



# Observatorio Económico

## EAGLEs

Hong Kong, 10 de febrero de 2012  
 Economic Analysis

Economías Emergente

*Jefe Economista*  
**Alicia García-Herrero**  
 alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk  
 852 2582 3281

Análisis Transversal  
 Economías Emergentes

*Jefe Economista*  
**Alvaro Ortiz**  
 alvaro.ortiz@bbva.com  
 91 537 37 76

**Mario Nigrinis Ospina**  
 mario.nigrinis@bbva.com  
 852 2582 3193

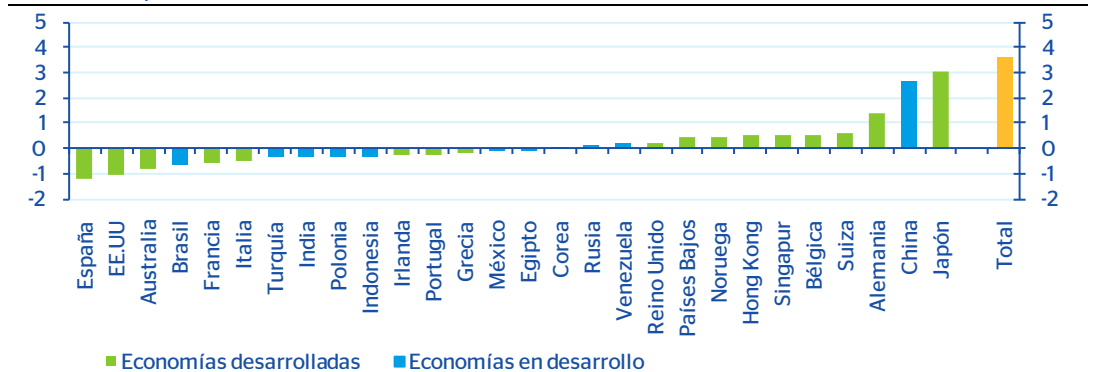
## China es el único acreedor global dentro de las EAGLE de BBVA

En los últimos años hemos sido testigos del surgimiento de los mercados emergentes (ME), hasta tal punto que algunos de ellos se han situado entre las 10 mayores economías mundiales. En esta nueva realidad, vale la pena preguntarse si estos cambios se han reflejado en el balance de la economía global<sup>1</sup>. En BBVA Research nos interesa todavía más evaluar cuál es la posición de aquellas economías que hemos definido como mercados emergentes más prometedoras; es decir, las EAGLE (Emerging and Growth Leading Economies, Economías emergentes que lideran el crecimiento global).

Un rápido vistazo a la dinámica de la posición de inversión internacional (PII) entre 2005 y 2010 nos muestra que China es el único acreedor mundial de entre las EAGLE. Conjuntamente con Japón y Alemania, China se ha convertido en el mayor acreedor mundial. Mientras las demás EAGLE continúan su proceso de desarrollo, no es probable que se conviertan en acreedoras globales, aunque se prevé que su PII resulte menos negativa. Al mismo tiempo, China seguirá reforzando su influencia sobre los ME aportando fondos a sus proyectos de inversión.

- **El mito de la riqueza cambiante hacia los ME:** la mayoría de los mercados emergentes más importantes son, de hecho, deudores netos en términos de PII. China es la única acreedora neta importante en el grupo de las EAGLE de BBVA.
- **A nivel mundial, exceptuando a Asia,** solamente Alemania es acreedor neto importante.
- **No es el libre comercio la causa de que China se haya convertido en importante acreedor neto,** sino su gigantesca tasa de ahorro.
- **China seguirá incrementando su influencia sobre otros ME,** ya que necesita diversificar su PII positiva convirtiendo sus activos de reserva en IED y traspasarla desde los países desarrollados al mundo emergente. Esto supone una excelente oportunidad para las EAGLE de BBVA, excepto China, como potenciales destinatarias de la IED china.

Gráfico 1  
**Variación en la Posición de inversión internacional neta**  
 (entre 2005 y 2010, como % de la suma del PIB de estas economías)



Fuente: BBVA Research y FMI

<sup>1</sup> También es importante destacar que la muestra de economías analizada no incluye a los países del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG), en el que se prevé que los grandes exportadores de petróleo sean también grandes exportadores de ahorros, sobre todo a través de sus fondos soberanos (FS). El CCG incluye a Bahrein, Kuwait, Omán, Catar, Arabia Saudí y Emiratos Árabes Unidos.

