



# Observatorio Económico

## EAGLEs

Madrid, 16 de mayo de 2012  
**Análisis Económico**

Economías Emergentes

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

Análisis Transversal de  
Economías Emergentes

Economista Jefe  
**Álvaro Ortiz**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Economista Senior  
**David Martínez Turégano**  
dmartinez@bbva.com

## Los balances de los bancos centrales de los países EAGLE también crecen con rapidez, pero las diferencias de composición son esenciales para entender los riesgos

- **El significativo incremento de los balances de los bancos centrales (BC) es una característica diferenciadora de la economía global desde el inicio de la crisis**

Los balances de los BC prácticamente se duplicaron en los países EAGLE entre 2006 y 2011, mientras que en los países del G7 se triplicaron. Sin embargo, dado que las economías de mercados emergentes han estado creciendo mucho más rápido que las de los G7, las dimensiones relativas de los balances de sus BC (es decir, en relación con el PIB) crecieron solo 3 puntos porcentuales (pp), frente a los 10pp del mundo desarrollado.

- **Además, los bancos centrales de los países emergentes parecen haber contenido la expansión de sus balances desde 2009, algo que no ha ocurrido en los países desarrollados**

La media de los activos de los BC con respecto al PIB disminuyó en los países EAGLE desde 2009, en especial en China y Rusia, donde la fuerte expansión comenzó claramente antes de la crisis. Sin embargo, Brasil y Turquía siguen el patrón del mundo desarrollado, incrementando continuamente los balances de sus BC.

- **No obstante, los factores que impulsan la expansión de los balances de los BC difieren totalmente: los activos domésticos están detrás del crecimiento de los BC desarrollados, en tanto que la acumulación de reservas es el principal determinante en los mercados emergentes**

La expansión cuantitativa —mediante compras de valores e inyecciones de liquidez— ha estado detrás del crecimiento del balance de la Fed, así como del BCE y el Banco de Inglaterra. En los EAGLEs, el principal impulsor han sido los activos frente al exterior, que crecieron por encima del PIB, especialmente en China, seguida de Brasil y Turquía.

- **El incremento de los balances de los BC acarrea riesgos, que no están limitados solo a la inflación**

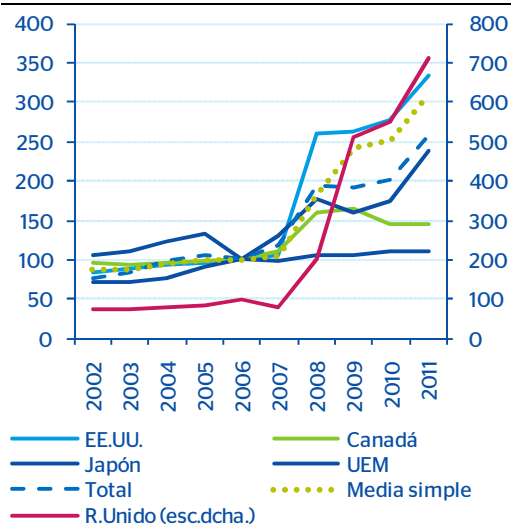
La fuerte expansión de la base monetaria ha estado asociada a la mayor inflación de Rusia y Turquía. Del mismo modo, las presiones de los precios parecen estar por encima de la norma en Brasil, Indonesia e India. Sin embargo, la preocupación va más allá de la inflación. Un problema evidente son las pérdidas de valor de las masivas cantidades de reservas acumuladas por algunos BC.

## Expansión de los balances de los bancos centrales durante la crisis también en los países EAGLE, aunque sin duda más moderada

La reciente crisis financiera global desencadenó una rápida expansión de la política monetaria para hacer frente a la crisis de confianza. En el caso de las economías desarrolladas, los bancos centrales bajaron rápidamente los tipos de interés hasta el límite cero, pero al parecer estas medidas no fueron suficientes para reactivar la economía. El caso más destacado de expansión monetaria, si observamos las cifras de crecimiento, es el del Banco de Inglaterra, que incrementó su balance en más del 600% entre 2006 y 2011. De manera similar, la Reserva Federal casi triplicó el volumen de sus activos, y el BCE los duplicó con creces (véanse los Gráficos 1 y 3). Si los analizamos en términos relativos, durante este período los tres BC han sumado a sus balances más de 12pp del PIB (véase el Gráfico 4).

