

Madrid, 15 Noviembre 2010

## Análisis Económico

**Alicia García-Herrero**  
Chief Economist, Emerging Markets  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

**Daniel Navia**  
Chief Economist,  
Cross-Country Analysis Emerging Markets  
daniel.navia@grupobbva.com

**Mario Nigrinis**  
mario.nigrinis@bbva.com.hk

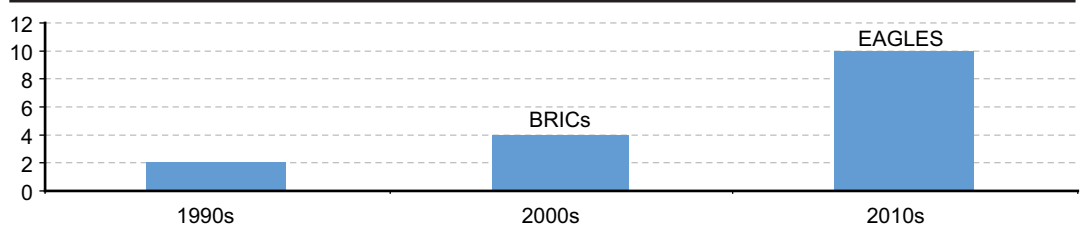
## Las “águilas” de BBVA

El foco de atención debería girar desde el bloque de países conocidos como BRICs (Brasil, Rusia, India y China) al de los EAGLEs (águilas, en inglés)

- **Presentamos a los EAGLES:**  
EAGLEs es el acrónimo de “Emerging and Growth-Leading Economies” (economías emergentes y motores del crecimiento). Este grupo comprenderá a todos los países que contribuyan más al crecimiento del PIB mundial que la media de las grandes economías desarrolladas en los próximos diez años.
- **Identificamos a diez Eagles, que, por orden de mayor a menor contribución al crecimiento mundial, son:**  
China, India, Brasil, Corea, Indonesia, Rusia, México, Turquía, Egipto y Taiwán.
- **Existen, además, once economías cuya contribución al crecimiento mundial será superior a la del integrante más pequeño del G-7, Italia**  
Según su contribución al crecimiento mundial, éstos, de mayor a menor, son: Nigeria, Polonia, Sudáfrica, Tailandia, Colombia, Vietnam, Bangladesh, Malasia, Argentina, Perú y Filipinas.
- **Creemos que el concepto EAGLEs es más adecuado que el tradicional bloque BRIC:**  
Se centra en el incremento del PIB e incluye a países con mayor relevancia en este criterio que algunos de los BRICs. De hecho, Corea e Indonesia contribuirán más que Rusia al crecimiento mundial. Además, los EAGLEs no pertenecientes a los BRICs serán más relevante que las economías industriales.  
  
En segundo lugar, es dinámico. El número y la identidad de los EAGLEs pueden cambiar con el tiempo en función de sus perspectivas de crecimiento. Es por ello por lo que tiene sentido elaborar una lista adicional de vigilancia compuesta por países con potencial de convertirse en EAGLEs –“un nido”–.