## Un rápido vistazo a la Posición de inversión internacional (PII): el método más sencillo para medir la riqueza externa

La PII es el balance de una economía en relación con el resto del mundo. Resume sus activos y pasivos internacionales. Se agrupan en cinco categorías: inversión extranjera directa (IED), inversiones en cartera de renta variable y deuda, derivados financieros, otras inversiones (sobre todo créditos a corto plazo) y activos de reserva. La diferencia entre el activo y el pasivo es la "posición neta", que puede ser positiva o negativa, y que indica si un país es un acreedor neto o un deudor neto con el resto del mundo. Las economías acreedoras pueden utilizar sus activos netos para financiar sus déficits por cuenta corriente futuros sin incrementar sus vulnerabilidades externas. Por otro lado, los países deudores deben implementar políticas dirigidas a que su déficit por cuenta corriente resulte "sostenible" para evitar alcanzar una PII que resulte insostenible. Debe prestarse especial atención al déficit en los flujos de inversión de cartera netos, ya que significan que una economía es más dependiente del ahorro exterior para financiar sus excesivos gastos.

## El mito de la riqueza cambiante hacia los ME: la mayoría de los mercados emergentes más importantes son, de hecho, deudores netos en términos de PII. China es la única acreedora neta importante en el grupo de las EAGLE de BBVA

Dentro de las EAGLE<sup>2</sup>, China es la mayor proveedora de crédito, en tanto que Brasil, México, Turquía e Indonesia son las principales deudoras. La posición neta de las EAGLE es negativa, lo cual no es de sorprender considerando que se trata de economías en desarrollo que necesitan aportaciones exteriores para financiar sus actuales proyectos de inversión (Gráficos 2 y 3).

Todas las demás EAGLE son deudoras netas, salvo Rusia, cuyo superávit es insignificante. Han seguido la misma estrategia de acumular activos de reserva, aunque no han sido suficientes para contrarrestar la creciente posición deudora en IED e inversiones de cartera (Gráfico 4). Sin embargo, esta tendencia confirma el interés en estas economías, considerando sus previstas altas tasas de crecimiento. Al final, sus ingresos se incrementarán notablemente, contribuyendo a reducir su actual situación deudora.

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

## A nivel mundial, exceptuando a Asia, solamente Alemania es acreedor neto importante

El mayor aumento de la PII entre 2005 y 2010 se observó en las economías asiáticas, ya que, en general, han mantenido altas tasas de ahorro (Gráficos 5 y 6). En relación con el PIB global<sup>3</sup>, la PII neta de la región casi se duplicó. Además de China, también Japón, Singapur y Hong Kong incrementaron su PII neta incrementando sus inversiones netas en cartera (renta variable o fija), o bien aumentando sus activos de reserva (Gráfico 7). En consecuencia, esta situación ha provocado una interesante paradoja, ya que al mismo tiempo algunas de las economías asiáticas (China, Hong Kong y Singapur) son las principales destinatarias de flujos entrantes de IED, aunque también masivas exportadoras de ahorros. Asimismo, vale la pena destacar el hecho de que Japón mantiene el más alto superávit neto de IED de la región y el segundo dentro de una muestra de 62 economías, lo cual también es resultado de su propia estrategia de relocalización de actividades de fabricación en el Sudeste asiático.

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

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

Europa Occidental<sup>4</sup> todavía es deudora neta, aunque ha reducido significativamente su PII neta negativa y en 2010 se aproximó al equilibrio (Gráficos 5 y 6). Esto es el resultado de una asimetría entre los incrementos en la posición deudora de la mayoría de los países periféricos (consecuencia del aumento de la deuda privada y pública en los años anteriores a la crisis) y de las economías centrales (es decir, Alemania, Suiza, Bélgica, Noruega y Países Bajos), que durante dicho período mantuvieron tasas de consumo bajas. Esta es una clara demostración de la necesidad de reequilibrio de Europa como parte de la solución para la crisis actual.

