

# Situación Asia

Cuarto trimestre de 2010

## Análisis económico

- Asia sigue encabezando la recuperación mundial y los resultados de sus economías son muy sólidos a pesar de la lentitud del crecimiento del mundo industrializado. Considerando estos sólidos resultados durante el 3T, hemos ajustado al alza nuestras proyecciones de crecimiento para 2010. Sin embargo, en este momento dicho crecimiento se está moderando, tal y como exponíamos en nuestras anteriores pronósticos.
- La inflación registra un modesto incremento, aunque en varios países está subiendo debido a la presión del aumento de los precios de los alimentos y de la demanda. Los bancos centrales han respondido aumentando los tipos de interés, aunque lo hacen a un ritmo gradual por temor a flujos repentinos de capitales.
- Los importantes flujos de capitales ejercen presiones alcistas sobre las divisas que podrían conllevar burbujas de precios en los activos. La respuesta a esta situación ha sido diversa según los países, y se ha caracterizado por una combinación de intervenciones en el mercado de divisas y de medidas prudentes a nivel macroeconómico. Por el momento apenas si se ha recurrido a controles del flujo de capitales.
- En líneas generales, los riesgos están equilibrados entre las presiones bajistas provocadas por el debilitamiento de la demanda externa y los riesgos de recalentamiento provocados por la fuerte demanda interna y los importantes flujos entrantes de capital. No obstante, los sólidos fundamentos seguramente ayudarán a la región a hacer frente a las dificultades.



# Índice

1. Perspectivas globales: lento el norte, rápido el sur.....	4
2. Asia: una saludable moderación del crecimiento.....	7
3. Se prevé una transición hacia el crecimiento autosostenible mientras que las autoridades se enfrentan a más retos .....	12
4. En general, los riesgos están equilibrados .....	14
5. Tablas.....	15

**Fecha de publicación: 4 de noviembre de 2010**

## Resumen

**Asia sigue encabezando la recuperación mundial. Los resultados de sus economías, al igual que las de los demás países emergentes, son muy sólidos a pesar de la lentitud del crecimiento del mundo industrializado.** Tras los excelentes resultados del 1S y como consecuencia de indicios de que la demanda interna y externa serán mejores que lo previsto, hemos ajustado al alza nuestras previsiones de 2010 para la región asiática, exceptuando China, desde el 5,1% al 5,6% anterior, aunque mantenemos nuestras proyecciones del 4,1% para 2011.

**Tal y como se esperaba, en este momento el impulso del crecimiento se está desacelerando a medida que se retiran los estímulos económicos, se debilita la demanda externa y finaliza el ciclo de reposición de inventarios.** No obstante, lejos de ser motivo de preocupación, hasta el momento la desaceleración se ajusta a las previsiones. Y, de hecho, refleja una saludable moderación de índices de crecimiento insosteniblemente altos. Las recuperaciones del crecimiento con curvas en V ahora están dando paso a un patrón de crecimiento más sostenible basado en una recuperación autosostenible de la demanda interna.

**Aunque en general la inflación muestra cifras modestas en la mayor parte de la región, las presiones sobre los precios aumentan empujadas por la fuerte demanda interna.** El aumento de la inflación se ha atribuido al incremento de los precios de los alimentos que a principios de año parecía ser temporal, pero que ahora muestra indicios de reflejar las fuertes presiones de la demanda. Además de India y Vietnam, que vienen luchando contra la inflación desde comienzos de año, ahora se observan crecientes presiones inflacionarias en China, Indonesia y Corea. Los bancos centrales han respondido aumentando los tipos de interés, aunque lo hacen a un ritmo gradual por temor a flujos repentinos de capitales y a las presiones de revalorización de sus monedas.

**Las perspectivas de un fuerte crecimiento, combinadas con la baja rentabilidad de los países industriales, han provocado importantes flujos de capitales que incrementan los riesgos de formación de burbujas de precios de activos.** Por ejemplo, los precios de las propiedades en Hong Kong y en Singapur están hoy superando los picos de 1997, y en Indonesia y Tailandia los mercados bursátiles alcanzan nuevos máximos.

**Los responsables de las políticas económicas han reaccionado a la llegada de capitales con una combinación de diversas medidas, que incluyen posibilitar la apreciación de sus monedas.** Al mismo tiempo pretenden moderar el ritmo de la revalorización mediante intervenciones en el mercado de divisas, lo cual ha conllevado una importante acumulación de reservas. También China y Hong Kong han favorecido medidas prudentes a nivel macroeconómico para enfriar los precios inmobiliarios. Por ejemplo, el incremento de los requisitos de entradas iniciales y medidas para aumentar la oferta de terrenos destinados a construcción. Por el momento apenas si se ha recurrido a controles del flujo de capitales. Por ejemplo, Tailandia ha aumentado las retenciones fiscales aplicables a la compra de renta fija por parte de extranjeros. Es posible que otros países sigan sus pasos.

**La retirada de las medidas de estímulo fiscal ha concluido en la mayoría de los países, por lo que se espera que en 2011 los déficits se reduzcan.** No obstante, considerando los bajos niveles de endeudamiento de la región, en muchos países (como China e Indonesia) todavía existe margen para políticas fiscales que impulsen el crecimiento y los objetivos políticos a largo plazo. A pesar de los altos niveles de déficit y de endeudamiento, recientemente Japón ha aprobado medidas de estímulo adicionales. En otros países en los que el déficit es un problema (hablamos de India, Malasia y Filipinas), lo prioritario es la consolidación fiscal.

**En general, los riesgos están equilibrados entre la incertidumbre provocada por la caída de la demanda externa de los países industrializados de una parte, y los riesgos de aumento del crecimiento y de la inflación de la otra.** Esto último se ha visto exacerbado por los fuertes flujos entrantes de capital, tal y como habíamos señalado en nuestra actualización más reciente. Los sólidos fundamentos de la región, que incluyen elevados (y en crecimiento) niveles de reservas, sólidas posiciones fiscales y saneados sistemas bancarios deberían permitirle hacer frente a estos riesgos.

# 1. Perspectivas globales: lento el norte, rápido el sur

## Antes de empezar con el

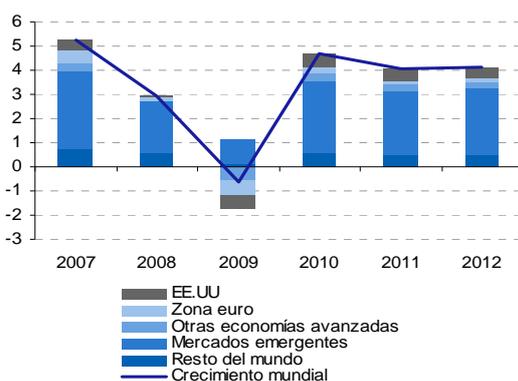
### La economía global sigue creciendo con fuerza, fundamentalmente en los países emergentes, mientras que las preocupaciones cíclicas y financieras predominan entre las economías avanzadas

El crecimiento mundial sigue siendo fuerte y se espera que alcance el 4,7% en 2010 y el 4,1% en 2011 (gráfico 1), permaneciendo prácticamente sin cambios con respecto a nuestras perspectivas de hace tres meses. Este buen comportamiento se debe fundamentalmente a la solidez de las economías emergentes, que se han visto menos afectadas por la crisis financiera –dada la mejor salud de sus sistemas bancarios– y por tanto se han recuperado con mayor rapidez. Por el contrario, las renovadas preocupaciones por el ciclo en Estados Unidos se han unido a las preocupaciones financieras que siguen predominando en Europa, en donde los ajustes macroeconómicos y financieros aún siguen pendientes. En este sentido, en línea con lo que esperábamos, las perspectivas para los próximos dos años siguen poniendo de manifiesto importantes brechas entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes (gráfico 2), incluso aunque estas últimas estén iniciando una desaceleración controlada que disminuirá el riesgo de recalentamiento de sus economías.

