

Situación Asia

Primer trimestre 2011

Análisis Económico

- Los resultados del PIB de toda Asia han seguido sorprendiendo al alza, de modo que se refuerza el papel de la región como motor de recuperación de la economía mundial. Esperamos que este sólido crecimiento continúe en 2011, aunque a un ritmo más moderado, gracias a la fuerte demanda de China y la India.
- La inflación se ha convertido en una preocupación creciente en Asia debido al aumento de los precios de los alimentos y de las materias primas, así como a las crecientes presiones de la demanda. Por consiguiente, hemos elevado nuestras previsiones de inflación para 2011 en varias economías; no obstante, los niveles de inflación deberían seguir siendo moderados.
- La orientación de la política de la región ha cambiado hacia el mantenimiento de la estabilidad de los precios. Esperamos nuevos ajustes monetarios acompañados de la apreciación de las monedas y de medidas prudentes a nivel macroeconómico para frenar las entradas de capitales y contener el crecimiento del crédito.
- Los riesgos apuntan al recalentamiento. Las brechas de producción están cerradas, y las entradas de capitales podría exacerbar las burbujas de precios de los activos. Por otra parte, siguen presentes los riesgos bajistas sobre las perspectivas debido a la fragilidad de las recuperaciones de los países industrializados y a la posibilidad de que continúen aumentando los precios de los alimentos y de las materias primas.



Índice

1. Entorno internacional: desacoplamientos en marcha	4
2. El asombroso repunte de Asia	7
3. Sostener el crecimiento y controlar a la vez la inflación.....	14
4. Los riesgos apuntan al recalentamiento.....	17
5. Tablas.....	18

Fecha de publicación: 9 de febrero de 2011

Resumen

Los resultados del PIB de toda Asia han seguido sorprendiendo al alza, de modo que se refuerza el papel de la región como motor de recuperación de la economía mundial. El crecimiento se ha sostenido gracias a la fuerte demanda de China y la India, incluso en una situación de crecimiento no equiparable en las economías industrializadas. El creciente comercio intrarregional y la sólida demanda interna son factores que explican los buenos resultados de Asia, y parece que ambos van a continuar.

El aumento de la inflación se ha convertido en la preocupación principal de toda la región. Las subidas de los precios de los alimentos y de las materias primas han generado inflación en el lado de la oferta, mientras que el cierre de las brechas de producción y el fuerte impulso de crecimiento crean presiones en el lado de la demanda. En consecuencia, los responsables de la política han cambiado su enfoque y ya no se centran en fomentar el crecimiento, sino en mantener la estabilidad de los precios, en especial mediante el ajuste de la política monetaria. Sin embargo, los bajos tipos de interés del entorno internacional plantean un problema a los responsables de la política de la región, ya que es probable que unos tipos internos más altos atraigan entradas de capitales.

Nuestras previsiones centrales siguen anticipando un fuerte crecimiento en 2011, pero a un ritmo más moderado, en línea con el potencial. Aunque el ritmo de crecimiento se ha moderado con respecto a los fuertes repentes de comienzos de 2010, la tendencia del cuarto trimestre mostró indicios de recuperación, y las perspectivas de que en 2011 continúe el crecimiento impulsado por una fuerte demanda interna son buenas. Por consiguiente, mantenemos nuestras previsiones de unas sólidas perspectivas para las economías asiáticas en 2011, con un crecimiento del 4,8% en toda Asia excluida China y un 9,2% en China.

En vista de las tendencias recientes, hemos elevado nuestras previsiones de inflación para 2011 en varias economías, entre las que se incluyen China, Hong Kong, Indonesia, Corea y Singapur, y Vietnam, mientras que mantenemos nuestras perspectivas de inflación moderada en la India. No obstante, nuestras previsiones centrales incorporan niveles de inflación relativamente modestos dadas las tendencias de crecimiento moderado y la estabilización que se prevé en los precios de las materias primas. Sin embargo, los riesgos a las perspectivas de inflación se inclinan claramente al alza.

Dados los riesgos de una mayor inflación y los dilemas que plantean unos tipos de interés más altos, los gobiernos están tomando medidas en diversos frentes. En particular, el ajuste monetario se acompaña de medidas prudentes a nivel macroeconómico para frenar las entradas de capitales y restringir el crecimiento del crédito, además de cierta tolerancia con respecto a una mayor apreciación de las monedas. En cuanto a la oferta, varios gobiernos han implementado medidas para frenar el aumento de los precios de los alimentos y amortiguar su impacto en los segmentos vulnerables de la población.

Los riesgos apuntan al recalentamiento. El cierre de las brechas de producción y las perspectivas de un fuerte impulso de crecimiento están generando presiones de demanda, como puede verse en el aumento de la inflación. Hay un riesgo de que la política monetaria no se ajuste lo bastante rápido o no se ajuste suficientemente como para contrarrestar nuevas presiones inflacionistas. También persisten los riesgos de burbujas de precios de los activos exacerbados por las perspectivas de nuevas entradas de capitales.

Por otra parte, siguen presentes los riesgos bajistas sobre las perspectivas debido a la fragilidad de las recuperaciones de los países industrializados. El aumento de los precios de los alimentos y de las materias primas también podría minar las trayectorias de crecimiento. No obstante, si se materializaran los riesgos a la baja, la mayoría de las economías asiáticas tendrían espacio para una mayor expansión fiscal que amortiguaría el impacto.

1. Entorno internacional: desacoplamientos en marcha

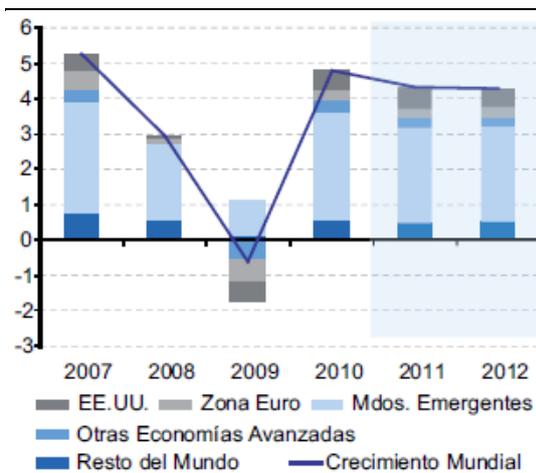
Antes de centrarnos en Asia, revisamos la [Situación Global](#)

Continuarán las divergencias en la economía mundial, ampliándose el desacoplamiento tanto en términos de crecimiento como de políticas

El crecimiento global se mantiene con fuerza. Tras cerrar 2010 con una tasa de crecimiento del 4,8%, se prevé que la economía mundial experimente una ligera desaceleración hasta niveles del 4,4% tanto en 2011 como en 2012: un comportamiento mejor de lo que podría haberse anticipado hace 12 meses. Esto se explica a través de la mejora de las perspectivas entre las economías avanzadas, debido a (i) unas mejores expectativas de crecimiento en EE.UU. tras las medidas de estímulo fiscal, y (ii) un sólido comportamiento de las principales economías del centro de Europa, que se han desacoplado de los países de la periferia, los cuales se ven lastrados por las tensiones de los mercados financieros. De hecho, a pesar de que las tensiones de los mercados financieros empeoraron en Europa durante el último trimestre de 2010, la actividad económica en la región ha podido acelerarse, demostrando de este modo –al menos temporalmente– un cierto grado de desacoplamiento también entre la actividad económica real y la financiera. En líneas generales, el patrón de crecimiento de la economía mundial se mantiene prácticamente sin cambios, dado que el verdadero motor de dinamización sigue siendo el mundo emergente, liderado por Asia (China e India en particular, véase Gráfico 1) al tiempo que las economías desarrolladas siguen cediendo terreno, más en Europa que en Estados Unidos.

Gráfico 1

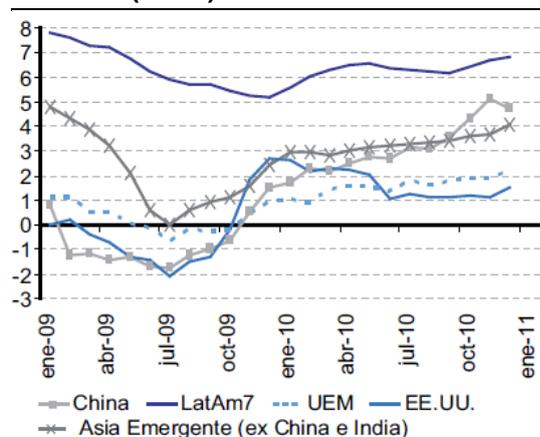
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Inflación (% a/a)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Todos estos desacoplamientos tienen tres importantes consecuencias de cara a las perspectivas. En primer lugar, la divergencia entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes seguirá conllevando unas políticas macroeconómicas diferenciadas en ambas regiones. Las políticas monetarias seguirán siendo altamente expansivas en Estados Unidos y en Europa, promoviendo la búsqueda de rentabilidades en otros ámbitos (en los mercados emergentes y, cada vez más, en las materias primas). Al mismo tiempo, están comenzando a aparecer signos de recalentamiento en algunos países de Asia y Latinoamérica, lo cual está empujando a las autoridades de estos países a considerar la implantación de políticas de endurecimiento monetario, antes de lo previsto anteriormente, debido a las incipientes presiones inflacionistas detectadas, especialmente en Asia (Gráfico 2). Los incentivos resultantes para la entrada de capital en las economías emergentes intensificarán los dilemas ya existentes en materia de políticas en ambas regiones entre, por un lado, las políticas de endurecimiento monetario que garanticen una transición fluida y, por otro, las políticas que eviten apreciaciones bruscas y repentinas de los tipos de cambio.