Gráfico 1

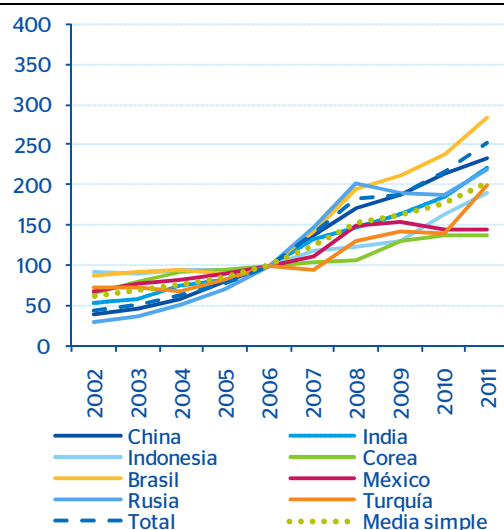
**Balances de los bancos centrales de las economías desarrolladas (índice 100 = 2006)**



Fuentes: FMI y BBVA Research

Gráfico 2

**Balances de los bancos centrales de los países EAGLE (índice 100 = 2006)**



Fuentes: FMI y BBVA Research

Las economías emergentes no fueron inmunes a las turbulencias globales, en especial en 2009. Sin embargo, debido a mejores fundamentos y a la naturaleza diferente de sus crisis (derivadas de factores externos), el contagio fue limitado, salvo en el caso de los países de Europa del Este pertenecientes a la UE.

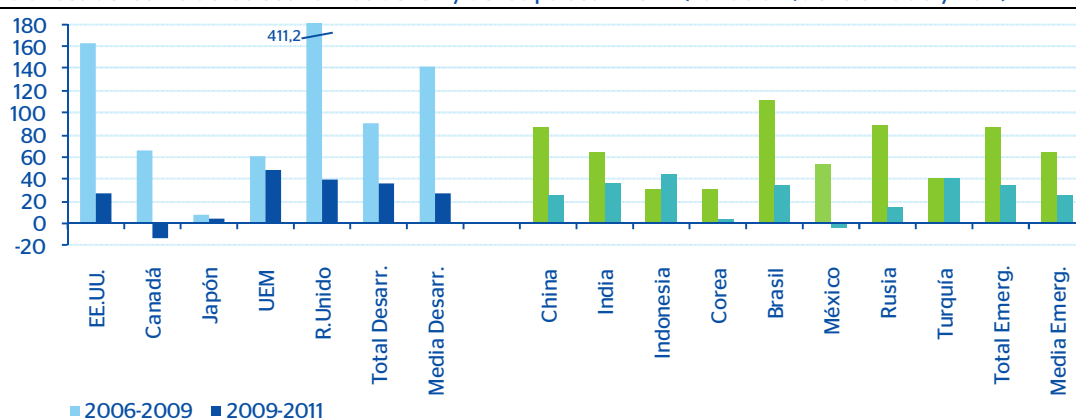
A pesar de estas repercusiones más moderadas, los balances de los BC de los países EAGLE se han más que duplicado en promedio desde el estallido de la crisis (véanse los Gráficos 2 y 3). Este incremento no ha sido homogéneo. En Brasil, la expansión entre 2006 y 2011 fue incluso mayor que la del BCE. Las cifras de los BC de China, India y Rusia se aproximan a la referencia europea, con un crecimiento acumulado de aproximadamente el 125%, seguidos por los de Indonesia y Turquía, donde los activos de la autoridad monetaria casi se duplicaron. Por contraposición, los BC de México y Corea presentan el incremento más bajo de sus balances, aunque todavía en la banda del 25% al 50%.

Sin embargo, existen importantes diferencias en las expansiones monetarias de las economías desarrolladas y emergentes:

- Si la medimos como porcentaje del PIB, la expansión media en los países EAGLE ha sido de solamente 3pp entre 2006 y 2011, menos de una tercera parte del incremento de los países del G7 (véase el Gráfico 4). Solamente Brasil destaca por su expansión diferenciada durante el período, ya que la ratio aumentó en 14pp, semejante a la de los países del G7. China ocupó el segundo lugar, con más de 5pp. La siguen Turquía y Rusia, con aproximadamente 3pp. El incremento de India y México fue marginal, y Corea e Indonesia incluso lo redujeron.
- Otra importante diferencia es que, en general, la expansión de los BC no se mantuvo en los países emergentes después de 2009, lo que sí ocurrió en las economías desarrolladas. Brasil, Turquía e Indonesia son las excepciones, ya que la fuerte expansión prosiguió después de 2009, aumentando la relación con el PIB.