Sin embargo, existen importantes diferencias en materia de políticas dentro de cada uno de estos grupos. En Estados Unidos está previsto que se intensifique la expansión monetaria en términos relativos con respecto a Europa (y a la mayoría del resto de países), y esto se ha reflejado en una depreciación del dólar frente al euro y ha complicado un poco más la recuperación en Europa. En las economías emergentes, continúa existiendo una fuerte asimetría entre las políticas cambiarias de Asia y Latinoamérica, lo cual obliga a los países latinoamericanos a soportar (junto con el euro) una parte significativa de la apreciación del tipo de cambio derivado de la renovada relajación de la política monetaria en Estados Unidos.

Gráfico 1

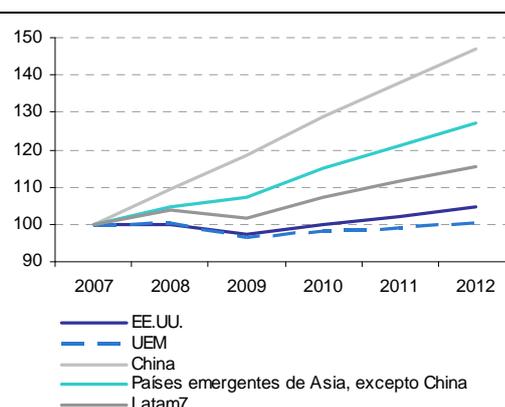
#### Aportaciones al crecimiento del PIB mundial



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

#### Niveles del PIB: 2007 = 100



Fuente: BBVA Research y Datastream

### El crecimiento en Estados Unidos se mantendrá bajo debido a la continuación del desapalancamiento de los hogares, si bien es muy improbable que se produzca una recaída en la recesión

En el último trimestre, la aparición de indicadores de actividad económica relativamente débiles en Estados Unidos ha planteado entre los analistas la posibilidad de una recaída en una nueva fase de recesión. La debilidad observada en algunos sectores clave que se habían beneficiado directamente del apoyo fiscal proporcionado a través de incentivos para la compra (vivienda y bienes duraderos) constituye una señal importante de que la demanda privada en Estados Unidos no puede aún sostenerse por sí misma. Esta debilidad es el resultado del proceso de desapalancamiento que actualmente están llevando a cabo los hogares, así como de la debilidad del mercado laboral. Ello seguirá empujando a los hogares a ahorrar más que lo observado desde

la segunda mitad de la década de los 90. Si bien esta tendencia se sitúa en la dirección correcta para reequilibrar el modelo de crecimiento de Estados Unidos, también aumenta las preocupaciones cíclicas dado que el consumo (uno de los pilares de la recuperación en las anteriores recesiones) se mantendrá en niveles débiles y se verá compensado sólo de manera parcial por un aumento de la inversión en equipo por parte de las empresas y por las exportaciones.

Las recientes preocupaciones sobre la situación del sector de la vivienda en EE.UU. son, en nuestra opinión, excesivas y la posibilidad de que se produzca una recaída en los precios de los inmuebles es muy reducida, dado que ya se ha producido un ajuste de alrededor del 30%. Es evidente que siguen existiendo elementos preocupantes, como el aumento de las existencias en el mercado de la vivienda y un posible incremento de la oferta de vivienda resultante de las nuevas ejecuciones hipotecarias (bien sean consecuencia del aumento de la morosidad o porque los propietarios desistan en los pagos ante un valor de las hipotecas superior al valor de la vivienda –negative equity-). Pero también existen elementos de soporte favorables, como los enormes avances en la accesibilidad de la vivienda desde que comenzó la crisis y las tendencias demográficas, que deberían contribuir a impulsar la demanda en el futuro. Es cierto que si los precios de la vivienda continuaran descendiendo, podrían tener un impacto no desdeñable en el consumo, pero al menos el sistema bancario parece estar en condiciones de absorber una moderada caída adicional de los precios. Con todo, un escenario de significativas caídas adicionales de precios es muy poco probable. Por el contrario, lo más probable es que asistamos a un periodo relativamente estable de los precios de la vivienda, mientras se van reabsorbiendo finalmente los excesos anteriores.

En definitiva, los lastres existentes sobre el consumo y la baja probabilidad de que se produzcan nuevos estímulos fiscales –teniendo en cuenta las dimensiones actuales del déficit y especialmente si se produce un cambio en el equilibrio de poderes tras las elecciones al Congreso de noviembre – serán parcialmente compensados por una recuperación de la inversión privada, en tanto que se recuperen las perspectivas de ventas y disminuya la incertidumbre regulatoria. Esto implicará una salida de la crisis para Estados Unidos a un ritmo mucho menor al experimentado en ciclos anteriores (gráfico 3), en línea con nuestras previsiones desde hace tiempo. Pero la posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión en Estados Unidos es altamente improbable. En cualquier caso, la falta de solidez de la demanda interna inducirá a Estados Unidos a ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo (especialmente sobre los países con superávit por cuenta corriente) para aumentar su demanda y contribuir al necesario reequilibrio global. La renovada expansión monetaria de Estados Unidos puede interpretarse en este contexto como una fórmula para inducir parte de este ajuste sobre el resto del mundo.

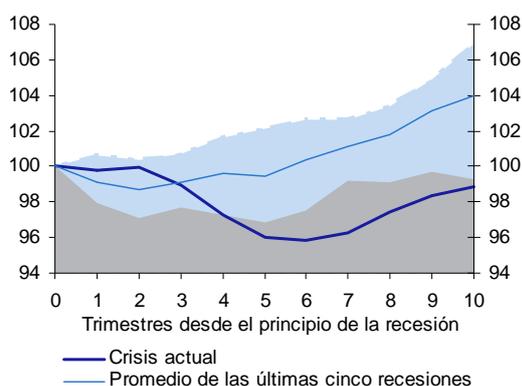
**Las tensiones financieras en Europa siguen siendo la principal fuente de preocupación, si bien el riesgo sistémico es menor que antes del verano. La consolidación fiscal sigue siendo fundamental para sostener la confianza y no tendrá un impacto negativo significativo sobre el crecimiento más allá del corto plazo**

Tras los decisivos avances experimentados en materia de consolidación fiscal, las medidas adoptadas para apoyar a los gobiernos con mayores dificultades y, sobre todo, tras las pruebas de Resistencia del sector financiero, se ha producido un cambio cualitativo en la dinámica experimentada por la crisis en Europa. Aún a pesar de que los diferenciales medios de deuda soberana se hayan mantenido relativamente estables, los mercados han comenzado a diferenciar entre los distintos activos soberanos, reduciendo así el riesgo de que se produzca un acontecimiento sistémico. Asimismo, los mercados financieros han comenzado a abrirse –si bien de manera selectiva– y las nuevas emisiones de deuda son una señal evidente de la relajación de las tensiones.

A pesar de todo ello, la tensión de los mercados financieros en Europa sigue siendo la principal fuente de riesgo de la región (gráfico 4), especialmente debido a la relación existente entre las preocupaciones por la deuda soberana y los riesgos del sector financiero, teniendo en cuenta su exposición nacional e internacional. Asimismo, el reciente fortalecimiento del euro constituye un reto cíclico añadido, dado que las economías que han experimentado un mejor comportamiento se han visto respaldadas por la demanda externa. Esto implica que sea aún más importante abordar con decisión a corto plazo las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica de la región, es decir, la sostenibilidad fiscal y los desequilibrios externos, evitando además mayores retrasos en la reestructuración de la parte más débil de los sistemas bancarios. La clave es seguir restableciendo la confianza para reducir las tensiones en sostener el crecimiento a largo plazo, será fundamental llevar a cabo una serie de reformas estructurales e institucionales que son muy necesarias, estando estas últimas especialmente orientadas a evitar y resolver futuros desequilibrios fiscales. El foco en la reforma estructural más que en el sostenimiento de la demanda ha sido precisamente

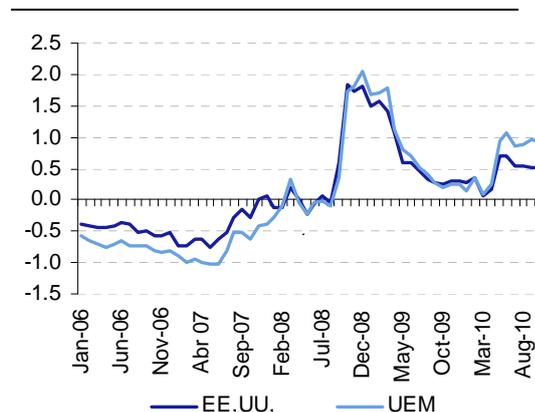
el factor diferencial entre el BCE y otros bancos centrales, generando de este modo un menor tono expansionista que la Fed.