En segundo lugar, las divergencias de crecimiento entre EE.UU. y la UEM –junto con el riesgo financiero– ejercerán una presión bajista sobre el euro y, quizá aún más significativo, seguirán

dirigiendo la atención de los mercados hacia la relativa dificultad de la UEM para crecer, dados sus elevados niveles de deuda pública. Este es uno de los elementos –junto con los diferentes tamaños de los programas de compra de deuda pública de los bancos centrales y las tensiones sobre la gobernanza económica en Europa– que explican por qué los mercados no han reaccionado de forma significativa ante un retraso adicional de la consolidación fiscal en Estados Unidos. La diferencia entre esta falta de reacción y el castigo ejercido por los mercados sobre algunos países de Europa no podría ser mayor.

Finalmente, el creciente desacoplamiento experimentado dentro de la UEM empezará a presionar sobre la política monetaria común en la región, ya de por sí dividida entre un incipiente riesgo de inflación, especialmente en los principales países del centro de Europa, y la necesidad de seguir respaldando la estabilidad financiera, especialmente –aunque no exclusivamente– en las economías periféricas.

Repunta el crecimiento en las principales economías avanzadas, pero se mantienen las fragilidades. Las posibilidades de un escenario de recaída en la recesión en Estados Unidos, que considerábamos muy bajas, se han disipado. El riesgo de subida de los tipos de interés a largo plazo ha cobrado más relevancia

Tal y como esperábamos, EE.UU. no ha vuelto a caer en recesión y las posibilidades de que este escenario se produzca en el futuro se han disipado desde el verano. Este cambio de sentimiento se debe a cuatro factores fundamentales. En primer lugar, la mejora de los datos macroeconómicos a final de 2010 puso de relieve que el consumo en los hogares era más resistente de lo previsto. En segundo lugar, las contundentes medidas adoptadas por la Reserva Federal, implantando una segunda ronda de expansión cuantitativa (QE2) dio apoyo a los precios de la deuda en particular y a los precios de los activos en general. En tercer lugar, se espera que la reducción de la incertidumbre y el aumento de la confianza empresarial favorezcan la inversión. Por último, y quizá lo más importante, la aprobación de un nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 constituyó un importante impulso para reactivar el crecimiento económico. Por tanto, hemos ajustado al alza nuestra previsión de crecimiento para 2011 en 0,7 puntos porcentuales hasta el 3%.

Sin embargo, aún no han desaparecido las debilidades. Los mercados inmobiliarios se mantienen frágiles y siguen siendo susceptibles de dar sorpresas negativas. La renta de las familias sigue débil debido a que el ritmo de la recuperación económica no es suficiente para reducir las tasas de desempleo de forma significativa. Asimismo, el crecimiento del crédito y los procesos de titulización siguen siendo escasos. Si bien ninguno de estos factores debería impedir la recuperación, sigue desarrollándose un escenario en el que cualquier tensión adicional negativa podría perjudicar a la economía. Por el momento, este panorama de recuperación económica gradual con bajas presiones inflacionistas por el lado de la demanda permitirá que la política monetaria siga siendo expansiva durante un periodo prolongado de tiempo.

Asimismo, no deberían olvidarse las lecciones derivadas de la crisis de deuda soberana en Europa. La implantación del nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 supone un impulso al crecimiento en el corto plazo, en un momento en el que se percibían las dudas sobre una posible recaída en un escenario de recesión. Pero no debería sobrevalorarse la solidez ni la persistencia de los factores que han evitado una reacción negativa de los mercados de deuda ante un nuevo retraso en la consolidación fiscal en Estados Unidos. Las compras de bonos por parte de los bancos centrales y las tensiones experimentadas en Europa (y la huida a la calidad de la deuda pública estadounidense) son, por su propia naturaleza, factores a corto plazo que desaparecerán en el medio plazo y, antes de que eso suceda, Estados Unidos deberá mostrar su claro compromiso con la consolidación fiscal o, de lo contrario, se enfrentará a una subida repentina de los tipos de interés a largo plazo. Las agencias de calificación ya han empezado a señalar este riesgo. Hay tiempo para abordarlo pero deben ponerse en marcha las conversaciones y los planes oportunos con la mayor brevedad posible para reducir las preocupaciones fiscales a largo plazo.

Las reformas económicas e institucionales en Europa serán fundamentales para resolver la crisis financiera

Desde octubre de 2010, han vuelto a resurgir las tensiones financieras en Europa (Gráfico 3), especialmente en los países de la periferia. Las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y las pérdidas del sector financiero volvieron a aparecer, provocando una ampliación de los diferenciales de deuda soberana y las presiones sobre la financiación. Sin embargo, al contrario de lo sucedido en mayo, el efecto contagio a otros países europeos y fuera de la UE fue más limitado.

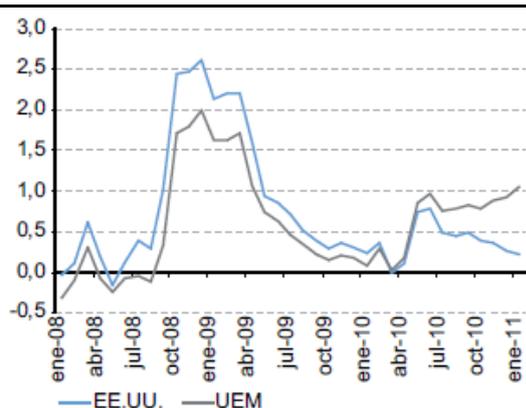
El aumento de las tensiones en los mercados financieros se debió fundamentalmente a dos factores. En primer lugar, la incertidumbre reinante en los mercados con respecto a la capacidad de las

instituciones europeas para abordar la crisis de la deuda soberana. Creció la tensión entre los inversores privados ante la propuesta de que tendrían que asumir las pérdidas derivadas de las posibles reestructuraciones a partir de 2013, y que probablemente serían necesarios recortes en la deuda existente para restablecer la sostenibilidad fiscal. El segundo desencadenante fueron las crecientes dudas acerca de la credibilidad de las pruebas de resistencia al sistema financiero, dada la necesidad de tener que ayudar a los bancos irlandeses poco después de que se considerara que tenían una capitalización adecuada. Estos dos desencadenantes se desarrollaron en un entorno de preocupación por la capacidad de algunos países periféricos como Portugal e Irlanda para cumplir sus objetivos de déficit fiscal y las dudas sobre la capacidad de algunas economías europeas para generar un ritmo de crecimiento suficiente que haga sostenible la carga de su deuda.

La fragilidad de la recuperación de los mercados financieros justo después del verano pone de manifiesto que los mercados están cada vez más centrados en los problemas de solvencia de la deuda soberana de algunos países que simplemente en preocupaciones por la liquidez. Esto pone de relieve la necesidad de implantar una solución integral, no sólo para resolver esta crisis, sino también para establecer un mecanismo sólido de prevención y resolución de crisis para el futuro. De cara a la prevención de futuras crisis, es necesario reforzar la coordinación fiscal, proporcionando mecanismos de absorción de posibles tensiones específicas en países concretos, pero reforzando también la vigilancia en el ámbito fiscal y en la dimensión macroeconómica (incluida la acumulación de desequilibrios en el sector privado). En cuanto a la resolución de la crisis, es necesario implantar un mecanismo claro y transparente que defina quién asumirá las pérdidas, de forma que se evite la volatilidad excesiva en los mercados debido a la incertidumbre, si bien probablemente a estas alturas revista una importancia fundamental que se garantice un mecanismo adecuado de transición.

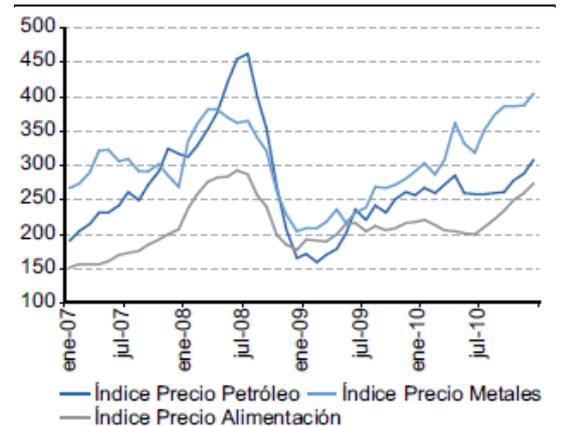
Tal y como se ha indicado anteriormente, el efecto contagio en clave financiera de este último episodio ha sido bastante limitado, incluidos los principales países europeos. De este modo, el crecimiento de la UEM en su conjunto ha sido mayor de lo esperado, especialmente debido a unos resultados muy positivos en Alemania y en otros de los países europeos centrales. Sin embargo, este desacoplamiento entre las tensiones financieras experimentadas por los países periféricos y la actividad de la economía real en Europa no durará si no se acuerda pronto una reforma integral de la gobernanza y si los países no siguen presentando reformas económicas para reducir su vulnerabilidad fiscal, reestructurar el sistema financiero e incrementar el potencial de crecimiento. El acuerdo que se alcance en el próximo Consejo Europeo resultará clave a este respecto.

