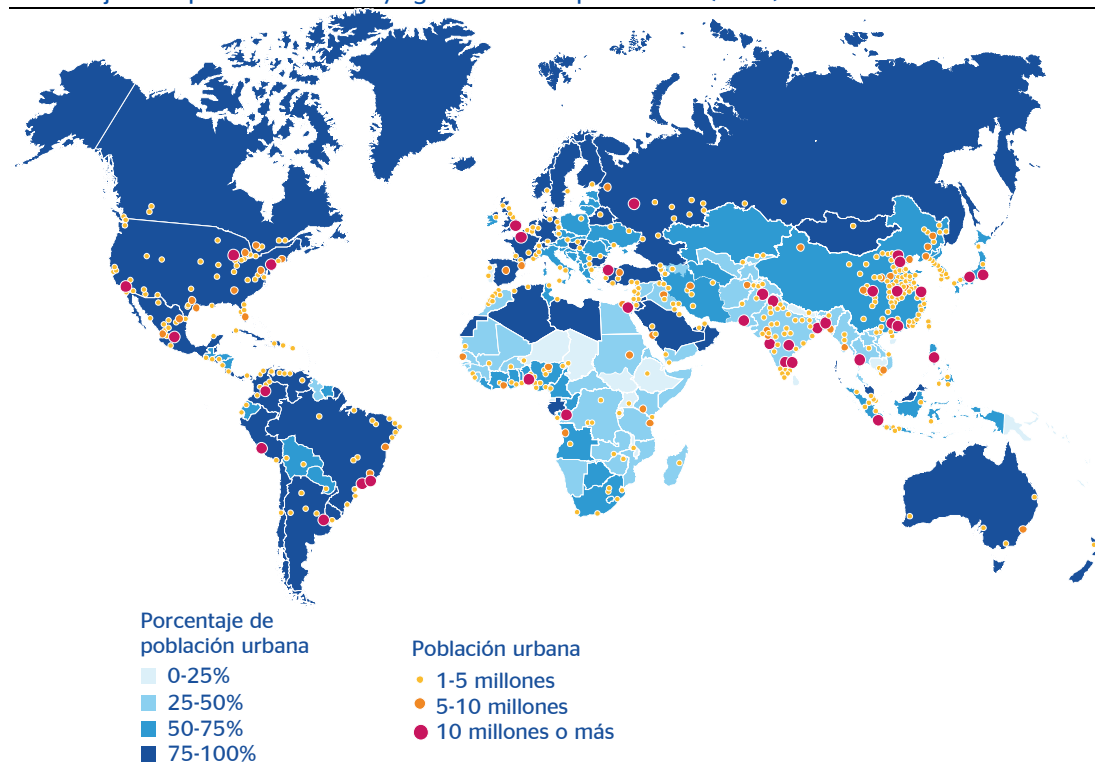
- A medida que la población se concentra en las zonas urbanas de forma progresiva y el volumen de personas en general también aumenta, **las aglomeraciones se extenderán**, sobre todo en la costa del sudeste asiático (Mapa 2). En 1980 había menos de 200 ciudades en el mundo con más de 1 millón de personas. En 2010 este número se había más que duplicado y se espera que alcance alrededor de 600 ciudades a finales de la década actual, un tercio de las cuales se encontrarán en China y en la India.

Los procesos de urbanización están asociados con **una transición desde actividades primarias a secundarias y posteriormente a servicios**:

