

Situación económica

Asia

Tercer trimestre de 2011
Análisis económico

- **El crecimiento se ha moderado en toda la región.** En particular se han desacelerado la producción industrial y el crecimiento de las exportaciones debido a los problemas que, en el segundo trimestre, supusieron el aumento de los precios de las materias primas y los trastornos de la cadena de suministro en Japón.
- **A pesar del aumento de los riesgos bajistas, las perspectivas para el resto del año son positivas.** La moderación del segundo trimestre fue acorde con las previsiones, y ha contribuido a mitigar las presiones de recalentamiento. Para el segundo semestre prevemos una suave recuperación.
- **La inflación sigue preocupando.** Aunque la inflación general se ha moderado tras estabilizarse los precios de las materias primas, las presiones sobre la demanda se mantienen, tal y como lo refleja el aumento de la inflación subyacente.
- **Se prevé que se producirán nuevos ajustes monetarios,** aunque a un ritmo gradual y restringido por la preocupación que despierta la desaceleración del crecimiento y la situación de la economía global.
- **Los riesgos están ahora más equilibrados que en nuestro anterior informe trimestral** ya que se han reducido las presiones de recalentamiento y se han incrementado los riesgos bajistas.

Índice

1. Situación global: la política se sitúa en el centro de la perspectiva económica.....	5
2. Del recalentamiento a la preocupación por una desaceleración del crecimiento.....	8
Recuadro: Evolución de la recuperación de Japón después del terremoto y del tsunami del 11 de marzo.....	15
3. A la espera de una recuperación cuando amaine el mal tiempo.....	17
4. Los riesgos están, en general, mejor equilibrados.....	20
5. Tablas.....	21

Fecha de publicación: 4 de agosto de 2011

En resumen

Tal y como estaba previsto, el crecimiento de Asia se moderó en el segundo trimestre debido a los problemas del aumento de los precios de las materias primas y de los trastornos de la cadena de suministro como consecuencia del terremoto del 11 de marzo en Japón. La desaceleración aparece tras un muy intenso crecimiento durante el primer trimestre, impulsado por la demanda interna y externa, que conllevó riesgos de recalentamiento. En particular se han desacelerado la producción industrial y las exportaciones en toda la región, y los recientes datos del PIB del segundo trimestre confirman esta tendencia.

Además de la inquietud habitual por la posición de crecimiento cíclico y por las presiones inflacionistas de Asia, el trimestre pasado la atención de los mercados ha estado centrada en eventos externos. En particular, ha crecido la preocupación por las repercusiones que, para el crecimiento y la estabilidad financiera mundiales, tienen las tensiones de la deuda soberana europea, el debate sobre el techo de la deuda estadounidense, y las perspectivas de crecimiento y política monetaria de EE.UU. Como en el resto del mundo, estos problemas han supuesto un lastre para las bolsas regionales, aunque en general el optimismo se ha mantenido pujante considerando los sólidos fundamentos y buenas perspectivas de crecimiento de la región.

A pesar de los riesgos bajistas, creemos que el crecimiento se recuperará en lo que queda del año. La estabilización de los precios de las materias primas, la recuperación de Japón y los sólidos fundamentos subyacentes son los factores que preparan el escenario para un repunte del crecimiento. La fuerte y sostenida demanda de China e India debería contrarrestar el estancamiento de la demanda de Estados Unidos y Europa. En general, se prevé que la demanda interna de la región seguirá siendo sólida como consecuencia del fuerte incremento de la renta y de la sostenida expansión del crédito.

Dado que la desaceleración del segundo trimestre ya había sido tenida en cuenta en nuestras anteriores previsiones, hemos hecho apenas unos pequeños ajustes a nuestras proyecciones para 2011 y 2012. Por lo que respecta a Asia, exceptuando a China, hemos ajustado a la baja nuestras proyecciones de crecimiento para la totalidad de 2011 desde el 4,3% al 4,1%, debido a las revisiones a la baja para Japón y Australia por los resultados, peores de lo previsto, publicados hasta la fecha. En cuanto a China, mantenemos nuestra proyección de crecimiento del 9,4%. Por su parte, casi no hemos variado nuestros pronósticos para 2012: 9,1% y 5,2%, respectivamente, para China y el resto de Asia.

La inflación sigue siendo un problema, a pesar de haberse moderado por la estabilización de los precios de las materias primas y la desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre. Las presiones sobre los precios subyacentes siguen existiendo, como lo demuestra el aumento de la inflación subyacente. Hemos revisado al alza nuestras previsiones de inflación para 2011, que ahora se queda en el 4,5% para Asia, excepto China (desde el 4,1% anterior) y en el 5,3% para China (desde el 4,9% anterior).

Seguimos a la espera de que continúen gradualmente los ajustes de la política monetaria, aunque con una magnitud y ritmo limitados por la preocupación que despiertan las perspectivas de crecimiento y en entorno exterior. Algunos bancos centrales han comenzado a enviar señales de flexibilización, y estamos volviendo a nuestras antiguas previsiones de tipos de interés en Australia, Indonesia y Corea. Esperamos una nueva y modesta apreciación de la mayoría de las divisas a medida que vuelven los flujos de capitales, atraídos por las buenas perspectivas de crecimiento y el aumento de los diferenciales de rendimiento de la región.

Los riesgos están ahora más equilibrados que en nuestro último informe trimestral. Aunque persisten los riesgos de recalentamiento, han retrocedido debido a la desaceleración del segundo trimestre. Al mismo tiempo han aumentado los riesgos de descenso de las perspectivas de crecimiento. Existe la posibilidad de que la desaceleración del segundo trimestre demuestre ser más duradera que lo previsto en nuestro escenario de referencia, en especial si el entorno exterior se debilita debido a la desaceleración del crecimiento en EE.UU. y la continuidad de las tensiones financieras en Europa.

1. Resumen: la política se sitúa en el centro de la perspectiva económica

La economía mundial continuará creciendo con fuerza tras un bache en el primer semestre.