Gráfico 1

### De BRICs a EAGLEs. Países con contribución al crecimiento mayor que la media del G-6



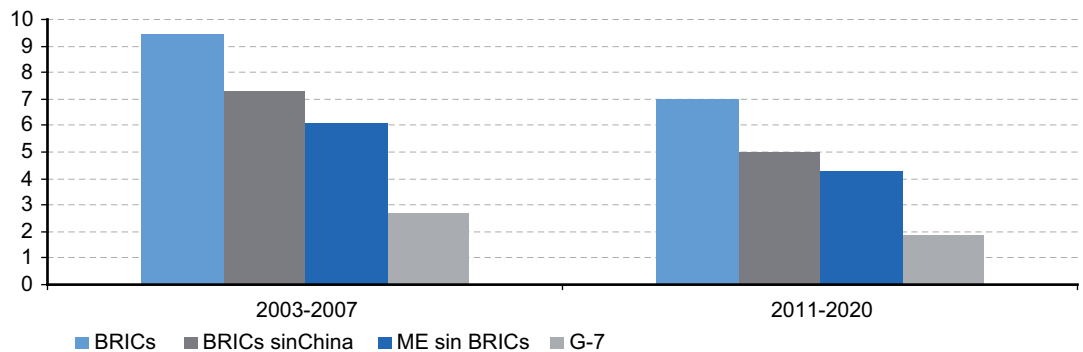
Fuente: BBVA Research

## 1. ¿Qué son los EAGLEs y para qué sirven?

En esta nota les presentamos el concepto de los EAGLEs, desarrollado por BBVA Research. Este abarca una selección de países que merecen especial atención, al estar previsto que su contribución individual al crecimiento mundial en los próximos 10 años iguale o supere a la de las mayores economías desarrolladas (excluido EE. UU.). De ahí el acrónimo EAGLEs: “Emerging and Growth-Leading Economies” (economías emergentes y motores del crecimiento).

Gráfico 2

### Crecimiento más lento, pero aún con un diferencial positivo para los emergentes Crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research

Nuestra metodología ofrece varias ventajas. Primero, está basada en medidas objetivas, lo que permite diferenciar los hechos reales de las modas pasajeras. Segundo, es un concepto dinámico: algunos países podrían convertirse en EAGLEs en el futuro, mientras que otros podrían dejar de serlo. Para centrarnos en aquellos países emergentes con más posibilidades de convertirse en EAGLEs, mantendremos una lista de candidatos potenciales con países emergentes lo bastante grandes y dinámicos como para lograr este status.

Como reflejo del aspecto dinámico de nuestro concepto, que lo distingue de otros existentes como los BRICs, BBVA Research ofrecerá a los inversores un informe trimestral sobre los acontecimientos económicos: el “BBVA EAGLEs Outlook”. Anualmente, elaboraremos también un informe de actualización, titulado “BBVA EAGLEs Long-Term Update”, en el que se reconsiderarán las perspectivas de crecimiento para los próximos 10 años bajo el prisma de cualquier nuevo desarrollo con potencial de influir en ellas. Este informe anual servirá de base para determinar qué países seguirán formando parte de los EAGLEs, así como qué nuevos países se incluirán en la lista. Como apoyo, se recurrirá a los equipos locales de BBVA Research así como al conocimiento de institutos de análisis económico (think-tanks) radicados en cada uno de los países considerados.

En esta nota inicial, damos respuesta a las siguientes tres cuestiones clave, basándonos en nuestras previsiones para los próximos diez años: (i) ¿Con qué rapidez podemos esperar que crezca el universo emergente en comparación con las economías desarrolladas? (ii) ¿Qué países cuentan con más probabilidades de alcanzar relevancia económica en el escenario mundial? (iii) ¿Qué grado de certeza tienen estas previsiones?.

## 2. El crecimiento de las regiones emergentes, incluso excluyendo a China, superará al del G-7 en 3-4 puntos porcentuales

Al mismo tiempo que el mundo desarrollado paga el peaje de varios años de excesos financieros, los mercados emergentes se destacan con una intensa recuperación. Hay cuestiones puramente cíclicas que explican esta diferencia en parte, pero no en su totalidad. Más allá de las diferencias cíclicas, es clave entender algunas características singulares del potencial de crecimiento de las regiones emergentes y sus posibles implicaciones como elemento diferenciador frente al mundo desarrollado. En primer lugar, prevemos un crecimiento medio más lento de forma generalizada: una reducción del crecimiento del PIB cercana a 1 punto porcentual (p.p.) para la media del G-7 y en torno a 2 p.p. para los mercados emergentes con respecto a la década anterior a la crisis. La superior reducción en el

caso de las regiones emergentes pretende compensar las diferencias –mencionadas anteriormente– ligadas al ciclo en las tasas de crecimiento actuales. Con todo, los mercados emergentes conservan un diferencial de crecimiento positivo frente a los mercados desarrollados de unos 4 p.p. al año. En segundo lugar, incluso excluyendo a China, la brecha entre las tasas de crecimiento sigue siendo sustancial: en torno a 3 p.p. al año. Por último, dejando al margen a China, las tasas de crecimiento de Brasil, India y Rusia no son tan diferentes de la media de mercados emergentes no pertenecientes al selecto club de los BRICs.