Gráfico 3
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
Precios de las materias primas, (2000=100)



Fuente: BBVA Research

Los precios de las materias primas se estabilizarán pero los riesgos de inflación son cada vez más relevantes en las economías emergentes, economías que seguirán creciendo con fuerza

Los precios de las materias primas se han incrementado de manera generalizada en los últimos meses, situándose en niveles de máximos históricos en el caso de algunos metales (Gráfico 4). Esta escalada es coherente con lo que parece ser el inicio de una tendencia alcista a largo plazo de los precios de las materias primas impulsada por el aumento de la demanda en las economías emergentes, si bien es cierto que también existen otros factores a corto plazo que han contribuido a este repunte reciente, al menos en algunos tipos de materias primas. Por ejemplo, el rápido incremento de los precios de los alimentos en los últimos dos meses es, en gran medida, resultado de factores

puntuales asociados a la oferta (climatología adversa), que deberían ir remitiendo a lo largo de 2011. Asimismo, debido a las amplias condiciones de liquidez globales, los inversores han acudido en masa a las materias primas en su condición de activo, incrementado así las primas financieras de forma generalizada.

En adelante, esperamos que los precios de las materias primas en general se estabilicen en torno a los niveles actuales. En el caso de los precios de los alimentos, esto será resultado de la normalización de las cosechas en 2011. En el caso de los metales, el aumento de las existencias comenzará a incidir en los precios. Solo en el caso del petróleo esperamos un mercado más ajustado que siga empujando los precios ligeramente al alza durante 2011 pero que gradualmente irá relajándose. Esta relajación posterior se verá ayudada por una probable reducción de las tensiones financieras en Europa, que debería alejar los flujos de inversión de las materias primas para acercarse a otros activos con unas primas de riesgo más contenidas. Sin embargo, los riesgos están sesgados al alza ya que la fuerte demanda asiática seguirá favoreciendo la tendencia al alza de los precios en el medio plazo.

El incremento de los precios de las materias primas ha sido responsable, en parte, del aumento de la inflación observada en las economías emergentes a finales de 2010 (Gráfico 2). En particular, el incremento de los precios de los alimentos ha tenido un efecto directo e importante en el aumento de la inflación en una serie de países (especialmente de Asia) con el riesgo de contribuir a la inflación general. Sin embargo, en adelante, la estabilización prevista de los precios de los alimentos significará que este factor debería ser menos importante a la hora de determinar la inflación. Aunque el riesgo también ha aumentado en los países desarrollados, este es inferior que en las economías emergentes, dado que los precios de los alimentos tienen una menor ponderación en el IPC, al tiempo que la amplia capacidad productiva sin utilizar y las expectativas de anclaje de la inflación contribuirán a mantener controladas las presiones inflacionistas.

Más preocupante para las economías emergentes es el hecho de que el rápido crecimiento y la fuerte entrada de flujos de capital en Asia y Latinoamérica estén comenzando a generar un riesgo de recalentamiento de la economía, evidenciado en un aumento de la inflación pero también por el rápido crecimiento del crédito y de los precios de los activos. De hecho, esperamos que las economías asiáticas sigan creciendo con fuerza aunque, en nuestra opinión, las autoridades serán capaces de dirigir las hacia un "aterrizaje suave" evitando el recalentamiento, aunque sin duda existe un riesgo más pronunciado que hace tres meses. Impulsada por la demanda interna y los elevados precios de las materias primas, Latinoamérica crecerá con fuerza en 2011, convergiendo hacia un crecimiento potencial de en torno al 4% para el conjunto de la región. Tal y como se mencionó anteriormente, el principal desafío para ambas regiones será gestionar los dilemas que surjan en materia de políticas como resultado de la fuerte entrada de flujos de capital. Esperamos que las políticas de endurecimiento monetario se mantengan en la mayoría de los países, al tiempo que impongan unos controles administrativos cada vez más estrictos para limitar dicha entrada de flujos de capital y medidas prudenciales para limitar el crecimiento del crédito, especialmente en Asia.

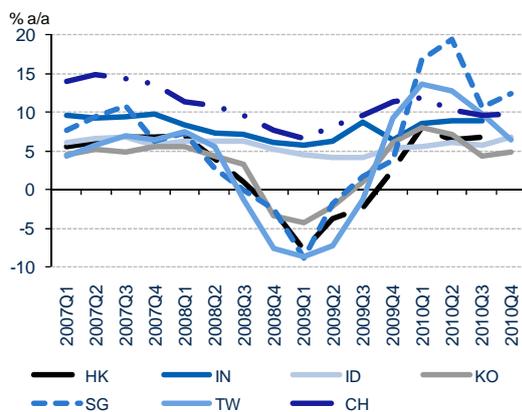
2. El asombroso repunte de Asia

Aunque se ha moderado con respecto al máximo alcanzado en la primera mitad de 2010, el repunte de la economía asiática ha continuado a un ritmo robusto en los últimos trimestres. Los resultados del PIB han seguido sorprendiendo al alza y, como se ha observado anteriormente, la región se ha convertido en un motor de recuperación para la economía mundial, que se sostiene por un crecimiento especialmente fuerte en China y la India. En vista de que el crecimiento en el mundo industrializado ha sido inferior, este asombroso comportamiento se debe al creciente comercio intrarregional y a la fuerte demanda interna, factores que al parecer van a continuar. Dado que se han cerrado las brechas de producción y que la inflación está en aumento, los riesgos apuntan al recalentamiento. Por consiguiente, los responsables de la política monetaria han cambiado su enfoque y ya no se centran en fomentar el crecimiento sino en mantener la estabilidad de los precios.

La solidez de las economías asiáticas, al igual que la de otros mercados emergentes, se debe en gran parte a la fortaleza de sus fundamentos, que incluyen sólidas posiciones fiscales, bajo nivel de deuda, alto nivel de reservas y sistemas bancarios bien capitalizados. Durante el pasado año, varias economías asiáticas han conseguido que las agencias especializadas mejoraran su calificación. Sólo en el cuarto trimestre de 2010 y el primer mes de 2011, por ejemplo, China, Hong Kong, Indonesia y Filipinas mejoraron su calificación, mientras que las perspectivas de Tailandia también mejoraron.¹ Sin embargo, hay excepciones, pues Vietnam recibió recientemente una rebaja de su calificación debido a la preocupación por el recalentamiento y por las presiones externas, y la calificación de Japón también se rebajó debido a su alta ratio de deuda pública (en torno al 200% del PIB).

Gráfico 5

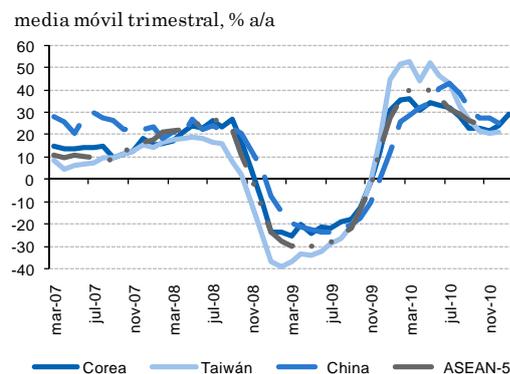
El crecimiento del PIB se está moderando con respecto al fuerte repunte de principios de 2010



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6

Las tendencias de exportación también se están moderando, pero siguen sorprendentemente fuertes

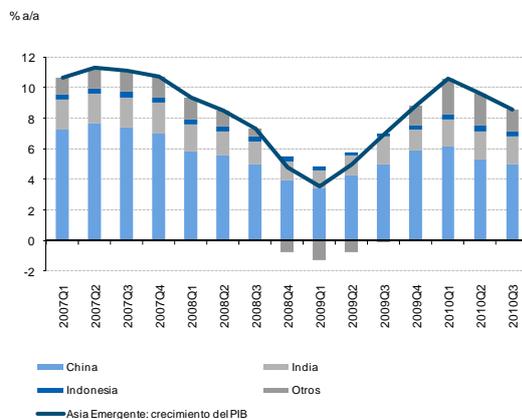


Fuentes: CEIC y BBVA Research

¹Moody's mejoró la calificación de China hasta el nivel Aa3 en noviembre y S&P la mejoró hasta el nivel AA- en diciembre; Hong Kong recibió mejoras por parte de Fitch, Moody's y S&P, en el último caso hasta el nivel AAA; Indonesia recibió una mejora de Moody's, que se unió a Fitch, hasta obtener una calificación un nivel por debajo del grado de inversión; y Filipinas recibió una mejora de la calificación de S&P hasta BB; asimismo, S&P mejoró las perspectivas de Tailandia, que pasaron de negativas a estables. En cambio, Moody's, que siguió la postura adoptada anteriormente por Fitch, rebajó la calificación de Vietnam; y S&P rebajó la calificación de Japón a AA- en enero.