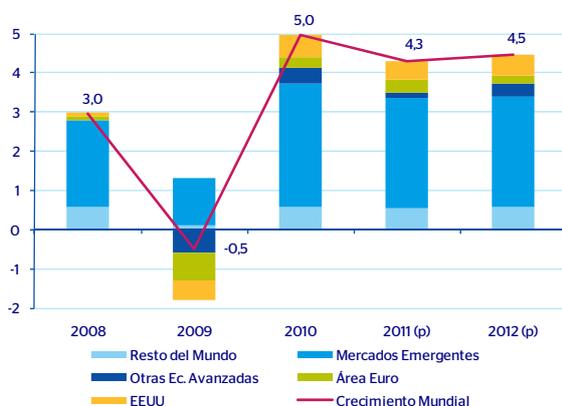
La economía mundial experimentó una ligera desaceleración en la primera mitad del año, principalmente en EE.UU., aunque también en algunos países emergentes. No obstante, debido a que los factores que subyacen en la desaceleración son en su mayoría temporales por naturaleza (altos precios del petróleo, interrupciones en la cadena de suministro de Japón y malas condiciones climáticas), el crecimiento mundial está preparado para continuar a un ritmo sólido, al 4,3% en 2011 (ligeramente por debajo del último número de Situación Global) y al 4,5% en 2012 (Gráfico 1).

No obstante, los riesgos sobre la previsión están ahora más sesgados a la baja. Aunque la desaceleración en la actividad en EE.UU. debería ser temporal a medida que frenen los precios del petróleo y las cadenas de suministro internacionales se restauren, la recuperación permanece débil y pueden producirse recaídas, como puede esperarse después de una crisis financiera con consumidores altamente apalancados. El reciente bache en EE.UU. ha servido de recordatorio de este hecho para los mercados, y puede influir en el sentimiento de los consumidores y los productores en el futuro.

Tanto en Europa como en EE.UU. las preocupaciones fiscales conllevan grandes desafíos para los responsables políticos. Debido a que los problemas de solvencia no se han afrontado en su totalidad, la crisis de deuda soberana en los países periféricos europeos se ha intensificado (Gráfico 2), con el riesgo de que pase a ser sistémica a medida que la presión del mercado se extiende más allá de Grecia, Portugal e Irlanda hacia España, Italia y, potencialmente, Bélgica. Aunque su solvencia no se ha puesto en duda, EE.UU. también afronta el desafío de un gran ajuste fiscal a corto plazo, con el riesgo de que las negociaciones políticas se conviertan solamente en soluciones a corto plazo y no en un plan de consolidación a largo plazo. Esto aumentaría las probabilidades de un repunte repentino en las rentabilidades a largo plazo en EE.UU.

Finalmente, en las economías emergentes, las preocupaciones de recalentamiento han cedido ligeramente ya que las medidas de endurecimiento continúan ralentizando gradualmente el crecimiento en Asia y Latinoamérica, aunque las políticas fiscales permanecen todavía mayoritariamente en un nivel acomodaticio, lo que concede un exceso de responsabilidad a las autoridades monetarias en un momento en que permanecen las preocupaciones sobre la apreciación de los tipos de cambio en estas economías.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB global



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
BBVA Índice de Stress Financiero



Fuente: BBVA Research

Ya es hora de que se afronten las preocupaciones de solvencia en Europa, lo que requiere decisiones audaces continuadas por parte de los políticos europeos.

En las últimas semanas, una nueva oleada de tensión en el mercado financiero en Europa se ha extendido a España e Italia, y, por tanto, ha aumentado las posibilidades de que la crisis pase a ser

sistémica en toda Europa (con repercusiones más allá de la UE). Esta situación ha sido el resultado de un retraso en la concesión del segundo paquete de ayuda a Grecia y de la insistencia para que los tenedores de bonos privados soporten parte del coste de una nueva ayuda financiera a este país, además de la falta de una solución exhaustiva a las preocupaciones de solvencia subyacentes en Grecia. Esta falta de decisión en Grecia se ha extendido a países sin problemas de solvencia como España e Italia, y, en consecuencia, al sector financiero europeo, que ha visto cómo se ha agotado su liquidez rápidamente.

En este contexto, con tanto en juego, el Eurogrupo llegó a un acuerdo el 21 de julio para afrontar las preocupaciones de liquidez y solvencia. Respecto a la liquidez, decidió mejorar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), permitiendo el préstamo de forma preventiva a los países solventes con problemas -de forma similar a la Línea de Crédito Flexible del FMI- y la compra de bonos soberanos en mercados secundarios. Respecto a la solvencia, se suavizaron las condiciones de los préstamos oficiales a Grecia (y también se amplió a otros países del programa) y se llegó a un acuerdo con el sector privado para una reducción del valor presente neto de sus tenencias de deuda griega en un 21% mediante swaps de deuda y recompras.

Se han realizado ciertamente grandes -y, en algunos casos, imprevistos- avances en la dirección correcta para solucionar la crisis financiera en Europa. Sin embargo, Europa sigue teniendo problemas, y esto se ha reflejado sólo en una reducción moderada en la prima de riesgo en los países periféricos. Aparte de los detalles técnicos de los acuerdos del 21 de julio, destacan cuatro líneas de acción principales. En primer lugar, el EFSF debe ampliarse y financiarse, Europa debe trabajar hacia una unión fiscal más integrada, que finalice con la introducción de los Eurobonos, junto con normas fiscales y un estricto control de los presupuestos nacionales. En tercer lugar, las reformas económicas deberán seguir aplicándose, mientras que las autoridades de la UE deberían decidir finalmente cómo reducirán la deuda griega a un nivel sostenible.

La consolidación fiscal en EE.UU. también acapara la atención política

En EE.UU., la disputa política entre los dos enfoques contrarios (y altamente polarizados) respecto a la reducción del déficit ha añadido mucha confusión, aunque hasta el momento no ha aumentado la presión del mercado sobre los tipos estadounidenses. Esta situación reflejó la creencia de que se alcanzará una solución para aumentar el techo de la deuda y evitar así el impago. Sin embargo, un acuerdo para aumentar el techo de la deuda sin un plan para una consolidación fiscal a largo plazo no afrontará las preocupaciones de sostenibilidad a largo plazo. Aquí, al igual que en Europa, el riesgo también recae en la tentación de retrasar la solución al problema, es decir, en posponer la solución para después de las elecciones de 2012 y aumentar así las probabilidades de un repunte en los tipos de interés a largo plazo.

La política también tiene la clave en muchos países en Latinoamérica.

En menor grado, en Latinoamérica, muchos países también afrontan la incertidumbre derivada del transcurso futuro de la situación política. En algunos casos, procede de la debilidad percibida por algunos gobiernos al tener que hacer frente a cargos por corrupción o protestas masivas. En otros casos, es el resultado de cambios recientes en los gobiernos o la incertidumbre acerca del resultado de elecciones futuras. Aunque es cierto que el ciclo de elecciones en la región ha tenido menos influencia en el ciclo económico en la última década, es fundamental que este capital no se malgaste por grandes cambios políticos que se desvíen de las reformas económicas continuadas.

