

Análisis Transversal Economías Emergentes

Observatorio Económico

Hong Kong, 14 Febrero 2011

Análisis Económico

¿Quiénes son los EAGLEs?
El impulso del crecimiento mundial
en los próximos diez años



Índice

Prólogo	3
Introducción	4
La aritmética de un mundo en movimiento	5
Primer factor: una brecha persistente en las tasas de crecimiento	5
Recuadro 1. El modelo de crecimiento potencial	7
Recuadro 2. Presencia geográfica de BBVA Research	7
Segundo factor: una brecha menguante en el tamaño del PIB	8
Implicaciones: PIB incremental o la contribución al crecimiento mundial	8
Presentamos a los EAGLES:	9
¿Quiénes son los países EAGLES? Algunos resultados sorprendentes	10
China juega en una liga propia, pero la India puede compararse con EE.UU.	10
Indonesia y Corea contribuirán al crecimiento mundial más que Rusia	11
Otros EAGLES que serán protagonistas del crecimiento mundial	11
Lista de espera, o el Nido de los EAGLES	12
Recuadro 3. Perspectiva detallada de nuestras previsiones y comparativa con otras fuentes/metodologías	13
Las oportunidades	15
Estrategia corporativa	15
El consumidor de clase media en los países EAGLES	16
Oportunidades de inversión en infraestructuras en los países EAGLES	17
Mercados financieros	18
Riesgos	20
Volatilidad cíclica y riesgos macroeconómicos a medio plazo	20
La ruptura de un mito: ¿no son más volátiles los ciclos de los ME?	20
La dependencia de la demanda exterior: una evaluación realista	20
Evaluación general del riesgo país: un método cuantitativo	22
¿La brecha institucional se cierra o se amplía?	23
Cantidad y calidad del capital humano: ¿cuán lejos están los EAGLES?	24
Cuadro de mando de riesgos	26
Factor de riesgo nº 1) ¿Son nuestras previsiones excesivamente optimistas?	26
Factor de riesgo nº 2) ¿Cuán expuestos están estos países a los choques a corto plazo de la economía global?	26
Factor de riesgo nº 3) ¿Hay riesgos macroeconómicos a corto plazo?	26
Factor de riesgo nº 4) ¿Existe un modelo de crecimiento sostenible a largo plazo?	26
En resumen	27
Comentarios finales	28
Referencias	28

Fecha de publicación: 14 de febrero de 2011

Prólogo

La creciente importancia de los mercados emergentes (ME) ha dejado de ser una idea del futuro para convertirse en un hecho cuantificable. Sus implicaciones son susceptibles de provocar un cambio estructural en la economía global. Pese a los temores que este cambio estructural pueda provocar en el mundo industrializado, no debemos olvidar que también conlleva la promesa de una mejora general en el desarrollo y de una distribución más equitativa de los recursos y de las oportunidades para toda la humanidad.

No obstante, también supone importantes retos. Lamentablemente, los recursos son limitados y su uso racional exigirá una hábil gestión. La reformulación de la gobernanza internacional en general, y de la arquitectura financiera mundial en particular, deben seguir siendo prioritarios. A nivel más profundo, el alcance y el mecanismo de las relaciones humanas en el mundo probablemente cambiarán, en la medida que sea más evidente la inserción y el poder de los mercados emergentes.

En BBVA Research hemos asumido el compromiso de prepararnos para este cambio, y consideramos la elaboración y difusión de la información que los agentes económicos necesitarán como una parte integral de dicho compromiso. Nuestra iniciativa EAGLE (siglas de "Emerging and Growth-Leading Economies", Economías emergentes que lideran el crecimiento global) va más allá del ámbito de este informe y es parte de una iniciativa más amplia para incorporar análisis relevantes de las economías de los ME y establecer canales de comunicación para compartir nuestra experiencia y puntos de vista.

Introducción

Lo que antes era considerado ilusorio se ha convertido ahora en realidad: ya no causa sorpresa afirmar que el modelo del crecimiento mundial está experimentando un giro hacia los ME. Hoy en día, ningún inversor global puede dejar de sopesar los ME en sus decisiones de inversión.

Pero todavía estamos lejos de entender plenamente qué implica este cambio. El debate todavía está bastante abierto entre inversores, políticos y el público en general. Para el presente informe nos hemos fijado tres objetivos en lo que respecta a la inserción de los ME en la economía global.

En primer lugar, en el Capítulo 1, cuantificamos el papel que estos países juegan en la economía mundial. Como expondremos en el informe, pensamos que es necesario hacer hincapié en la aportación de los ME al crecimiento mundial. En otras palabras, al producto interno bruto incremental. Siguiendo este criterio, presentamos una serie de países cuya aportación al crecimiento global será sustancial en los próximos diez años. Hemos denominado a este grupo EAGLEs, "Emerging and Growth Leading Economies" (Economías emergentes que lideran el crecimiento global), término que también significa "águila" en inglés. Creemos que, por diversos motivos, nuestro modelo de agrupación es más adecuado en relación con los ya existentes. En primer lugar, se basa en criterios objetivos: una aportación al crecimiento global superior a la media del G6 (es decir, los países del G7 excepto EE.UU.). En segundo lugar, es dinámico, es decir, es posible incluir o retirar países del grupo, según las variaciones de sus perspectivas de crecimiento. En tercer lugar, no es una visión futurista, sino que se concentra en la próxima década. Creemos que la mayoría de las tendencias que consideramos en este informe seguirán configurando la economía mundial más allá de ese punto, pero las decisiones de la mayoría de los agentes económicos no se adoptarán en función de algo que ocurrirá en fechas tan lejanas como 2050, lo cual ha sido la norma de los estudios sobre el futuro de los países emergentes.

Nuestro segundo objetivo en el análisis de los EAGLEs es evaluar las oportunidades potenciales creadas por este cambio en las fuentes del crecimiento global. A este tema se dedica el Capítulo 2. Allí veremos cómo tiende a favorecer los cambios estructurales en las valoraciones y en la demanda final, relevantes para los inversores en cartera y para las decisiones estratégicas corporativas, respectivamente. A la vista de estos cambios estructurales, sostenemos que a los inversores les iría mejor adoptando un enfoque creativo en lo que respecta a la asignación de sus recursos y a la colocación de sus apuestas.

Nuestro tercer y último objetivo es cuantificar objetivamente las dimensiones de los riesgos que supone este giro. El hecho de que "emergente" ya no significa "menos seguro" está ganando cada vez más aceptación, aunque todavía exige una cuantificación si queremos sopesar adecuadamente las oportunidades y sus riesgos asociados. Nuestro análisis del Capítulo 3 disipa algunos prejuicios habituales acerca de los riesgos que conllevan las previsiones de crecimiento de los ME, aunque también señala los particulares retos que deberán enfrentar algunos países si desean desarrollar plenamente su potencial a largo plazo.

La aritmética de un mundo en movimiento

Primer factor: una brecha persistente en las tasas de crecimiento

Según nuestras previsiones a 10 años vista, el crecimiento del mundo emergente superará al de los países desarrollados en aproximadamente 4 puntos porcentuales. Esto es coherente con la experiencia de la última década, tras considerar las repercusiones de la crisis financiera.

Antes de entrar en los detalles específicos de este pronóstico, deberíamos tener en cuenta ciertas aclaraciones al evaluar si esta brecha es grande o pequeña. Habitualmente se afirma de manera errónea que la creciente importancia de los ME se debe exclusivamente al colapso de las economías desarrolladas tras la gran crisis financiera que estalló en 2007. No es así. De hecho, la brecha considera una previsión de crecimiento de los países desarrollados en los próximos 10 años ligeramente mejor de la que se ha producido durante la última década, tras tomar en cuenta el impacto de la crisis (Gráfico 1). Dicho esto, prevemos una desaceleración promedio de las economías desarrolladas de 1 punto porcentual, en comparación con los máximos cíclicos del crecimiento de 2003-2007. En lo que respecta a los ME, esta reducción se sitúa en torno a 2 dos puntos porcentuales (Gráfico 2).

El impresionante crecimiento de China, sumado a su gran tamaño, supone aproximadamente una cuarta parte de la brecha. No obstante, aun excluyendo a China, se prevé que el diferencial de crecimiento será muy sustancial, de aproximadamente 3 puntos porcentuales. Mientras que China juega claramente en su propia liga —y en el futuro previsible parece que solamente la India podrá jugar en la misma categoría—, las diferencias de crecimiento entre Brasil, Rusia y los demás ME no es realmente sustancial.

Por otra parte, las razones de la brecha en las tasas crecimiento están firmemente asentados en los fundamentos normales del proceso de crecimiento económico. Nuestras previsiones con respecto a las tasas de expansión del PIB se basan en factores tanto a corto como a largo plazo.

Las previsiones a largo plazo del PIB se basan en estimaciones a partir de la función de producción, siguiendo a Domenech, Estrada y Gonzalo-Calvet (2008) (véase el Recuadro 1). Los datos para estimar dichas funciones de producción se basan no sólo en detallados trabajos econométricos sino también en el alto grado de especialización de nuestros analistas locales. Nuestra metodología toma en cuenta las tendencias demográficas —corregidas para explicar los cambios estructurales en la población activa y en las tasas de participación— y la acumulación de capital (basados en previsiones de índices de inversión). El grado de detalle varía entre los diversos países, pero esto es inevitable debido a las limitaciones de los datos. Este desglose permite estimar la productividad total de los factores como elemento residual, que seguidamente modelamos empleando series temporales y los ajustamos en función de la calidad institucional y de las repercusiones de la crisis en el modelo de crecimiento de cada país, aprovechando los conocimientos especializados de nuestros equipos de economistas locales. Este ejercicio nos ha llevado a varias conclusiones importantes.

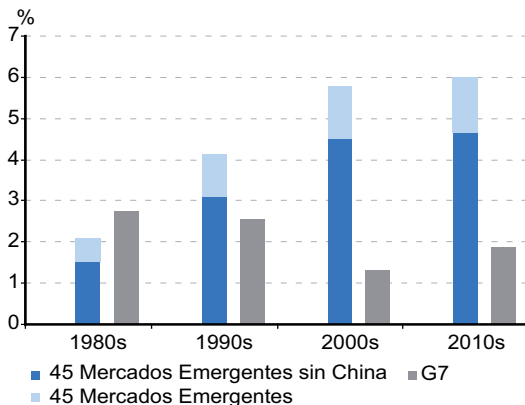
Una parte significativa de las diferencias en el crecimiento a largo plazo entre los países emergentes y los desarrollados podría explicarse sencillamente por las diferencias en las perspectivas de crecimiento demográfico, la conocida “bonificación demográfica” de los ME (Gráfico 3). Por otra parte, teniendo en cuenta la diferencia inicial, nuestras estimaciones de acumulación de capital y de productividad total de los factores no son muy diferentes, al menos en su promedio. De hecho, las estimaciones para los ME incorporan solamente una moderada aceleración de la acumulación de capital en relación con los porcentajes observados en los diez últimos años (Gráfico 4), y que creemos es factible dada la creciente disponibilidad de financiación internacional y de materias primas. Este análisis oculta algunas diferencias importantes entre los países, que trataremos más adelante, aunque el mensaje general es que en los ME no se requiere ningún “milagro” para alcanzar las tasas de crecimiento que prevemos en nuestros pronósticos.

Las previsiones a corto plazo se basan en técnicas econométricas normales, con la ventaja añadida de los datos locales aportados por nuestros equipos de investigación y estudio¹. El Recuadro 2 incluye una breve descripción de nuestra capacidad investigadora y muestra dónde están radicados nuestros equipos.

En general, dado que estas cifras implican una desaceleración realista con respecto a las asombrosas tasas de crecimiento anteriores, y que no suponen condiciones demasiado estrictas para su potencial a largo plazo, posiblemente la pregunta no es cuáles son las causas del crecimiento de los ME, sino más bien qué impediría a los ME alcanzar un ritmo de crecimiento satisfactorio. En este debate, creemos que son los escépticos quienes deben aportar la carga probatoria.

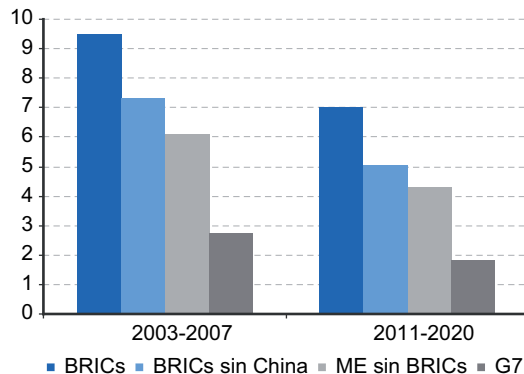
¹: Para los países en que BBVA Research no tiene especialización específica, hemos recurrido a otras fuentes, como el FMI, el consenso, la Unidad de inteligencia de The Economist (Economist Intelligence Unit, EIU), etc.