- Para el promedio de **los EAGLEs y los países del Nido**, la agricultura ha disminuido su proporción del PIB de más del 30% en los años 60 a un 10% actual. Por el contrario, **la proporción de la industria en el PIB aumentó durante los años 60 y 70**, de alrededor del 25% al 35%, manteniéndose relativamente estable desde entonces. **El verdadero salto en los servicios se produjo en los años 90**, cuando el sector se convirtió en más de la mitad de la economía aumentando desde los niveles previos situados ligeramente por encima del 40%.
- **Las diferencias entre países** son significativas:
 - **Asia del Este es el área más industrializada**, con una cuota media del sector por encima del 40% y cifras cercanas al 50% en China e Indonesia. En el resto de regiones los países muestran lecturas alrededor del 30%, con cifras por debajo en la menos desarrollada Asia del Sur y por encima en Chile y Perú, países mineros.
 - **América Latina, Europa emergente y Sudáfrica son las economías más terciarizadas**, con una proporción del sector servicios alrededor o por encima del 60%. Por último, las economías de Asia del Sur y Vietnam todavía presentan una cuota de la agricultura en torno al 20%.
- **Además de las oportunidades, la rápida urbanización y la aglomeración en las ciudades planteará importantes desafíos para las autoridades en los países emergentes**. La eficiencia logística para evitar la congestión del tráfico, la contaminación y la provisión de servicios públicos adecuados estarán en la agenda durante los próximos años.

Mapa 2

Porcentaje de la población urbana y aglomeraciones por tamaño (2025)



Fuente: Naciones Unidas (http://esa.un.org/unup/Maps/maps_urban_2025.htm)

La creciente clase media: cada vez mayores ingresos

Las economías emergentes han sido consideradas durante mucho tiempo como mercados de alto crecimiento y riesgo. Este paradigma se ha redefinido después de **10-15 años de dinamismo sostenido y significativo**, como resultado de **la estabilidad macroeconómica y las políticas prudentes adoptadas tras la sucesivas y severas crisis** durante los años 80 y 90 en América Latina, Asia, Rusia y Turquía.

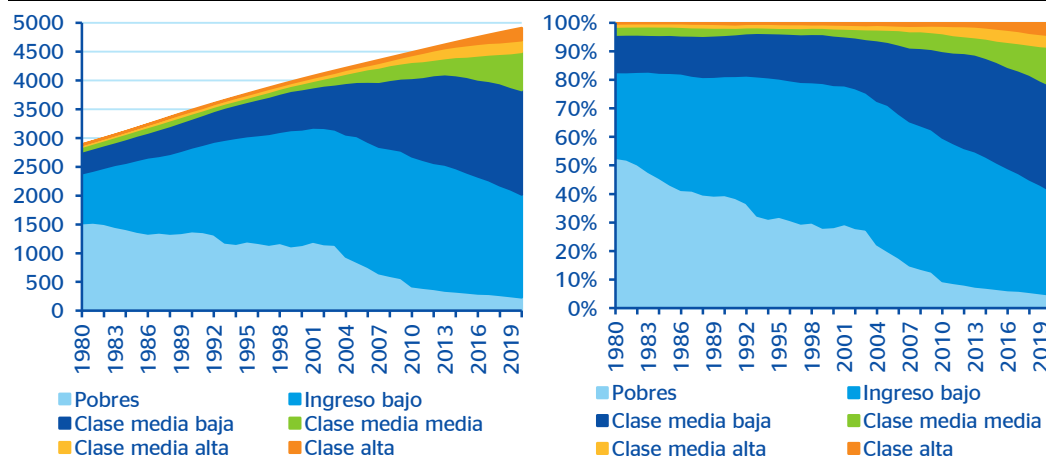
Este cambio radical ha tenido claramente efectos beneficiosos para la población. El PIB per cápita ha aumentado en las economías emergentes en torno al 6% desde 1980, encabezadas por Asia. **La creación de empleo y el aumento de los salarios reales** han elevado considerablemente el poder adquisitivo de la población. Otros factores de apoyo han sido la reducción de la población dependiente y la disminución del tamaño de los hogares, así como la implementación de políticas de distribución en un entorno más favorable para los ingresos fiscales.

Cabe destacar las etapas de la transición en curso de los ingresos en las economías emergentes:

- **Las tasas de pobreza han disminuido de manera constante desde 1980, especialmente en Asia**¹¹. El inicio del nuevo siglo puede considerarse como un punto de inflexión porque la reducción de la pobreza pasó de términos relativos a absolutos en la mayor parte del mundo emergente. De acuerdo con las definiciones internacionales homogéneas del Banco Mundial, el número de personas que viven por debajo de 2 dólares por día en términos ajustados según la PPA se redujo en más de 400 millones de personas entre 2000 y 2010. **Tres cuartas partes de este cambio se deben a China**. Sin embargo, hay zonas donde el problema está lejos de resolverse. Es el caso de la India y los países de África recogidos en la muestra por la elevada presión demográfica; además de la naturaleza multidimensional de la pobreza.