La preocupación por el recalentamiento cede en muchas economías emergentes

Las economías emergentes siguen mostrando riesgos de recalentamiento, aunque en general han retrocedido en cierto modo ante las medidas de endurecimiento y dificultades continuadas (en Asia) a causa de los mayores precios de las materias primas y el terremoto en Japón. Es importante destacar que se redujeron los riesgos de un aterrizaje violento en China ya que el crecimiento en el segundo trimestre registró sólo una ligera desaceleración, en línea todavía con un aterrizaje suave. No obstante, la inflación en las economías emergentes es todavía una preocupación, y existe el riesgo de que los responsables políticos se queden "por detrás de la curva", en algunos casos por mantener una actitud prudente acerca del entorno mundial y en otros casos por preocuparse acerca de una excesiva apreciación de la divisa.

2. Del recalentamiento a la preocupación por una desaceleración del crecimiento

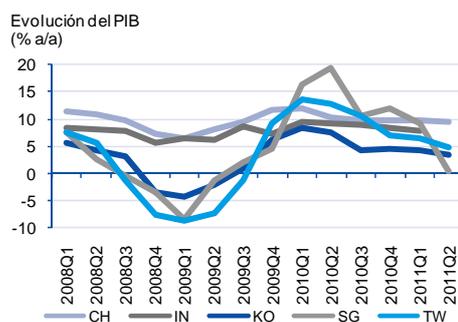
Asia ha experimentado una impresionante recuperación desde la crisis financiera global de 2008-2009, incluso a pesar de que el crecimiento en Europa y EE.UU. sigue lento. Empujada por la fuerte demanda de las mayores economías emergentes de la región —en especial China, India e Indonesia— y sostenida por sólidos fundamentos subyacentes, la región se ha apuntado impresionantes tasas de crecimiento, por lo general superiores a las previstas, durante el primer trimestre de 2011. De hecho, el crecimiento ha sido tan fuerte que a principios de año la principal inquietud de la región eran los riesgos de recalentamiento. Estos riesgos quedaron evidenciados por el rápido crecimiento del crédito, el aumento de la inflación y unos precios inmobiliarios disparados en algunos países.

Aunque los riesgos de recalentamiento persisten, ahora dejan lugar a la preocupación por la sostenibilidad del impulso de crecimiento de Asia. Esto se debe a la moderación de los indicadores de crecimiento en el segundo trimestre y a los renovados riesgos de ajuste a la baja de las perspectivas mundiales, tal y como hemos descrito en la sección precedente. Las probabilidades de una desaceleración en el segundo trimestre ya las habíamos señalado en nuestra anterior edición de Situación de Asia, debido a los previstos problemas derivados del aumento de los precios de las materias primas, los trastornos de la cadena de suministros en Japón tras el terremoto y el tsunami de marzo, y los ecos de la crisis de la deuda europea a través de los canales de aversión al riesgo. Por el momento, la desaceleración resultante se ajusta a nuestras previsiones y ha contribuido a reducir las presiones del recalentamiento.

Además de la inquietud habitual por la posición de crecimiento cíclico y por las presiones inflacionistas de Asia, la atención de los mercados durante el trimestre pasado ha estado centrada en eventos externos. En particular, ha crecido la preocupación por las repercusiones que, para el crecimiento y la estabilidad financiera mundiales y regionales, tienen las tensiones de la deuda soberana europea, el debate sobre el techo de la deuda estadounidense, y las perspectivas de crecimiento y política monetaria de EE.UU. Como en el resto del mundo, estos problemas han supuesto un lastre para las bolsas regionales, aunque en general el optimismo se ha mantenido pujante considerando los sólidos fundamentos y buenas perspectivas de crecimiento de la región. Así lo refleja la actual evolución de las divisas (véanse la siguiente exposición y los Gráficos del 19 al 22).

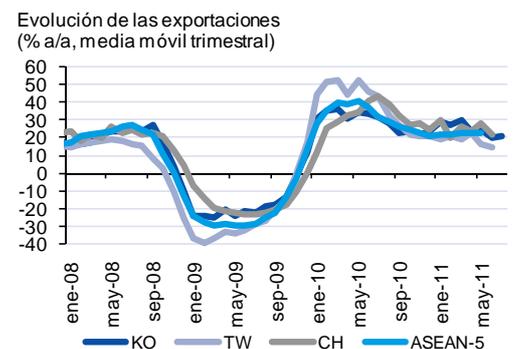
A pesar del aumento de los riesgos bajistas se han incrementado como consecuencia de la situación exterior, mantenemos una perspectiva positiva para la región. En particular, creemos que el crecimiento se recuperará gradualmente durante el segundo semestre del año, al disiparse los trastornos de Japón y moderarse los precios de las materias primas. A la vista de las presiones inflacionarias, creemos que los bancos centrales continuarán sus políticas de ajuste monetario, aunque el alcance y el ritmo de los aumentos de los tipos de interés serán limitados porque los responsables de la política económica seguramente adoptarán una posición prudente de cara a la incertidumbre del panorama económico internacional.

Gráfico 3
El crecimiento de Asia se moderó en el segundo trimestre



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 4
El crecimiento de las exportaciones se desacelera, pero siguen sólidas

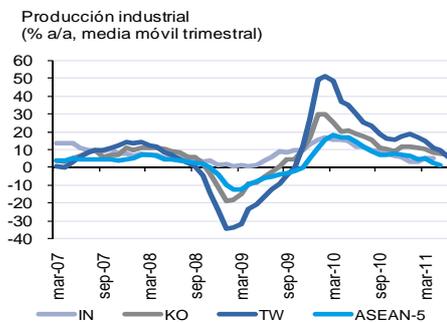


Fuentes: CEIC y BBVA Research

Los obstáculos para el crecimiento conllevan una moderación de los indicadores del 2T