Gráfico 3

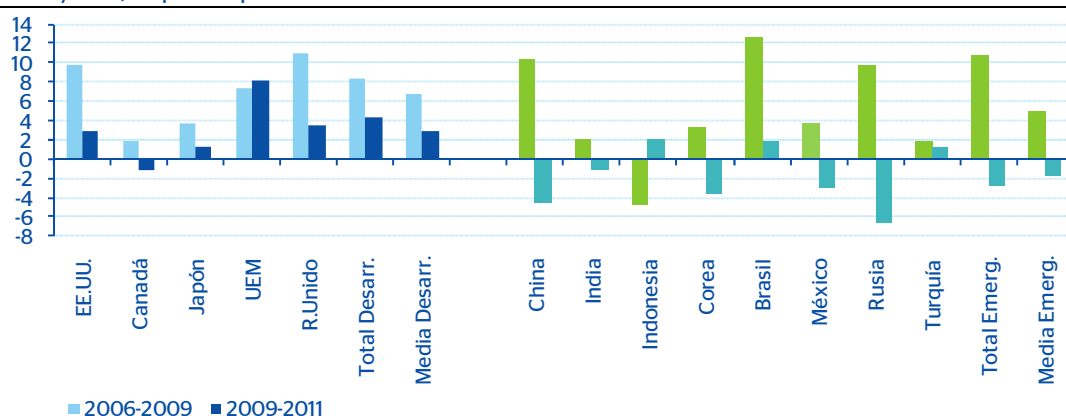
Balances de los BC de las economías del G7 y de los países EAGLE (variación % entre 2006 y 2011)



Fuentes: FMI y BBVA Research

Gráfico 4

Balances de los BC de las economías del G7 y de los países EAGLE (variación de la ratio con el PIB entre 2006 y 2011, en puntos porcentuales)



Fuentes: FMI y BBVA Research

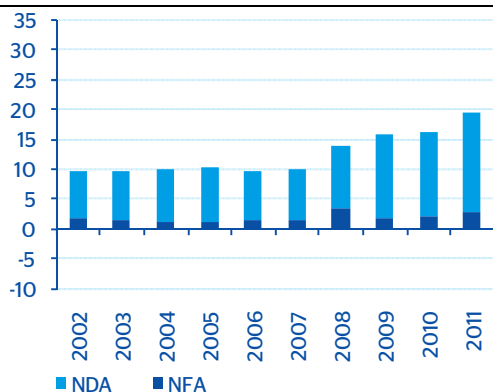
## Los factores del crecimiento de la masa monetaria son diferentes en las economías del G7 y en los EAGLEs

Un vistazo a los balances de los BC lo confirma fácilmente. Si analizamos los balances de los BC, podemos observar un comportamiento diferente de los activos domésticos netos (NFA en sus siglas en inglés) y de los activos netos frente al exterior (NDA), con algunas características destacadas (véanse los Gráficos 5, 6, 8 y 9):

- Los BC de las economías del G7 incrementaron los NDA en 7pp del PIB entre 2006 y 2011, en tanto que los NFA se mantuvieron relativamente constantes. La excepción ha sido el BCE, aunque el motivo es básicamente el aumento del precio del oro, lo cual ha tenido un efecto de valoración positivo sobre sus NFA desde 2009.
- Por el contrario, en el período 2006-2009, la mayoría de los países EAGLE experimentaron un incremento de sus balances negativos de NDA, seguido de un ajuste opuesto tras 2009, derivado de las políticas monetarias expansionistas generalizadas. De hecho, la ratio entre los NDA y el PIB aumentó en todos los países, excepto Indonesia y México.
- Por el contrario, el grueso del incremento de la base monetaria entre 2006 y 2011 en los países EAGLE ha estado asociado a un aumento de los NFA. Esto ha sido especialmente válido durante el período previo a la crisis, cuando los elevados superávits de las balanzas de pagos (véase el Gráfico 7) unidos a la recomposición de las reservas internacionales, conllevaron significativos incrementos de los NFA. Así ocurrió en China (12pp del PIB), Brasil (8pp) y Turquía (más de 4pp). También Indonesia, Corea y México tuvieron balances positivos de aproximadamente 2pp del PIB, en tanto que no se observó ninguna variación en Rusia y en India se registró un descenso.