Gráfico 7

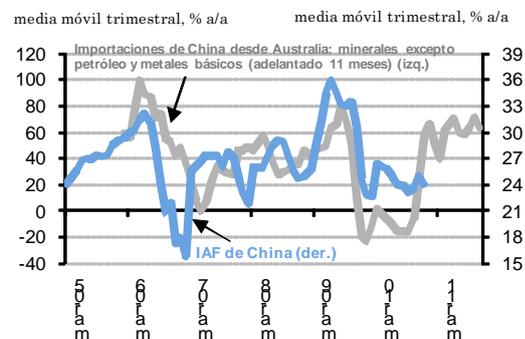
Tanto las economías pequeñas como las grandes impulsaron el crecimiento de la región en 2010



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8

Las exportaciones de materias primas de Australia a China están correlacionadas con la inversión fija de China



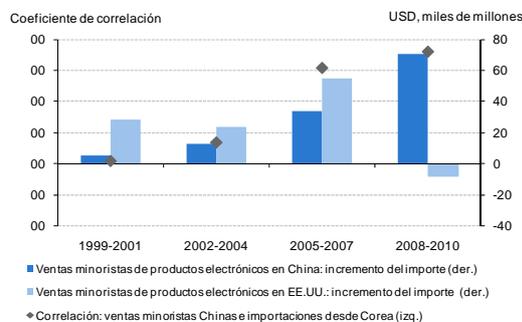
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Las fuertes exportaciones y la sólida demanda interna han sostenido el impulso

Tal como se esperaba, el ritmo de crecimiento de la región se moderó en la segunda mitad de 2010 tras el repunte extremadamente fuerte de la primera mitad, que resultaba insostenible (en Asia, excluida China, el crecimiento se moderó del 7,2% a/a en el 1S al 6,5% a/a en el 3T, y en China, del 11,1% a/a en el 1S hasta el 9,7% a/a en el 2S) (Gráficos 5 y 6). Como ya se señaló en nuestro último [informe trimestral sobre la Situación de Asia](#), esto era algo que se esperaba en vista del relajamiento del ciclo de los inventarios globales y la retirada del estímulo fiscal. Dicho esto, y dentro de la tendencia general a la moderación, los datos disponibles parecen indicar que después de un breve periodo de calma en el 3T, se volvió a tomar impulso de nuevo en el 4T, con un crecimiento que sorprendió al alza en China, Indonesia, Filipinas y Singapur y dio lugar a unos resultados de crecimiento anuales mejores de lo previsto (El PIB de Corea también sorprendió al alza en el 4T, aunque el crecimiento trimestral fue moderado). En contraste con 2009, cuando las economías más pequeñas y más abiertas de la región se contrajeron como consecuencia del colapso del comercio mundial, el crecimiento regional en 2010 fue impulsado tanto por las grandes economías como por las pequeñas (Gráfico 7).

Gráfico 9

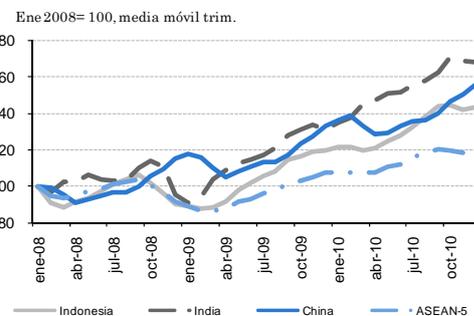
Las ventas minoristas de China son un motor cada vez más importante para las exportaciones coreanas



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 10

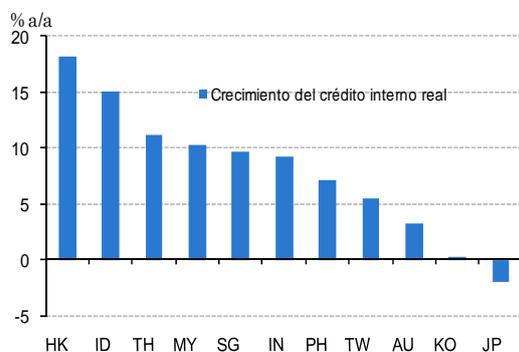
Las ventas minoristas* han aumentado debido a la fortaleza de los mercados de trabajo y a la confianza de los consumidores



* Índice de comercio minorista en términos reales
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 11

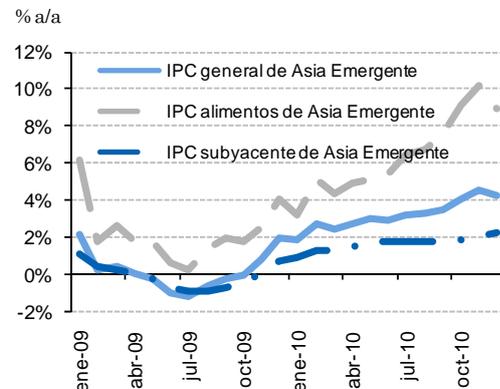
El rápido crecimiento del crédito apoya la demanda interna



Nota: datos de Australia, Japón, Hong Kong, Malasia, Singapur y Taiwán correspondientes a diciembre de 2010 y datos de la India, Indonesia, Corea, Filipinas y Tailandia correspondientes a noviembre de 2010.
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 12

La inflación ha sido impulsada por los precios de los alimentos, con repercusiones en la inflación subyacente



Fuentes: CEIC y BBVA Research

¿Cómo ha podido Asia mantener un impulso tan fuerte incluso cuando el crecimiento del mundo industrializado no ha estado al mismo nivel?

Un factor clave de la solidez del crecimiento de Asia radica en la robusta demanda procedente de China. Como muy bien se ha documentado, el apoyo del gobierno a los proyectos de infraestructuras, en combinación con la abundancia de liquidez y el aumento de la demanda de los consumidores, ha generado en China una sed de materias primas, así como de bienes de consumo y de capital. Lo primero ha beneficiado a las economías exportadoras de materias primas, como Australia e Indonesia, mientras que lo último ha beneficiado a las economías exportadoras de maquinaria y productos electrónicos, como Corea, Filipinas y Taiwán.

A medida que aumenta la demanda de importación de China, su ciclo económico es cada vez más importante para la región. Tal como se muestra en el Gráfico 8, las exportaciones de materias primas de Australia a China, cuyo peso es cada vez mayor en el total de las exportaciones de Australia (16,7% en 2010 en comparación con un 6,9% en 2005), tienen una elevada correlación con la inversión en activos fijos de China. Y tal como se muestra en el Gráfico 9, las importaciones de China desde Corea indican una creciente correlación con su demanda interna, lo que sugiere que la creciente cuota de sus compras de productos coreanos va a parar al consumo final, no a los productos de procesamiento (China es el mayor destino de exportación de Corea, con una cuota del 25,1% del total de las exportaciones en 2010). Por tanto, el crecimiento de las ventas minoristas de productos electrónicos que se ha producido en China ha sido importante para contrarrestar el debilitamiento de las ventas minoristas en EE.UU.

Además de China, la solidez de la demanda interna de las otras dos grandes economías de la región, la India e Indonesia, también ha contribuido a reforzar el crecimiento regional. Durante los tres primeros trimestres de 2010, el PIB de la India creció un impresionante 8,8% a/a, sostenido por la inversión enfocada hacia las infraestructuras, lo que ha llevado a una mayor demanda de importación de materias primas. En cuanto a Indonesia, el crecimiento de todo el año 2010 registró un fuerte valor del 6,1%, gracias al aumento del consumo y al rápido crecimiento del crédito (15,1% a/a de crecimiento real a noviembre de 2010).

A un nivel más general y debido a la mejora de las condiciones de los mercados de trabajo y a una mayor confianza de los consumidores, se ha producido un repunte en el consumo privado de muchas economías de la región, de modo que las ventas minoristas de Hong Kong y Corea, por ejemplo, resultaron mejor de lo previsto en el 4T de 2010 (Gráfico 10). El crecimiento del crédito, que es cada vez mayor en toda la región, ha impulsado aún más el consumo privado, y ha hecho aumentar en particular la inversión. En términos reales, el crecimiento del crédito interno en Hong Kong, entre los más rápidos de la región, alcanzó el 18,1% a/a en diciembre de 2010 (Gráfico 11). En cambio, el crecimiento del crédito sigue lento en Corea, ya que la economía se encuentra todavía en proceso de desapalancamiento.

El aumento de la inflación y las burbujas de precios de los activos son las preocupaciones predominantes.

Las subidas de los precios de los alimentos y de las materias primas han creado presiones inflacionistas en el lado de la oferta, mientras que el cierre de las brechas de producción y unas tasas de crecimiento todavía fuertes generan cada vez más presiones en el lado de la demanda. Las tasas de inflación subyacentes se mantienen por lo general bajas, pero están aumentando (Gráfico 12). Por consiguiente, la inflación se ha convertido en la preocupación política predominante de la región, y por ahora supera a la inquietud acerca de las entradas de capitales, razón por la que los bancos centrales han subido los tipos de interés para poner freno a las expectativas inflacionistas.

Por el lado de la oferta, los factores específicos de cada país, como las perturbaciones relacionadas con el clima, han jugado un papel importante. Además, los aumentos globales en los precios de la energía y las materias primas también han sido factores relevantes en el lado de la oferta. En Australia, las recientes inundaciones han impulsado al alza los precios del carbón y han afectado a los canales de suministro, lo que ha dado lugar a una inflación un poco más alta. La inflación de los precios de los alimentos ha sido especialmente fuerte en la India (13,6% a/a en diciembre de 2010), China (9,6% a/a en diciembre de 2010), Indonesia (16,2% a/a en enero de 2011) y Corea (11,6% a/a en enero de 2011). La India y Vietnam estuvieron luchando contra la inflación durante gran parte del pasado año, con una inflación impulsada no sólo por el aumento de los precios de los alimentos, sino también por las presiones de recalentamiento. Más recientemente, Indonesia ha experimentado un repunte significativo de la inflación, que alcanzó el 7,0% en enero, muy por encima del objetivo de inflación, situado entre el 4 y el 6%. De igual modo, Corea experimentó en enero un aumento de la inflación hasta el 4%, también por encima de su objetivo de inflación, entre un 2 y un 4%.