Gráfico 3  
**Evolución del PIB de EE.UU. en el ciclo actual y en recesiones anteriores\*. Nivel al comienzo de cada recesión=100**



Fuentes: BBVA Research y NBER  
\* Área sombreada: margen del PIB durante las últimas 5 recesiones

Gráfico 4  
**Índice de tensiones financieras**



Fuente: BBVA Research

**La política monetaria de las economías avanzadas será expansiva durante mucho tiempo, añadiendo presión sobre los tipos de cambio en todo el mundo**

Las perspectivas de crecimiento muy bajo y de unas débiles presiones inflacionistas en las economías avanzadas se traducirán en unos bajos tipos de interés durante un periodo prolongado de tiempo en las tres principales economías avanzadas (Estados Unidos, Europa y Japón). Sin embargo, en un contexto marcado por unas renovadas preocupaciones cíclicas y por el escaso espacio para estímulos fiscales adicionales, la atención de los mercados se centra en la nueva ronda de medidas no convencionales de expansión monetaria (habitualmente conocidas por su denominación en inglés como Quantitative Easing 2, o QE2). Las expectativas de este nuevo aumento de la liquidez han reducido el tipo de cambio del dólar de forma generalizada, incluso en relación con el euro. De cara al futuro, dado que la mayor parte de las medidas de expansión monetaria ya han sido descontadas por los mercados, los tipos de cambio euro-dólar dependerán en mayor medida de las perspectivas relativas de crecimiento (que favorecen a EE.UU. frente a la UEM), pero también en la percepción de la política monetaria en ambas áreas y la evolución de los flujos de inversión. Al mismo tiempo, esperamos que se sigan manteniendo las presiones alcistas sobre los tipos de cambio de las economías emergentes debido al aumento de la liquidez global, a la mayor solidez de sus fundamentos económicos y a los diferenciales positivos de rentabilidad que favorecen las nuevas entradas de flujos de capital.

**Los mercados emergentes se enfrentan a cada vez mayores dilemas de política económica derivados del sólido crecimiento experimentado, de la abundante liquidez mundial y de las intervenciones cambiarias en otras áreas**

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza y Asia se mantiene a la cabeza de la recuperación mundial. Tanto en Asia como en Latinoamérica, la demanda interna privada está sustituyendo a los estímulos de las políticas económicas como fuente principal de la recuperación. En adelante, el crecimiento se ralentizará en Asia debido a la reducción del impulso proveniente del ciclo mundial de existencias, una demanda externa más débil y la retirada de los estímulos de política económica., reduciendo de esta forma el riesgo de recalentamiento de esas economías. Con todo, la región seguirá siendo el principal contribuyente al crecimiento mundial.

Tanto Asia como Latinoamérica se enfrentan a unos dilemas cada vez mayores en materia de política monetaria y cambiaria, al debatirse entre enfriar la fuerte demanda interna y evitar así las fuertes entradas de capital y mantener su competitividad con respecto a los mercados extranjeros. Algunos países han empezado a introducir medidas administrativas para desalentar la fuerte entrada de flujos de capital mientras que otros países han retrasado la prevista senda de endurecimiento de su política monetaria.

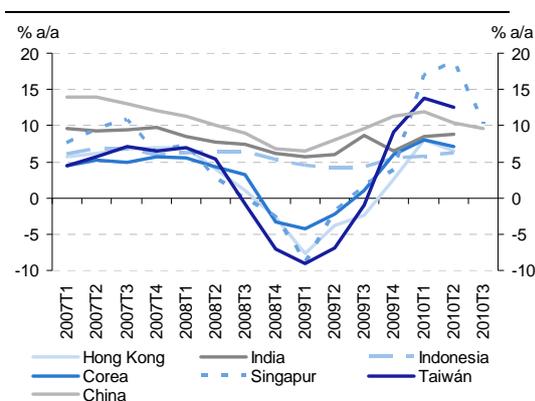
Teniendo en cuenta la relativa falta de flexibilidad de los tipos de cambio en China (y, en menor medida en el resto de Asia), Latinoamérica se enfrenta a tener que asumir una parte significativa del ajuste, hasta el punto de que las futuras apreciaciones en los tipos de cambio comenzarán a constituir un problema para el crecimiento. Por tanto, muchos países de la región están considerando nuevas intervenciones en los mercados cambiarios si bien la experiencia demuestra que su efectividad es bastante limitada, contribuyendo fundamentalmente a ralentizar el aumento de los tipos de cambio, pero no a evitarlo. Con todo, existe el riesgo de que el aumento de la intervención en los mercados de divisas termine por provocar represalias comerciales. Esto pone de manifiesto la importancia de aplicar una mayor flexibilidad en materia de tipos de cambio en Asia (particularmente en China), con vistas a proporcionar un mayor margen de actuación de política económica al resto del mundo.

## 2. Una saludable moderación del crecimiento

Asia sigue encabezando la recuperación mundial. Los resultados de sus economías, al igual que las de los demás países emergentes, son muy sólidos a pesar de los decepcionantes resultados en el mundo industrializado. Entre las economías más pequeñas y abiertas de la región, las recuperaciones económicas posibilitadas por las exportaciones y alentadas por los estímulos oficiales han posibilitado el surgimiento de un patrón de crecimiento autosostenible basado en la demanda interna. La continuidad del vigor de la demanda de las mayores economías de la región (incluyendo China, India e Indonesia), así como el consiguiente incremento del comercio interregional, son los factores que contribuyen a mantener sólido el impulso de crecimiento.

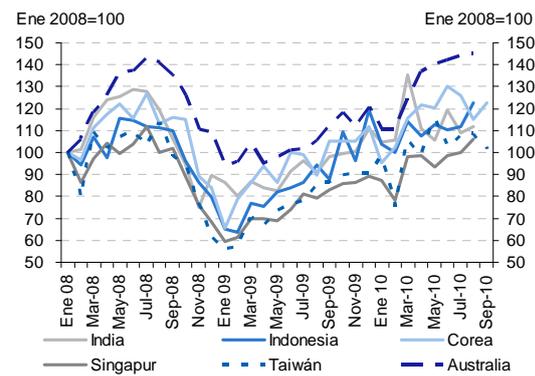
No obstante, y tal y como se esperaba, en este momento el impulso del crecimiento se está desacelerando a medida que se retiran los estímulos económicos, se debilita la demanda externa y finaliza el ciclo de reposición de inventarios (Gráficos 5 y 6). Tras los imprevisiblemente fuertes repuntes del primer semestre del año (Asia, excepto China: 6,4% a/a; China: 11,1% a/a), en este momento abundan los indicios de que el crecimiento se moderará este segundo semestre (Gráficos 7 y 8). Las cifras del PIB del tercer trimestre (hasta ahora se han publicado las de China, Corea y Singapur) confirman esta tendencia. Sin embargo, lejos de ser motivo de preocupación, hasta el momento esta desaceleración se ajusta a nuestras previsiones y, de hecho, refleja una saludable moderación de las tasas de crecimiento insosteniblemente altas registradas en el primer semestre que, de haber continuado, hubiese provocado un importante recalentamiento.