Gráfico 1

Evolución del PIB por décadas


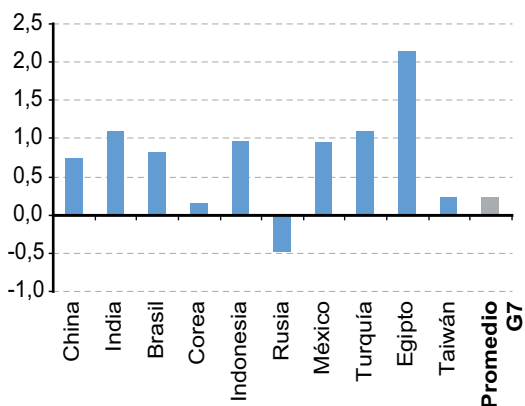
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2

Evolución del PIB: comparativa de esta década con el período de expansión anterior


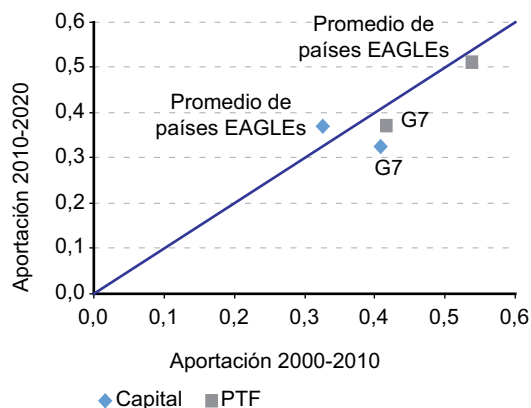
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 3

Aportación de la demografía y la dinámica del mercado de trabajo al crecimiento global


Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 4

Aportación del capital y de la PTF al potencial de crecimiento: esta década y la anterior


Fuente: BBVA Research

Recuadro 1. El modelo de crecimiento potencial

1. La estimación de la productividad total de los factores se basa en una función de producción tipo Cobb-Douglas, que en términos logarítmicos podría expresarse de la siguiente manera:

$$\ln(Y_t) = \ln A_t + \alpha \ln K_t + (1-\alpha) \ln L_t$$

siendo:

Y , el PIB real a precios constantes

L , el número total de horas trabajadas

K , el inventario de capital

A , la productividad total de los factores

2. Desglose de la productividad total de los factores (PTF):

$$\ln A_t = \ln A_{hp,t} + \ln A_{hp,t}^c$$

3. La tasa de desempleo estructural ($\bar{u}_t$) o NAIRU:

$$\Delta^2 \ln W_t = \beta_1 + \beta_2 \Delta^2 \ln \left(\frac{Y_t}{L_t} \right) + \beta_3 \Delta^2 \ln TT_t + \beta_4 \Delta^2 \ln P_t^c + \beta_5 \Delta^2 \ln P_{t-1}^c + \beta_{u0}(u_t - \bar{u}_t) + \beta_{u1}(u_{t-1} - \bar{u}_{t-1}) + \varepsilon_t^u$$

siendo:

W , el salario nominal

TT , los términos de intercambio

P^c , el deflactor de los precios al consumo

ε_{wt} – i.i.d como $N(0, \sigma_{wu}^2)$

4. La estimación del componente de las tendencias del número de horas trabajadas (L)

$$\bar{L}_t = \bar{h}_t (1 - \bar{u}_t) \frac{\bar{N}_t^s}{\bar{N}_t^{16-64}} \bar{N}_t^{16-64}$$

siendo:

h , horas por trabajador

$(1-u)$, tasa de empleo

N^s trabajadores activos

N^{16-64} población activa

5. Componentes de tendencia del PIB:

$$\ln \bar{Y}_{fp,t} = \ln \bar{A}_t + \alpha \ln \bar{K}_t + (1-\alpha) \ln (\bar{h}_t (1 - \bar{u}_t)) \frac{\bar{N}_t^s}{\bar{N}_t^{16-64}} \bar{N}_t^{16-64}$$

6. Brecha de producción ($y_{fp,t}^c$):

$$y_{fp,t}^c = \ln Y_t - \ln \bar{Y}_{fp,t}$$

Recuadro 2. Presencia geográfica de BBVA Research

Los equipos especializados en los mercados emergentes de BBVA Research trabajan desde centros de Asia y América Latina, con el apoyo adicional del equipo en Madrid. En América Latina, BBVA Research cuenta con equipos locales en México, Argentina, Perú, Colombia, Chile y Venezuela, con un total de 58 economistas de diversos orígenes. En Asia contamos con

un equipo de 10 integrantes en Hong Kong, con el apoyo de economistas en Pekín y Bombay. También nuestros equipos económicos mundiales de Europa (10 economistas) y EE.UU. (6 economistas) juegan un papel importante en el proyecto EAGLES.

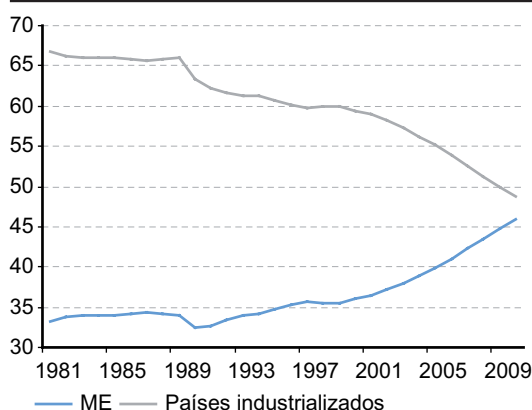
Segundo factor: una brecha menguante en el tamaño del PIB

Es una verdad aritmética el que toda diferencia en el tamaño inicial será compensada, con el transcurso del tiempo, si la tasa de crecimiento es mayor y dura lo suficiente. Cuando la diferencia es tan amplia como la que anticipamos, eso puede ocurrir muy rápidamente, como efectivamente ha sucedido durante los últimos 20 años.

Los ME, como grupo, alcanzan hoy el 94% del PIB total de las economías industrializadas², y se prevé que este ratio se incremente en 43 puntos porcentuales la próxima década. Es importante tener en cuenta el impacto de China en estos cálculos. No obstante, incluso si excluimos la economía china, los demás ME han ido reduciendo la brecha con el G7. En 2010 supusieron el 81%, mientras que en 2000 alcanzaban apenas el 59%. Nuestro pronóstico es que en los próximos diez años, esta tendencia continuará y los ME, sin China, alcanzarán el tamaño de las economías del G7 en el año 2018.

Gráfico 5

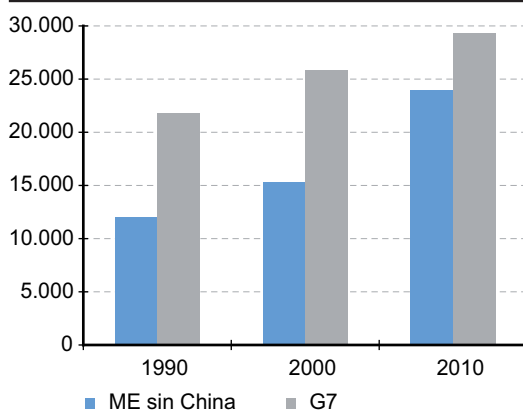
Cuota de participación en el PIB mundial ajustado por PPA: economías emergentes e industrializadas



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 6

PIB ajustado por PPA: todos los ME*, salvo China, frente al G7**



* Mercados emergentes: otros mercados emergentes, excepto China

** G7: Canadá, Alemania, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y EE.UU.

Fuentes: BBVA Research y FMI

Implicaciones: PIB incremental o la contribución al crecimiento mundial

La combinación de una brecha persistente en las tasas de crecimiento y una convergencia en las magnitudes absolutas del PIB tiene una consecuencia inevitable: la aportación de los ME al crecimiento mundial ha superado continuamente a la de las economías desarrolladas durante los últimos diez años. Los ME, sin China, han conseguido dar al crecimiento mundial un impulso mayor que el del G6 (las economías del G7 excepto EE.UU.) durante los últimos 12 años. En síntesis: la década pasada fue la primera vez que los ME lo consiguieron y, para todos los efectos, es una característica que define su ascenso mundial. La creciente importancia de los ME para el crecimiento global es fundamental para entender la cambiante faz de la economía mundial y apreciar correctamente sus implicaciones.

Para continuar con la analogía aritmética es necesario hacer un examen minucioso de lo que define la contribución de los ME al crecimiento mundial. Por definición, la contribución es sencillamente la variación del PIB de un país dividido por la variación total del PIB mundial. Esta cifra no se basa exclusivamente en el tamaño económico actual (PIB) ni en las tasas de crecimiento previstas, sino más bien en una combinación de las dos. Utilizando una notación simplificada (ya que serían necesarios los promedios para tomar en cuenta los efectos compuestos), podemos decir que la variación del PIB, o "PIB incremental" es sencillamente:

PIB incremental = Magnitud del PIB actual multiplicado por la media prevista de crecimiento en los 10 próximos años.

2: Estos cálculos se hacen en términos de PPA. Las economías industrializadas incluyen: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, RAS Hong Kong, Islandia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, Singapur, Eslovenia, España, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

En cierto sentido, el PIB incremental nos proporciona un resumen económicamente relevante del peso actual de un país en la economía mundial, y cuán rápidamente se espera que crezca, lo que engloba eficazmente un concepto multidimensional en una única cifra. Pero, en nuestra opinión, las ventajas van más allá de lo puramente conceptual:

- En primer lugar, el PIB incremental tiene mucha mayor proyección de futuro que el PIB per se. Esto permite una mayor anticipación de las tendencias. El caso de China es un claro ejemplo de ello. China no sobrepasó la media del G7 en términos de PIB ajustado por PPA hasta el año 2000, pero su aporte al crecimiento mundial era mayor mucho antes de esa fecha, desde aproximadamente 1991.
- En segundo lugar, la demanda incremental posiblemente sea más relevante para las nuevas oportunidades de negocios. Aunque difícil de cuantificar, la demanda incremental crea margen para la expansión sin necesidad de luchar contra competidores por los actuales clientes. Considerando los grandes costes fijos de entrada, esto convierte en destinos más interesantes a los mercados con mayores incrementos absolutos de la demanda. Y es especialmente cierto en el caso de la inversión real. A medida que el entorno empresarial se hace más competitivo en las economías estancadas, normalmente los inversores pagarán una prima para acceder a las más fáciles y, suponiendo que todo lo demás no varíe, más seguras oportunidades de inversión en las economías en crecimiento. Así, la lánguida actividad económica en el mundo ofrece una prima en aquellos países que crecen más rápidamente, incluso aunque su tamaño todavía no sea tan importante. Trataremos este tema en mayor profundidad en las siguientes páginas de este documento.

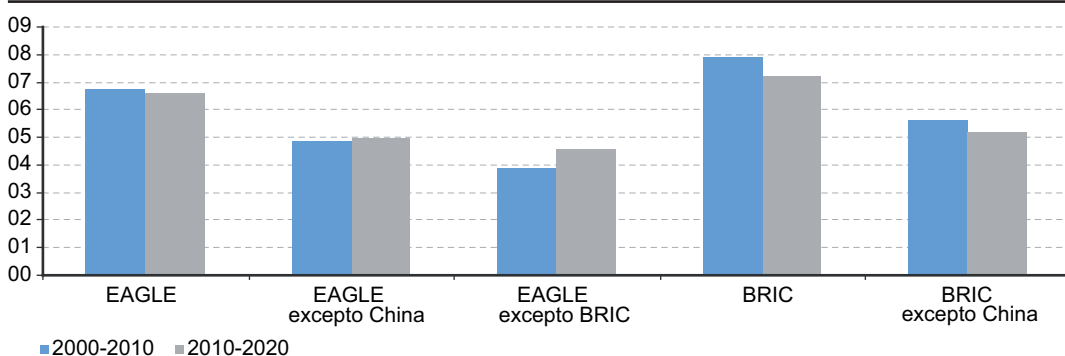
Presentamos a los EAGLEs

Dado que el PIB incremental es la variable que define el significado de la creciente importancia de los ME, lo hemos utilizado como base para seleccionar los ME más relevantes de la próxima década. El resultado es el grupo EAGLEs ("Emerging and Growth Leading Economies"), las economías emergentes que lideran el crecimiento global. Al definir este grupo hemos intentado evitar algunas de las falencias asociados con grupos pasados, como el G7 o, más recientemente, el BRIC.