Tabla 1

**Tamaño y demanda incremental para los EAGLEs**  
**PIB (valoración en USD constantes de 2005 con un criterio de PPA)**

País	2010	2020	Demanda incremental:
			variación absoluta
China	10,1	22,7	12,6
India	4,0	7,6	3,6
Brasil	2,2	3,3	1,1
Indonesia	1,0	1,8	0,7
Corea	1,5	2,2	0,7
Rusia	2,2	2,8	0,6
México	1,5	2,0	0,5
Egipto	0,5	0,9	0,4
Turquía	1,0	1,4	0,4
Taiwan	0,8	1,2	0,4
<b>Media EAGLEs</b>	<b>2,5</b>	<b>4,6</b>	<b>2,1</b>
Japón	4,3	4,9	0,6
Alemania	2,9	3,4	0,4
Reino Unido	2,2	2,6	0,4
Canadá	1,3	1,7	0,3
Francia	2,1	2,5	0,3
Italia	1,8	1,9	0,2
<b>Media G-6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>0,4</b>
Estados Unidos	14,6	18,2	3,6
<b>Media G-7</b>	<b>4,2</b>	<b>5,0</b>	<b>0,8</b>

Fuente: BBVA Research

### 3. La lista de economías clave aumenta: los EAGLEs liderarán la demanda incremental en la economía mundial

A medida que se consolida el viraje del crecimiento mundial hacia las regiones emergentes, la cuestión es: ¿qué consecuencias tendrá esto en la relevancia económica de los distintos países en el contexto mundial? Para responder a esta pregunta, somos firmes defensores de observar el crecimiento del PIB en términos incrementales, en lugar de el tamaño absoluto del PIB. ¿Por qué? Conceptualmente, el tamaño per se es demasiado estático y no permite anticipar tendencias a largo plazo. Además, la demanda incremental es más relevante para las nuevas oportunidades de negocio. Por último, los anémicos niveles de crecimiento de la actividad en todo el mundo otorgan una prima a aquellos países que están creciendo, aun cuando el tamaño de su economía no esté completamente desarrollado.

Utilizando este método, presentamos a continuación las cifras relevantes en nuestras previsiones. Anticipamos que el PIB mundial, medido con un criterio de PPA, crezca en torno a 40 billones (desde un nivel de partida de unos 70 billones) en los próximos 10 años. De esta cifra, EE. UU. aportará unos 2,8 billones de PIB mientras que los demás países del G-7 (a los que denominamos G-6) añadirán alrededor de 2,4 billones, lo que equivale a una media de 400.000 miles de millones cada uno. Por otro lado, según nuestras previsiones, habrá 10 economías emergentes que aportarán más demanda adicional que el país promedio del G-6, a saber, China, India, Brasil, Corea, Indonesia, Rusia, México, Turquía, Egipto y Taiwán: éstos constituyen los EAGLEs de BBVA.

Tabla 2

**El intenso crecimiento ofrece un colchón importante. Tasas de crecimiento del PIB**

País	Tasa media de crecimiento del PIB entre 2010 y 2020	Reducción del crecimiento del país hasta igualar la contribución de Italia	Consenso
Brasil	4,6	-3,9	4,6
China	8,6	-8,5	8,4
Egipto	6,2	-3,5	6,6
India	6,8	-6,5	7,8
Indonesia	5,5	-4,2	6,2
Corea	4,2	-3,3	4,1
México	2,9	-2,1	4,7
Rusia	2,5	-1,9	4,5
Taiwan	4,3	-2,6	5,4
Turquía	4,0	-2,6	4,4