Hay que destacar que la inflación de los precios de los alimentos no se ha producido en toda la región (Gráfico 13). Por ejemplo, en Taiwán y Filipinas, los precios de los alimentos se han mantenido relativamente estables gracias a unas condiciones climáticas favorables. En Singapur, donde la mayoría de los productos alimenticios son importados, la apreciación de la moneda ha contribuido a mantener la inflación bajo control, mientras que en Malasia, el control sobre la inflación de los precios de los alimentos se ha mantenido gracias a unas subvenciones considerables.

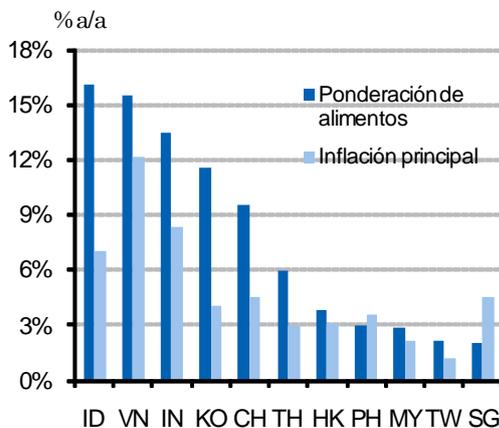
Además de los factores del lado de la oferta, el fuerte impulso de crecimiento y el cierre de las brechas de producción están generando presiones de demanda, bien a través de las expectativas de inflación futura por parte de los consumidores o bien por las demandas de salarios de los trabajadores (Gráfico 14). En algunos mercados, como los de Hong Kong y Singapur, el aumento de los costes de la vivienda está provocando ahora una mayor inflación, en especial cuando el aumento de las tasas de los alquileres entra en el IPC con retraso. Las presiones del lado de la demanda y los efectos secundarios de los aumentos que se han producido en los alimentos y en las materias primas se observan cada vez más en el aumento de la inflación subyacente, como en el caso de Hong Kong, Corea, Malasia y Tailandia (Gráfico 15). En cambio, la deflación persiste en Japón.

En los mercados de activos, continúan los riesgos de que se formen burbujas de precios debido al rápido crecimiento del crédito y a las entradas de capitales (Gráficos 16 y 17). Hasta cierto punto, las preocupaciones inmediatas acerca de las burbujas de precios de los activos han retrocedido como consecuencia de una reciente moderación en las entradas de capitales y después de las medidas prudentes a nivel macroeconómico que se han anunciado en algunos países (véase más abajo). No obstante, el riesgo sigue presente, en especial dadas las perspectivas de nuevas entradas de capitales en lo que queda de 2011. El sector inmobiliario de Hong Kong sigue particularmente expuesto a las burbujas de precios debido a la cuenta de capital abierta y al sistema de tasa de cambio vinculado al dólar estadounidense.

Los responsables de las políticas económicas han intensificado las medidas para frenar la inflación

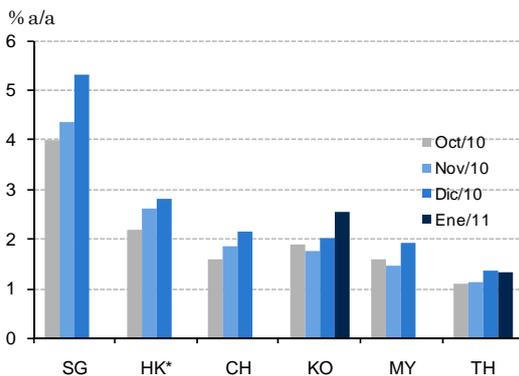
Los responsables de las políticas económicas asiáticas han implementado diversas medidas administrativas para contrarrestar la inflación de los precios de los alimentos, aunque en conjunto, dichas medidas han sido limitadas. Las autoridades coreanas anunciaron un paquete de medidas antiinflacionistas en enero, que incluía la congelación de las tasas universitarias y los precios de los servicios públicos, recortes de aranceles, mayor supervisión de las "irregularidades de los precios" para limitar la especulación, y medidas para aumentar los insumos alimenticios. Del mismo modo, Tailandia anunció recientemente subvenciones a las importaciones de combustibles y aceite de palma, mientras que Indonesia ha reducido o eliminado los aranceles sobre artículos alimentarios de primera necesidad, y Vietnam ha impuesto controles de precios sobre productos básicos como la electricidad y los fertilizantes. También se ha difundido que en la India se han prohibido las exportaciones de algunos artículos de primera necesidad para aumentar los insumos en el mercado local.

Gráfico 13
La inflación de los precios de los alimentos es irregular, ya que refleja factores específicos de cada país



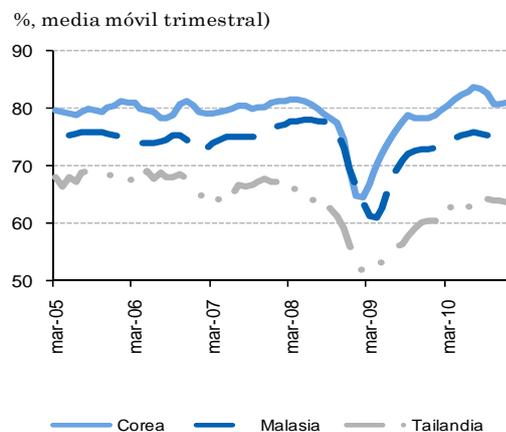
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 15
Repunta la inflatión subyacente en algunas economías



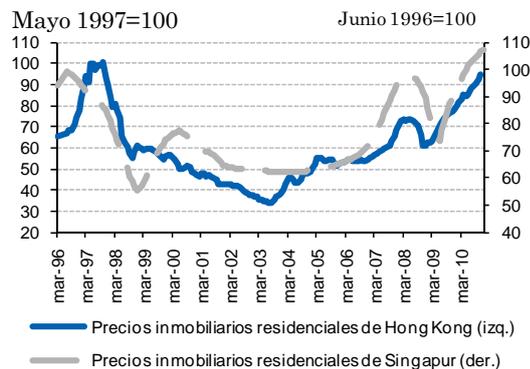
* excluyendo el efecto de la medida excepcional de alivio del gobierno
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 14
Las ratios de utilizatión de la capacidad están en o por encima de niveles históricamente normales



Fuentes: CEIC y BBVA Research

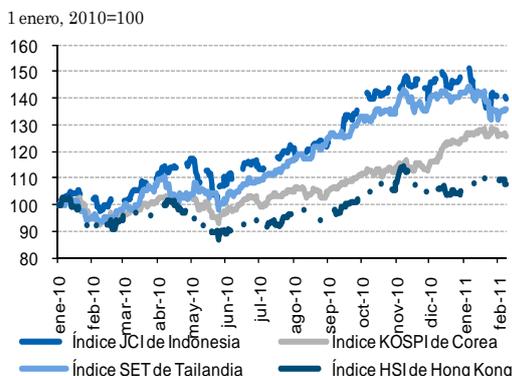
Gráfico 16
Los precios inmobiliarios se aceleran en Hong Kong y Singapur



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 17

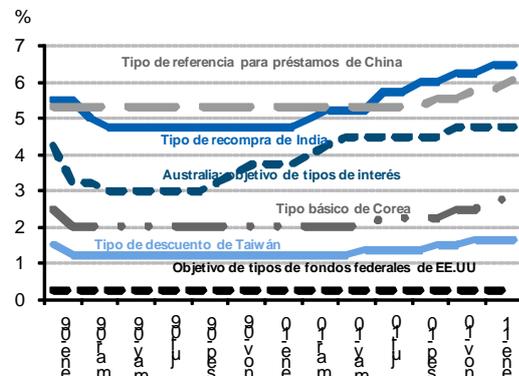
Los mercados bursátiles han sido impulsados por las entradas de capitales y las perspectivas de crecimiento



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 18

Los bancos centrales asiáticos están subiendo los tipos de interés para controlar las expectativas inflacionistas



Fuentes: CEIC y BBVA Research

El ajuste de la política monetaria sigue siendo el ingrediente más importante de la respuesta política (Gráfico 18), aunque los responsables de la misma se enfrentan a un dilema dadas las perspectivas de entradas de capitales atraídos por unos tipos de interés más altos. China y la India han sido hasta ahora de los más agresivos en cuanto al ajuste de la política monetaria. En concreto, China empezó a subir los tipos de interés el pasado mes de octubre (hasta ahora se han producido tres subidas), además de aplicar una serie de subidas agresivas a los requisitos de reservas obligatorias, mientras que la India ha continuado subiendo los tipos de interés, incluida una séptima subida en enero. Corea, Tailandia y Taiwán también han subido los tipos en los últimos meses, y el Banco de Indonesia efectuó su primera subida de tipos, de 25 pb, a principios de febrero para evitar que la inflación temporal de los alimentos se trasladara a otros factores domésticos más persistentes. Filipinas sigue siendo el único que mantiene su negativa, ya que tanto la inflación subyacente como el índice general de precios siguen de momento moderados, lo que permite al banco central mantener los tipos de referencia sin cambios al mínimo histórico del 4% (por ahora).