Por definición, el grupo EAGLEs incluye todas las economías emergentes cuya aportación al PIB mundial en los diez próximos años, según nuestras previsiones, excederá la media del G6. En otras palabras, es el conjunto de países que serán relevantes en términos de nueva generación de negocios en la próxima década. Esto último es más evidente al comparar el PIB incremental de los EAGLEs con otras agrupaciones de ME (Gráfico 7).

Gráfico 7

PIB ajustado por PPA: Tasas de crecimiento por grupos (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Las principales ventajas de la metodología seguida por BBVA Research son que está específicamente orientada a ofrecer una guía relevante para los inversores, que se actualiza constantemente y que se basa en hechos, no en modas pasajeras (Tabla 1). En particular:

- En primer lugar, en vez de basarse en el tamaño económico (BRIC y Próximos 11, o N-11), en la demografía (N-11) o incluso en la población joven (CIVETS), lo cual podría ser engañoso y, no necesariamente, determinar el potencial del mercado, el concepto EAGLEs se centra en el PIB incremental que las economías van a generar: es decir, en su aportación al crecimiento mundial.

- EAGLEs es un concepto dinámico. Se actualiza cada año según el desempeño económico y los cambios que se produzcan en las condiciones económicas, tal y como se reflejen en las previsiones de BBVA Research. BRIC, N-11, CIVETS y otras propuestas emplean un concepto estático.
- No se trata de un grupo cerrado y el concepto no está vinculado a un acrónimo formado por un grupo específico de países. Esto permite identificar las principales economías del conjunto de los ME y alertar con antelación sobre los posibles “ángeles caídos”.
- La selección se basa en un horizonte más corto, 10 años, que los considerados en otros grupos de países, que van de 20 a 50 años. Este horizonte es más relevante para la mayoría de las decisiones de inversión.
- Por último, el concepto EAGLEs es más objetivo debido a que está claramente definido. Los criterios de inclusión son explícitos. Para convertirse en un EAGLE, el PIB incremental previsto de un país para los próximos 10 años debe ser superior al anticipado para la media de las economías del G6.

Tabla 1

Comparativa del concepto EAGLE con otros conceptos económicos:

BRIC (GS)	Definición de EAGLEs de BBVA	N-11 (GS)	CIVETS (EIU, HSBC)
 Se basa en el tamaño absoluto • Un mayor tamaño no determina necesariamente el potencial de mercado	 Basado en el crecimiento absoluto • Suficientemente grande y además • Crecimiento suficientemente rápido	 Basado en la población/tamaño del PIB • Incluye economías de elevada población lo cual no determina necesariamente el potencial de mercado	 Based on young population • Colombia, Indonesia, Vietnam, Egipto, Turquía and Sudáfrica
 Concepto estático • No permite anticipación: demasiada inercia • Horizonte demasiado lejano, al menos 20-25 años • ¿Por qué cuatro países? Subjetivo	 Concepto dinámico • Anticipación: concepto dinámico • Horizonte más corto: próximos 10 años • Número flexible de países: la “admisión al club” depende de los resultados.	 Concepto estático • Algunos países con inestabilidad política • Horizonte demasiado lejano, entre 20 y 45 años • Se basa en el tamaño absoluto	 Concepto estático • Faltan economías clave (México, Corea) • Faltan varias economías importantes • No hay un horizonte claro a partir de 2020 • Crecimiento medio por encima del 4,5% a lo largo de 20 años
 No hay una línea divisoria clara	 Línea divisoria clara: el G6	 No hay una línea divisoria clara	 No hay una línea divisoria clara

Fuente: BBVA Research

¿Quiénes son los países EAGLEs? Algunos resultados sorprendentes

Nuestro primer ejercicio de previsión ha identificado diez países que cumplen los criterios de inclusión, ordenados por su aportación al crecimiento mundial: China, India, Brasil, Indonesia, Corea, Rusia, México, Egipto, Taiwán y Turquía. En la próxima década, prevemos que el PIB mundial crecerá más de 41 billones de dólares estadounidenses ajustados por PPA (desde aproximadamente 70 billones la década pasada), de los cuales la aportación de los EAGLEs superará el 50%, en tanto que el G7 solamente alcanzará el 14% (véase el Gráfico 8).

China juega en una liga propia, pero la India puede compararse con EE.UU.

Las tres economías gigantes —China, EE.UU. y la India— liderarán el mundo en cuanto a niveles y PIB incremental en los próximos 10 años (véase el Gráfico 9). Como ya hemos dicho, China juega en su propia liga. Se espera que la aportación del país al crecimiento de todo el mundo sea casi el 30% equivalente a 12,6 billones de dólares ajustados por PPA, más del doble de todos los países del G7, y 2,4 veces más que la previsión de las otras tres economías de los BRIC. Quizá lo más sorprendente para algunos observadores es que se prevé que el PIB incremental de la India se equiparará con el de EE.UU., en torno a un 8,5% del total (véase el Gráfico 10).

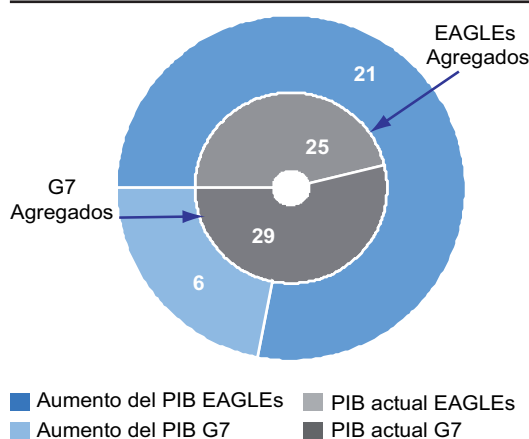
Indonesia y Corea contribuirán al crecimiento mundial más que Rusia

Nuestras proyecciones destacan algunas de las desventajas de carecer de un criterio de inclusión objetivo. Como hemos señalado en recientes informes, todo apunta a que el PIB incremental de Indonesia y Corea será mayor que el de Rusia, a pesar de que ninguna de esas dos economías entra en la categoría BRIC. Esto es un claro ejemplo que demuestra la necesidad de ir más allá del concepto de los BRIC (Gráfico 11). De manera similar, la reciente decisión de invitar formalmente a Sudáfrica a participar en las reuniones del BRIC aparece como políticamente motivada, si consideramos que se espera que la aportación de Egipto al crecimiento mundial sea sustancialmente mayor.

Otros EAGLEs que serán protagonistas del crecimiento mundial

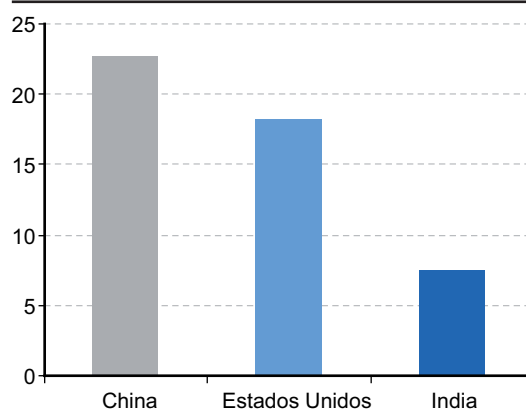
Continuando con los resultados sorprendentes se espera que en la presente década Brasil tenga una contribución al crecimiento mundial superior a la de Japón. De la misma manera la aportación de México sería superior a la de Alemania, en tanto que la de Egipto, Turquía y Taiwán superaría la del Reino Unido, Canadá, Francia e Italia. De esta manera se anticipa que el crecimiento y las oportunidades de negocio en estos mercados emergentes sean más dinámicas que en las economías desarrolladas más tradicionales (Gráficos 12 y 13).

Gráfico 8
EAGLE y G7: tamaño y aportación al crecimiento mundial (2010-2020)



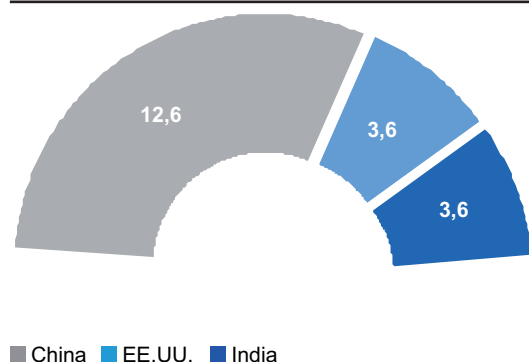
Fuentes: BBVA Research y FMI

Gráfico 9
Economías dominantes de esta década: PIB en billones de USD ajustados por PPA en 2020



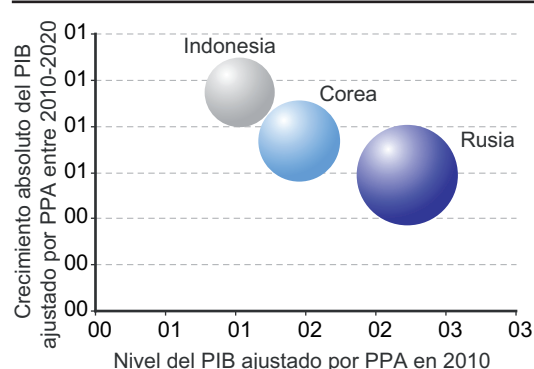
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 10
Economías dominantes en esta década: PIB incremental en billones de USD ajustados por PPA entre 2010 y 2020



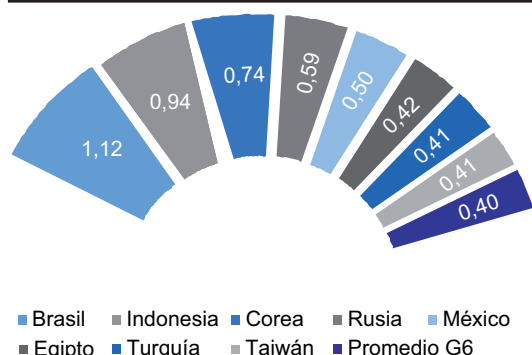
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 11
Más allá de los BRIC: PIB incremental y en niveles ajustado por PPA



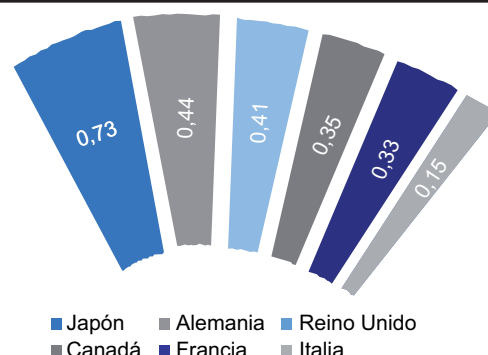
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 12

**Los demás EAGLEs:
PIB incremental en billones de USD
ajustados por PPA entre 2010 y 2020**

Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 13

**G6: PIB incremental
en billones de USD ajustados
por PPA periodo entre 2010 y 2020**

Fuente: IBBVA Research y FMI

Lista de espera, o el Nido de los EAGLEs

Como ya hemos dicho, EAGLEs es un concepto dinámico. De hecho, las variaciones de las perspectivas de crecimiento para los próximos diez años, en especial si son importantes, podrían conllevar que un país salga del grupo de EAGLEs, en especial si es uno de los más pequeños. Ocurre todo lo contrario con los países que están realizando una aportación bastante sustancial a la economía global, aunque todavía no tanto como los EAGLEs. Nuestro interés por anticiparnos lo máximo posible a cómo elegir a los países relevantes nos ha llevado a crear una lista de espera de EAGLEs, lo que denominamos el Nido de los EAGLEs. El Nido es una lista de países que podrían alcanzar la categoría de EAGLEs si mejorasen sus perspectivas de crecimiento para los próximos diez años (véase la Tabla 2). Así, hay 13 economías que podrían aportar al crecimiento mundial menos que la media de las economías del G6, pero más que el menor aportador de ese grupo, que es Italia. Se trata de Tailandia, Nigeria, Polonia, Irán, Colombia, Sudáfrica, Malasia, Vietnam, Pakistán, Bangladés, Argentina, Perú y Filipinas (ordenados por su relevancia en la aportación al crecimiento mundial). Eliminamos a Irán de la lista debido a las sanciones actuales impuestas por la ONU y las consecuencias que deberán afrontar los inversores si realizan transacciones con este país. Según las previsiones, el grupo aportará un 8% al crecimiento mundial.