Fuente: BBVA Research

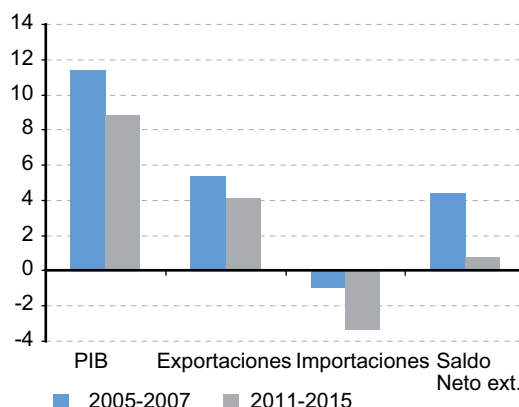
La observación del PIB desde un punto de vista incremental arroja resultados llamativos. En primer lugar, mientras que muchos analistas prevén ya que para el final de la década China alcance en tamaño a EE. UU. con un criterio de paridad del poder adquisitivo (PPA), nuestro planteamiento pone énfasis en que ello implicaría que la demanda adicional de China sea alrededor de 4 veces superior a la de EE. UU. India igualará de hecho la contribución de EE. UU. al crecimiento mundial. En nuestra opinión, esto supone que el peso de China y, en menor medida, de India en los asuntos económicos mundiales será incluso mayor de lo que cabría pensar atendiendo al tamaño de su PIB. Pero hay algunas lecturas muy interesantes si miramos fuera de los BRICs. Por ejemplo, a Corea e Indonesia: cada uno de estos países, pese a no formar parte del club BRIC, aportará más crecimiento que Rusia. Además, en términos agregados, el PIB de los 6 EAGLES no integrantes de los BRICs representa actualmente casi la mitad del PIB total del G-6. Sin embargo, en los próximos diez años su PIB registrará una variación en torno a un 40% superior.

## 4. En términos relativos, los EAGLEs son más seguros de lo que se cree

Naturalmente nuestras proyecciones, como cualquier previsión económica, están sujetas a un amplio abanico de incertidumbres y críticas. No obstante, lo realmente relevante para los inversores es el riesgo relativo. Partiendo de esa premisa, los EAGLEs gozan de claras ventajas cuando se comparan con su pasado o con las economías desarrolladas.

Gráfico 4

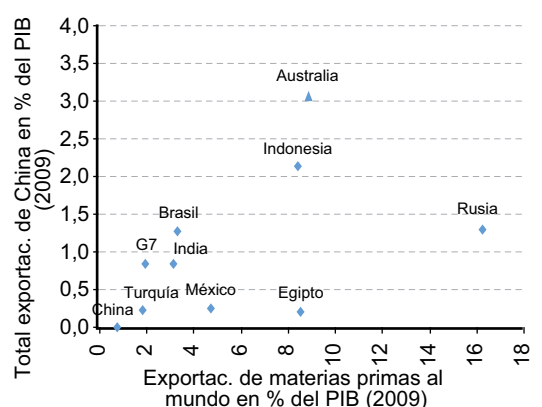
**La demanda externa es cada vez menos importante. Contribución de los componentes de la demanda de China al crecimiento**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5

**La demanda externa es cada vez menos importante. Peso de China y de las exportaciones de materias primas sobre el PIB**



Fuente: BBVA Research

En primer lugar, el diferencial de crecimiento entre los EAGLEs y las grandes economías desarrolladas es tan abultado que permite un gran margen de error. Los EAGLEs podrían crecer casi 2 p.p. menos de lo que prevemos y aun así contarían con una demanda incremental superior a la de un país como Italia. En segunda instancia, el mensaje general no depende de la valoración con criterios de PPA. Si se utiliza el USD como baremo para medir del PIB, el gap de crecimiento se reduce pero no desaparece. Además, a medio plazo, esperamos una apreciación de las monedas de mercados emergentes que haga que las cifras de PIB en USD y con un criterio de PPA converjan mucho más.