Las medidas prudentes a nivel macroeconómico se han convertido en un instrumento favorito para limitar las entradas de capitales y prevenir las burbujas de precios de los activos

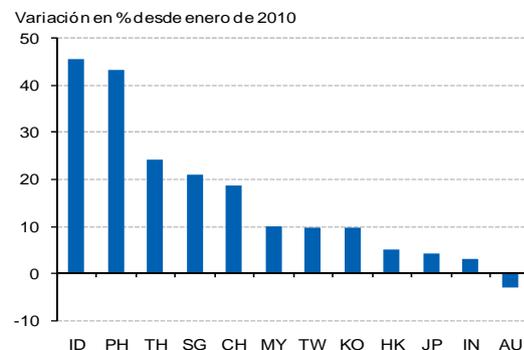
En respuesta a las entradas de capitales, los responsables políticos han permitido que se produjera cierta apreciación, a la vez que han intervenido para moderar el ritmo (Gráficos 19 y 20). Al mismo tiempo, las medidas prudentes a nivel macroeconómico se han convertido en un instrumento favorito para limitar las entradas de capitales y prevenir las burbujas de precios de los activos. La urgencia de aplicar tales medidas se ha alejado en los últimos meses debido a que las entradas de capitales se han moderado por una mayor aversión al riesgo como consecuencia de la inquietud sobre la deuda europea y las tensiones geopolíticas, así como a causa de las perspectivas de una recuperación más fuerte en EE.UU. y en los países centrales de Europa (Gráfico 21 y 22). No obstante, los responsables de las políticas monetarias siguen inquietos ante la llegada de nuevas entradas de capitales, que es probable que se reanuden dadas las perspectivas de nuevas subidas de tipos en la región y sus fuertes perspectivas de crecimiento.

Gráfico 19
Las presiones de apreciación de las monedas se han moderado temporalmente



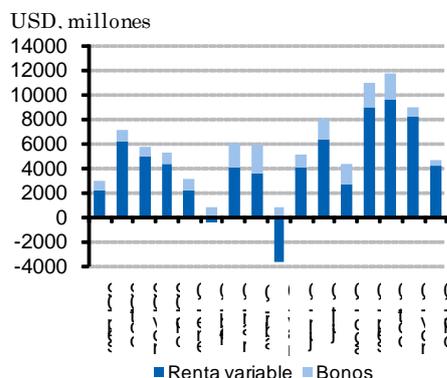
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 20
Las reservas de divisas han aumentado debido a la intervención para desacelerar la apreciación



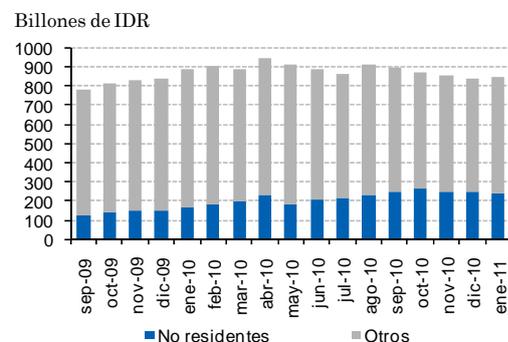
* Datos disponibles hasta enero de 2011 para Australia, Japón, Corea, Filipinas y Singapur, hasta noviembre de 2010 para la India y hasta diciembre de 2010 para el resto de los países. Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 21
Las entradas exteriores netas de cartera a Asia* se han desacelerado en los últimos meses...



* Incluye China, Hong Kong, la India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Pakistán, Singapur, Sri Lanka, Taiwán, Tailandia y Vietnam. Fuentes: EPFR Global y BBVA Research

Gráfico 22
...como lo demuestra la estabilización de la tenencia de bonos por parte de extranjeros en Indonesia



Nota: tenencias de bonos emitidos por el gobierno y pagarés del BI (SBI) Fuentes: Banco de Indonesia y BBVA Research

El hecho de recurrir a medidas prudentes a nivel macroeconómico más que a controles de capital directos, refleja, en nuestra opinión, el deseo de los responsables políticos de la región de permitir que sus mercados internos sigan integrados en los mercados de capital mundiales, aislando a la vez sus economías de las volátiles entradas de capitales a corto plazo. En algunos casos, las medidas prudentes a nivel macroeconómico también pueden verse como una respuesta más apropiada y más enfocada a las burbujas de precios de los activos, por ejemplo en los mercados de la vivienda.

Corea, Indonesia, Tailandia y Taiwán han sido especialmente activos en la implementación de medidas prudentes a nivel macroeconómico para frenar los flujos de capital (en algunos casos, en vez de utilizar nuevos instrumentos, se han reforzado las regulaciones existentes), mientras que China, Hong Kong y Singapur han implementado dichas medidas para desacelerar el crecimiento del crédito y evitar burbujas inmobiliarias (Tabla 1). Entre las medidas más recientes a este respecto, están las tomadas por Corea, donde en noviembre y diciembre se anunciaron retenciones de impuestos sobre las tenencias extranjeras de bonos emitidos por el gobierno, además de un escrutinio más estricto de las posiciones de los mercados derivados en moneda extranjera y una nueva tasa sobre el crédito exterior a corto plazo de los bancos. Indonesia ha reintroducido recientemente un límite de capital del 30% en

el crédito exterior a corto plazo de los bancos y ha elevado los requisitos de reserva en los depósitos en moneda extranjera, mientras que Taiwán ajustó el techo en las posiciones de los derivados cambiarios sin entrega física y aumentó los requisitos de reservas en los depósitos en moneda local de los no residentes.

En Hong Kong, el pasado mes de noviembre, las autoridades tomaron medidas para enfriar el mercado inmobiliario, medidas que incluyen un impuesto del 5 al 15% sobre las ventas inmobiliarias a corto plazo. China y Singapur han elevado recientemente los requisitos de entrada para las segundas hipotecas.

Tabla 1

Recientes medidas prudentes a nivel macroeconómico para reducir las entradas de capitales (desde el pasado octubre)

Introducción o restablecimiento de retenciones fiscales	<ul style="list-style-type: none"> Tailandia reimpuso una retención fiscal del 15% en las compras extranjeras de los bonos emitidos por el gobierno (12 de octubre, 2010). Corea recuperó una retención fiscal del 14% en la tenencia por parte de extranjeros de bonos emitidos por el gobierno (22 de noviembre, 2010).
Restricción de los créditos externos de los bancos	<ul style="list-style-type: none"> Corea propuso gravámenes sobre los pasivos (no depósitos) en moneda extranjera de los bancos (19 de diciembre, 2010). Indonesia limitó el crédito exterior a corto plazo de los bancos al 30% de su capital (30 de diciembre, 2010).
Freno a la tenencia de derivados cambiarios por parte de los bancos	<ul style="list-style-type: none"> Corea endureció las restricciones sobre la tenencia de derivados cambiarios por parte de los bancos tanto para los bancos nacionales (50% del capital) como para los bancos extranjeros (250% del capital) en junio de 2010. Taiwán ajustó el techo de las tenencias de los bancos de derivados sin entrega física en dólares taiwaneses del 33% al 20% de sus posiciones en moneda local (28 de diciembre, 2010).
Aumento de los requisitos de reservas sobre los depósitos en divisas	<ul style="list-style-type: none"> Indonesia elevó los requisitos de reserva sobre los depósitos en divisas del 1% al 5% a partir de marzo de 2011, y al 8% a partir de junio de 2011 (30 de diciembre, 2010). Taiwán impuso un requisito de reservas del 25% sobre los depósitos en moneda local de los no residentes desde el 30 de diciembre de 2010, y del 90% en cualquier incremento neto a partir de entonces.
Restricción de las inversiones de fondos externos en mercados de cartera internos	<ul style="list-style-type: none"> Taiwán restringió los fondos externos impidiéndoles invertir más del 30% de sus carteras en productos del mercado monetario y en todos los tipos de deuda pública con plazos inferiores a un año (9 de noviembre, 2010).
Reducción de las entradas de capitales en los mercados inmobiliarios internos	<ul style="list-style-type: none"> Hong Kong restringió temporalmente la inmigración basada en la inversión en vivienda (13 de octubre, 2010). China restringió la compra de viviendas por parte de extranjeros, permitiendo un máximo de una casa como residencia personal a los extranjeros que trabajen en China durante más de un año (15 de noviembre, 2010).
Fomento de la salida de capitales	<ul style="list-style-type: none"> Tailandia flexibilizó los límites de las inversiones en el extranjero (23 de septiembre, 2010). China permitió a los exportadores mantener sus ingresos en divisas en cuentas en el extranjero (31 de diciembre, 2010). China permitió a las empresas de determinadas regiones piloto hacer inversiones directas en el extranjero (excepto inversiones financieras) en RMB (13 de enero, 2011).

Nota: Además de las medidas anteriores, Indonesia ya había impuesto un periodo de retención de un mes en los Certificados del Banco de Indonesia (SBI) en junio de 2010, y Taiwán había prohibido a los inversores internacionales la colocación de fondos en imposiciones a plazo desde noviembre de 2009.

Fuente: BBVA Research

3. Sostener el crecimiento y controlar a la vez la inflación

Las economías asiáticas se enfrentan a dos pruebas importantes en 2011. La primera es su capacidad para sostener el crecimiento en vista de las inciertas perspectivas de la demanda externa debido a la fragilidad de las principales economías avanzadas. Como hemos observado anteriormente, creemos que las perspectivas son buenas dado que continúa el fuerte impulso de crecimiento en 2011 y la demanda interna es sólida, en especial en las economías más grandes de la región. La segunda prueba es su capacidad para manejar este crecimiento sin caer en el recalentamiento, dadas las crecientes presiones inflacionistas y las perspectivas de nuevas entradas de capitales. En este frente, se requerirá una política monetaria más ajustada, con el riesgo de que los bancos centrales se hayan quedado ya rezagados o de que no suban los tipos lo suficiente debido a las preocupaciones por que se generen entradas de capitales.