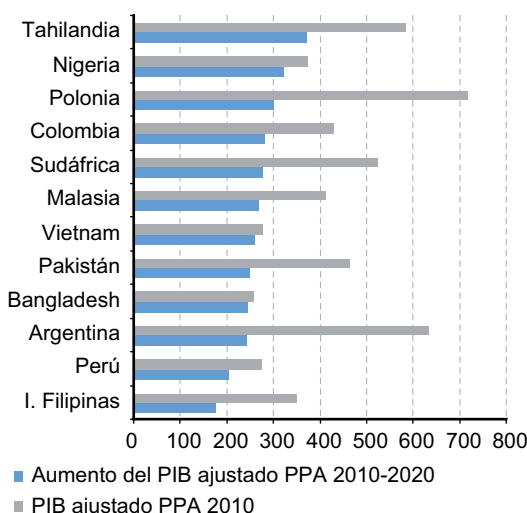
Tabla 2

**Nido de los EAGLEs:
tasas de crecimiento del PIB (%)**

País	Crecimiento medio necesario para convertirse en EAGLE (2010-2020)	La diferencia entre el crecimiento requerido y el previsto
Tailandia	5,5	0,3
Polonia	4,4	0,9
Nigeria	7,5	1,0
Sudáfrica	5,6	1,4
Colombia	6,6	1,5
Argentina	5,2	1,6
Malasia	6,9	1,7
Pakistán	6,2	1,8
Vietnam	9,1	2,3
Bangladés	9,4	2,7
Perú	9,3	3,4
Filipinas	7,8	3,5

Fuente: BBVA Research (previsiones de noviembre de 2010)

Gráfico 14

**Nido de los EAGLEs: PIB en 2010 y PIB
incremental entre 2010-2020 (miles de
millones de USD ajustados por PPA)**

Fuente: BBVA Research y FMI

Recuadro 3. Perspectiva detallada de nuestras previsiones y comparativa con otras fuentes/metodologías

La Tabla 3 presenta las previsiones nacionales específicas que justifican nuestra selección de EAGLEs. En general, nuestras cifras son ligeramente pesimistas si las comparamos con las de otras proyecciones, tanto del sector oficial como del

privado. Esto es especialmente evidente en el caso de Rusia, donde, como ya hemos comentado, los factores demográficos tienen bastantes probabilidades de convertirse en un lastre considerable para el crecimiento económico.

Tabla 3

Tasas de crecimiento del PIB ajustado por PPA

País	2000-2010	2010-2020
Brasil	3,7	4,5
China	10,3	8,7
Egipto	5,0	6,2
India	7,1	6,9
Indonesia	5,2	6,7
Corea	4,7	4,4
México	2,3	3,1
Rusia	5,4	2,6
Taiwán	4,0	4,7
Turquía	4,6	4,1
Países EAGLE	6,7	6,6
Canadá	2,2	2,4
Francia	1,5	1,5
Alemania	1,1	1,6
Italia	0,6	0,9
Japón	1,0	1,7
Reino Unido	1,7	1,8
G6	1,2	1,5
Estados Unidos	1,9	2,3
G7	1,5	1,9

Fuente: BBVA Research (previsiones de noviembre de 2010)

Para reforzar y demostrar la solidez de nuestro ejercicio de seleccionar las principales economías emergentes que más contribuirán al crecimiento mundial la próxima década, hemos realizado un ejercicio similar utilizando los datos de otros analistas. Las pruebas de solidez confirmaron nuestras expectativas en lo que respecta a la selección de las principales economías emergentes hacia las cuales deberán orientarse los inversores los próximos años. Utilizando las previsiones del FMI o de EIU, y comparándolas con nuestros propios resultados, hemos observado que ambas son más optimistas que las de BBVA Research. Como muestra la Tabla 4, podemos confirmar que nuestra metodología dinámica obtiene los mismos resultados aunque utilizando otras fuentes. En el caso

de las previsiones del FMI, Turquía y Egipto caen ligeramente por debajo de nuestro patrón de referencia de economías emergentes que lideran el crecimiento global, pero no porque sus pronósticos de ambas economías sean pesimistas, sino porque prevén mejores resultados para la media de las economías del G6. Al evaluar la aportación total del grupo inicial de los EAGLEs al crecimiento mundial, las previsiones para las 10 economías emergentes más importantes reflejan que las previsiones del BBVA se sitúan en torno a 10 puntos porcentuales por debajo de las del FMI, y 4 puntos porcentuales por debajo de las estimaciones de la EIU, lo que confirma que nuestras perspectivas son más moderadas en comparación con las de otros analistas.

Recuadro 3. Perspectiva detallada de nuestras previsiones y comparativa con otras fuentes/metodologías (continuación)

Tabla 4

Aportación al crecimiento mundial medida por otros analistas

BBVA		FMI		EIU	
País	Aportación	País	Aportación	País	Aportación
China	30,2	China	35,7	China	26,9
India	8,5	India	11,5	India	11,2
Brasil	2,7	Rusia	2,7	Rusia	3,6
Indonesia	2,3	Brasil	2,6	Brasil	3,1
Corea	1,8	Indonesia	2,3	México	2,8
Rusia	1,4	México	1,9	Indonesia	2,0
México	1,2	Corea	1,7	Corea	1,8
Egipto	1,0	Taiwán	1,2	Taiwán	1,6
Taiwán	1,0	Promedio G6	1,2	Egipto	1,4
Turquía	1,0	Turquía	1,1	Turquía	1,4
Promedio G6	0,9	Egipto	1,0	Promedio G6	1,0
Países EAGLE de BBVA	51,1	FMI	61,8	EIU	55,7

Fuente: BBVA Research (previsiones de noviembre de 2010)

En el contexto de la medición, existen dos métodos diferentes para calcular el PIB incremental. El primero incluye el PIB constante en dólares estadounidenses, en tanto que el segundo se basa en la paridad del poder adquisitivo (PPA). Como puede verse en la Tabla 5, la clasificación de países no se ve muy afectada si utilizamos el dólar estadounidense como base para

los cálculos. El cambio significativo se produce solamente en el caso de Egipto, que se cae de la lista y es sustituido por Tailandia, del Nido de los EAGLEs. Sin embargo, tanto si utilizamos la PPA como el dólar, obtenemos clasificaciones similares de los ME, lo que demuestra que los resultados se mantienen con ambas metodologías.

Tabla 5

Clasificaciones en USD y PPA

Países EAGLEs				Nido de los EAGLEs			
País	Clasificación PIB ajustado a PPA	Clasificación PIB en USD	Variación	País	Clasificación PIB ajustado a PPA	Clasificación PIB en USD	Variación
China	1	1	0	Tailandia	11	10	1
India	2	2	0	Nigeria	12	15	-3
Brasil	3	3	0	Polonia	13	12	1
Indonesia	4	4	0	Colombia	14	13	1
Corea	5	5	0	Sudáfrica	15	11	4
Rusia	6	6	0	Malasia	16	16	0
México	7	8	-1	Vietnam	17	21	-4
Egipto	8	14	-6	Pakistán	18	22	-4
Taiwán	9	9	0	Bangladés	19	19	0
Turquía	10	7	3	Argentina	20	17	3
				Perú	21	18	3
				Filipinas	22	20	2

Fuente: BBVA Research (previsiones de noviembre de 2010)

Las oportunidades

Hoy, más que nunca, el cambiante perfil de la dinámica del crecimiento mundial tiene implicaciones de largo alcance para las oportunidades de inversión que no pueden ser ignoradas por los agentes económicos. Por diversos motivos, entender esta dinámica no es tarea fácil. En primer lugar, los precedentes históricos constituyen una guía limitada para un cambio tan profundo. Al mismo tiempo, los inversores deben tomar en cuenta el resto de los cambios que afectan a los mercados financieros y los sectores económicos. Los actuales debates acerca de la "nueva normalidad" de los mercados, la regulación de las actividades bancarias o las cuestiones medioambientales están estrechamente entrelazadas con el ascenso de los ME, y sus conclusiones podrían tener efectos muy significativos sobre el resultado final de este proceso. A estas dificultades se suma el hecho de que después del estallido de la burbuja de las "punto com" y de la "gran moderación" (que en última instancia no fue moderación en absoluto), los inversores siguen reacios a darse cuenta de que está surgiendo un nuevo mundo en el que las viejas reglas han perdido su validez. La prudencia es recomendable, pero quizá debería aplicarse más a la magnitud de los cambios que esperamos que a la dirección de las tendencias a largo plazo. Sobre este particular, algunas de las tendencias son, en nuestra opinión, lo bastante sólidas como para convertirse en una característica duradera del panorama económico y financiero mundial durante la próxima década.

Estrategia corporativa

Por lo que incumbe a los inversores corporativos, situarse en este nuevo mundo es importante, aunque difícil. Por otra parte, el creciente papel de los ME implica la creación de nuevas oportunidades de mercado que, sin duda, beneficiarán a los participantes capaces de entrar en dichos mercados lo más temprano y más decididamente posible. Sobre este particular, debe destacarse que la demanda incremental posiblemente sea más relevante para las nuevas oportunidades empresariales que el tamaño absoluto. Aunque difícil de cuantificar, la creación de oportunidades de mercado atractivas está llamada a ser más fácil en las economías en las que la demanda crece por diversos motivos. En primer lugar, la demanda adicional abre las puertas a la expansión sin necesidad de luchar contra competidores por los actuales negocios. En segunda instancia, los costes fijos de entrada convierten en destinos más interesantes a los mercados con mayores incrementos absolutos de la demanda como señalan Rafael y Nikolaos (2003).

Por otra parte, no deben pasarse por alto los retos para las corporaciones del mundo desarrollado, siendo los principales las diferencias en las condiciones de competencia (regulación, respaldo público), y también la mayor competencia con los participantes locales en estos mercados. Un resultado óptimo sería una situación en que el grado de apertura de los países emergentes y desarrollados a la globalización, y más específicamente, a la internacionalización de las corporaciones no se vea afectada. Sin embargo, existe un riesgo no desdeñable de que en el futuro se incremente el proteccionismo para salvaguardar los mercados existentes y los nuevos. Esta sería, por cierto, una consecuencia muy negativa, en vista del poder potencial de la demanda de los ME y el papel que la inversión extranjera directa podría jugar en acelerar su desarrollo.

Más allá de este rasgo general, cada país ofrece una serie específica de oportunidades, según sus características, modelos de crecimiento, ubicación geográfica, nivel actual de desarrollo, etc. Identificar todas estas oportunidades es una de las tareas que BBVA Research ha asumido para los años venideros. El resto de esta sección lo dedicaremos a un tema que es muy relevante: el surgimiento de una nueva clase media y cómo inclina las oportunidades de crecimiento de los países EAGLEs hacia la demanda interna. Por otra parte, otras economías (en general, las más pequeñas) serán más propensas a especializarse en actividades de reexportación.

El consumidor de clase media en los países EAGLES

Algunos países de nuestro grupo EAGLES, como la India, son enormes en términos demográficos, pero no tanto en poder adquisitivo de sus ciudadanos. La renta per cápita es un indicador deficiente, ya que ignora completamente la desigualdad y la magnitud de las clases más solventes. Proponemos nuestra propia definición de clase media: el número de personas cuya renta se prevé que será mayor de 800 dólares mensuales (ajustados por PPA a precios de 2005)³. Se trata de una estimación

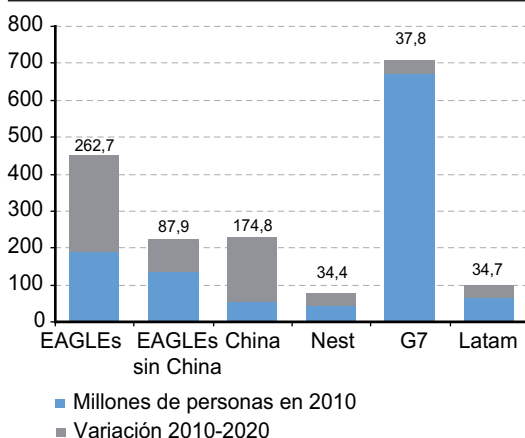
razonable de la renta necesaria para empezar a demandar bienes de consumo duraderos y servicios financieros. Metodológicamente, existen varios factores que afectan a esta estimación, con diferentes repercusiones para los países emergentes y los desarrollados. En estos últimos, el principal factor es, claramente, el crecimiento demográfico, ya que la renta per cápita es ya muy alta y la mayoría de los percentiles de la distribución de la renta se sitúan por encima del umbral. Sin embargo, en los ME, el aumento de la renta per cápita contribuye a la heterogeneidad y, lo que es muy importante, la desigualdad de la renta importa: normalmente, en los países con distribuciones de la renta más igualitarias habrá más consumidores por encima de la marca de los 800 dólares.