Con independencia del grado de robustez de los resultados ante variaciones en el crecimiento, es interesante preguntarnos por los principales riesgos para nuestras previsiones de crecimiento. Uno de los riesgos clave es una súbita reducción de la demanda externa. En realidad, nuestras previsiones no son muy dependientes de la demanda externa desde los países desarrollados, sino que más bien confían en una continuación de los intercambios comerciales entre países del Sur. En el caso de China incorporan una contribución casi nula de la demanda externa neta a lo largo de los próximos 10 años. Esto es así porque pronosticamos una ralentización significativa de las exportaciones hacia el mundo desarrollado, pero una aceleración de las importaciones chinas. Dicho incremento de las importaciones de productos chinos explica, al menos en parte, nuestra previsión de crecientes flujos comerciales Sur-Sur. Otro riesgo relacionado consiste en la concentración geográfica de las exportaciones, aunque esto no puede considerarse un rasgo marcadamente distintivo de la mayoría de países EAGLEs si se compara con lo que sucede en los países del G7, con algunas excepciones (Rusia o Indonesia).

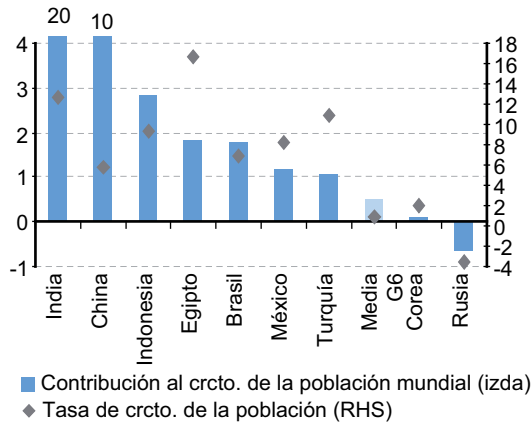
De hecho, nuestros ejercicios de previsión confirman que el potencial de la demanda interna es la clave. Nuestro análisis está basado en un ejercicio de función de producción (similar al de Domenech, Estrada y Gonzalo-Calvet (2008)), que tiene en cuenta las previsiones demográficas –corregidas para tener en cuenta las tendencias en la población en edad de trabajar y las tasas de participación–, así como la acumulación de capital, a partir de previsiones de las tasas de inversión. Este ejercicio permite obtener la productividad total de los factores como residuo, que posteriormente se proyecta en base a modelos de serie temporal y se ajusta en base a dos criterios fundamentales: 1) nuestra visión sobre el entorno institucional; 2) nuestra visión sobre el impacto de la crisis en el modelo de crecimiento de estas economías. El ejercicio nos permite aprovechar la experiencia de nuestros equipos locales en muchas de las economías emergentes.

A largo plazo, los factores económicos asociados a la oferta que subyacen a nuestras previsiones parecen más alentadores que para muchas economías desarrolladas. La mayoría de los EAGLEs presentan un crecimiento significativo de su población frente a la relativa estabilización o descenso en los países G-7. Esto es un presagio positivo para su demanda interna. Teniendo en cuenta dichas tendencias demográficas, nuestras estimaciones de acumulación de capital y de productividad total de los factores (PTF) no son, en general, demasiado exigentes. De hecho, las proyecciones de crecimiento a medio plazo sobre las que se basa nuestra clasificación de los EAGLEs incorporan una estimación decreciente de la PTF en la mayoría de los países analizados.

En cuanto al riesgo país, los fundamentales macroeconómicos son claramente más sólidos en los EAGLEs que en el mundo desarrollado. El nivel de deuda es más bajo, los desequilibrios fiscales más moderados y las posiciones de su sector exterior, en líneas generales, mejores. Los modelos econométricos de BBVA Research para el riesgo soberano sugieren que, exclusivamente con base en las variables macroeconómicas, las regiones emergentes deberían cotizar de hecho 80 p.b. por debajo de la media del G-7. En un mundo en el que las economías desarrolladas ya no pueden confiar en que los mercados “perdonen” unos débiles fundamentales macroeconómicos, interpretamos este resultado como una clara señal de que un porcentaje significativo de la compresión de spreads entre las economías emergentes y desarrolladas observada recientemente podría ser estructural.