Gráfico 5  
**El crecimiento se modera, situándose en niveles más sostenibles**



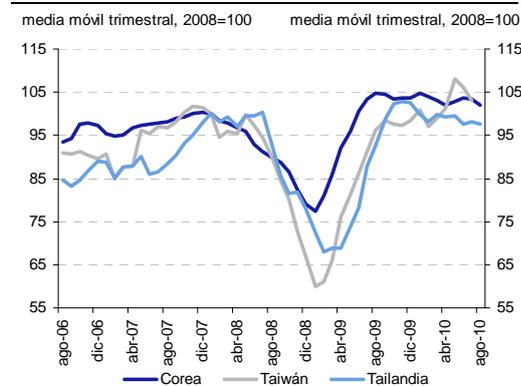
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 7  
**Las exportaciones siguen fuertes, aunque su ritmo ha menguado**



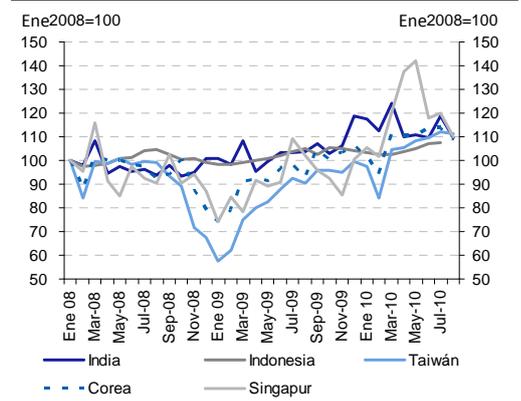
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6  
**Aparentemente el ciclo de reposición de existencias llega a su fin, como lo demuestran los máximos alcanzados por la ratio envíos-inventarios**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

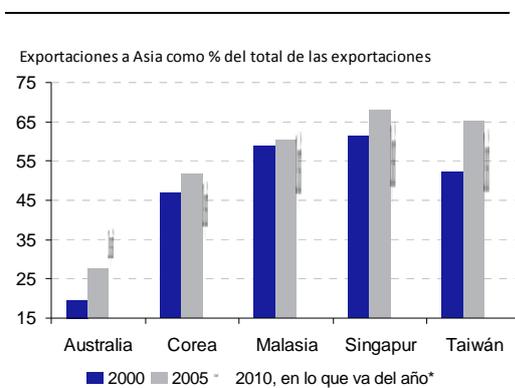
Gráfico 8  
**La producción industrial muestra señales de moderación**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

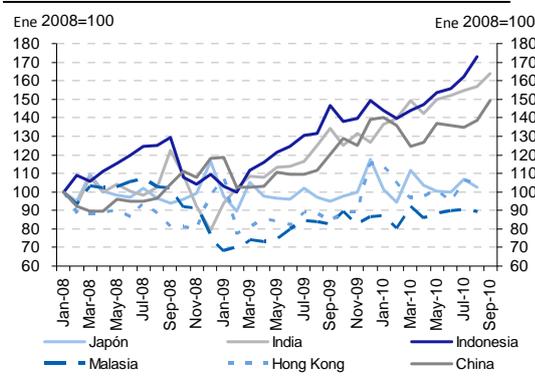
Al igual que muchas otras economías emergentes, la región se enfrenta hoy a una expansión de los flujos de capital como consecuencia de las muy buenas perspectivas de crecimiento y de las altas rentabilidades, todo ello acompañado por una abundante liquidez a nivel mundial. Aunque algunos de estos flujos corresponden a la inversión extranjera directa (IED) a largo plazo que impulsa el crecimiento, gran parte del reciente incremento es en forma de flujos volátiles susceptibles de crear burbujas de precios en los activos. Hasta el momento, la reacción ha sido permitir una cierta revalorización de las divisas y la desaceleración del ritmo de crecimiento mediante la acumulación de reservas. Además, recientemente los bancos centrales se han mostrado más prudentes en lo relativo al ritmo de aumento de los tipos de interés, a pesar de la creciente inflación, por temor a atraer flujos de capitales todavía mayores y exacerbar las presiones que revaloricen sus monedas. Varios países han intensificado la puesta en vigor de las normas existentes para frenar estos flujos, en tanto que otros han implementado (como Tailandia) o prevén implementar (como Corea) nuevas medidas para restringirlos.

Gráfico 9  
**El comercio intrarregional aumenta**



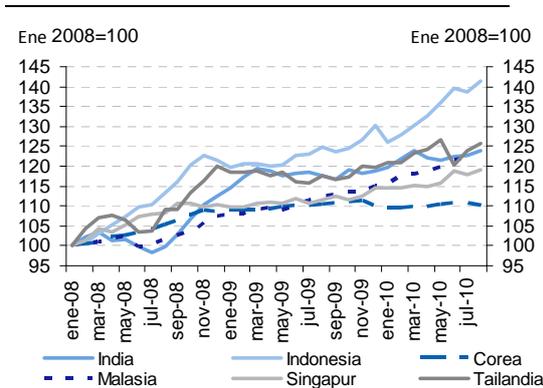
Fuentes: CEIC y BBVA Research  
\* Cifras de junio de 2010 para Australia; de agosto de 2010 para Malasia; y de septiembre de 2010 para Corea, Singapur y Taiwán

Gráfico 10  
**El aumento de las ventas minoristas refleja el fortalecimiento de la demanda interna\***



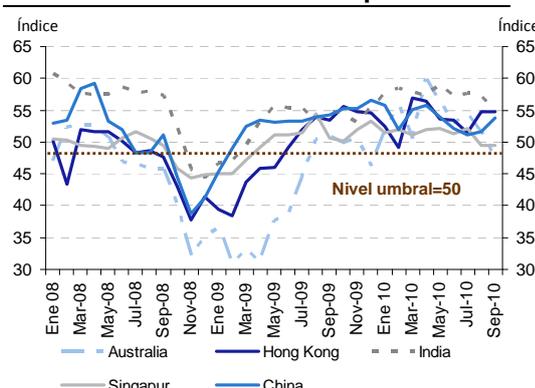
Fuentes: CEIC y BBVA Research  
\* Ventas minoristas reales de China, Hong Kong, Japón e Indonesia; ventas de vehículos de India como aproximación de las ventas minoristas.

Gráfico 11  
**Los volúmenes del crédito se han estado recuperando\***



Fuentes: CEIC y BBVA Research  
\* Total de préstamos pendientes de los bancos comerciales, deflacionados según las tasas de inflación de cada país.

Gráfico 12  
**Los 'índices de gerentes de compras de la mayoría de los países se mantienen en el territorio expansivo**



Fuentes: Reuters, CEIC y BBVA Research

## El comercio intrarregional y la demanda interna se están convirtiendo en los motores del crecimiento

Durante el tercer trimestre se ha moderado el crecimiento en relación con la fuerte recuperación del primer semestre. Ello puede observarse las cifras del PIB del 3T: en China (bajó al 9,6% a/a desde el 10,3% a/a del 2T), en Corea (descenso al 4,5% a/a desde el 7,2% a/a del 2T) y en Singapur (retroceso al 10,3% a/a desde el 18,8% a/a del 2T). No obstante, el impulso de crecimiento sigue siendo bastante sólido (y en China incluso se aceleró en términos t/t desestacionalizados). La recuperación de la economía tailandesa tras los graves disturbios políticos ha sido especialmente asombrosa: su PIB registró el 2T un alto índice de crecimiento del 9,1% a/a. En parte, los motivos del sólido crecimiento asiático —incluso en un momento de desaceleración de la demanda externa— residen en el incremento del comercio interregional, ayudado por el fuerte crecimiento de China que ha incrementado la demanda de materias primas y de bienes de consumo (Gráfico 9).

Entretanto, también la demanda interna sigue reforzándose en toda la región. El reciente y robusto crecimiento del consumo privado es ya una tendencia común en las economías asiáticas, y especialmente significativo en China, India e Indonesia, como consecuencia del fuerte crecimiento económico, los (todavía) bajos tipos de interés y la mejora de los mercados de trabajo, son factores que favorecen el consumo. En cuanto a Hong Kong y Singapur, en los últimos meses también las ventas minoristas han superado las previsiones (Gráfico 10). Además, los bajos tipos de interés y los altos niveles de liquidez han facilitado la recuperación del crecimiento del crédito en la mayor parte de la región, otro factor que fomenta tanto el consumo como las inversiones (Gráfico 11), por no mencionar que la entrada de flujos de capital refuerza estas tendencias. Por ejemplo, el crecimiento del crédito en Indonesia y Hong Kong se ha acelerado este año, alcanzando cifras del 20,4% y el 25,9% a/a respectivamente. La confianza de empresas y particulares se mantiene alta en toda la región. Los índices PMI (gerentes de compras) de la mayoría de los países son firmes y se sitúan por encima de los 50 puntos que marcan la frontera entre expansión y contracción (Gráfico 12). Obviamente, existen diferencias entre los países. En Vietnam, por ejemplo, aunque el crecimiento sigue robusto, las autoridades y las instituciones económicas han ido a la zaga de los avances en materia de apertura de la economía, dejando al país vulnerable a episodios de recalentamiento y flujos de capitales volátiles.