Según nuestras previsiones a 10 años vista, más de 250 millones de personas entrarán en la categoría de clase media en todos los países EAGLE. Es siete veces más que la cifra que se espera para todos los países del G7. China es el líder indiscutible, y creemos que aportará más de la mitad de los nuevos consumidores de clase media al total de los países del G7 y de los EAGLES. La India, a pesar de partir de un bajo nivel inicial de renta per cápita, se beneficia de una distribución relativamente igualitaria de la renta y de una importante población inicial. Más sorprendente es el hecho de que se espera que, en esta dimensión, México sea más relevante que Rusia, lo cual se debe a las proyecciones de descenso demográfico de ésta última. Entre los países EAGLES, Egipto se queda por detrás de algunos de los países del G6, como consecuencia de su relativamente baja renta per cápita inicial. Las consecuencias de un crecimiento demográfico bajo, o incluso negativo, en los países desarrollados se perciben claramente en la falta de consumidores adicionales en muchas de estas economías.

Para muchos sectores e inversores, la magnitud real del sector consumidor también deberá equilibrarse con su capacidad de gasto. Sobre este asunto, la renta del consumidor promedio de clase media se mantendrá relativamente baja con respecto al G7, pero en algunos EAGLES (particularmente Brasil, México, Turquía y Taiwán) la desigualdad del ingreso implica que la renta per cápita de quienes superan la marca de los 800 dólares mensuales alcanzará niveles próximos a los de los ME más avanzados de hoy, como Israel. En consecuencia, y a pesar de los acuerdos que ocupan los titulares, lo más sorprendente es que estos mercados todavía están muy por debajo de los niveles de inversión extranjera directa que equipararían su aportación prevista al crecimiento mundial y, en particular, al crecimiento de los consumidores de clase media.

Gráfico 15

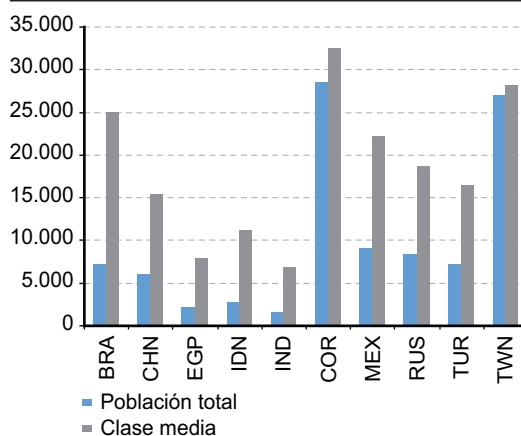
**Número de personas
cuya renta superará los 800 dólares
mensuales en precios constantes de
2005 ajustados por PPA. Millones**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 16

**PIB per capita: Población total y
clase media* a precios constantes de 2005**

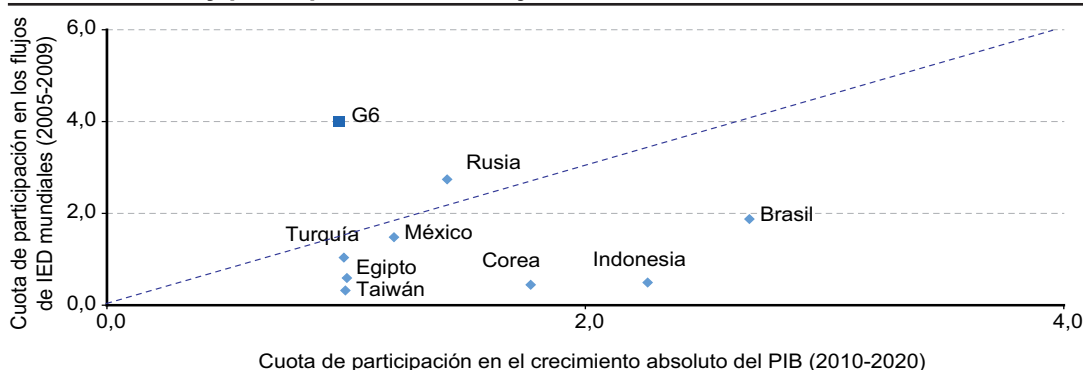


*Personas con ingresos mensuales superiores a 800 USD mensuales

Fuente: BBVA Research

³: Es la fórmula utilizada por nuestra colega Carola Moreno en un documento de trabajo de próxima publicación.

Gráfico 17

**Contribución al crecimiento mundial
en esta década y participación en los flujos mundiales de IED**

Fuente: BBVA Research

Oportunidades de inversión en infraestructuras en los países EAGLES

Otra fuente de oportunidades en algunos países EAGLES está relacionada con la inadecuada oferta de infraestructuras, si los comparamos con los países del G7, en especial en lo que se refiere a la relacionada con transporte. Estos países están particularmente interesados en mejorar la calidad y cantidad de infraestructuras para impulsar su competitividad. Estos proyectos bien podrán ser desarrollados por inversores extranjeros, y darían un impulso adicional al crecimiento del PIB. Al comparar, observamos con claridad la brecha de infraestructuras generales entre los países EAGLE y los del G7, con las excepciones de Corea y Taiwán.

Un análisis más detenido de la calidad de las infraestructuras de transporte revela resultados similares a los previamente descritos, destacándose los logros de Turquía, la India y China, que ya han cerrado la brecha con Italia, pero que todavía tienen bastante que mejorar para alcanzar a las demás economías del G7. Es imprescindible mejorar la calidad de todos los tipos de infraestructuras, como carreteras, ferrocarriles, puertos y transporte aéreo.

También debe mejorar la calidad de las infraestructuras eléctricas y telefónicas. Es especialmente preocupante la brecha entre los países EAGLES, exceptuando, otra vez, a Taiwán y Corea, con respecto a las economías del G7.

Es evidente que, para las empresas especializadas en proyectos de infraestructuras, en esta década existen abundantes oportunidades para invertir en las economías EAGLES. Además, estos proyectos podrían ser el inicio de una sólida alianza estratégica de cara al futuro.

Tabla 6

Indicadores de calidad de las infraestructuras

Total infraestructuras		Infraestructuras de transporte		Infraestructuras eléctricas y de telefonía	
Promedio de los G6	5,83	Promedio de los G6	5,81	Taiwán	6,06
Taiwán	5,63	Corea	5,73	Promedio de los G6	5,85
Corea	5,59	Taiwán	5,19	Corea	5,44
Rusia	4,46	China	4,73	Rusia	4,82
China	4,44	India	4,50	Brasil	4,28
Turquía	4,21	Turquía	4,40	China	4,14
Brasil	4,02	Rusia	4,11	Turquía	4,02
Egipto	3,97	Egipto	3,97	Egipto	3,97
México	3,74	México	3,96	México	3,51
Indonesia	3,56	Indonesia	3,89	Indonesia	3,24
India	3,49	Brasil	3,76	India	2,49

Fuente: The Global Competitiveness Report 2010-2011

Mercados financieros

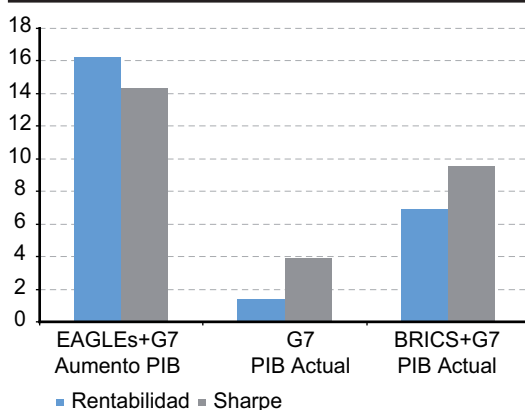
Una consecuencia inevitable de la creciente relevancia económica de los ME reside en la dinámica de sus activos financieros, que influyen cada vez más en los mercados financieros globales.

En algún momento durante las fases iniciales de la crisis, en 2007 y 2008, los participantes del mercado especularon con la posibilidad de que los ME podrían desacoplarse de los eventos económicos del mundo desarrollado. Estas expectativas resultaron ser incorrectas, como lo demostraron los acontecimientos posteriores a la caída del Lehman Brothers. La integración impulsada por el comercio global y, en algunos países, los vínculos financieros, conllevaron una fuerte caída no sólo de los precios de los activos de los ME, sino también de su actividad económica. Al mismo tiempo que experimentamos un creciente co-movimiento de los precios de los activos en los mercados financieros emergentes y desarrollados, también deberíamos reconocer una mejora estructural en la percepción del riesgo de los ME en relación con los mercados desarrollados. Esto queda claramente corroborado por las fluctuaciones de los mercados. De una parte, las carteras de renta variable muestran mayores rentabilidades ajustadas por riesgo en los EAGLEs que en los países desarrollados (Gráfico 18). Además, la prima de riesgo mediana de los CDS soberanos marcha claramente por una trayectoria de convergencia (Gráfico 19).

Sostenemos que dicha mejora estructural de la percepción del riesgo se debe a factores fundamentales de los ME. El primer y principal factor es, sencillamente, el deterioro duradero de la situación macroeconómica de los países desarrollados como consecuencia de la crisis financiera. Algo especialmente cierto en el frente fiscal. Al mismo tiempo, las repercusiones negativas de la crisis en los ME han sido efímeras, ya que, en general, han experimentado una rápida recuperación hacia un crecimiento “por encima de la tendencia”. A nivel fiscal, una gestión prudente en vísperas de la crisis ha dejado las ratios de deuda en niveles cómodos, y la mayoría de los ME están en vías de contener gradualmente sus déficits como parte de sus iniciativas de enfriamiento. En cuanto a la vulnerabilidad externa, la recuperación del comercio global y la creciente importancia del comercio Sur-Sur han supuesto una mejora generalizada de los balances en cuenta corriente, y muchos países de Asia, y en menor medida de América Latina, muestran todavía sustanciales superávits por cuenta corriente. En la siguiente sección tratamos más detalladamente este importante desarrollo, cuando exponemos los riesgos asociados con los ME. En general, sostenemos que las perspectivas macroeconómicas más estables en los ME serán un rasgo duradero de la economía mundial en la próxima década, y que ello seguirá mermando la percepción de riesgo de esos países y, por consiguiente, de sus CDS (véase el reciente Observatorio Económico sobre deuda soberana en las economías emergentes de BBVA Research). De hecho, los inversores han pasado desde esencialmente ignorar los factores macroeconómicos al evaluar la prima de riesgo a una situación en que las condiciones macroeconómicas son todo lo que importa, incluso en algunos casos en detrimento de los factores institucionales. Nuestros modelos de riesgo soberano confirman claramente esta evolución (Gráfico 20).

Gráfico 18

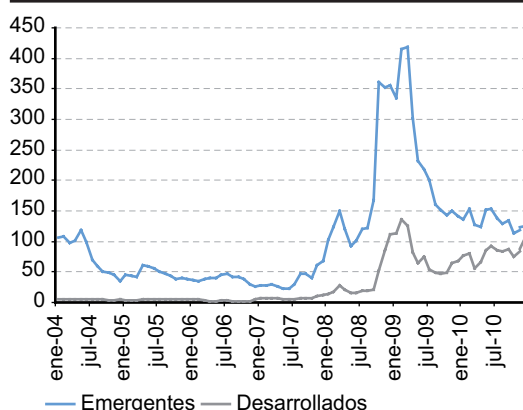
Rendimiento de carteras alternativas: rentabilidad y ratio Sharpe



Fuente: BBVA Research

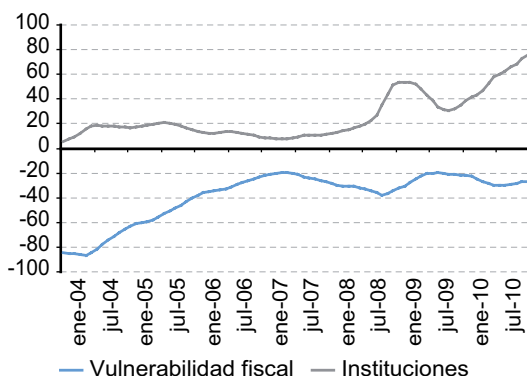
Gráfico 19

Diferencia de mediana en CDS soberanos: países emergentes y desarrollados



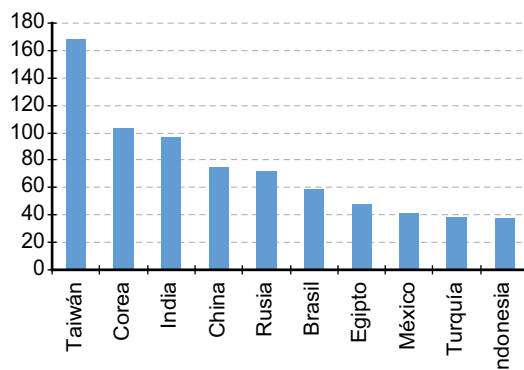
Fuente: BBVA Research

Gráfico 20

Sensibilidad de los CDS soberanos a las variables fiscales e institucionales

Repercusiones de una desviación típica sobre ambas variables en los CDS estimados
Fuente: BBVA Research

Gráfico 21

Capitalización bursátil (relación sobre el PIB)⁴

Fuente: BBVA Research, FMI e IBM

En este contexto de profundos cambios en las relaciones de mercado entre las economías emergentes y las desarrolladas, el tema de cómo posicionarnos para una máxima anticipación es fundamental. En nuestra opinión, es posible presentar una potente justificación de inversión para ir más allá de las estrategias de asignación habituales. Por fortuna, en la mayoría de los países EAGLEs, la capitalización bursátil es relativamente alta en relación con el PIB, por lo que son mayores las posibilidades de superar las limitaciones de liquidez (Gráfico 21).