Gráfico 11

Población según nivel de PIB per cápita* en los EAGLEs y países del Nido (millones y cuota en %)



*La clase alta se corresponde con más de 40.000 dólares anuales de 2010 ajustados por PPA, la clase media alta con entre 25.000 y 40.000, la clase media media con 15.000-25.000, la clase media baja con 5.000-15.000, la población de ingresos bajos con 1.000-5.000 y los pobres con menos de 1.000.

Fuente: BBVA Research

- Mientras que el número de pobres desciende, **la clase media está en plena expansión en las economías emergentes**¹² (Gráfico 11). Como ocurrió con la reducción absoluta de la pobreza, el aumento fue progresivo durante los años 80 y 90 y el punto de inflexión fue el comienzo del siglo XXI. **El proceso explosivo ya está en marcha y se acelerará esta década de acuerdo a nuestras estimaciones**. La clase media baja fue la primera en auge en la década pasada y ahora la atención se centra en la transición hacia segmentos de mayor ingreso. A escala regional, **Asia está liderando el proceso**, con una proporción cada

11: "Crecimiento inclusivo en mercados emergentes? Rápida reducción de la pobreza pero creciente desigualdad", Observatorio económico EAGLEs, BBVA Research, enero de 2013.

www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/130107_EW_EAGLEs_Inclusive_Growth_tcm348-364126.pdf?ts=522013

12: "La explosión de la clase media emergente", Observatorio económico EAGLEs, BBVA Research, enero de 2013.

www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/EWMiddleClasses_v24jan13_tcm348-371705.pdf?ts=522013

vez mayor de las clases medias emergentes del mundo (50-60% esperado para Asia del Este en 2020). Están adelantando a zonas donde estos segmentos de ingresos tienen más tradición, como América Latina. **El momento para la India vendrá la próxima década, ya que sigue el patrón de China con un retraso de 12 a 15 años.** Otros países con un impresionante crecimiento son Perú en América Latina y Turquía en Europa emergente.

La otra cara de la moneda en la reducción de la pobreza parece ser la desigualdad. La evolución en las dos últimas décadas sugiere que el aumento de **la desigualdad es un subproducto del crecimiento rápido**¹³:

- Hay **pocos ejemplos de economías con un fuerte crecimiento del PIB y una distribución de la renta más equitativa**, limitando las historias de éxito a Brasil y Turquía.
- A pesar de que **un cierto grado de desigualdad favorece** la competencia, el esfuerzo y la asunción de riesgos, unos **niveles elevados dañan la eficiencia y el crecimiento en el largo plazo**. Este último es, de hecho, el principal motor de la reducción de la pobreza.
- La experiencia de las economías avanzadas muestra que **las políticas de distribución ayudan a contrarrestar parcialmente la desigualdad de partida**, pero los últimos años también hablan de sus limitaciones para hacer frente al problema.
- La desigualdad puede ser más problemática con el tiempo para las autoridades mundiales debido a que **las nuevas tecnologías de la información han aumentado su potencial para generar inestabilidad social**.

La nueva clase media no sólo impulsará el consumo global sino que cambiará su composición

La transición de ingresos está produciendo cambios muy significativos en los patrones de gasto de los hogares. Según aumenta el poder adquisitivo, las familias asignan **una proporción cada vez menor de sus ingresos a la alimentación**, mientras que gastan relativamente más dinero en otros bienes y servicios.