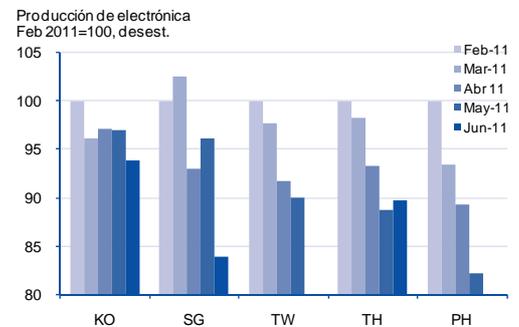
Tras los resultados mejores que los previstos del primer trimestre, el crecimiento se desaceleró en el segundo, como lo reflejan los datos del PIB del 2T publicados hasta el momento: de China (9,5% a/a), de Corea (3,4% a/a), de Taiwán (4,9% a/a) y de Singapur (0,5% a/a) (Gráfico 3). Los indicadores de alta frecuencia de los índices de exportaciones, producción industrial y de gerentes de compras son coherentes con la desaceleración el PIB (Gráficos 4, 5, 6 y 7), y parecen concentrarse en países y sectores más vulnerables a los trastornos de la cadena de suministros de Taiwán, Singapur y Filipinas (por contraposición, la producción de electrónica se ha mantenido en Corea, lo cual indica, como se esperaba, que algunas empresas se beneficiaron del vacío dejado por Japón debido a sus problemas) (Gráfico 6 y recuadro de la página 12). Otro factor que influyó en la desaceleración provocada por los trastornos de la cadena de suministro ha sido el traslado de los aumentos de los precios del petróleo (Gráfico 8).

Gráfico 5
También la producción industrial se moderó en el 2T...



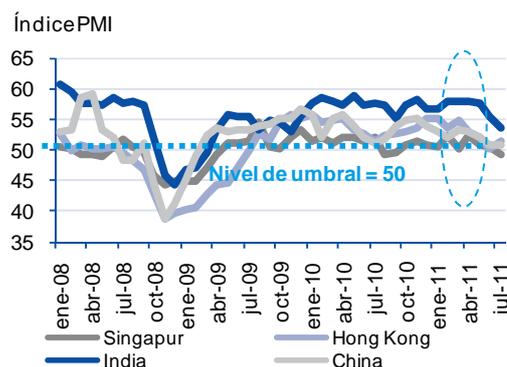
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6
...en especial en el sector electrónico, reflejando los trastornos de la cadena de suministros y la bajada de las exportaciones de Japón...



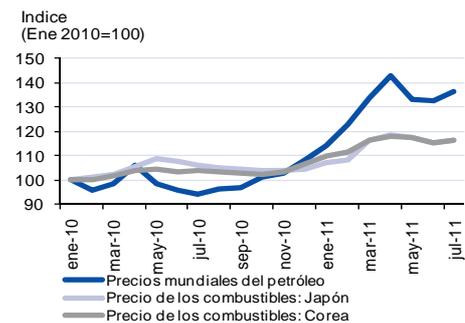
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 7
Los PMI bajan en Asia



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
El aumento de los precios del petróleo se ha trasladado a los precios locales



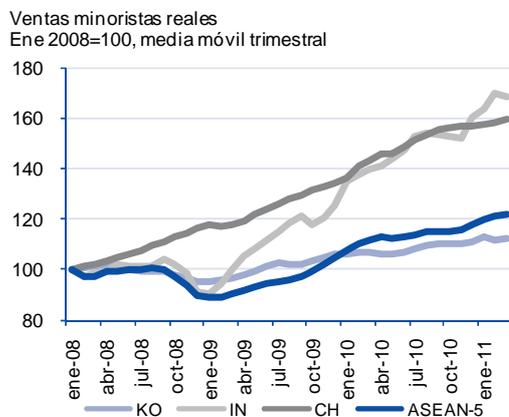
Fuente: Bloomberg, CEIC y BBVA Research

A nivel nacional, los motores de la demanda se mantienen. Las ventas minoristas han aumentado en la mayoría de las economías (Gráfico 9), ayudadas por los aumentos de salarios y rentas derivados de la mejora de los mercados laborales (Gráfico 10). Entretanto, parece continuar el boyante crecimiento del crédito, otro elemento que sustenta la demanda interna (Gráfico 11).

Fuera de China e India, cuyas autoridades han tomado medidas más agresivas para frenar el crecimiento del crédito, el rápido aumento de los préstamos bancarios refleja políticas monetarias todavía flexibles. Aunque este sólido crecimiento del crédito ha sido un indicio de una fuerte demanda interna, en algunos casos también ha despertado preocupación por el

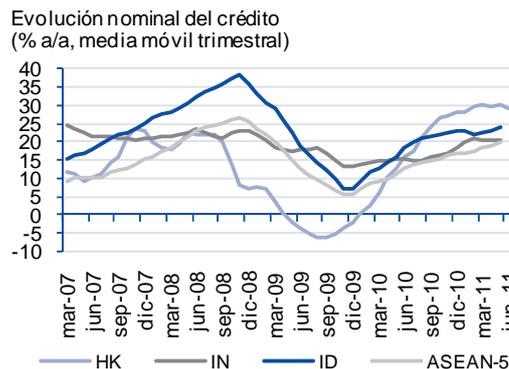
recalentamiento y la estabilidad financiera. Las ratios préstamos/depositos muestran una tendencia alcista (Gráfico 12). El crecimiento del crédito ha sido especialmente sólido en Hong Kong (28,1% a/a en junio), el más alto de Asia, y aunque todavía en límites seguros la ratio préstamos/depositos se ha elevado hasta el 84% (desde el 71% a principios de 2010). Los principales motores han sido el aumento de los créditos a empresas de China continental y una fuerte demanda de préstamos hipotecarios. Preocupada por la posibilidad de un abrupto ajuste de las condiciones de liquidez, en mayo pasado la Autoridad Monetaria de Hong Kong (AMHK) sometió a los bancos a pruebas de resistencia, y en junio impuso requisitos más estrictos para otorgar préstamos hipotecarios. En Corea, donde el crecimiento del crédito se mantiene relativamente moderado, el aumento de la deuda de las familias (150% de la renta disponible a finales de marzo de 2011) ha llevado a las autoridades a implementar medidas para limitar los créditos a particulares, incluyendo requisitos de capital más estrictos para los créditos hipotecarios de alto riesgo e incentivos fiscales para fomentar los créditos a tipo fijo.