Gráfico 5

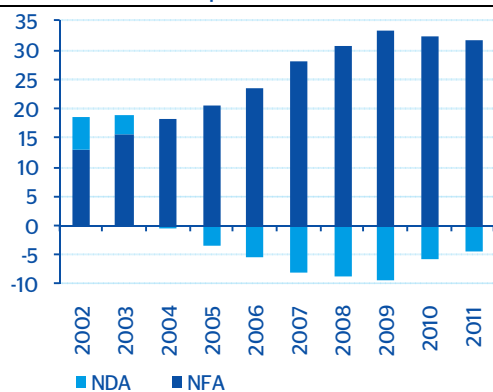
**Relación entre los activos domésticos netos (NDA) y activos netos frente al exterior (NFA) y el PIB: total de los BC de las economías del G7**



Fuentes: FMI y BBVA Research

Gráfico 6

**Relación entre los activos domésticos netos (NDA) y activos netos frente al exterior (NFA) y el PIB: total de los BC de los países EAGLE**

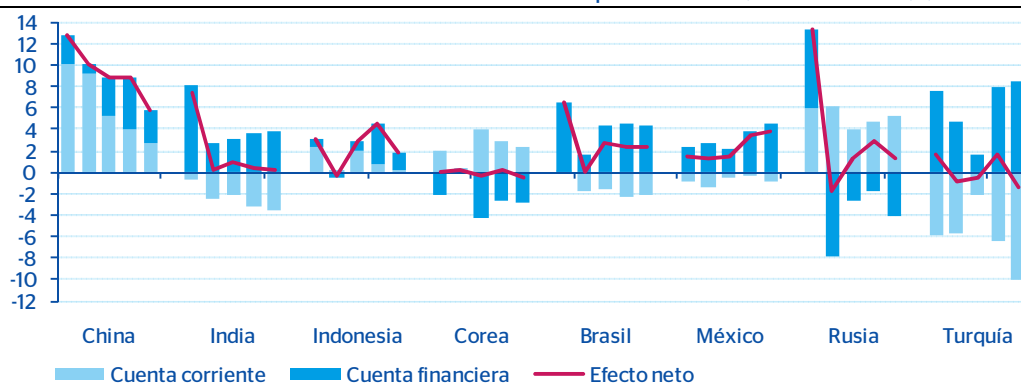


Fuentes: FMI y BBVA Research

En resumen, podríamos decir que los NFA han sido el principal factor de los cambios básicos de China, Turquía y Brasil, reforzados por la expansión de los NDA en los dos primeros casos, y compensando parcialmente la contracción de los NDA en el último. En cuanto a Indonesia y Rusia, el principal factor han sido los NDA, aunque en direcciones opuestas. Por último, en Corea, México e India observamos fuerzas encontradas de intensidad marginal y, por consiguiente, un balance neutro.