Podemos identificar los siguientes cambios clave tomando el PIB per cápita como un indicador válido de la extensión de las clases medias¹⁴ (Gráfico 12):

- En la transición de **un país de ingreso bajo a medio**, la reducción de la cuota de los alimentos se ve compensada por **el aumento de los gastos en transporte, comunicaciones, ocio, productos personales y servicios financieros** (el llamado gasto discrecional).
- La transición de **un ingreso medio a alto incrementa en mayor medida el gasto discrecional**, pero no en transporte y comunicaciones, al tiempo que también se observa un aumento en el consumo de vivienda.

De acuerdo con los niveles actuales de PIB per cápita y las expectativas para los siguientes diez años, **China** ya está experimentando una transición clave desde niveles de ingresos bajos a medios, **con consecuencias dramáticas tanto para el valor absoluto de consumo** como, de forma no menos importante, **para su composición**. Otras transiciones de ingresos relevantes están teniendo lugar:

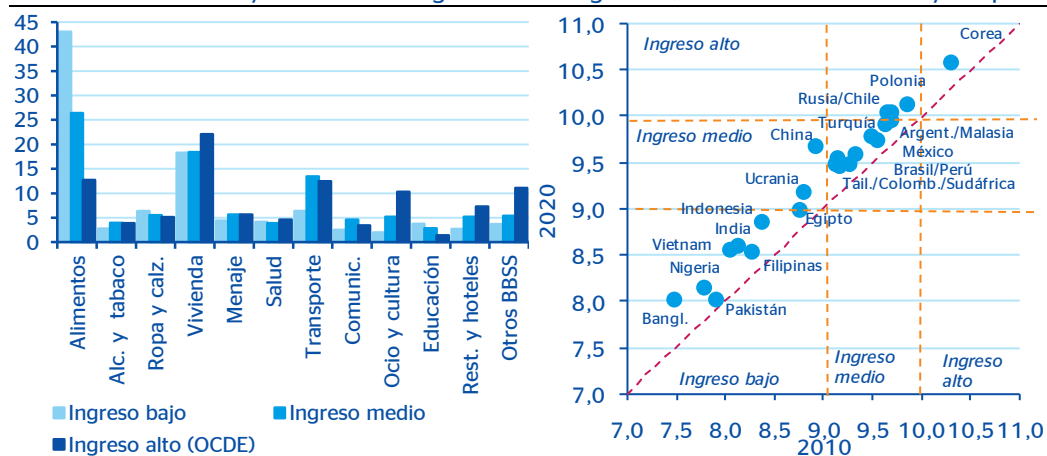
- **Perú y Colombia** están consolidando su salida de niveles bajos de ingresos.
- Hasta cinco países son **candidatos para avanzar** en esta década **a niveles altos ingresos**: Argentina, Chile, Malasia, Polonia y Rusia.
- Algunos años más tarde tendremos que poner atención en **la primera transición de la India e Indonesia**, y **la segunda para México y Turquía**.

13: Ver nota a pie de página 11.

14: Ver nota a pie de página 12.

Gráfico12

Patrones de consumo y transición de ingreso*en emergentes (% de la canasta del IPC y PIB per cápita)



*Los países de ingreso bajo tienen un PIB per cápita entre 2.000 y 8.000 dólares de 2010 ajustados según la PPA (hasta 9 en logaritmo), los de ingreso medio comprenden el rango entre 8.000 y 22.000 dólares (entre 9 y 10 en logaritmo) y los países de ingreso alto cuentan con más de 22.000 dólares.