### No es el libre comercio la causa de que China se haya convertido en importante acreedor neto, sino su gigantesca tasa de ahorro

La bibliografía económica<sup>5</sup> ha identificado las siguientes variables como determinantes de la PII neta: PIB per cápita, nivel de la deuda pública como porcentaje del PIB e índice de dependencia de la tercera edad (personas mayores de 65 años). El uso de esta última variable se justifica por la hipótesis del ciclo de vida, que caracteriza a los grupos de edad por sus hábitos de consumo, inversión y ahorro. Las personas en edad de jubilación tendrían la más alta posición de activos netos, tanto reales como financieros, y pasivos marginales, en contraste con los más jóvenes al comienzo de su vida laboral. Sin embargo, una sociedad que envejece eventualmente podría reducir su posición de activos extranjeros netos, ya que la gente tenderá a usar sus ahorros y, además, tendrá menos capacidad para dejar herencias. También otras variables podrían considerarse determinantes de la balanza externa, como: términos de intercambio, relocalización de los centros de producción y ahorro precautorio.

Al considerar los cambios de la PII neta entre 2005 y 2010, queda claro que las economías asiáticas se han convertido en las principales exportadoras de ahorros del mundo. Sin embargo, los globales regionales ocultan otros importantes resultados. Japón, China y Alemania fueron las economías que más incrementaron su PII neta durante esos años, como consecuencia de sus impresionantes superávits por cuenta corriente (Gráficos 8 y 9), que son parte de los que se denominan desequilibrios globales. Alemania es similar a Japón en el sentido de que ha incrementado su IED neta, aunque también se ha convertido en la principal proveedora de créditos a corto plazo.

El proceso de relocalización de los centros de producción no parece ser el principal factor a la hora de intentar explicar los cambios de la PII neta. Todas las economías del G7, excepto la alemana, han reducido sus porcentajes de exportaciones manufactureras durante la última década (Gráfico 10). Por el otro lado, en el caso de China, este proceso está claramente detrás de su enorme superávit comercial, que conllevó el impresionante aumento de sus reservas internacionales (Gráfico 11).

La tasa de ahorro de la economía parece ser uno de los determinantes más relevantes. Si comparamos los países del G7 con las EAGLE (Gráficos 12 y 13), China, Japón y Alemania tienen los índices más altos. Si intentamos entender qué explica esta conducta, será necesario considerar otros factores. Por ejemplo, la actual fase de desarrollo y la calidad de las redes de protección social, susceptibles de estimular una tasa más alta de ahorro precautorio. Si excluimos a China, aunque todas las demás EAGLE tienen mayores tasas de ahorro que Japón y Alemania (salvo México, Brasil y Turquía), los recursos necesarios para financiar sus actuales procesos de crecimiento son mayores y, por consiguiente, la variación de su PII es insignificante, o incluso negativa.

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

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

5: Philip R. Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti, (2001) Long-Term Capital Movements. NBER Macroeconomics Annual 2001, Volumen 16  
Philip R. Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti, (2000) External Capital Structure-Theory and Evidence, Documento de trabajo del FMI n° 00/152.

En lo tocante al aumento de los precios de las materias primas, en especial las energéticas como el petróleo (Gráfico 14), es cierto que se produce una sensible transferencia de renta desde las familias que viven en importaciones netas a las economías exportadoras. Sin embargo, esta situación ha sido más que contrarrestada en los casos de Japón y Alemania.

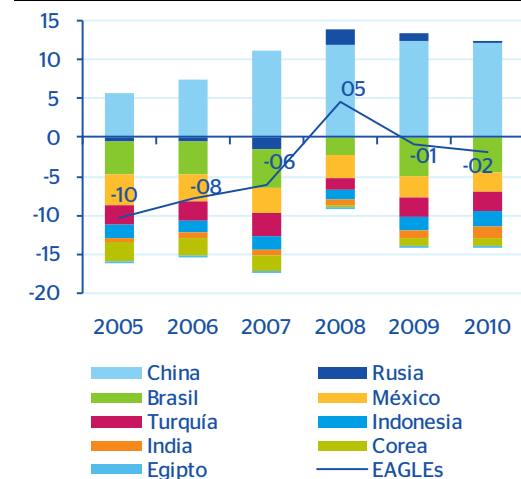
**China seguirá incrementando su influencia sobre otros ME, ya que necesita diversificar su PII positiva convirtiendo sus activos de reserva en IED y traspasarla desde los países desarrollados al mundo emergente. Esto supone una excelente oportunidad para las EAGLE de BBVA, excepto China, como potenciales destinatarias de la IED china**

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

Mientras que los ME, en especial las EAGLE, continúen su proceso de desarrollo, no es probable que se conviertan en acreedoras globales, con la excepción de China, que continuará jugando en una liga propia. Por el momento, las economías asiáticas (y, ciertamente, los países exportadores de petróleo) tienen los mayores fondos soberanos de inversión del mundo. (Gráfico 15)