## Las presiones inflacionistas aumentan y se han incrementado los riesgos de burbujas de precios de activos.

Aunque en general la inflación muestra cifras modestas en la mayor parte de la región, las presiones sobre los precios aumentan empujadas por la fuerte demanda interna (Gráfico 13). India y Vietnam se han enfrentado a la alta inflación con sucesivos incrementos de los tipos de interés y ahora se observan indicios de que se ha moderado. En India, el IPM descendió en septiembre al 8,6% desde las cifras de dos dígitos de meses anteriores. En el otro extremo de la escala tenemos a Japón, todavía enfrentado a la deflación provocada por la escasa demanda interna. En el resto de la región las presiones inflacionistas siguen contenidas, aunque van en aumento, especialmente en Indonesia, Corea y China. El aumento del IPC de octubre, 4,1%, en Corea ha superado el objetivo oficial de una banda del 2 al 4%. Aunque la inflación subyacente sigue estable, mantenemos nuestras previsiones de que se producirá una nueva subida de los tipos de interés de 25 pb antes de finales de año (hasta el momento, el Banco Central de Corea solamente ha subido los tipos en 25 pb, quedándose por detrás de otros bancos centrales de la región).

Los flujos de capitales entrantes y la abundante liquidez incrementan los riesgos de formación de burbujas de precios de los activos, tal y como se observa en algunos mercados inmobiliarios y bursátiles de la región (Gráficos 14 y 15). Por ejemplo, los precios de las propiedades en Hong Kong y en Singapur están hoy superando los picos de 1997. En particular, los precios de la vivienda de lujo en Hong Kong ya han superado los máximos de 1997 en un 14% (los precios del mercado general todavía están un 10% por debajo de dichos máximos, aunque también están subiendo). En consecuencia, ha disminuido la accesibilidad a la vivienda, y el pago de las hipotecas puede requerir hoy hasta el 50-70% de la renta familiar (la cifra más alta corresponde al segmento de lujo). Con pocas opciones a nivel de política monetaria —la vinculación de la moneda de Hong Kong al dólar estadounidense implica que sus tipos de interés no pueden ser muy distintos de los de EE.UU.—, las autoridades han estado aplicando medidas de prudencia macroeconómica para enfriar el mercado, entre las que se incluyen el aumento de los requisitos de entrada inicial y de la oferta de terrenos para construcción.

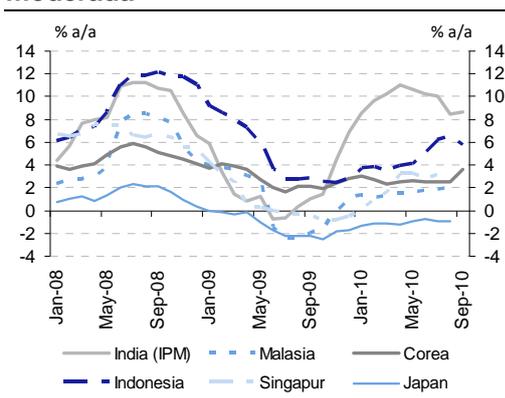
## Resurgimiento de la afluencia de capitales hacia Asia

La entrada de capitales a la región se ha acelerado a medida que disminuye la aversión a asumir riesgos asociada con la crisis de la deuda soberana europea del 2T, así como por las previsiones de nuevas medidas de flexibilización cuantitativa en EE.UU. (Gráfico 16). Los amplios diferenciales de los tipos de interés, las sólidas calificaciones crediticias de la deuda soberana (que premian unos fundamentos adecuados y unas buenas previsiones de crecimiento) y la previsión de

revalorización de las monedas han atraído capitales hacia la región. En este aspecto Indonesia se ha convertido en favorita de los inversores internacionales (Gráfico 17). Los tipos de referencia se sitúan en niveles relativamente altos (6,5%), y se prevé que subirán el año próximo (posiblemente hasta el grado de inversión en el próximo año o dos).

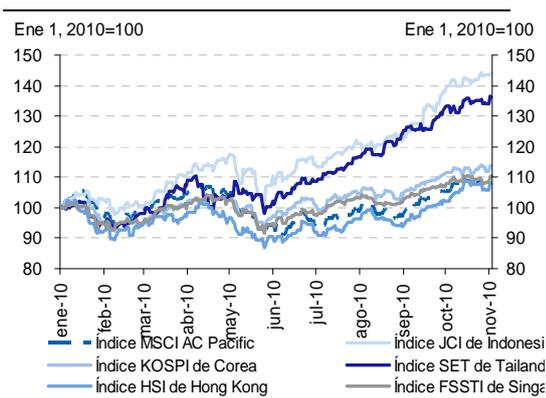
Creemos que los responsables de las políticas económicas asiáticas consideran positivas las entradas de capitales por cuanto reflejan una continua mejora de la percepción de los inversores. En particular, los flujos de capitales a largo plazo facilitan los incrementos de la productividad y mejoran el potencial de crecimiento. No obstante, al mismo tiempo los flujos de cartera son fácilmente reversibles y pueden alimentar burbujas especulativas (véase más abajo). Temiendo las consecuencias de tales flujos, los responsables políticos han estado actuando con prudencia para controlar su entrada. Aunque han autorizado una significativa apreciación frente al dólar estadounidense (aunque es mucho menor en términos nominales) (Gráfico 18), han desacelerado el ritmo mediante intervenciones en los mercados de divisas, lo cual ha conllevado un rápido aumento de las divisas (Gráfico 19). Por ejemplo, en Indonesia, Corea y Tailandia las reservas se han recuperado con creces desde la caída que se produjo después de la crisis de Lehman. En Japón, aunque por diferentes razones (por ejemplo, el de ser el yen una moneda refugio), las presiones para la revalorización han sido especialmente pronunciadas. En septiembre pasado las autoridades intervinieron en el mercado de divisas por primera vez desde 2004, además de aportar nuevos estímulos monetarios.

Gráfico 13  
**La inflación aumenta en algunos países, aunque en general se mantiene moderada**



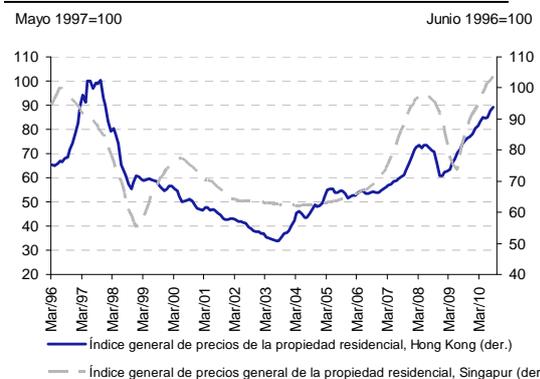
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 14  
**Los mercados bursátiles de la región se encuentran en expansión**



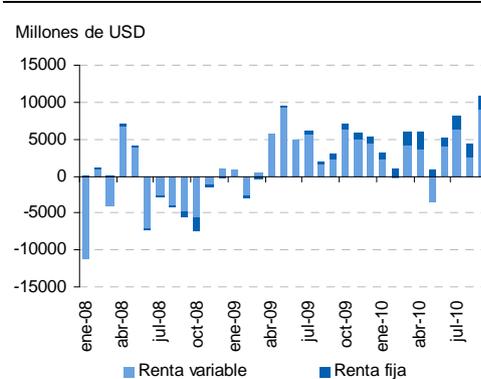
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 15  
**Los precios inmobiliarios de Hong Kong y Singapur se aproximan a los máximos anteriores**



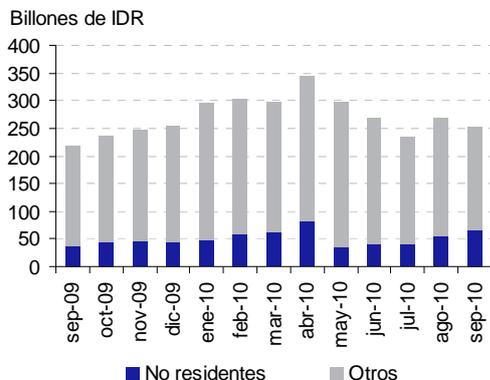
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 16  
**Se incrementan los flujos de capital hacia los mercados asiáticos**



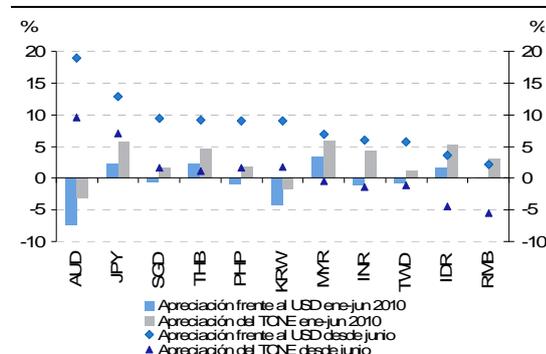
Fuentes: EPFR Global y BBVA Research  
\* Los países aquí tratados incluyen China, Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Pakistán, Singapur, Sri Lanka, Taiwán, Tailandia y Vietnam.