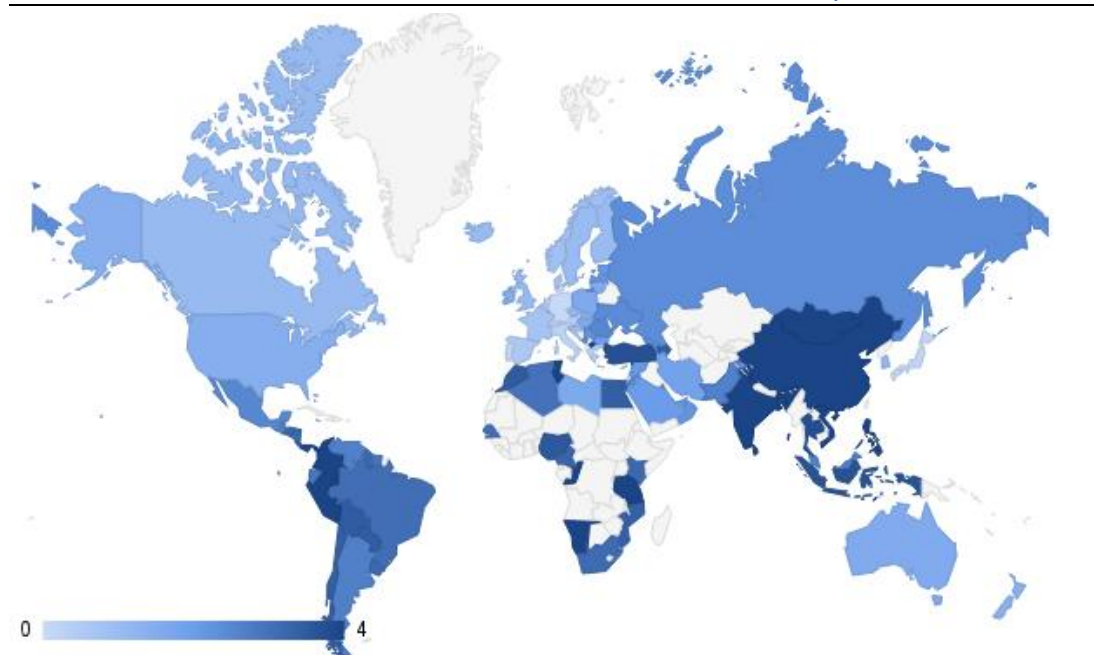
Fuente: BBVA Research y Haver

La industria automovilística es un buen ejemplo de cómo estas transiciones tienen implicaciones significativas tanto a nivel micro como macro, así como de los efectos que tienen sobre otros sectores o mercados¹⁵ (Mapa 3):

- De acuerdo con nuestras estimaciones, **entre 2000 y 2010** el parque automovilístico mundial se incrementó en más de 200 millones de unidades, de las cuales **más de dos tercios correspondían a países en los EAGLEs y el Nido**.

Mapa 3

Mercados mundiales de acuerdo con el crecimiento anual de la flota de vehículos entre 2010 y 2020
(0 = menos de un 1%, 1 = de 1% a 2%, 2 = de 2% a 4%, 3 = de 4%-7%, 4 = por encima del 7%)



Fuente: BBVA Research

15: "Las economías emergentes clave para el sector automovilístico. Un modelo de BBVA Research para proyecciones de automóviles a largo plazo", Observatorio económico EAGLEs, octubre de 2012.
www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/121010_EAGLEs_AutoProjections_EN_tcm348-359255.pdf?ts=522013

- Prevemos que **el crecimiento se acelerará** hasta las 350 millones de unidades en esta década, **la mitad de las cuales procederán de China**, convirtiéndose en el país con la mayor flota de automóviles del mundo.
- Aún **en 2020 seguirá habiendo bastante margen para el crecimiento**, ya que, además de una población mucho mayor en las economías emergentes, esperamos que la ratio de tenencia de automóviles se situará alrededor de 100-150 unidades por cada 1.000 habitantes frente a las 500 unidades en los países desarrollados.
- Este gran cambio en la flota de automóviles del mundo ya está requiriendo **más y mejores infraestructuras de carreteras, así como el aumento en el consumo de gasolina**.

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 (highyieldsecurities) 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 de Economías Emergentes:

**Economista Jefe de Análisis Transversal
de Economías Emergentes**

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Gonzalo De Cadenas

gonzalodecadenas@bbva.com

David Martínez

dmartinezt@bbva.com

Alfonso Ugarte

alfonso.ugarte@bbva.com

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

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 Puente

apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@bbva.com

México

Carlos Serrano

carlos.serrano@bbva.com

Análisis Macro México

Carlos Serrano

carlos.serrano@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo de la Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

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

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com