Gráfico 9
Las tendencias de las ventas minoristas apuntan a una saludable demanda interna



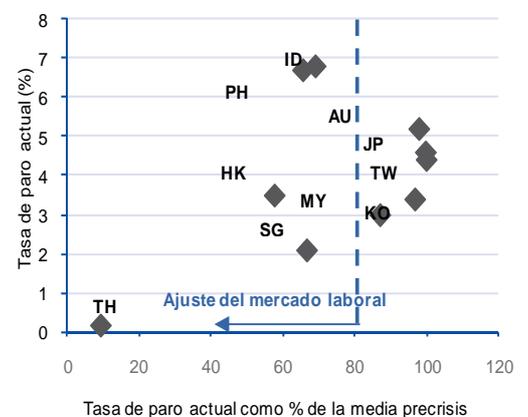
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 11
El rápido crecimiento del crédito está ayudando a impulsar la demanda interna



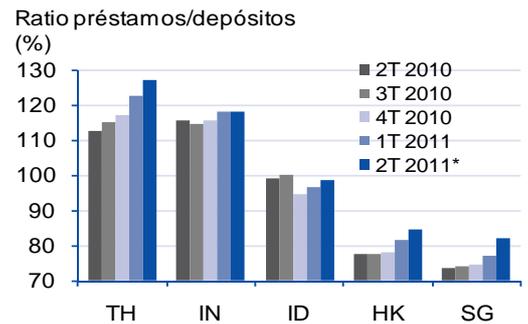
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 10
El paro se encuentra bien por debajo de los datos precisos en casi todas las economías asiáticas



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 12
Las ratios préstamos/depositos muestran una tendencia alcista



* Datos de India, Indonesia y Tailandia de finales de mayo de 2011

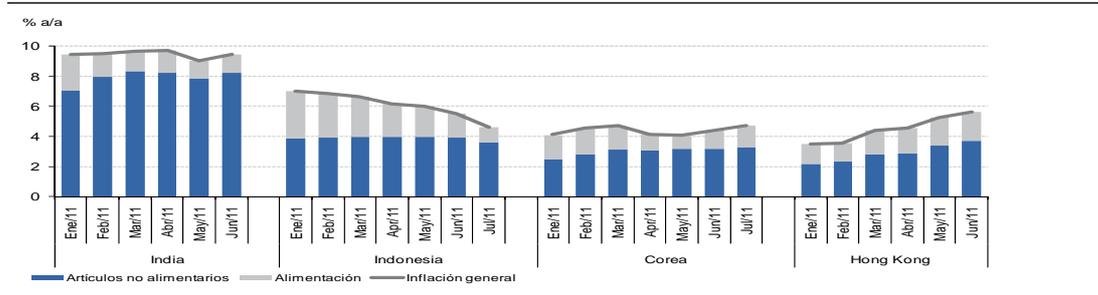
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Las presiones inflacionistas y el recalentamiento persisten a pesar de la desaceleración del crecimiento

La inflación general se ha moderado en varios países gracias a la estabilización de los precios de las materias primas y de los alimentos. En consecuencia, las tasas de inflación han alcanzado máximos en algunos países, como China e Indonesia. Sin embargo, las tendencias de la inflación general ocultan las presiones de la demanda subyacente; los componentes no alimentarios son un factor cada vez más significativo (Gráfico 13), y las tasas de la inflación subyacente tienden a alza (Gráfico 14).

Gráfico 13

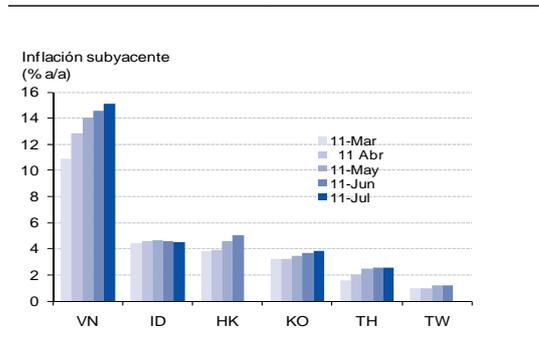
Aunque la inflación general se está moderando en algunos países, crecen las presiones de componentes no alimentarios



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 14

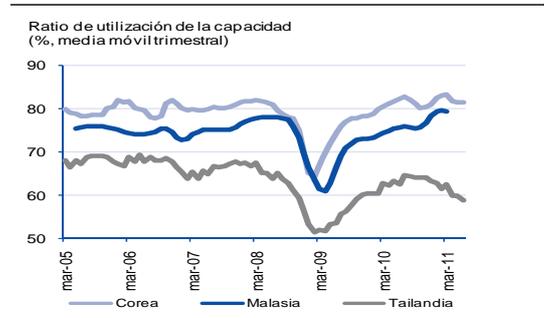
Repunta la inflación subyacente



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 15

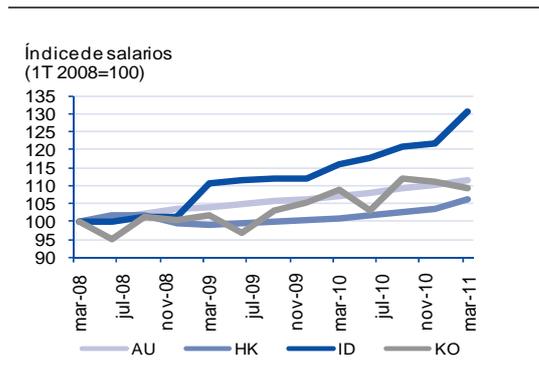
Las ratios de utilización de la capacidad se sitúan por lo general en niveles históricamente altos



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 16

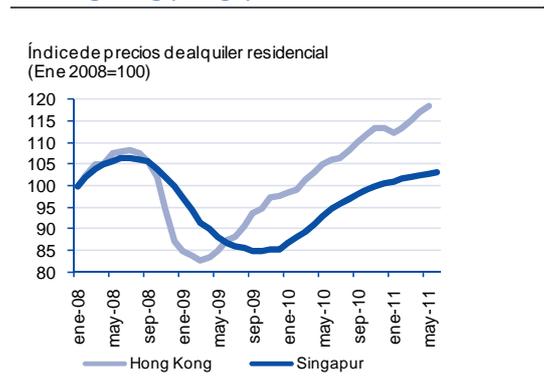
Los niveles salariales crecen



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 17

Los alquileres de vivienda aumentan rápidamente en Hong Kong y Singapur



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Las presiones sobre los precios del lado de la oferta no han desaparecido completamente. Por ejemplo, en junio el precio de la carne de cerdo en China aumentó un 57% a/a, lo cual contribuyó a que la inflación alcanzase su máximo de los tres últimos años, un 6,4% a/a, y obligando a las autoridades a sacar al mercado sus reservas de carne porcina. En Australia, el aumento de los precios de la fruta debido a las inundaciones provocó que la inflación subiese hasta el 3,6% a/a en el 2T, bastante por encima de los objetivos de las autoridades, entre un 2 y un 3%.