Gráfico 17  
**Los flujos de capital hacia letras del Banco de Indonesia (SBI) han aumentado en los últimos meses**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 18  
**En los últimos meses se ha acelerado la apreciación de las monedas asiáticas**



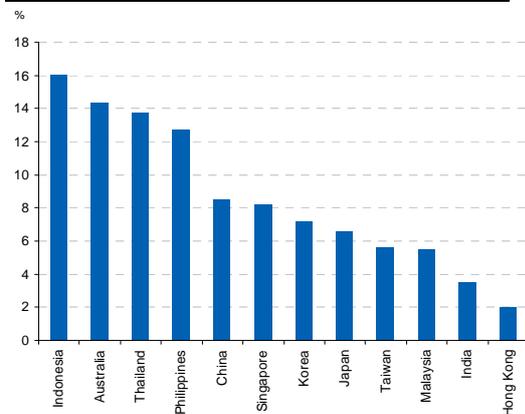
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

**Más medidas de contención macroeconómicas y desaceleración de los aumentos de los tipos de interés**

Además de recurrir a las intervenciones, los bancos centrales asiáticos han reaccionado ante las presiones para revalorizar sus monedas desacelerando el ritmo de aumento de los tipos de interés. Sin embargo, Taiwán (12,5 pb), India (75 pb) Australia (25bp) y China (25 pb) han aumentado los tipos de interés recientemente, debido a la preocupación creciente respecto a la inflación. Singapur, que utiliza la banda del tipo de cambio como instrumento de política monetaria, también ha ajustado su posición por segunda vez este año, anunciando una trayectoria de apreciación más rápida.

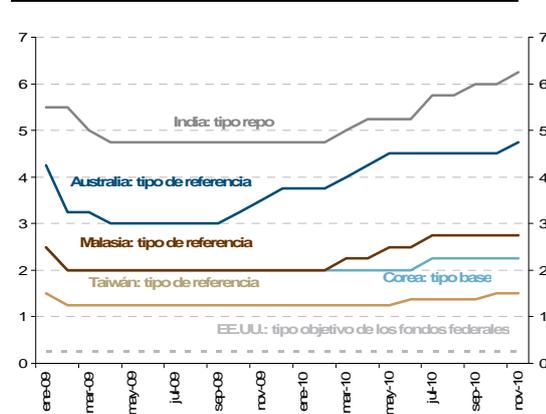
Además, algunos países han implementado medidas de contención macroeconómicas para frenar la entrada de flujos de capital especulativos, que se han sumado a los controles de capital existentes. Taiwán fue el primero en adoptar medidas (ya en noviembre de 2009) prohibiendo a los extranjeros realizar depósitos a plazo en sus bancos. En junio, Indonesia impuso un período de retención de un mes a las letras del Banco Central (SBI). Por su parte, en junio Corea limitó las posiciones a futuro en divisas tomadas por bancos locales y extranjeros. Recientemente intensificó su aplicación, y el gobernador de su Banco Central dio a entender que se están considerando medidas adicionales. Hasta el momento, ha sido Tailandia quien adoptó las medidas más drásticas al volver a imponer, en octubre, una retención del 15% a las compras de valores del Tesoro local realizadas por extranjeros.

Gráfico 19  
**Las reservas de divisas han aumentado drásticamente (cambio en % desde el 1 de junio)**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 20  
**Se ha producido cierta desaceleración en el ritmo de aumento de los tipos de interés**



Nota: el 20 de octubre, China aumentó los tipos de ahorro y préstamo a 1 año en 25 pb, situándolos en el 2,5% y el 5,56%, respectivamente.  
Fuentes: CEIC y BBVA Research

### 3. Gestión del rápido crecimiento asiático en una débil economía global

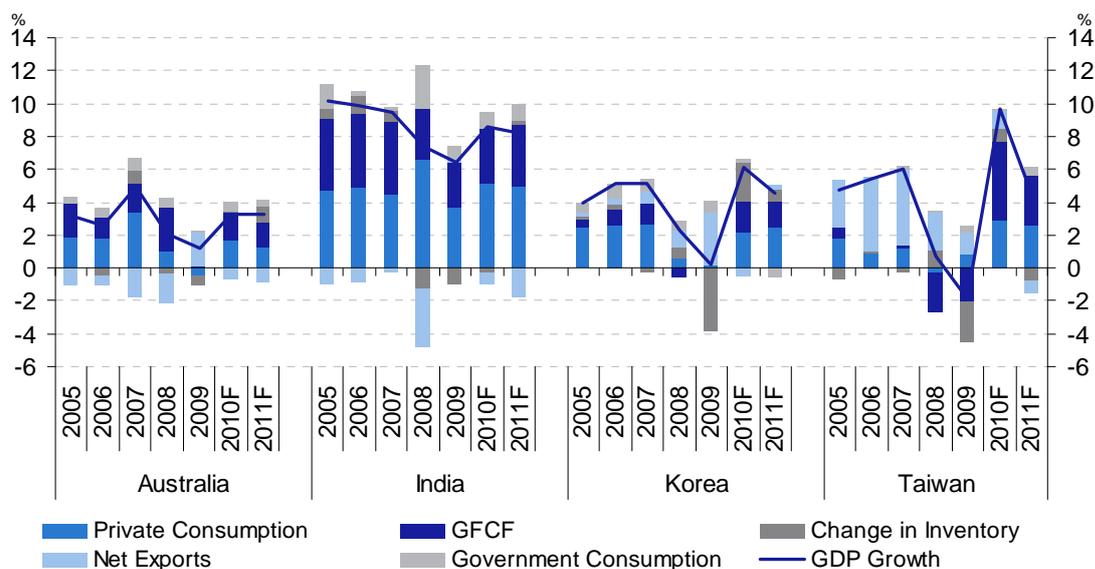
Habiéndose moderado el impulso del crecimiento económico, tal y como estaba previsto, seguimos pronosticando un fuerte crecimiento el año próximo, aunque será más moderado y sostenible. Hemos incrementado nuestra proyección de crecimiento de Asia (excepto China) para la totalidad de 2010 hasta un 5,6% desde el 5,1% anterior, reflejo de los indicadores (mejores que los previstos) del primer semestre y del 3T (Tabla 1). Las revisiones al alza más significativas corresponden a Hong Kong (hasta el 6,3% desde el 5,7% anterior), Filipinas (hasta el 6,8% desde el 4,8%) y Taiwán (hasta el 9,7% desde el 8,5%). También se han revisado las previsiones para Japón hasta el 3,0% desde el 2,3% anterior, sobre todo como reflejo de la revisión al alza oficial del PIB del 2T. De cara al futuro, en general las perspectivas de crecimiento de la región se mantienen invariables con respecto a octubre, donde apostábamos por una transición hacia un crecimiento más autosostenible dado que el retroceso de la demanda en EE.UU. posiblemente se vea contrarrestado por un impulso mayor que el previsto en la región, además de por un aumento de la demanda de China. Nuestro escenario de referencia señala una moderación del crecimiento, que se situará en tasas que permitirán controlar los riesgos de recalentamiento.