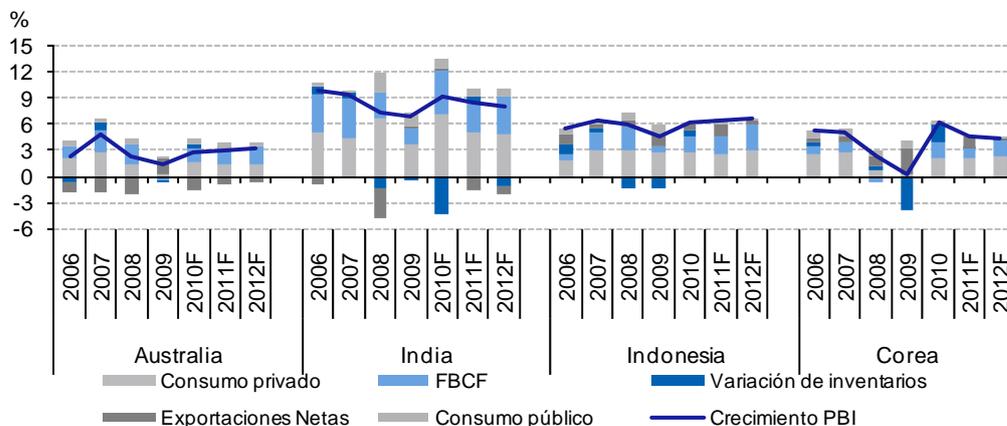
Nuestro escenario central anticipa una saludable moderación del crecimiento, donde la demanda interna se convierte en su motor principal.

Mantenemos nuestras previsiones de unas perspectivas de crecimiento sólidas aunque moderadas para las economías asiáticas en 2011 (Asia excluida China: 4,8%; China: 9,2%). Se prevé que las tasas de crecimiento de 2011 se moderarán en todas las economías, excepto en el caso de Indonesia y Vietnam, donde anticipamos modestos repuntes hacia el potencial de crecimiento a medio plazo (Tabla 2). A pesar de un mayor ajuste de la política monetaria, esperamos que continúe un fuerte crecimiento en China y en la India como consecuencia de su sólida demanda interna. Hemos recortado nuestras previsiones para Australia hasta el 3,0% desde el 3,3% anterior, como consecuencia de las recientes inundaciones que han asolado Queensland, cuyo resultado se calcula que será una modesta pérdida de producción. Aunque se espera que Japón haya alcanzado un fuerte crecimiento del 4,3% en 2010, esperamos que, en línea con nuestras previsiones anteriores, este ritmo de crecimiento se modere hasta el 1,5% en 2011 debido a la lentitud de la demanda interna y a la falta de posibilidades de compensación por parte del gasto público dada la necesidad de reducir los altos niveles de deuda pública.

Tras los fuertes repuntes de 2010 en las economías más pequeñas y más dependientes de las exportaciones de la región, se prevé que el crecimiento se moderará en línea con el potencial. Esperamos que el crecimiento de Hong Kong, por ejemplo, se modere desde el 6,5% en 2010 hasta el 5,0% en 2011, ya que la sólida demanda interna y los excedentes de China sostendrán el crecimiento aunque se modere la demanda externa. En Corea, Taiwán y Singapur, también se espera que la tendencia del crecimiento vuelva hacia el potencial desde el repunte extraordinariamente fuerte que se produjo el año pasado como consecuencia de la inflexión del comercio mundial. En general, prevemos que el impulso de crecimiento trimestral de la región será inferior en la primera parte de 2011, con un ligero repunte en la segunda mitad a medida que continúen avanzado las recuperaciones de las economías avanzadas (Asia excluida China: 4,6% a/a en el 1S y 5,0% a/a en el 2S).

El crecimiento impulsado por la demanda interna (Gráfico 33) debería contribuir al proceso de reequilibrio mundial. En particular, la fuerte demanda interna de China, la India e Indonesia, derivada del consumo privado y de los actuales proyectos de inversión en infraestructura, debería contribuir a reducir el superávit por cuenta corriente cuando corresponda (en la India hay un déficit por cuenta corriente).

Gráfico 23

Previsiones de PIB seleccionadas: crecimiento impulsado por la demanda interna

Fuentes: CEIC y BBVA Research

El aumento de la inflación es la revisión principal de nuestras perspectivas

Las revisiones más significativas de nuestras perspectivas se refieren a la inflación, donde hemos aumentado nuestras previsiones en varias economías debido a la influencia del aumento de los precios de los alimentos y de las materias primas y a las presiones de recalentamiento. Dicho esto, nuestro escenario central anticipa que la inflación se mantendrá moderada, aunque vemos riesgos alcistas para las perspectivas.

Las revisiones al alza más significativas para 2011 (promedios del periodo) corresponden a China (del 3,3% anterior al 4,5%), Hong Kong (del 4,0% al 5,2%), Indonesia (del 5,7% al 6,2%), Singapur (del 2,5% al 3,5%) y Corea (del 3,1% al 3,4%). La inflación es especialmente preocupante en Vietnam, donde la combinación del aumento de los precios de los alimentos, la depreciación de la moneda y las presiones de recalentamiento han llevado a una aceleración; por tanto, hemos elevado nuestras previsiones de inflación para Vietnam del 8,5% previsto anteriormente al 9,9%. También hemos revisado nuestras perspectivas para Australia, que serán marginalmente más altas en vista de los problemas ocasionados por las inundaciones en las cadenas de suministro (del 2,9% al 3,0%). Y por último, prevemos que la inflación se mantendrá alta en la India (6,8%), en línea con nuestras previsiones anteriores, en tanto que las autoridades continúan ajustando la política monetaria para controlar las expectativas de inflación (Tabla 3).

A pesar del repunte de la inflación, esperamos que en general los niveles sigan siendo moderados. Esto se basa en nuestras previsiones mundiales de estabilización o caída de los precios de los alimentos y de las materias primas y en una moderación de las tasas de crecimiento hacia el potencial, lo que limitaría las presiones de recalentamiento. Además, los esfuerzos de los gobiernos por mejorar la oferta y la distribución de los principales productos básicos deberían contribuir a ello, al igual que los nuevos ajustes monetarios previstos y la apreciación de las monedas. Partiendo de estas premisas, esperamos que la inflación llegué a su nivel máximo a mediados de 2011 en la mayoría de las economías asiáticas, para moderarse gradualmente a partir de entonces.

Pero a pesar de este optimismo, vemos riesgos al alza en las perspectivas de inflación, especialmente si los precios de los alimentos y de las materias primas no se moderan según lo previsto. Además, los riesgos de que se retrasen las subidas de los tipos de interés a causa de las preocupaciones sobre las entradas de capitales podrían llevar a una mayor inflación y a la creación de burbujas de activos.

Se prevé que la apreciación de las monedas continuará a un ritmo más lento

Dado el aumento de los diferenciales de los tipos de interés y la solidez de las perspectivas de crecimiento, prevemos que la mayoría de las monedas asiáticas seguirá bajo presiones de apreciación en 2011, lo que conduciría a nuevas entradas de capitales. Sin embargo, el ritmo de apreciación frente al dólar estadounidense será probablemente moderado en vista de nuestras expectativas de una tendencia al fortalecimiento del dólar frente a otras monedas importantes (especialmente frente al euro y el yen), y debido también a una mayor resistencia por parte de los bancos centrales a permitir una

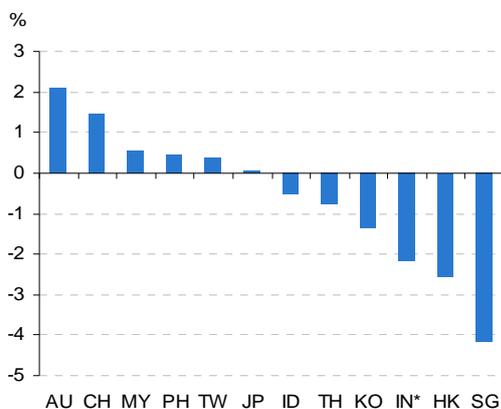
apreciación significativa, lo que incluye nuevas intervenciones en los mercados de divisas y medidas prudentes a nivel macroeconómico para limitar los flujos de entrada. Una nueva apreciación gradual del RMB de aproximadamente un 5% frente al UDS en el transcurso de 2011, también debería apoyar la tendencia a la apreciación de las monedas asiáticas (Tabla 4).

La perspectiva con respecto a las políticas es que se producirá un ajuste adicional

Los responsables económicos se enfrentan al dilema de tener que ajustar la política monetaria para evitar las presiones de recalentamiento, controlando al mismo tiempo las entradas de capitales en un entorno de tipos de interés bajos a nivel mundial. Este problema ha dado lugar al uso de un conjunto de instrumentos políticos eclécticos, que incluyen el ajuste monetario acompañado de medidas prudentes a nivel macroeconómico adicionales para desacelerar el crecimiento del crédito y las entradas de capitales, así como medidas administrativas, en algunos casos, para moderar los precios de los alimentos.