4: La capitalización bursátil de 2010 está extrapolada sobre la base de la rentabilidad del índice. Las OPI lanzadas en el mismo período no están incluidas.

Riesgos

Volatilidad cíclica y riesgos macroeconómicos a medio plazo

La ruptura de un mito: ¿no son más volátiles los ciclos de los ME?

La volatilidad cíclica es una preocupación tradicional de los inversores y políticos en los ME, y con justa razón. Pero la visión simplista de que los ME son siempre y en todo lugar más volátiles, está sujeta a varias salvedades. Hay muchos ME en los que, de hecho, la volatilidad macroeconómica ha sido menor que la de los países desarrollados, si la comparamos con su mayor ritmo de crecimiento medio. En la mayoría de los países EAGLEs, la volatilidad ajustada por la tasa media de crecimiento ha sido muy similar a la cifra de los del G6. En este aspecto, Rusia se destaca claramente como excepción negativa debido a las fuertes fluctuaciones que se produjeron en su actividad económica en la década de 1990 y, también notablemente, al gran impacto de la crisis reciente (que también golpeó con dureza a México).

Ante una volatilidad similar, el margen de incumplimiento de las previsiones del grupo EAGLE parece relativamente amplio (véase la Tabla 8). Por ejemplo, el crecimiento de China tendría que descender en los próximos 10 años hasta casi cero para dejar de pertenecer al grupo (es decir, no aportar al crecimiento global más que la media del G6). Sin embargo, en Rusia, en vista de la mayor volatilidad y el menor tamaño, unos trastornos relativamente menores podrían afectar a su aportación al crecimiento en grado suficiente como para retirarla de la lista.

Tabla 7

Desviación típica del crecimiento (en relación a la media) 1990-2010

China	0,2
India	0,3
Egipto	0,4
Taiwán	0,6
Promedio G6	0,6
Corea	0,7
Brasil	0,7
Indonesia	1,0
Turquía	1,3
México	1,3
Rusia	3,7

Mayor riesgo

Fuente: BBVA Research

Tabla 8

Número de desviaciones típicas para que el PIB incremental sea menor al de la media del G6. 2010-2020

China	8,7
India	5,3
Egipto	3,4
Brasil	2,9
Taiwán	1,4
Corea	1,3
Indonesia	1,2
México	0,9
Turquía	0,7
Rusia	0,5

Mayor riesgo

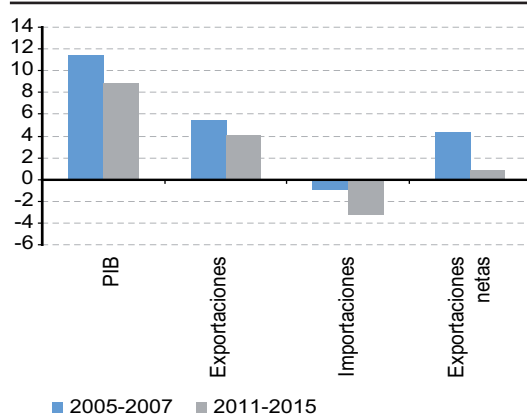
Fuente: BBVA Research

La dependencia de la demanda exterior: una evaluación realista

La mayoría de los inversores considera que la dependencia de la demanda exterior es una vulnerabilidad, dado que una desaceleración del mundo desarrollado perjudicaría sus importaciones. En cuanto a este tema, nos gustaría destacar que nuestras previsiones ya incorporan el supuesto de que la demanda exterior jugará un papel menos importante en el camino de crecimiento de los EAGLEs. Esto es coherente con el hecho de que la moderación de la demanda privada en los países desarrollados continuará durante un período prolongado debido a la desaceleración de la actividad económica. Entretanto, podría considerarse una aceleración de las importaciones en un trasfondo de reequilibrio del crecimiento hacia la demanda interna, aunque el proceso posiblemente será gradual. Tomemos, por ejemplo, a China, siempre en el centro del debate público sobre los desequilibrios globales, y donde esperamos una reducción de la aportación de las exportaciones netas al crecimiento del orden de 1/3 durante el período entre 2011 y 2015, en comparación con los niveles previos a la crisis. Las exportaciones netas aportarán, como mucho, un 1 punto porcentual al crecimiento del PIB durante dicho período.

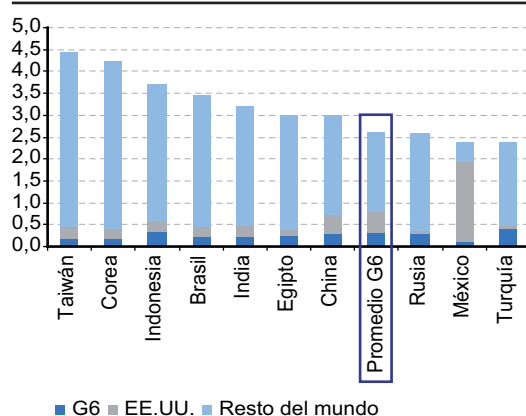
A pesar de lo expuesto, vemos algunos factores positivos para la potencial aportación del comercio, basados en el incremento del comercio Sur-Sur. El aumento de la cuota del comercio Sur-Sur implica que las actividades comerciales de los EAGLEs se encaminan hacia un modelo más equilibrado y sostenible, reduciéndose así las repercusiones de los trastornos externos procedentes de los países desarrollados y, al mismo tiempo, estimulando las necesidades internas y atrayendo una fuerte demanda de otras economías emergentes. En otras palabras, a medida que los países EAGLEs de rápido crecimiento intensifiquen sus relaciones comerciales entre sí, su propia dinámica de la demanda será más relevante y autosostenible. Teniendo en cuenta la composición de su comercio y la prevista tasa de crecimiento de sus socios, todo apunta a que el crecimiento del PIB en los mercados de exportaciones de los países EAGLEs será mejor que el de los países desarrollados. No obstante, debe destacarse que posiblemente no sea así en el caso de México, considerando su dependencia de la economía de EE.UU., y que Turquía y Rusia sufran las consecuencias de sus estrechas relaciones con Europa. En general, el cambio de las raíces del crecimiento y de la estructura comercial de los EAGLEs (desde demanda externa a demanda interna y desde comercio Sur-Norte a comercio Sur-Sur) es susceptible de fomentar una sólida base de crecimiento económico sostenible.

Gráfico 22

China: Contribución al crecimiento del PIB

Fuente: BBVA Research

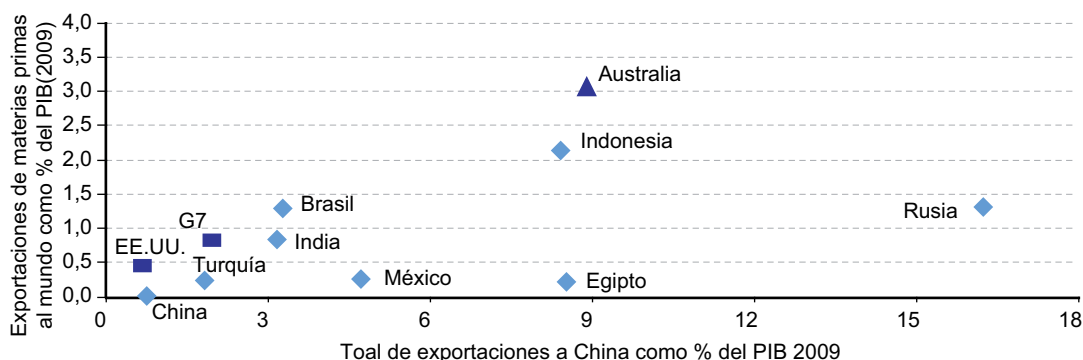
Gráfico 23

Previsión de crecimiento del PIB de los socios comerciales ponderado por volumen de comercio

Fuente: BBVA Research

La dependencia del comercio de materias primas y las relaciones con China también son motivos de preocupación. En general, algunas economías EAGLEs parecen estar más expuestas a trastornos externos. En este aspecto son de destacar Rusia y Corea como consecuencia de la elevada dependencia de las exportaciones de petróleo y de las exportaciones a China, respectivamente. Específicamente, la concentración geográfica de las exportaciones (a China) no es muy diferente en la mayoría de los países EAGLEs si la comparamos con EE.UU. y el G7, salvo Corea, que en 2009 exportó a China hasta el 10% de su PIB, y también Taiwán. Además, la exposición a las materias primas supone mayores riesgos que el apoyarse en China, aunque solamente para Rusia, cuyas exportaciones de materias primas representaron en torno al 16% de su PIB, en este sentido una situación sin parangón en el grupo EAGLEs. No obstante, es de destacar que Australia parece ser más dependiente de China y de las exportaciones de materias primas en comparación con Corea y Rusia.

Gráfico 24

Exportaciones a China y exportación de materias primas: % del PIB*

* Corea y Taiwán están fuera de escala.

Nota: las exportaciones de Corea a China y las exportaciones de materias primas suponen el 10% y el 3% del PIB, respectivamente. En cuanto a Taiwán, no hay datos disponibles, aunque las exportaciones a China son muy altas

Fuente: BBVA Research

Evaluación general del riesgo país: un método cuantitativo

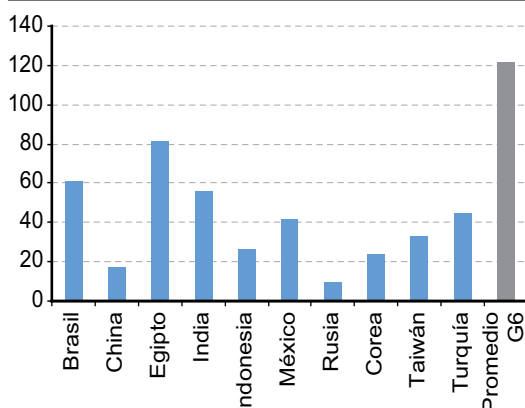
Las negativas y persistentes repercusiones de la crisis sobre la situación macroeconómica de las economías desarrolladas, en especial en el aspecto fiscal, contrasta notablemente con las crecientes pruebas de que tuvo solamente un impacto temporal en los indicadores de vulnerabilidad de los ME. El hecho es que, en la mayoría de los parámetros macroeconómicos, los ME están, en general, en mejor posición que las economías desarrolladas (Gráfico 27). Varios años de prudente gestión política en muchos ME parecen estar rindiendo sus frutos, pero la pregunta es exactamente cuál será la magnitud y cuán duradera será esta situación.

En un intento de responder a este interrogante, hemos desarrollado un modelo de riesgo país que permite el ajuste a los vaivenes de los mercados globales y la identificación de genuinas tendencias estructurales. El modelo intenta predecir el riesgo soberano y futuro de cualquier país utilizando la media mensual de los diferenciales de los seguros de impago de deuda (CDS) como representativos del riesgo soberano. Los diferenciales de CDS se descomponen en un componente global, que repercute simultáneamente en todos los países (como la caída de Lehman Brothers y de Bear Stearns), y un componente idiosincrático, que es específico de cada país.