A pesar de esas situaciones especiales, la inflación parece depender de factores de lado de la demanda, apuntando hacia la persistencia de los riesgos de recalentamiento a pesar de la moderación del crecimiento. Los diferenciales de producción de la región se han cerrado, lo cual

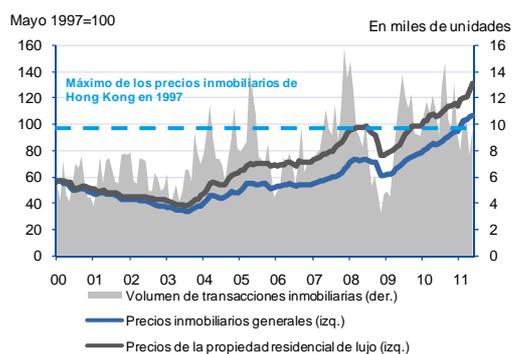
se refleja en ratios de capacidad generalmente más altas (Gráfico 15) y en un ajuste de las condiciones de los mercados de trabajo (Gráfico 8, arriba, y Gráfico 16). En las economías con mercados inmobiliarios boyantes, como Hong Kong y Singapur, el precio de los alquileres, que tiene un alto peso en la cesta del IPC (29,2% y 20,0%, respectivamente) están contribuyendo a la inflación, tras el anterior repunte de los precios de la vivienda (Gráfico 17).

La inflación empujada por el recalentamiento de la economía preocupa en especial a India y Vietnam, con un 9,4% a/a en junio y un 22,2% a/a en julio, respectivamente. En Vietnam, las presiones han sido especialmente severas en un momento en que las autoridades luchan por mantener la estabilidad macroeconómica, y la depreciación de la moneda contribuye a la dinámica de la inflación. La inflación en Hong Kong y en China se ha convertido en importantes problemas sociales. La primera es vulnerable debido a su vinculación al dólar estadounidense, lo cual la priva de una política monetaria independiente cuando su pujante posición cíclica es tan diferente de la de EE.UU., lo que en la práctica le supone estar importando su política monetaria.

En el otro extremo del espectro de la inflación encontramos a Japón y a Taiwán. Por fin, Japón ha salido de la deflación: en junio, su IPC avanzó un 0,2% a/a, en parte debido a la escasez de suministros tras el terremoto del 11 de marzo. La inflación ha crecido en Taiwán, aunque se mantiene excepcionalmente baja, con apenas un 1,9% a/a en junio (fue temporalmente alta debido a una reciente alerta sanitaria por bebidas deportivas y de frutas contaminadas).

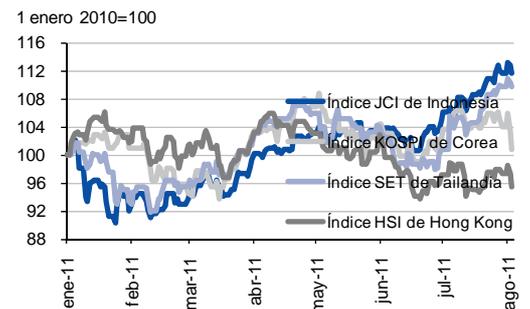
Entretanto, persisten los riesgos de burbujas de activos, en especial en los sectores inmobiliarios de Hong Kong, Singapur y Taiwán (Taipei), aunque el ritmo de aumento de los precios se ha moderado tras las medidas de ajuste y la desaceleración de los ritmos de entrada de capitales debido a una mayor aversión general a correr riesgos. En China, los precios inmobiliarios se han moderado durante el año pasado a resultas de las medidas de enfriamiento de las autoridades, que incluyen iniciativas para absorber liquidez, restringir el crédito e intensificar diversas medidas de prudencia macroeconómica (véase Situación Inmobiliaria China). En Hong Kong, la AMHK implementó en junio nuevas medidas, como el ajuste de los requisitos para la obtención de créditos hipotecarios y un aumento de la oferta de terrenos. En consecuencia, los volúmenes de transacciones han descendido (Gráfico 18). En los mercados bursátiles, recientemente las cotizaciones de la renta variable han retrocedido como consecuencia del debate por el techo de la deuda de EE.UU. y el peligro de contagio de la crisis de la deuda europea (Gráfico 19). Dicho esto, las tendencias alcistas bien podrían reanudarse, en especial considerando las probabilidades de que aumenten los flujos de capitales hacia la región.

Gráfico 18
En Hong Kong los precios de las propiedades han seguido subiendo, a pesar del descenso de los volúmenes de las transacciones



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 19
Recientemente, los mercados bursátiles asiáticos han experimentado retrocesos, en línea con las tendencias globales



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Continúan el ajuste, aunque ha aumentado la inquietud por el crecimiento

Los bancos centrales de la región siguen ajustando sus políticas monetarias en respuesta a las continuas presiones inflacionistas y a los todavía negativos tipos de interés reales (Gráfico 20). Dicho esto, ahora la tendencia de las autoridades vuelve hacia el apoyo al crecimiento, considerando la incertidumbre de la economía global. La moderación de la inflación general también ha dado margen para moderar el ritmo de normalización de los tipos de interés.

India sigue siendo la más agresiva en medidas de ajuste monetario con las que continúa su lucha contra la alta inflación y el recalentamiento de la economía. El Banco de Reserva de India (RBI) anunció en julio un aumento de los tipos mayor que el previsto, de 50 pb, que fue el

undécimo desde que se inició el ciclo de ajuste en marzo de 2010. Por contraposición, en Taiwán el Banco Central ha mantenido un ritmo muy gradual de aumentos trimestrales para contribuir a moderar las previsiones inflacionistas. En junio los subió otros 12,5 pb, con lo cual se acumulan ya 62,5 pb desde mediados de 2010.

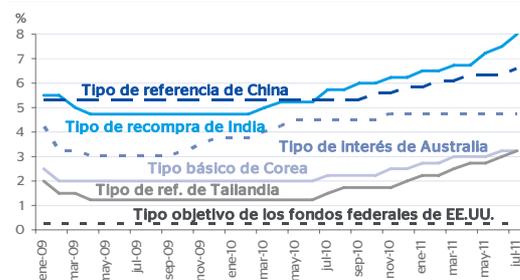
China, Corea y Tailandia anunciaron aumentos de otros 25 pb en los tipos de interés durante los tres últimos meses, con los que pretenden enfrentarse al aumento de la inflación subyacente. No obstante, la creciente preocupación por la incertidumbre de la economía mundial y la moderación de la inflación han llevado a los bancos centrales a posponer nuevos aumentos de tipos, como el de Indonesia, que los mantiene desde febrero, o Australia (desde noviembre), primero por las consecuencias de las inundaciones de Queensland y, más recientemente, por el ambiente de la economía global. En Vietnam, el banco central incluso ha bajado su tipo de recompra desde el 15% al 14%, a pesar de la inflación de dos dígitos, fruto de la apuesta del gobierno por el crecimiento.