Gráfico 24

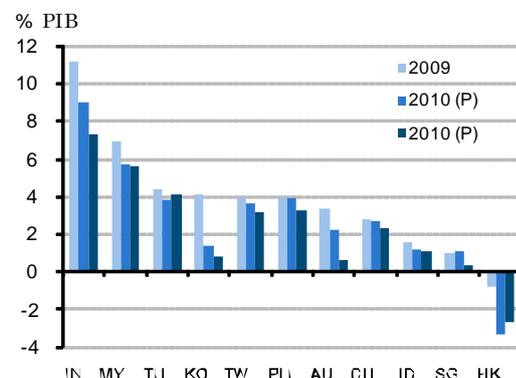
Los tipos de referencia reales siguen siendo negativos en muchos países asiáticos



*El tipo de referencia real de la India se calcula utilizando el IPM
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 25

La mayoría de las economías emergentes de Asia tienen como objetivo reducir sus déficits en 2011



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Creemos que hay posibilidades de que se produzcan más ajustes monetarios en 2011 y es probable que se adelanten en vista de la flexibilidad de las políticas monetarias actuales (Gráfico 24) y del aumento de la inflación. Anticipamos cuatro nuevas subidas de los tipos de 12,5 pb en Taiwán, tres nuevas subidas 25 pb en Corea y dos nuevas subidas de 25 pb en Australia, China, la India, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia durante este año (Tabla 5). En algunos casos, es posible que estos movimientos alcistas de los tipos se complementen con medidas cuantitativas adicionales para absorber la liquidez, lo que se hará mediante aumentos de los requisitos de reservas y operaciones de mercado abierto, particularmente en China, y también posiblemente en la India e Indonesia.

En la mayoría de los casos ya se ha retirado el estímulo fiscal (Gráfico 25), con la excepción de China, cuyas autoridades han señalado que habrá apoyos fiscales en 2011. A corto plazo, es probable que la política fiscal de gran parte de la región se oriente hacia la reducción del impacto del aumento de los precios de los alimentos y de las materias primas sobre los segmentos de rentas bajas de la población, aunque se espera que algunos países, como Indonesia, recorten las subvenciones a la energía en el transcurso de 2011 mediante ajustes de las tarifas eléctricas o de los precios de los combustibles. Aunque las posiciones fiscales de la mayoría de las economías asiáticas son sólidas, hay un puñado de países con altos niveles de déficit y/o de deuda donde la consolidación fiscal es una prioridad, específicamente la India, Malasia y Japón.

4. Riesgo de recalentamiento

Durante gran parte de 2010, los riesgos de la región estuvieron equilibrados entre las inciertas perspectivas de la demanda externa por un lado y los riesgos alcistas para el crecimiento y la inflación por otro. Dado que se han cerrado las brechas de producción y que la inflación ha aumentado, los riesgos apuntan ahora hacia el recalentamiento. La fuerte demanda interna y las perspectivas de mejora de EE.UU. hacen más probable que las economías asiáticas puedan mantener un crecimiento fuerte en 2011. En vista de ello, parece apropiado que los responsables de la política económica hayan pasado de fomentar el crecimiento a tratar de mantener la estabilidad de los precios. De hecho, el riesgo principal es que los bancos centrales no ajusten la política monetaria lo suficiente o que no lo hagan lo bastante rápido como para compensar el aumento de las presiones inflacionistas.

Las perspectivas de nuevas entradas de capitales agravan los riesgos alcistas. Aunque esos flujos han disminuido en los últimos meses, anticipamos que las entradas de capitales se reanudarán en el transcurso del año. Es probable que las autoridades sigan respondiendo con una mezcla de medidas prudentes a nivel macroeconómico y una mayor apreciación de las monedas para absorber las entradas de capitales y evitar la creación de burbujas de precios en los activos, así como nuevas intervenciones para desacelerar el ritmo de apreciación.

Aunque están en retroceso, siguen presentes los riesgos bajistas para las perspectivas debido a la fragilidad de la demanda en los países industriales, especialmente en vista de la persistencia de los riesgos derivados de la crisis de deuda europea y de los riesgos geopolíticos en la península coreana, y más recientemente, en Oriente Medio. Asimismo, una inflación superior a lo previsto en China podría dar origen a un ajuste más pronunciado, con repercusiones negativas para el crecimiento. Las economías más pequeñas y más dependientes de las exportaciones de la región siguen siendo especialmente vulnerables a tales riesgos bajistas. El aumento de los precios de los alimentos y de las materias primas también podría debilitar el poder adquisitivo de los consumidores y hacer fracasar las trayectorias de crecimiento. Si esos riesgos se materializaran, la mayoría de las economías asiáticas tendrían espacio para una nueva expansión fiscal y para poner en marcha políticas que mitigaran el impacto del aumento de los costes en los consumidores.

Los riesgos específicos de los distintos países también deben seguirse de cerca. Las tensiones políticas de Tailandia podrían continuar en el periodo previo a las elecciones generales, previstas a mediados de año. Los riesgos de recalentamiento son especialmente graves en Vietnam y la India. Y Australia todavía está haciendo frente a los costes de reconstrucción derivados de las inundaciones de Queensland.

5. Tablas

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

Tasa de crecimiento, %	2009	2010 (P)	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	-2,6	2,8	3,0	2,7
UEM	-4,0	1,7	1,7	1,8
Pacífico Asiático	3,7	8,1	6,5	6,4
Australia	1,2	2,8	3,0	3,2
Japón	-6,3	4,3	1,5	1,5
China	9,2	10,3*	9,2	9,0
Hong Kong	-2,8	6,5	5,0	4,5
India	6,8	9,1	8,5	8,0
Indonesia	4,5	6,1*	6,4	6,7
Corea	0,2	6,1*	4,5	4,5
Malasia	-1,7	6,9	4,8	5,4
Filipinas	1,1	7,3*	4,5	4,3
Singapur	-1,3	14,7*	5,0	4,8
Taiwán	-1,9	10,5*	5,1	4,9
Tailandia	-2,3	7,7	4,0	4,8
Vietnam	5,3	6,8	6,9	7,2
Asia (excl. China)	0,1	6,7	4,8	4,7
Mundo	-0,6	4,8	4,4	4,4

* Resultado 2010

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 3

Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

Tasa de crecimiento, %	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	-0,3	1,6	1,3	1,5
UEM	0,3	1,6	1,8	1,6
Pacífico Asiático	0,3	3,5	3,8	3,5
Australia	1,8	2,9	3,0	2,6
Japón	-1,4	-0,7	-0,2	0,4
China	-0,7	3,3	4,5	4,0
Hong Kong	0,5	2,4	5,2	3,7
India	2,1	9,4	6,2	5,9
Indonesia	4,8	5,1	6,2	5,9
Corea	2,8	3,0	3,4	3,0
Malasia	0,6	1,7	2,7	2,4
Filipinas	3,2	3,8	4,0	4,0
Singapur	0,6	2,8	3,5	3,0
Taiwán	-0,9	1,0	1,7	1,5
Tailandia	-0,8	3,3	3,4	3,0
Vietnam	7,1	9,2	9,9	8,2
Asia (excl. China)	1,0	3,7	3,3	3,2
Mundo	2,2	3,6	3,7	3,5

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 4

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (fin de periodo)

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	0,70	0,70	0,75	0,78	0,77
UEM	1,50	1,40	1,34	1,29	1,30
Australia	0,67	0,90	1,02	0,99	0,85
Japón	96,1	92,1	81,1	95,0	112,0
China	6,84	6,83	6,61	6,30	6,00
Hong Kong	7,75	7,75	7,77	7,80	7,80
India	48,6	46,6	44,7	43,0	43,0
Indonesia	10.838	9.395	8.996	8,8	9
Corea	1364	1166	1126	1000	988
Malasia	3,56	3,52	3,06	3,00	2,95
Filipinas	48,3	46,8	43,8	43,0	43,0
Singapur	1,49	1,40	1,28	1,25	1,23
Taiwán	33,0	32,3	29,3	28,2	27,8
Tailandia	34,8	33,3	30,1	31,5	31,0
Vietnam	17.433	18.479	19.498	21	22

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 5

Previsiones macroeconómicas: tipos de referencia (fin de periodo)

(%)	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	0,25	0,25	0,25	0,50
UEM	1,00	1,00	1,00	1,00
Australia	3,75	4,75	5,25	5,50
Japón	0,10	0,00	0,00	0,25
China	5,31	5,81	6,56	7,06
Hong Kong	0,50	0,50	0,50	0,75
India	4,75	6,25	7,00	7,50
Indonesia	6,50	6,50	7,25	6,50
Corea	2,00	2,50	3,50	4,00
Malasia	2,00	2,75	3,25	3,50
Filipinas	4,00	4,00	4,50	5,25
Singapur	0,69	0,48	0,45	0,70
Taiwán	1,25	1,63	2,13	2,63
Tailandia	1,25	2,00	2,75	3,00
Vietnam	8,00	9,00	10,50	9,00

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".

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

Ricard Torne

Ricard.torne@bbva.com.hk

China continental

Daxue Wang

daxue.wang@bbva.com.hk

Análisis de Mercados

Richard Li

richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Directores de Estrategia:

Normativas y Escenarios Económicos y Financieros

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 Puentes

apuentes@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Estados Unidos y México:

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

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.rodriguez@grupobbva.com

Gestión de Activos

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

Datos de contacto

BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. +852-2582-3111

Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

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