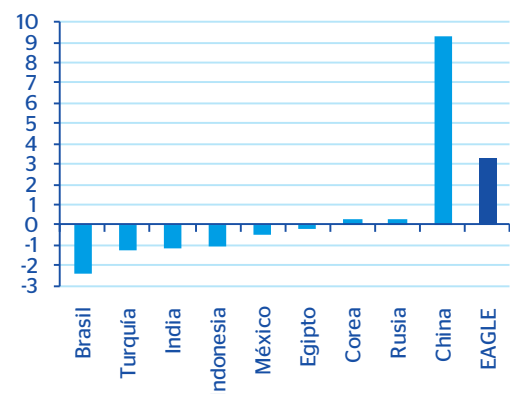
También se prevé que una cartera que se reequilibra hacia una mayor IED, como el caso de China, lo haga a expensas de un descenso de sus activos de reserva. Tampoco puede descartarse un cambio en la composición de las monedas de dichas reservas. Por el otro lado, el consumo de las familias podría crecer con mayor rapidez si la actual reforma de pensiones tiene los efectos deseados de crear una red de protección social eficiente. En cuanto a los ME, la relocalización de la cartera china debería beneficiarlos al aumentar la financiación disponible para proyectos de inversión, sobre todo de infraestructuras, para consolidar su proceso de desarrollo a través de una mayor IED y también de inversiones de cartera.

Gráfico 2  
Economía de las EAGLE: PII neta (como % del PIB de las EAGLE)



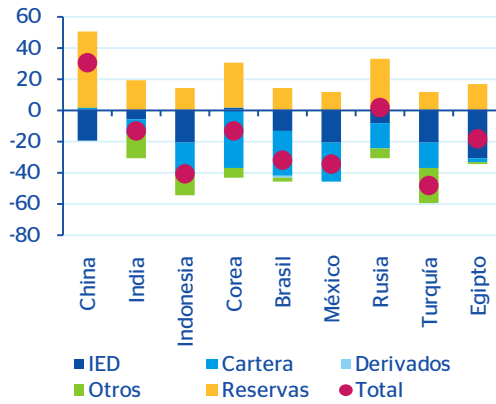
Nota: sin datos de Taiwán  
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 3  
Economía de las EAGLE: variación de la PII neta (entre 2005 y 2010, como % del PIB de las EAGLE en 2010)



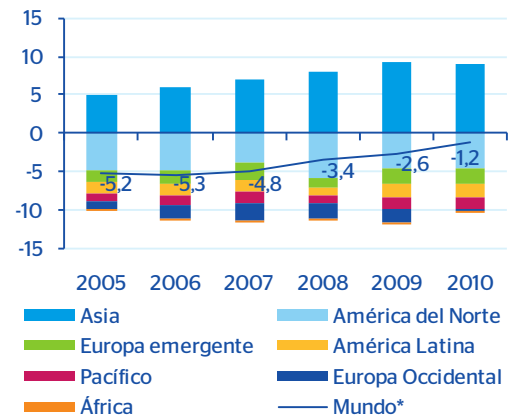
Nota: sin datos de Taiwán  
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 4  
EAGLE: PII neta en 2010 (como % del PIB)



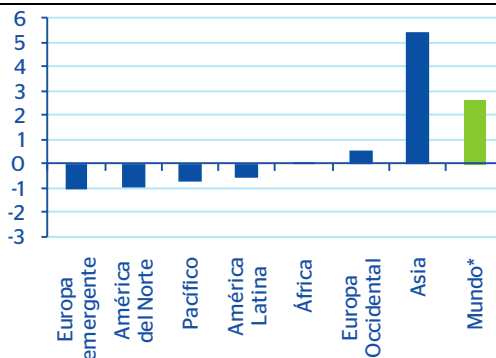
Nota: sin datos de Taiwán  
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 5  
Economía mundial\*: PII neta (como % del PIB mundial\*)



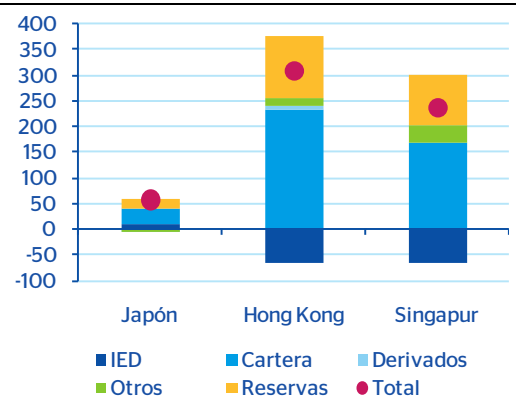
Mundo: una muestra de 62 economías cuyo PIB agregado representa casi el 93% del PIB mundial, en dólares de EE.UU., según la base de datos del FMI. Considerando la falta de datos sobre PII, no hemos considerado las economías del CCG.  
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 6  
Economía mundial\*: variación de la PII neta (entre 2005 y 2010, como % del PIB mundial\* en 2010)