Los sólidos fundamentos económicos añaden atractivo a las divisas asiáticas

A pesar de las consecuencias de la generalizada aversión a asumir riesgos, la región sigue estando entre las favoritas de los inversores internacionales debido a sus sólidos fundamentos subyacentes, al igual que en otros mercados emergentes. En particular, las sólidas posiciones fiscales, los bajos niveles de endeudamiento, sistemas bancarios bien capitalizados y altas reservas han contribuido a limitar los riesgos de contagio. Esto queda en evidencia en las recientes fluctuaciones de las divisas, que han sido mínimos en comparación con episodios anteriores de aversión generalizada a los riesgos. Por ejemplo, la volatilidad de las divisas ha sido mucho menor que durante la primera crisis de la deuda griega, en mayo de 2010 (Gráficos 21 y 22), lo que sugiere que los inversores pueden tener una visión más optimista de la capacidad de la región para capear trastornos externos. Por otra parte, las monedas asiáticas han demostrado una extraordinaria solidez en comparación con otras divisas globales. La volatilidad del won coreano y de la rupia indonesia, ambas divisas de "beta alta", ha descendido, en tanto que la del euro aumentó en meses recientes, un significativo contraste en comparación con los eventos de 2010. Entretanto, las autoridades monetarias de la región han seguido interviniendo para evitar una rápida apreciación de sus divisas (Gráfico 23).

Gráfico 20

Muchos países asiáticos siguen normalizando sus tipos de interés



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 21

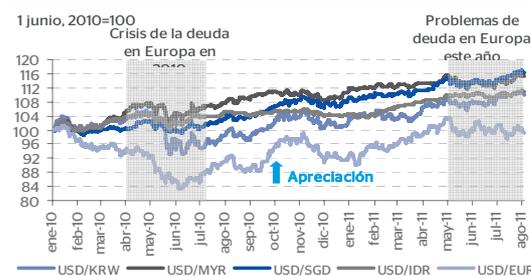
Las monedas asiáticas han estado más estables en esta fase de problemas de deuda europea



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 22

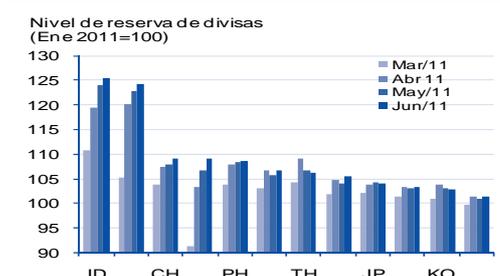
Las monedas asiáticas siguen apreciándose a pesar de la aversión generalizada a correr riesgos



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 23

La acumulación de reservas ha continuado tras las intervenciones en los mercados de divisas



Fuentes: CEIC y BBVA Research

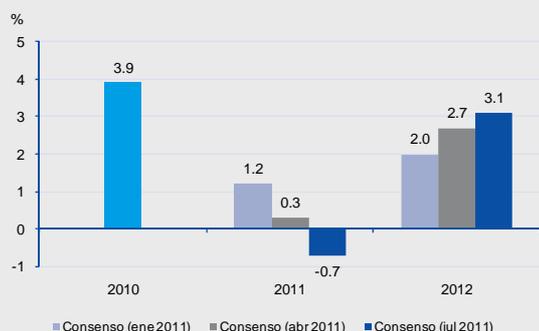
Recuadro: Evolución de la recuperación de Japón después del terremoto y del tsunami del 11 de marzo

A pesar de que las repercusiones económicas de los devastadores terremoto y tsunami de Japón resultaron peores de lo que se esperaba en un primer momento, hoy la recuperación está en marcha.

A medida que empiezan a calcularse el alcance de los trastornos de suministros, las estimaciones de crecimiento del PIB para 2011 han ido progresivamente ajustándose a la baja (Gráfico 24). Estas revisiones a la baja se debieron también, en parte, al hecho de que el crecimiento del PIB del primer trimestre resultó ser mucho más bajo que el esperado, con un -3,5%, t/t desestacionalizado, lo cual confirmó la recesión técnica (dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo) y revelando que incluso antes del terremoto el impulso del crecimiento se había debilitado. Sin embargo, aunque persiste la incertidumbre sobre las perspectivas, en especial con respecto al suministro eléctrico del país, siguen acumulándose datos que indican que la producción industrial y las exportaciones han tocado fondo, preparando el terreno para un repunte en el segundo semestre.

Gráfico 24

Las previsiones de crecimiento de Japón en 2011 han sido continuamente ajustadas a la baja como consecuencia de las repercusiones de los trastornos de suministro



Fuente: Consensus Forecasts del Pacífico asiático y BBVA Research

Respuestas políticas

Tras el terremoto, las autoridades y el Banco de Japón (BdJ) han implementado una serie de medidas de estímulo para facilitar las tareas de rescate y reconstrucción, así como para devolver la vida a las regiones afectadas. En cuanto a la política monetaria, el BdJ duplicó su programa de compra de activos hasta los 10 billones de ¥ en un primer momento, y posteriormente reveló un plan de 1 billón de ¥ para aportar fondos a los bancos con el objeto de que ofrezcan créditos a las empresas de las áreas afectadas. También amplió su línea de crédito para apoyar la recuperación hasta el medio billón de ¥, y ha mantenido sus tipos de interés invariables, en el 0 al 0,1%. Uno de los principales problemas a nivel monetario ha sido la brusca apreciación del yen (que a finales de julio y principios de agosto rompió la barrera de 77 yenes por dólar), moneda que ha servido en cierto modo como refugio en las últimas semanas, mientras se elevaba el tono del debate del aumento del techo de la deuda de EE.UU. y continuaba la incertidumbre en Europa. El 4 de agosto, las autoridades anunciaron que intervenirían para frenar la revalorización del yen por segunda vez en este año. Si la recuperación económica flaquea, es

probable que veamos nuevas medidas de flexibilización monetaria en los próximos meses.