Gráfico 7

## Fuentes de variación de las reservas internacionales en los países EAGLE (como % del PIB) (2007-2011)

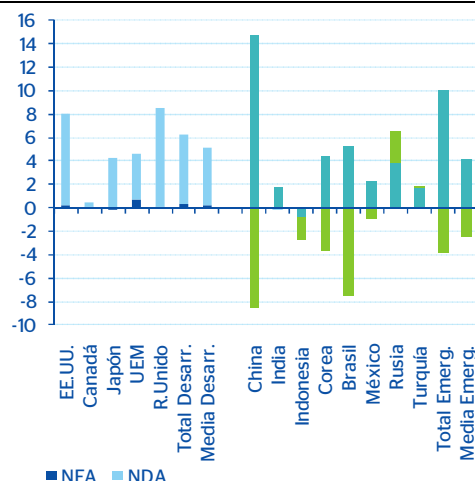


Fuentes: FMI y BBVA Research

Sin embargo, los efectos de la crisis fueron también, en cierto modo, causa de la expansión de los balances de los BC de algunas economías emergentes. Los factores que provocaron las fluctuaciones de los balances de los BC de los países EAGLE cambiaron desde 2009, dando un papel preponderante a los NDA en lugar de los NFA, como consecuencia de las repercusiones de la crisis mundial. En general, los BC reaccionaron expandiendo internamente la base monetaria al mismo tiempo que se producía el ajuste mundial y la acumulación de reservas se tornó menos favorable (véase el Gráfico 7). Tal es el caso de China, donde los NDA se incrementaron en prácticamente 10pp del PIB, contrarrestando con creces el descenso relativo de los NFA, aunque las repercusiones finales se atenuaron gracias al aumento de los requisitos de reservas. Los NDA también crecieron en India, Corea, Rusia y Brasil, pero solamente en el último caso el efecto neto de la base monetaria fue positivo, ayudado por el aumento de los NFA. Justo lo contrario de lo que ocurrió en Indonesia, donde crecieron los NFA y bajaron los NDA, en tanto que Turquía expandió su base monetaria acumulando reservas. Por último, no se observaron modificaciones significativas en México, donde los cambios del balance del BC han sido más equilibrados.

Gráfico 8

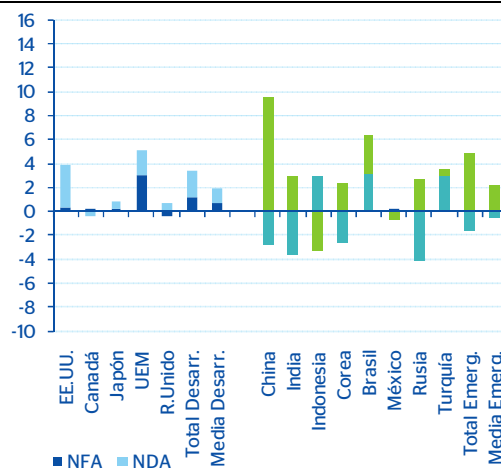
## Variación en las relaciones de NDA y NFA con el PIB de los BC entre 2006 y 2009 (puntos porcentuales)



Fuentes: FMI y BBVA Research

Gráfico 9

## Variación en las relaciones de NDA y NFA con el PIB de los BC entre 2009 y 2011 (puntos porcentuales)

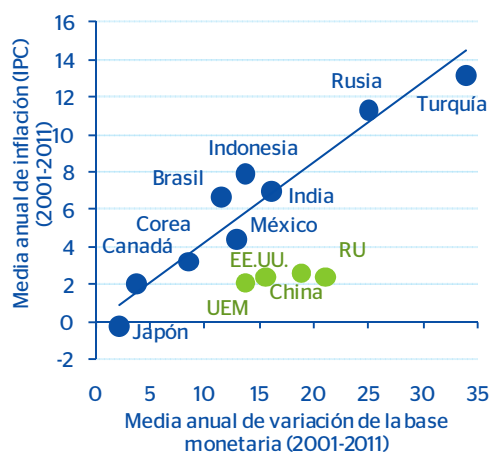


Fuentes: FMI y BBVA Research

## Fuerte correlación entre la expansión de la base monetaria y las presiones inflacionistas, aunque también hay otros riesgos

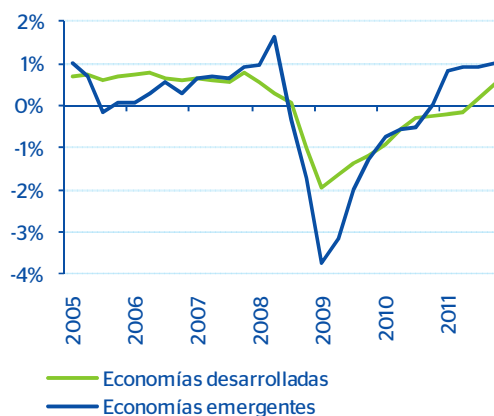
El rápido crecimiento de los balances de los BC supone ciertos riesgos. El más evidente es la inflación, ya que se trata de un fenómeno monetario a largo plazo. Si observamos la correlación entre la expansión de la base monetaria y la inflación, vemos que es bastante elevada en muchos de los países de nuestra muestra, en especial en el universo de los EAGLEs, aunque no es así en los casos de EE.UU., la UEM y el Reino Unido (véase el Gráfico 10).