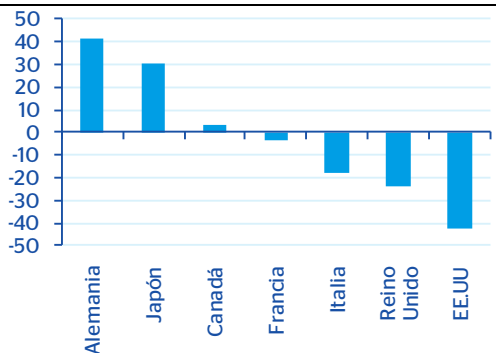
\* Mundo: una muestra de 62 economías cuyo PIB agregado representa casi el 93% del PIB mundial, en dólares de EE.UU., según la base de datos del FMI. Considerando la falta de datos sobre PII, no hemos considerado las economías del CCG.  
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 7  
Economías asiáticas: PII neta en 2010 (como % del PIB)



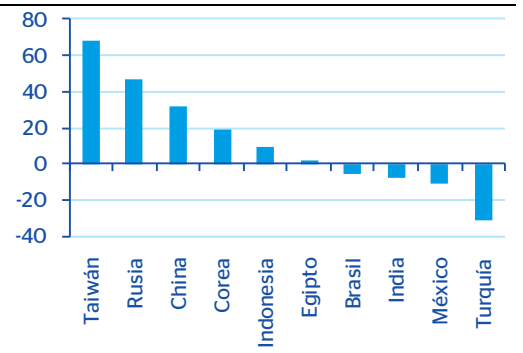
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 8  
G7: saldo acumulado por cuenta corriente, 2000-2010 (como % del PIB)



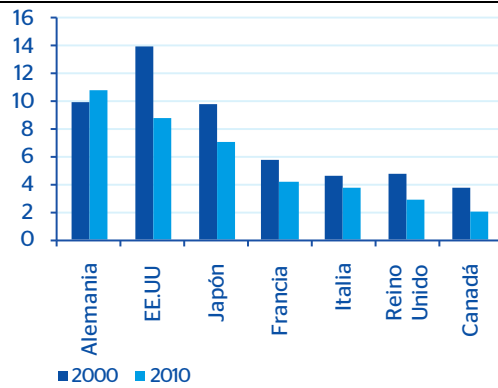
Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 9  
EAGLE: saldo acumulado por cuenta corriente, 2000-2010 (como % del PIB)



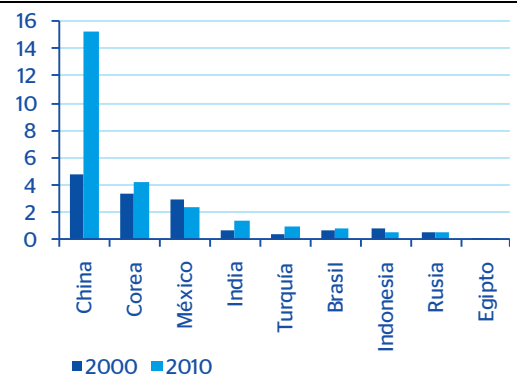
Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 10  
**G7: participación en la exportación de manufacturas (%)**