Gráfico 6

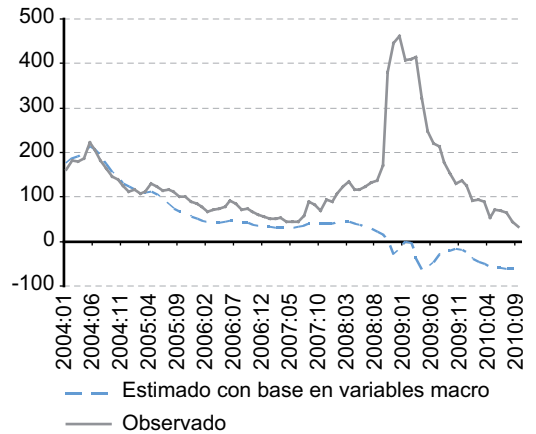
**Fuerte “bonus” demográfico en los EAGLES. Perspectivas de población**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 7

**Desplazamiento también del riesgo. Spread CDS deuda soberana frente a economías desarrolladas**



Fuente: BBVA Research

## ¿Quién está en “el nido”? Países que podrían pasar al grado de EAGLE

Existen otros muchos países emergentes que vale la pena seguir de cerca. De hecho, encontramos hasta once países cuya contribución al crecimiento mundial está previsto que supere a la de Italia en los próximos diez años. Esto implica que el valor del negocio nuevo generado en cada una de esas economías será ligeramente inferior a 400.000 mn de USD. Dichos once países, que permanecen en la incubadora de EAGLES, son (de mayor a menor contribución): Nigeria, Polonia, Sudáfrica, Tailandia, Colombia, Vietnam, Bangladesh, Malasia, Argentina, Perú y Filipinas.

La importancia económica de Asia no solo se aprecia en los EAGLES (5 de los 10 países son asiáticos) sino también en la lista de candidatos potenciales, donde hay otros cinco asiáticos de un total de once. Por orden decreciente de importancia, estos países son Tailandia, Vietnam, Malasia, Bangladesh y Filipinas. En total, Asia supone un 81% del nuevo negocio agregado procedente de los Eagles y la incubadora. Si excluimos a China y a India, este porcentaje cae al 40%, pero los países asiáticos restantes siguen siendo líderes por contribución.

Latinoamérica destaca como segunda región emergente en importancia, no solo porque cuenta con dos representantes entre los diez EAGLES, sino porque aporta tres países de un total de once a la lista de posibles candidatos, concretamente Colombia, Argentina y Perú. En conjunto, Latinoamérica concentra un 10% del nuevo negocio procedente de los Eagles y de la incubadora, porcentaje que sube al 30% una vez excluidas China e India. Por lo que respecta a África, Sudáfrica y Nigeria entran en la lista de candidatos potenciales, acompañando al único Eagle africano: Egipto. En conjunto, África representa el 4% del negocio nuevo total. Por último, Europa Emergente cuenta con un solo país en la incubadora, Polonia, además de dos representantes en los Eagles: Rusia y Turquía. En total, Europa Emergente responde del 5% del negocio nuevo total.

La lista de candidatos en “el nido” es un grupo claramente más heterogéneo en términos de riesgo. En algunos casos, sus miembros (especialmente en Asia) presentan una alta dependencia externa, pues están muy expuestos a una ralentización de China. Otros son bastante dependientes de los precios de las materias primas. No obstante, su situación macroeconómica es, en general, sólida y sus fundamentales a largo plazo también se benefician de un fuerte crecimiento demográfico, en línea con lo expuesto para los EAGLES.

Tabla 3

**Crecimiento del PIB**

<b>País</b>	<b>Crecimiento medio requerido para ser EAGLE (2010-2020)</b>	<b>Diferencia entre crecimiento requerido y estimado</b>
Polonia	4,1	0,6
Nigeria	7,2	0,7
Tailandia	5,2	1,1
Suráfrica	5,3	1,1
Colombia	6,3	1,6
Argentina	5,0	1,7
Malasia	6,6	1,9
Vietnam	8,7	2,1
Bangladesh	9,0	2,2
Filipinas	7,5	3,1
Perú	8,9	3,3

Fuente: BBVA Research



**DISCLAIMER**

This document and the information, opinions, estimates and recommendations expressed herein, have been prepared by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (hereinafter called "BBVA") to provide its customers with general information regarding the date of issue of the report and are subject to changes without prior notice. BBVA is not liable for giving notice of such changes or for updating the contents hereof.