A su vez, el componente idiosincrático puede dividirse en factores relacionados con la macroeconomía y factores institucionales. En particular, para estimar el riesgo idiosincrático, las tasas de crecimiento del PIB y las tasas de inflación se combinan con indicadores de vulnerabilidad fiscal, vulnerabilidad exterior y marco institucional. El indicador de vulnerabilidad fiscal es un resumen de los déficits y de la deuda total, en tanto que el de vulnerabilidad exterior indica las posiciones de la cuenta corriente y de la deuda externa. El indicador institucional es una media de los indicadores "estado de derecho" y "estabilidad política y ausencia de violencia, crímenes y terrorismo", tomados de los Indicadores de gobernanza del Banco Mundial (WGI, por sus siglas en inglés).

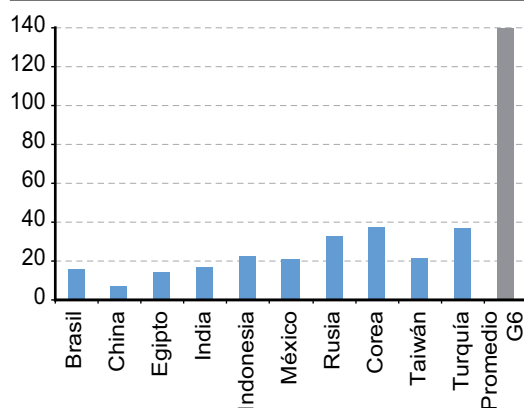
Al analizar los resultados del modelo para el período 2010-2015, excluyendo el indicador institucional, los pronósticos señalan que la mayoría de los EAGLEs estarán en mejor posición macroeconómica que los países del G7 y otros países más desarrollados. Las tasas de crecimiento del PIB proyectadas son relativamente altas en los EAGLEs, y por lo general están sustentadas en sólidas posiciones fiscales y externas. En este aspecto, Turquía y Egipto parecen más expuestos debido a sus déficits exteriores y fiscales relativamente mayores.

Gráfico 25

Relación deuda pública-PIB de los países EAGLES y del promedio del G6

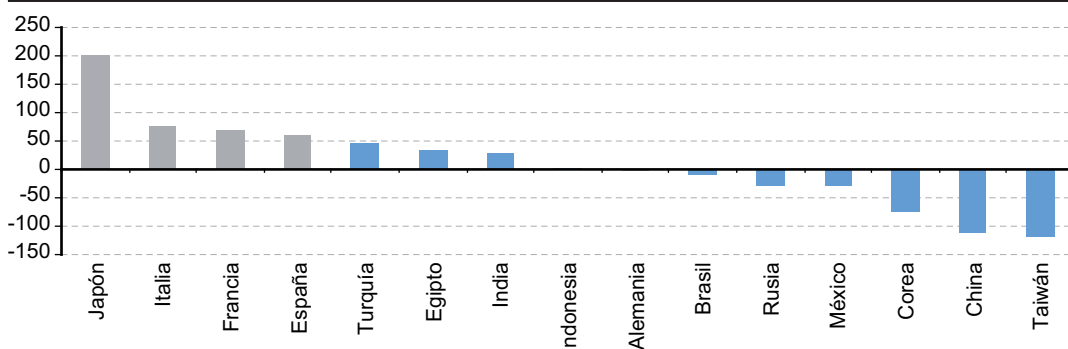
Fuente: BBVA Research y EIU

Gráfico 26

Relación deuda externa-PIB de los países EAGLES y del promedio del G6

Fuente: BBVA Research y CIA 2010 Yearbook

Gráfico 27

Riesgo idiosincrático macroeconómico: EAGLES y Mercados Emergentes

Fuente: BBVA Research

¿La brecha institucional se cierra o se amplía?

A pesar de las mejores perspectivas macroeconómicas, la brecha de los marcos institucionales sigue siendo grande, y no puede subestimarse su importancia para el crecimiento económico a largo plazo. Sin embargo, concluir si está mejorando o empeorando no es una pregunta fácil, considerando la falta de un método generalmente aceptado para medir un concepto tan esquivo como la calidad institucional.

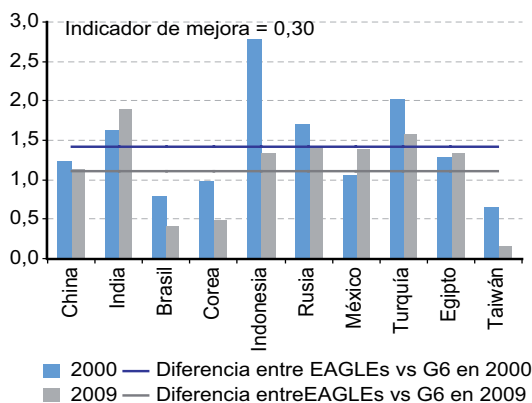
En esta sección nos atenemos a las prácticas habituales y adoptamos el marco propuesto por los Indicadores de gobernanza del Banco Mundial. En conjunto, los países EAGLES han registrado mejoras durante la pasada década, lo que ofrece esperanzas razonables de previsión de futuros avances en la calidad institucional en la década actual. En consecuencia, aunque el G6 todavía tiene notas uniformemente mejores que las de los EAGLES, la brecha entre ambos parece estar reduciéndose. Sin embargo, este proceso todavía es muy lento y heterogéneo.

Las diferencias nacionales son muy relevantes y dificultan todo intento de generalización. En general, la reducción más importante de la brecha entre los G6 y los EAGLES se observa en el parámetro "Estabilidad política y ausencia de violencia, crímenes y terrorismo", que en la pasada década se ha estrechado en casi 0,3 (véase el Gráfico 28). Esto refleja una tendencia general hacia menores tensiones sociales como consecuencia de la mejoría económica, así como el final de los enfrentamientos internos en algunos de estos países. La brecha también ha disminuido, en 0,22, en lo que respecta a los indicadores "Efectividad del gobierno y Calidad regulatoria" (véase el Gráfico 29), lo cual refleja la mejora en la prestación de servicios públicos y en la implementación de normativas eficaces en los EAGLES durante el mismo período. Entre los EAGLES, Corea y Taiwán son las dos economías que más se han acercado a las cifras de la media del G6.

En términos relativos, el área en que no parecen registrarse mejoras en los EAGLE es en los indicadores de “Estado de derecho”. Considerando la importancia de esta dimensión específica de la calidad institucional para las fases de desarrollo más avanzadas, son prioritarias las iniciativas adicionales en este aspecto.

Gráfico 28

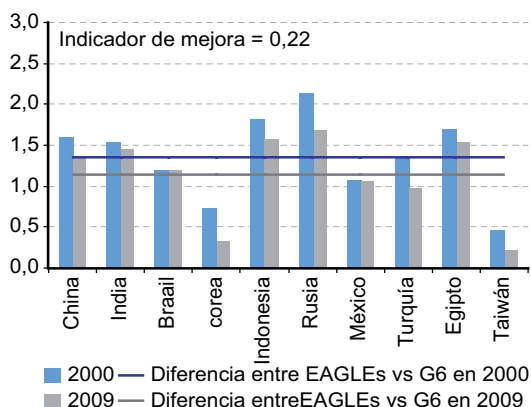
Brecha en Estabilidad política y ausencia de violencia, crímenes y terrorismo



Fuente: BBVA Research

Gráfico 29

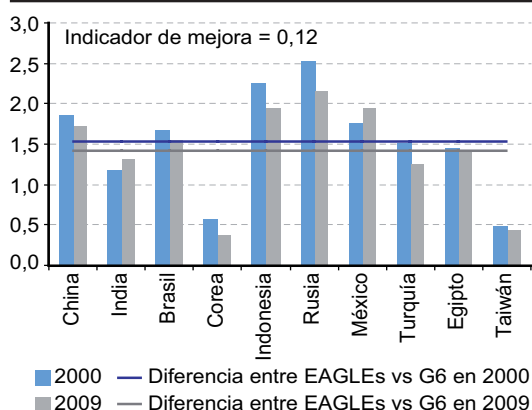
Brecha en Efectividad del gobierno y Calidad regulatoria



Fuente: BBVA Research

Gráfico 30

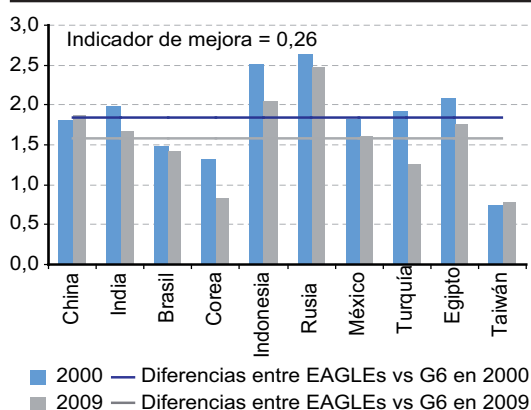
Brecha en Estado de derecho



Fuente: BBVA Research

Gráfico 31

Brecha en Control de la corrupción



Fuente: BBVA Research

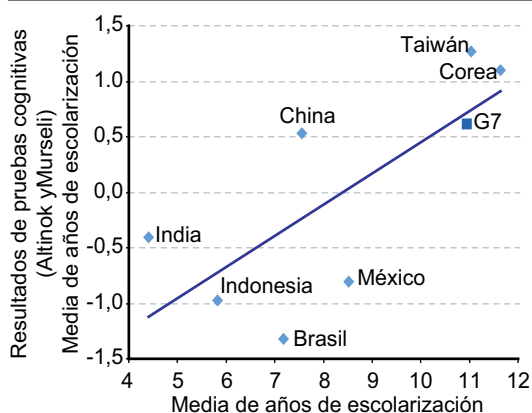
Cantidad y calidad del capital humano: ¿cuán lejos están los EAGLEs?

Además de los indicadores institucionales antes mencionados, para el crecimiento económico es condición imprescindible una mejora paralela del capital humano. La cantidad y calidad de la educación son importantes, sobre todo esta última, especialmente relevante ante la rapidez del cambio tecnológico. Los progresos en este aspecto son alentadores, aunque sigue habiendo algunas excepciones.

La tendencia a largo plazo hacia una mayor oferta de educación queda bien reflejada en las estadísticas de años de escolarización. Con las excepciones de Corea y Taiwán, cuyas estadísticas educativas se asemejan a las de los países desarrollados, todos los países EAGLEs han experimentado mejoras en la duración del período de escolarización.

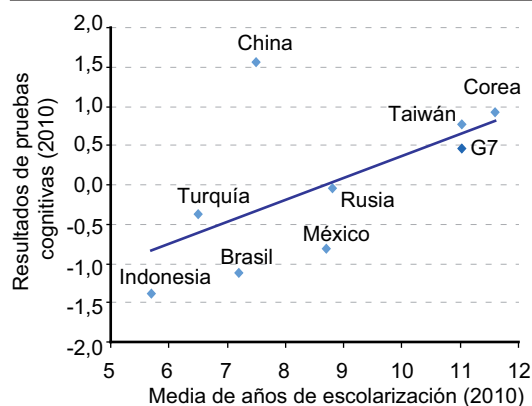
Por lo que respecta a la calidad, según los resultados de las pruebas cognitivas normalizadas, la mayoría de los EAGLEs se sitúan por detrás de las economías del G7, aunque los países asiáticos llegan a igualar los resultados obtenidos por las economías del G7. No es fácil identificar tendencias debido a la ausencia de series prolongadas y a la volatilidad inherente de los resultados de los exámenes, pero Indonesia parece ser un caso negativo (dado su bajo nivel inicial y cierto empeoramiento desde 2006), mientras que Turquía destaca favorablemente en esta dimensión.

Gráfico 32

Educación: años de escolarización y resultados de las pruebas cognitivas

Fuente: BBVA Research

Gráfico 33

Educación: resultados de las pruebas cognitivas (PISA 2009)

Fuente: Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) y Programa para la Evaluación Internacional de Alumnos (PISA) de la OCDE

Además, en los últimos resultados de los exámenes de PISA, publicados a finales de 2010 (véase la Tabla 9), los estudiantes de China continental, que tomaron parte en los mismos por primera vez, superaron a los del resto del mundo en lectura, matemáticas y ciencias. Entretanto, Corea y Taiwán siguen por delante de las notas de los estudiantes de los países del G7 (véase el Gráfico 33). Los tres países EAGLEs asiáticos mencionados se situaron dentro de los diez mejores del mundo en Matemáticas y Ciencias (PISA 2009). Además, Turquía, México y Brasil consiguieron notas medias mejores que las obtenidas en 2006. Los resultados más recientes indican que la mayoría de los países EAGLEs continúan su tendencia de mejora de los niveles educativos.