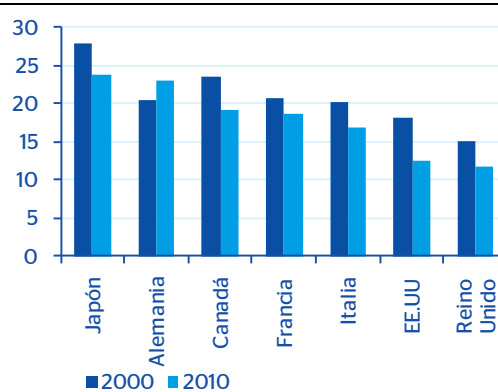
Fuente: BBVA Research e IDM

Gráfico 11  
**EAGLE: participación en la exportación de manufacturas (%)**



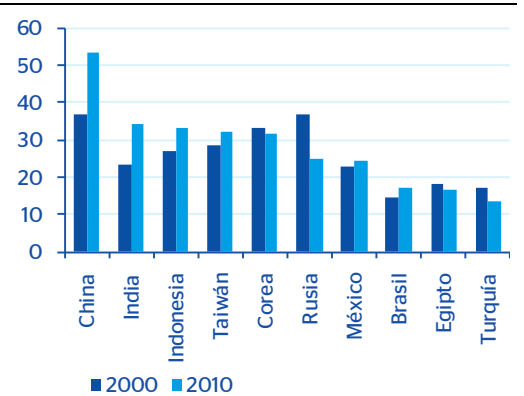
Nota: sin datos de Taiwán  
Fuente: BBVA Research e IDM

Gráfico 12  
**G7: tasa de ahorro nacional bruto (como % del PIB)**



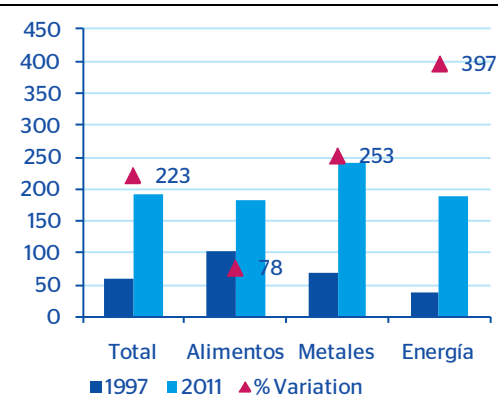
Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 13  
**EAGLE: tasa de ahorro nacional bruto (como % del PIB)**



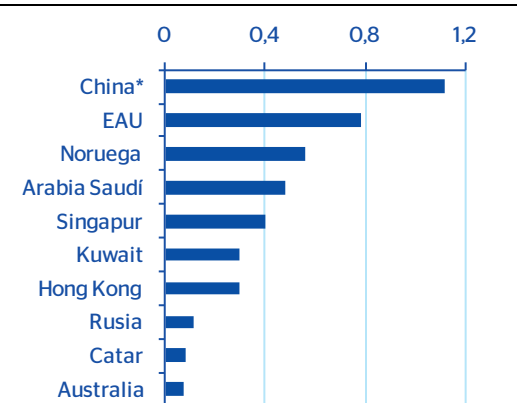
Fuente: BBVA Research y PEM del FMI

Gráfico 14  
**Índice de precios de materias primas (2005 = 100, variación % acumulada)**



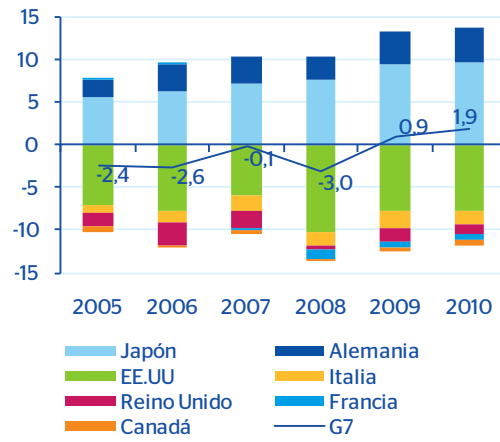
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 15  
**Fondos soberanos (Activos de 2011, billones de dólares)**



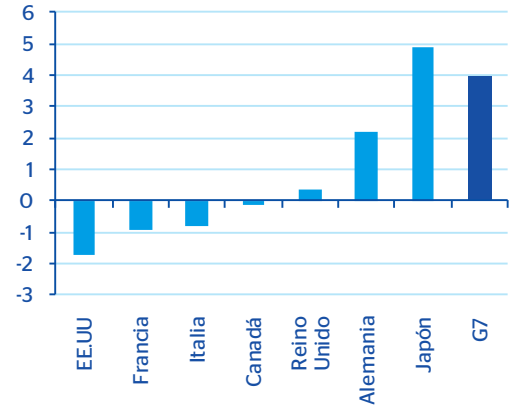
\*2011 estimación  
Fuente: BBVA Research y Sovereign Wealth Fund Institute

Gráfico 16  
Economía de G7: PII neta  
(como % del PIB del G7)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 17  
Economía de G7:  
variación de la PII neta (entre 2005 y 2010,  
como % del PIB de G7 en 2010)



Fuente: BBVA Research y FMI

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BBVA es un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número O182.