This document and its contents do not constitute an offer, invitation or solicitation to purchase or subscribe to any securities or other instruments, or to undertake or divest investments. Neither shall this document nor its contents form the basis of any contract, commitment or decision of any kind.

**Investors who have access to this document should be aware that the securities, instruments or investments to which it refers may not be appropriate for them due to their specific investment goals, financial positions or risk profiles, as these have not been taken into account to prepare this report.** Therefore, investors should make their own investment decisions considering the said circumstances and obtaining such specialized advice as may be necessary. The contents of this document is based upon information available to the public that has been obtained from Fuentes considered to be reliable. However, such information has not been independently verified by BBVA and therefore no warranty, either express or implicit, is given regarding its accuracy, integrity or correctness. BBVA accepts no liability of any type for any direct or indirect losses arising from the use of the document or its contents. Investors should note that the past performance of securities or instruments or the historical results of investments do not guarantee future performance.

**The market prices of securities or instruments or the results of investments could fluctuate against the interests of investors. Investors should be aware that they could even face a loss of their investment. Transactions in futures, options and securities or high-yield securities can involve high risks and are not appropriate for every investor. Indeed, in the case of some investments, the potential losses may exceed the amount of initial investment and, in such circumstances, investors may be required to pay more money to support those losses. Thus, before undertaking any transaction with these instruments, investors should be aware of their operation, as well as the rights, liabilities and risks implied by the same and the underlying stocks. Investors should also be aware that secondary markets for the said instruments may be limited or even not exist.**

BBVA or any of its affiliates, as well as their respective executives and employees, may have a position in any of the securities or instruments referred to, directly or indirectly, in this document, or in any other related thereto; they may trade for their own account or for third-party account in those securities, provide consulting or other services to the issuer of the aforementioned securities or instruments or to companies related thereto or to their shareholders, executives or employees, or may have interests or perform transactions in those securities or instruments or related investments before or after the publication of this report, to the extent permitted by the applicable law.

BBVA or any of its affiliates' salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to its clients that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed herein. Furthermore, BBVA or any of its affiliates' proprietary trading and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations expressed herein. No part of this document may be (i) copied, photocopied or duplicated by any other form or means (ii) redistributed or (iii) quoted, without the prior written consent of BBVA. No part of this report may be copied, conveyed, distributed or furnished to any person or entity in any country (or persons or entities in the same) in which its distribution is prohibited by law. Failure to comply with these restrictions may breach the laws of the relevant jurisdiction.

This document is provided in the United Kingdom solely to those persons to whom it may be addressed according to the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 and it is not to be directly or indirectly delivered to or distributed among any other type of persons or entities. In particular, this document is only aimed at and can be delivered to the following persons or entities (i) those outside the United Kingdom (ii) those with expertise regarding investments as mentioned under Section 19(5) of Order 2001, (iii) high net worth entities and any other person or entity under Section 49(1) of Order 2001 to whom the contents hereof can be legally revealed.

The remuneration system concerning the analyst/s author/s of this report is based on multiple criteria, including the revenues obtained by BBVA and, indirectly, the results of BBVA Group in the fiscal year, which, in turn, include the results generated by the investment banking business; nevertheless, they do not receive any remuneration based on revenues from any specific transaction in investment banking.

BBVA and the rest of entities in the BBVA Group which are not members of the New York Stock Exchange or the National Association of Securities Dealers, Inc., are not subject to the rules of disclosure affecting such members.

**"BBVA is subject to the BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations which, among other regulations, includes rules to prevent and avoid conflicts of interests with the ratings given, including information barriers. The BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations is available for reference at the following web site: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Corporate Governance".**



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

**Fernando García-Comas**  
fernando.garcia@bbva.com.hk

**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*

**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@grupobbva.com

*España y Europa:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

*Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*

**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

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