Tabla 9

Programa para la Evaluación Internacional de Alumnos (PISA) de la OCDE, resultados de 2009

Resultados de 2009	PISA	Notas promedio en Matemáticas y Ciencias, 2009	Notas promedio en Matemáticas y Ciencias, 2006
1	Shanghái-China	587	NA*
2	Singapur	552	NA*
3	Hong Kong-China	552	545
4	Finlandia	547	556
5	Corea	542	535
6	Japón	534	527
7	Taiwán	532	541
8	Liechtenstein	528	524
9	Canadá	528	531
10	Nueva Zelanda	526	526
16	Alemania	517	510
19	Reino Unido	503	505
25	Francia	498	495
29	Estados Unidos	495	482
36	Italia	486	469
39	Rusia	473	478
43	Turquía	450	424
50	México	417	408
56	Brasil	396	380
61	Indonesia	377	392

* Tanto China continental como Singapur participaron en PISA por primera vez en 2009

Fuente: BBVA Research y Programa para la Evaluación Internacional de Alumnos (PISA) de la OCDE

Cuadro de mando de riesgos

Para ofrecer una valoración más objetiva de los riesgos de las economías EAGLEs, resulta útil evaluar sus principales vulnerabilidades sobre la base de un conjunto de variables macroeconómicas e institucionales fundamentales. Se trata de una valoración tentativa, ya que obviamente las comparaciones de riesgos resultan difíciles. No obstante, puede ser útil como lista de comprobación de los riesgos susceptibles de afectar a los países del grupo EAGLEs, y servir también para compararlos.

Factor de riesgo nº 1)

¿Son nuestras previsiones excesivamente optimistas?

Obviamente, pensamos que no. Pero resulta útil contar con parámetros cuantitativos para esto. Un mecanismo práctico es la comparación de las previsiones del crecimiento del PIB entre 2010 y 2020 con la experiencia del período del boom de 2005-2007. Según este parámetro, Brasil y Egipto son los dos países en que prevemos un ajuste a la baja en las tasas de rendimiento, y que nos parecen más vulnerables a revisiones negativas en los próximos años. Consideramos que esto está justificado por las bajas repercusiones de la crisis de 2009 en Egipto y por el hecho de que el crecimiento brasileño no fue tan dinámico en el período considerado.

Factor de riesgo nº 2)

¿Cuán expuestos están estos países a los choques a corto plazo de la economía global?

Evaluamos tres indicadores de vulnerabilidad diferentes, ya que se trata de una cuestión multifacética.

En primer lugar, analizamos la aportación al PIB de la demanda externa. China y Taiwán se destacan en este aspecto como las economías de mayor riesgo, lo que en nuestra opinión se debe a la importancia del sector exterior para la evolución de su demanda interna.

Una segunda vulnerabilidad es el bajo crecimiento de los socios comerciales, que podría suponer un lastre significativo, en términos relativos, para otros ME. México, Turquía y Rusia parecen ser los países del grupo EAGLEs con socios comerciales de menor dinamismo, como consecuencia de sus estrechas relaciones con EE.UU. y Europa.

Por último, consideramos la vulnerabilidad por la exposición a un choque en los precios de las materias primas o a una desaceleración de China (medido según las respectivas ponderaciones de las exportaciones sobre el PIB). Rusia e Indonesia parecen situarse en el lado de mayor exposición a ambas dimensiones simultáneamente. Sin embargo, Corea y Taiwán están claramente expuestos a este riesgo por su relación con China.

Factor de riesgo nº 3) ¿Hay riesgos macroeconómicos a corto plazo?

Para responder a esta pregunta, utilizamos los resultados de nuestro modelo de riesgo soberano, expuesto en la sección 2. La India y Egipto son los más vulnerables por sus desequilibrios fiscales y externos, aun cuando todavía se comparan favorablemente con respecto al promedio de los G7.

Factor de riesgo nº 4)

¿Existe un modelo de crecimiento sostenible a largo plazo?

Los riesgos de las previsiones de crecimiento a largo plazo se cuantifican empleando tres variables. En primer lugar, observamos los países con bajo crecimiento demográfico, que son el componente más predecible del PIB potencial. Se prevé que Corea, Rusia y Taiwán experimentarán las menores tasas de crecimiento demográfico, lo cual los sitúa en una posición más vulnerable con respecto a sus fuentes de crecimiento económico.

En segundo lugar, observamos la influencia de la contribución de la productividad total de los factores (PTF) en el potencial crecimiento. Un mayor porcentaje de PTF en el crecimiento total podría considerarse una vulnerabilidad sencillamente porque se trata de la parte del crecimiento más difícil de entender y de pronosticar. En este aspecto, Rusia y Brasil son los países en los que la contribución de la PTF será mayor, lo cual hace su rendimiento más incierto.

Por último, consideramos los niveles absolutos de calidad institucional, en un esfuerzo por medir el riesgo derivado de la inestabilidad institucional, el potencial de retrocesos de las reformas, etc. Rusia y México marchan por detrás del resto de los países EAGLEs en la mayoría de los indicadores considerados.

Tabla 10

Pruebas de vulnerabilidad de los países EAGLEs

Metodología simple: recuento del número de veces en que aparece en el lado más riesgoso/peor de cualquier variable			Resultados		
Criterios	Justificación	Peores países	País	Vulnerabilidad	Recuento total
Previsiones 2010-2020 frente al período anterior a la crisis	Mayor significa más optimista	Egipto, Brasil	China	Dependencia externa	1
Demanda externa			India	Desequilibrios macroeconómicos	1
Aportación de las exportaciones netas	Mayor significa más optimista	China, Taiwán	Brasil	Crecimiento optimista, alta PTF	2
Crecimiento de los socios comerciales	Menor implica menos dinamismo	México, Turquía	Corea	Bajo crecimiento demográfico, exposición a China	2
Peso de China/materias primas	Mayor significa mayor exposición	Taiwán, Rusia, Indonesia, Corea	Indonesia	Exposición a China/materias primas	1
Riesgo macroeconómico	Mayor significa mayores desequilibrios	Egipto, India	Rusia	Peso de China/materias primas, bajo crecimiento demográfico, instituciones	4
Modelo de crecimiento			México	Bajo crecimiento de socios comerciales, instituciones	2
Crecimiento demográfico	Menor implica riesgos de estancamiento	Rusia, Corea, Taiwán	Turquía	Bajo crecimiento de socios comerciales	1
Variación en la aportación de PTF	Mayor significa más optimista	Rusia, Brasil	Egipto	Optimista, desequilibrios macroeconómicos	2
Instituciones	Menor, más incertidumbre	Rusia, México	Taiwán	Dependencia exterior, peso del comercio de China, bajo crecimiento demográfico	3

Fuente: BBVA Research (previsiones de noviembre de 2010)

En resumen

Los distintos inversores abordarán de manera diferente los riesgos que hemos considerado, según su horizonte de inversión y el sector de interés. Debido a ello, la ponderación de los distintos riesgos no es directa, y hemos optado sencillamente por sumar vulnerabilidades (es decir, aquellos casos en que un país aparece en las “dos economías más vulnerables” en la lista de riesgos mencionados). Sin embargo, cuando los resultados han sido muy próximos, hemos ampliado la lista para incluir un tercer país (Tabla 10). En general, todos los países que hemos considerado, especialmente los asiáticos, solamente están sujetos a una o dos vulnerabilidades, en su mayor parte relacionadas con la exposición externa, particularmente a China. Del otro lado del espectro hemos señalado a Rusia como la economía más vulnerable debido a su falta de diversificación (productos y exportaciones concentrados en materias primas), alta exposición a China, bajo crecimiento demográfico y fragilidad institucional. Por consiguiente, Rusia es el país de mayor riesgo de todos los EAGLEs.

Comentarios finales

El mundo es cada vez más consciente de la importancia de los mercados emergentes, lo cual tiene profundas implicaciones.

En este momento, la dimensión económica es posiblemente la más fácil de apreciar. De hecho, si nos centramos en el nuevo crecimiento, la actividad económica se concentrará cada vez más en los ME en general y, más específicamente, en un grupo limitado de países: los EAGLEs. Con el transcurso del tiempo, este cambio conllevará que los ME superen a los mercados desarrollados en términos de tamaño absoluto, pero los inversores que deseen anticiparse a esta tendencia no tendrían que esperar a que ello ocurra para actuar. Creemos que existen incentivos muy poderosos para adaptar ahora las posiciones estratégicas, tanto a nivel de estrategia empresarial como de inversiones en cartera, incluso si esto implica algunos riesgos. Además, como hemos demostrado, en la mayoría de los casos estos riesgos tienen que ver con un mundo más incierto, y no tanto con el tradicional mantra de que “los ME son más arriesgados”:

Aparte de esto, existen otras áreas en las que los cambios del panorama global resultan más difíciles de prever, aunque probablemente sean igual de importantes. Una de esas áreas es la configuración de las relaciones internacionales entre las principales economías. Todavía se desconoce cómo y cuándo evolucionarán las economías internacionales para adaptarse a esta nueva realidad económica, aunque lo que es innegable es que ese cambio tendrá que ocurrir. A un nivel más profundo, la interacción entre diferentes sociedades, que ya ha experimentado enormes transformaciones como consecuencia de los avances tecnológicos, se acelerará, con todos los retos que conlleva. Concluimos este informe con la esperanza de que nuestra aportación inicial con el concepto EAGLEs sea un peldaño útil en ese camino.

Referencias

García-Herrero Alicia, Daniel Navia y Mario Nigrinis. BBVA EAGLES. Cross-Country Emerging Market Analysis. 15-11-2010.

Jim O'Neill. *Building Better Global Economic BRICs*. Global Economics Paper nº 66. Goldman Sachs. 30-11-2001.

Dominic Wilson y Roopa Purushothaman. *Dreaming With BRICs: The Path to 2050*. Global Economics Paper nº 99. Goldman Sachs. 01-10-2003.

Dominic Wilson y Anna Stupnytska. *The N-11: More Than an Acronym*. Global Economics Paper nº 153. Goldman Sachs. 28-03-2007.

The Economist. *World economy: Beyond BRICS. CIVETS*. The Economic Intelligence Unit. 23-07-2010.

The Economist. *Another BRIC in the wall: The perils of overestimating emerging markets*. 21-04-2008.

William Pesek Jr. South Korea, *Another 'BRIC' in Global Wall*. Bloomberg. 08-12-2005.

The Economist. *Land of promise: Brazil is big, democratic, stable and rich in resources, says Brooke Unger* (interviewed here). So why is it not doing a lot better? 12-04-2007.

James Dunn. *Emerging markets put China, India in the shade*. The Australian. 27-08-2008.

The Star. *Study: Energy-rich Arab countries are next emerging market*. 23-02-2007. Elections Meter. BRIC. 25-03-2009.

Beth Kowitt. *For Mr. BRIC, nations meeting a Milestone*: Goldman Sachs chief economist Jim O'Neill coined the term, but couldn't have imagined its impact. CNN Money. 17-06-2009.

China Martens. *IBM Targets Russian Developers: Could overtake India, China in number of developers*, says senior executive. Russoft. 11-02-2006.

Rafael Doménech, Ángel Estrada y Luis González-Calbet. *Potential Growth and Business Cycle in the Spanish Economy: Implications for Fiscal Policy*. Instituto de Economía Internacional, Universidad de Valencia Documento de trabajo. 11-2007.

Elhanan Helpman, Marc J. Melitz y Stephen R. Yeaple. *Export Versus FDI with Heterogeneous Firms*. American Economic Review. 03-2004.

Rafael Rob y Nikolaos Vettas. *Foreign Direct Investment and Exports with Growing Demand*. Review of Economic Studies. 07-2003.

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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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".

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

Economista Jefe, Economías Emergentes

Alicia García-Herrero

+852 2582 3281

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Economista Jefe,

Análisis Transversal Economías Emergentes

Daniel Navia

+34 91 5378351

daniel.navia@grupobbva.com

Mario Nigrinis

+ 852 2582 3193

Mario.nigrinis@bbva.com.hk

José Ramón Perea

+ 34 91 374 72 56

jramon.perea@grupobbva.com

Alfonso Ugarte

+ 34 91 537 37 35

alfonso.ugarte@grupobbva.com

Con la colaboración de:

Kelsey Hatcher

kelsey.hatcher@grupobbva.com

Paul Pozarowski

paul.pozarowski@bbva.com.hk

Tao Tang

tao.tang@bbva.com.hk

George Xu

george.xu@bbva.com.hk

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

España y Europa:

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Daniel Navia

daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuate@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Asia

43/F Two International Finance Centre

8 Finance Street Central

HONG KONG

Tel: + 852 258 23201

E-mail: economicresearch.asia@bbva.com.hk