Gráfico 10  
**Variación de la base monetaria  
y de la inflación entre 2001 y 2011 (%)**



Fuentes: FMI y BBVA Research

Gráfico 11  
**Brechas de velocidad  
de circulación monetaria (2005-2011)  
(desviación en porcentaje sobre la tendencia)**



Fuentes: FMI y BBVA Research

¿Por qué sucede esto? Las principales respuestas residen en la diferencia de conducta de dos ingredientes monetarios que finalmente alimentan la inflación: la magnitud de las brechas de producción y los diferentes patrones de velocidad de circulación del dinero:

- Las brechas de producción todavía negativas de las economías desarrolladas impiden que el dinero alimente la inflación, pero las brechas mínimas o positivas de las economías emergentes suponen mayores riesgos.
- La brusca caída de la velocidad de circulación del dinero durante el período 2008-2009 (véase el Gráfico 11) de la crisis ayudó a amortiguar las presiones inflacionistas, aunque ahora la tendencia se está revirtiendo. Esto ha sido así especialmente en el caso de las economías emergentes, donde las brechas de velocidad (ratios entre M2 y PIB con relación a las tendencias de 2000-2011) son ahora positivas y de magnitud semejante a los niveles anteriores a la crisis. Las brechas de velocidad se recuperan también en los países desarrollados, aunque a un ritmo más lento que todavía está por debajo de los niveles previos a la crisis.

En general, el margen para mantener la expansión de los balances de los BC sin alimentar la inflación es mayor en los mercados desarrollados. Las brechas de producción todavía negativas y una recuperación más moderada de la velocidad de circulación del dinero suponen menos riesgos para los países desarrollados. En el caso de los EAGLEs, tanto la actividad económica como la velocidad de circulación del dinero se recuperan a un ritmo más acelerado, lo que tendría que llevar a los BC a mantener una actitud más prudente.

Pero las presiones inflacionistas no son el único riesgo derivado de la rápida expansión de los balances de los BC. En el caso de las economías desarrolladas, la compra de activos (privados o públicos) y las inyecciones de liquidez a largo plazo despiertan desconfianza en el valor de las afirmaciones de los BC. El deterioro de los colaterales, los cambios de precios e incluso episodios de impago podrían erosionar la base de capital de los BC, dañando gravemente su credibilidad.

Además, las voluminosas compras de valores durante períodos prolongados pueden distorsionar sus precios, en especial si no existe una estrategia de salida clara. Los BC podrían acabar siendo un intermediario esencial.

Los problemas de valoración también son un foco de preocupación para los países EAGLE, aunque por motivos distintos. En primer lugar, las bruscas variaciones de activos domésticos o frente al exterior podrían conllevar una distorsión de la liquidez, susceptible de desencadenar un crecimiento del crédito ajeno a los fundamentos que más tarde puede resultar difícil de corregir. En segundo lugar, las iniciativas orientadas a corregir los desequilibrios internos resultantes (exceso de crédito) pueden promover la denominada “banca en la sombra” (*shadow banking*), ya que la fiscalidad del crédito oficial crea incentivos para ello. En tercer lugar, la esterilización para contrarrestar la acumulación de reservas podría provocar ineficacia en la asignación de liquidez, excluyendo en última instancia el crédito del sector privado mediante la emisión de bonos de los BC<sup>1</sup>. Por último, existe un enorme riesgo de valoración vinculado al brusco aumento de los NFA en muchos de los países EAGLE, en especial en China.

---

<sup>1</sup> “Why central bank balance sheets matter”, Jaime Caruana, discurso inaugural de la Conferencia del Banco de Tailandia-BPI sobre “Central bank balance sheets in Asia and the Pacific: the policy changes ahead”, diciembre de 2011. Puede consultarse en [www.bis.org/speeches/sp111216.pdf](http://www.bis.org/speeches/sp111216.pdf)

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, 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 publicación 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 tomados en consideración para la elaboración del presente informe.** Por lo tanto, debe tomar 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 ni 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. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.**

BBVA o cualquier otra entidad filial, 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 o de sus filiales 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 filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse 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.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. 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 sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: [www.bbva.com / Corporate Governance](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)".**

BBVA es un banco sujeto a la supervisión del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y está inscrito en el Banco de España con el número 0182.