Dado que llegan a su fin los estímulos oficiales y el impulso de la reposición de existencias, esperamos que la demanda privada pase a ser el principal motor del crecimiento (Gráfico 21). En cuanto a las mayores economías de la región —incluidas China, India e Indonesia— anticipamos que las fuertes inversiones y el incremento del consumo privado sean los factores que más aporten al crecimiento. A su vez, la demanda de estos países ayudará a mantener el nivel de demanda de las exportaciones en la región. Y a nivel más general, los sólidos fundamentos económicos y la buena salud de los sistemas bancarios seguirán sustentando la recuperación del crédito y de la demanda interna.

La transición del modelo de crecimiento asiático hacia la demanda interna también podría contribuir al proceso de reequilibrio mundial. En la mayoría de los países asiáticos creemos que los actuales superávits por cuenta corriente disminuirán ligeramente el año próximo (Gráfico 22). En este momento, Australia, India y Vietnam tienen déficits por cuenta corriente. Además de cierta desaceleración del crecimiento de las exportaciones, creemos que el impulso de la demanda de importaciones contribuirá a reducir los superávits comerciales.

Gráfico 21

#### Proyecciones de PIB seleccionados: moderación del crecimiento, sustentación en la demanda interna



Fuentes: CEIC y BBVA Research

### Nuestro escenario de referencia sigue apostando por la continuidad de una inflación moderada con riesgos alcistas

Considerando que el crecimiento se moderará hasta situarse dentro de sus márgenes potenciales, nuestro escenario de referencia incorpora una perspectiva benigna en cuanto a la inflación. Aunque en algunas economías las presiones sobre los precios están aumentando, como ya hemos expuesto, la apreciación de sus monedas y la continuidad de la normalización de los tipos de interés seguramente contribuirán a contener la inflación. En la mayoría de los países asiáticos, como China, Indonesia y Corea, prevemos que la inflación aumentará moderadamente en 2011 como consecuencia de factores vinculados a la demanda (Tabla 2). Sin embargo, en India creemos que las medidas de ajuste del gobierno conseguirán bajar la inflación desde el 9,4% de este año al 6,8% en 2011.

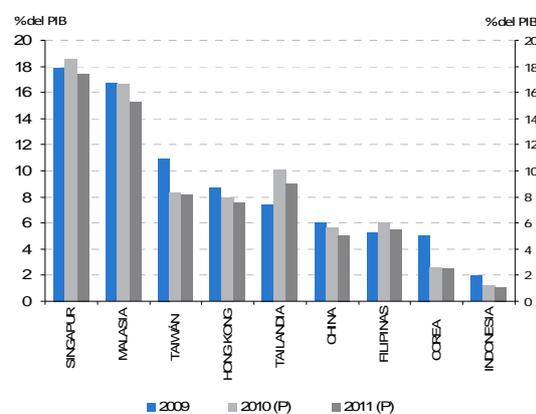
No obstante, reconocemos la existencia de riesgos alcistas en nuestras previsiones de la inflación. La continuidad de entrada de capitales, la fuerte demanda interna y el retraso en aumentar los tipos de interés podrían, en conjunto, contribuir a que la inflación resulte mayor de la prevista en nuestro escenario de referencia. También el aumento de los precios de los alimentos y de las materias primas podrían conllevar una inflación más alta.

### Previsión de continuidad de la apreciación de las divisas de los países de la región

Esperamos que las divisas de la región permanezcan bajo presión revalorizadora, debido a la continuidad de la entrada de capitales, juntamente con las favorables perspectivas de crecimiento, los superávits por cuenta corriente y sólidos fundamentos económicos. Las autoridades monetarias permitirán una mayor apreciación (Tabla 3). No obstante, dada la creciente preocupación por la competitividad de las exportaciones y la persistente preocupación acerca de la salud de la economía mundial, nosotros esperamos que las intervenciones en los mercados de divisas sigan suavizando el ritmo de las apreciaciones.

Gráfico 22

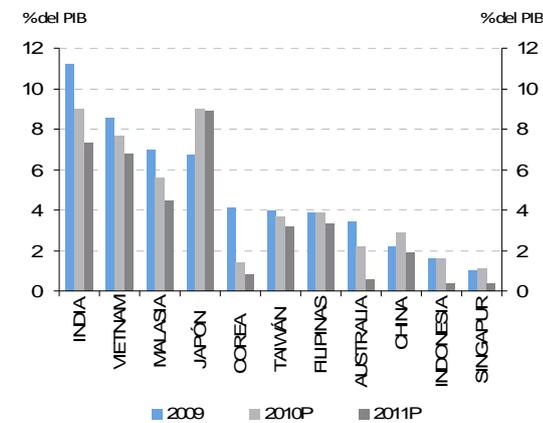
#### Se prevé una reducción de los superávits por cuenta corriente de la mayoría de los países asiáticos



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 23

#### La mayoría de los países emergentes de Asia apuntan a una reducción de sus déficits en 2011



Fuentes: CEIC y BBVA Research

### El reto de equilibrar el crecimiento y los flujos de capital en un entorno exterior frágil

Creemos que las autoridades continuarán retirando, aunque gradualmente, los estímulos oficiales porque les preocupan las perspectivas globales y, en el terreno de los tipos de interés, temen una afluencia excesiva de flujos de capital.

En el ámbito fiscal creemos que la mayoría de las economías asiáticas apuntan hacia una reducción de sus déficits este año y el siguiente, considerando los buenos resultados de la recaudación y la gradual desaparición de las medidas de estímulo (Gráfico 23). No obstante, considerando los bajos niveles de endeudamiento de la región, en muchos países todavía existe un amplio margen para políticas fiscales que impulsen el crecimiento y los objetivos políticos a largo plazo. Por ejemplo, se prevé que China continuará sus iniciativas para impulsar el consumo interno, aumentar el gasto social y apoyar el desarrollo de infraestructuras, todo lo cual queda reflejado en las líneas generales de su nuevo plan quinquenal. De manera similar, Indonesia sigue promoviendo iniciativas de gasto social y busca acelerar el desarrollo de sus obsoletas infraestructuras mediante medidas de apoyo fiscal. En Japón, a pesar de sus ya altos niveles de déficit y de endeudamiento, el gobierno aprobó recientemente estímulos adicionales equivalentes al 1,1% del PIB, que las

autoridades consideran que sumarán en torno a medio punto porcentual al crecimiento. En otros países en los que el déficit es un problema (hablamos de India, Malasia y Filipinas), lo prioritario es la consolidación fiscal.

Prevedemos que el próximo año continuarán los aumentos de tipos de interés en la región. Las crecientes presiones inflacionistas alertarán a las autoridades monetarias sobre la necesidad de nuevos aumentos de los tipos de interés, aunque los bajos tipos de los países industrializados (nuestro equipo global prevé que en EE.UU. se mantendrán en torno al 0% hasta el cuarto trimestre de 2012), los sostenidos flujos de capital y las presiones para apreciar sus monedas les darán cierto margen de tiempo. En consecuencia, creemos que Indonesia y Tailandia, países hacia los cuales han llegado importantes flujos de capital en los últimos meses, no variarán los tipos en lo que queda de 2010. Por su parte, Corea (sometida en los últimos meses a crecientes presiones inflacionistas) volverá a subir los tipos antes de finales de este año. Para el año próximo esperamos nuevas subidas de tipos a un ritmo gradual (Tabla 4).

Más allá de nuevas intervenciones para frenar el ritmo de la apreciación de sus divisas, esperamos que algunos países implementen medidas adicionales de prudencia macroeconómica en respuesta a las entradas de flujos de capital, con la posibilidad de que se establezcan nuevos controles si dichos flujos continúan acelerándose.

## 4. En general, los riesgos están equilibrados

En general, los riesgos están equilibrados entre la incertidumbre provocada por la caída de la demanda externa de los países industrializados de una parte, y los riesgos de aumento del crecimiento y de la inflación de la otra. Esto último se ha visto exacerbado por los fuertes flujos entrantes de capital, tal y como habíamos señalado en nuestra actualización más reciente.

Si se materializan los riesgos de descenso de la demanda externa, habrá margen para nuevas medidas de estímulo fiscal que amortigüen los impactos del crecimiento a medio plazo. Además, los sólidos fundamentos de la región —que incluyen elevados (y en crecimiento) niveles de reservas, sólidas posiciones fiscales y saneados sistemas bancarios— deberían seguir protegiendo a la región de nuevas tensiones financieras en el extranjero. Aunque se ha incrementado el volumen de flujos de capital reversible hacia la región, también han aumentado las reservas, que podrían utilizarse como amortiguador en caso de que esos capitales saliesen abruptamente. Sin embargo, algunos países (como Corea e Indonesia) siguen siendo vulnerables a la interrupción de los flujos internacionales de capital dado que dependen de la financiación externa (financiación de la banca mayorista en el primero y financiación de la renta fija en el segundo).

Desde nuestra última actualización se han incrementado los riesgos que conllevan el aumento del crecimiento y de la inflación. Además de las presiones de la demanda como consecuencia de un impulso de crecimiento mayor que el previsto (en especial en China), la entrada de capitales está exacerbando los riesgos inflacionistas. Los responsables de la política monetaria han frenado el ritmo de aumento de los tipos de interés para evitar nuevas presiones para revalorizar sus monedas. No obstante, si se demoran demasiado y/o se resisten a apreciar sus divisas, las presiones inflacionistas podrían cobrar fuerza, en especial en economías como la coreana y la indonesia. Además, los flujos de capital han incrementado los riesgos de que se produzcan desestabilizadoras burbujas de precios de activos. Y, por último, las crecientes fricciones entre China y EE.UU. en materia de cotización de monedas y de comercio han elevado el riesgo de proteccionismo. Además, la escalada de tensiones diplomáticas entre China y Japón podría resultar desestabilizadora para la región.

Por otra parte, no debemos olvidar los riesgos específicos de cada país. Aunque en Tailandia se ha producido una distensión política, el malestar social sigue siendo una amenaza que debe considerarse. Japón busca estimular su economía y evitar la deflación, en tanto que Vietnam se las ve y se las desea para mantener su estabilidad macroeconómica, con el lastre añadido de que en agosto pasado Fitch rebajó su calificación. Por último, son de destacar los riesgos que supone el recalentamiento de los mercados inmobiliarios de Hong Kong y Singapur.

## 5. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(tasa de crecimiento a/a)	2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)
EE.UU.	2,1	0,4	-2,6	2,7	2,3
UEM	2,9	0,3	-4,0	1,6	1,2
Pacífico asiático	7,6	4,2	2,0	6,8	5,5
Australia	5,0	2,1	1,2	3,3	3,3
Japón	2,4	-1,2	-5,2	3,0	1,5
China	14,2	9,6	9,1	10,1	9,2
Hong Kong	6,4	2,2	-2,8	6,3	4,8
India	9,5	7,4	6,7	8,5	8,2
Indonesia	6,3	6,0	4,5	5,9	6,4
Corea	5,1	2,3	0,2	6,1	4,5
Malasia	6,5	4,7	-1,7	7,1	5,0
Filipinas	7,1	3,7	1,1	6,9	4,5
Singapur	8,5	1,8	-1,3	14,5	5,0
Taiwán	6,0	0,7	-1,9	9,7	4,5
Tailandia	4,9	2,5	-2,2	8,2	4,2
Vietnam	8,5	6,3	5,3	6,5	6,9
Asia (excl. China)	5,2	2,1	-0,7	5,6	4,1
Mundo	5,3	3,0	-0,6	4,7	4,1

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 2

### Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

(tasa de crecimiento a/a)	2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)
EE.UU.	2,9	3,8	-0,3	1,6	1,2
UEM	2,1	3,3	0,3	1,6	1,7
Pacífico asiático	2,9	5,1	0,3	2,8	2,8
Australia	2,3	4,4	1,8	2,8	2,9
Japón	0,1	1,4	-1,4	-0,8	-0,4
China	4,8	5,9	-0,7	3,0	3,3
Hong Kong	2,0	4,3	0,5	2,4	4,0
India	5,0	8,7	2,1	9,4	6,8
Indonesia	6,0	9,8	4,8	5,2	5,7
Corea	2,5	4,7	2,8	2,9	3,1
Malasia	2,0	5,4	0,6	1,7	2,2
Filipinas	2,8	9,3	3,2	4,2	4,3
Singapur	2,1	6,6	0,6	3,0	2,5
Taiwán	1,8	3,5	-0,9	1,2	1,7
Tailandia	2,2	5,5	-0,8	3,4	3,3
Vietnam	8,3	23,1	7,1	9,0	8,5
Asia (excl. China)	2,2	4,8	0,7	2,8	2,6
Mundo	4,1	6,1	2,2	3,6	3,5

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 3

**Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (fin de periodo)**

		2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)
EE.UU.	EUR/USD	0,70	0,70	0,70	0,80	0,80
UEM	USD/EUR	1,40	1,50	1,40	1,30	1,30
Australia	USD/AUD	0,87	0,67	0,90	0,98	0,95
Japón	JPY/USD	112,5	96,1	92,1	83,0	95,0
China	CNY/USD	7,30	6,84	6,83	6,54	6,30
Hong Kong	HKD/USD	7,80	7,75	7,75	7,75	7,80
India	INR/USD	39,4	48,6	46,6	44,0	42,0
Indonesia	IDR/USD	9334	10838	9395	8900	8800
Corea	KRW/USD	931	1364	1166	1100	1000
Malasia	MYR/USD	3,33	3,56	3,52	3,10	3,14
Filipinas	PHP/USD	41,7	48,3	46,8	44,0	43,0
Singapur	SGD/USD	1,45	1,49	1,40	1,29	1,30
Taiwán	NTD/USD	32,4	33,0	32,3	30,6	30,0
Tailandia	THB/USD	30,2	34,8	33,3	30,0	31,5
Vietnam	VND/USD	16114	17433	18479	19500	20100

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 4

**Previsiones macroeconómicas: tipos de referencia (fin de periodo)**

(%)	2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)
EE.UU.	4,30	0,61	0,30	0,30	0,30
UEM	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00
Australia	6,75	4,25	3,75	4,75	5,25
Japón	0,46	0,10	0,10	0,00	0,00
China	7,47	5,31	5,31	5,56	6,06
Hong Kong	5,75	0,50	0,50	0,50	0,50
India	7,75	6,50	4,75	6,25	7,00
Indonesia	8,00	9,25	6,50	6,50	7,50
Corea	5,00	3,00	2,00	2,50	3,50
Malasia	3,50	3,25	2,00	2,75	3,25
Filipinas	5,45	5,90	4,00	4,00	4,75
Singapur	2,38	1,00	0,69	0,48	0,56
Taiwán	3,38	2,00	1,25	1,63	2,13
Tailandia	3,25	2,75	1,25	1,75	2,50
Vietnam	8,30	8,50	8,00	8,50	7,50

Fuentes: CEIC y BBVA Research

**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 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. 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 inconsistentes 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, 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 Orden 2001 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros (Promoción Financiera) de 2000 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 Orden 2001, (iii) aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Orden 2001.

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 Bolsa de Nueva York ni de la Asociación Nacional de Corredores de Valores (NASD) no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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 / Corporate Governance)".**

Este informe ha sido preparado por la Unidad de Asia, equipo de Economías Emergentes

*Economista Jefe de Economías*

*Emergentes del Grupo*

**Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

*Economista Jefe de Asia*

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

**Jenny Zheng**

jenny.zheng@bbva.com.hk

**Fielding Chen**

fielding.chen@bbva.com.hk

**Serena Wang**

serena.wang@bbva.com.hk

*Análisis de Mercados*

**Richard Li**

richard.li@bbva.com.hk

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*

**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Directores de Estrategia:*

*Normativas y Escenarios Económicos y Financieros*

**Mayte Ledo**

teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@grupobbva.com

Normativas

Escenarios Económicos

*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 de 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@bbva.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

*Estrategia de Clientes y Mercados:*

**Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Renta variable y Crédito

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriquez@grupobbva.com

Gestión de Activos

**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 Macroeconómico de México

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

## Datos de contacto

**BBVA Research**

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. +852-2582-3272

Fax. +852-2587-9717

researchasia@bbva.com.hk

Los informes de BBVA Research están disponibles en inglés, español y chino