En el frente fiscal, en mayo el parlamento aprobó un presupuesto adicional de 4 billones de ¥ (en torno al 0,8% del PIB) para limpiar de escombros y para financiar la construcción de viviendas provisionales, restaurar las instalaciones e infraestructuras públicas y apoyar a las empresas afectadas por el desastre. Considerando el limitado margen para el gasto fiscal—la deuda bruta de Japón se sitúa en torno al 200% del PIB—el gobierno desvió algunos fondos originalmente previstos para otros fines hacia este presupuesto adicional, con el objeto de no seguir endeudándose. En julio, las autoridades aprobaron un segundo presupuesto adicional de 2 billones de ¥ (aproximadamente el 0,4% del PIB) para reconstrucción, que se invertirán en edificación y en indemnizar a las víctimas de la crisis nuclear de Fukushima. Para finales de agosto se espera un tercer, y más exhaustivo, presupuesto adicional, que posiblemente supere los 10 billones de ¥ (en torno al 2% del PIB). De este modo, el déficit fiscal de Japón de 2011 ascenderá al 10,5% del PIB, lo cual supone una mayor presión para una situación fiscal ya difícil. En abril, esto llevó a Fitch y a S&P a rebajar a negativas las perspectivas de la deuda soberana; Fitch hizo lo propio un mes después.

Indicios de recuperación

A pesar de la gravedad del desastre y de los posteriores temores nucleares, la economía apunta hacia una rápida recuperación. Los principales indicadores tocaron fondo en abril (Gráfico 25), y la reanudación de las cadenas de suministro se está produciendo más rápidamente de lo previsto. Entretanto, la encuesta trimestral Tankan más reciente confirma que los empresarios recuperan su confianza y los fabricantes se muestran optimistas acerca de las condiciones económicas del tercer trimestre (Gráfico 26). Por su parte, en el frente del consumo, las ventas minoristas y de automoción están aumentando después del desplome de marzo (Gráfico 27).

La mejora de la confianza de los empresarios y del consumo, conjuntamente con los estímulos al gasto en reconstrucción, apuntan hacia un repunte del crecimiento en el segundo semestre. Sin embargo, persisten las incertidumbre, en especial con respecto a las previsiones de cortes de electricidad como consecuencia de los temores por la seguridad y la alta cuota de la energía nuclear, el 30%, en la producción de electricidad. Tal y como se ha difundido en la prensa, en este momento 35 de 54 reactores nucleares están siendo inspeccionados, y el resto serán inspeccionados en el curso de 2012. Reiniciar estos reactores requerirá de la autorización de los gobiernos locales, quienes deberán explicar estas decisiones a un público que mantiene su escepticismo por la seguridad de estas centrales. Además, la reciente revalorización del yen, que ya hemos expuesto, podría perjudicar el crecimiento de las exportaciones, de las que depende enormemente la economía japonesa.

Gráfico 25

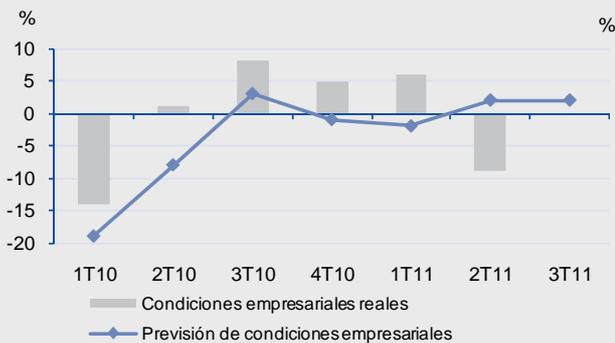
La producción y las exportaciones de Japón tocaron fondo en abril...



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 26

El sector manufacturero, optimista sobre la situación de la economía



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 27

El consumo privado tocó fondo...



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

Repercusiones fuera de Japón

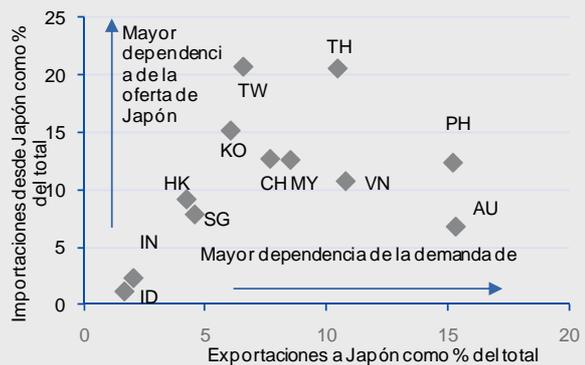
Como es bien sabido, Japón es uno de los principales proveedores de componentes de tecnología punta y exportador de vehículos y de productos electrónicos de consumo. En consecuencia, las repercusiones del terremoto en otras economías han sido significativas como consecuencia de los trastornos en las cadenas de producción de vehículos, productos electrónicos y otros sectores.

Como puede verse en el Gráfico 28, dentro de la región asiática países como Tailandia, Taiwán y Filipinas dependen mucho de Japón para importar componentes y/o como mercado para sus

exportaciones. No es, pues, sorprendente, que estas economías se cuenten entre las más afectadas. La importancia de las exportaciones de productos japoneses de tecnología punta a las cadenas de producción de Japón puede verse en el Gráfico 29, que muestra que el valor añadido de dichos productos a las exportaciones asiáticas es considerablemente alto. Desde el terremoto se ha registrado una considerable caída de estas exportaciones al resto de Asia, provocando trastornos en la cadena de suministro, en especial en Filipinas y Tailandia (Gráfico 30). No obstante, cuando en el segundo trimestre la economía japonesa se recupere, se prevé que la normalización de la cadena de suministros y la reconstrucción de Japón impulsarán las perspectivas de las exportaciones de la región.

Gráfico 28

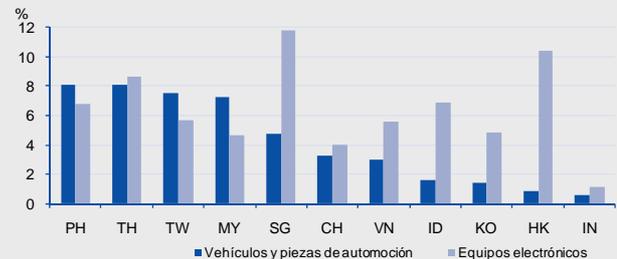
Exposición del comercio asiático a Japón



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 29

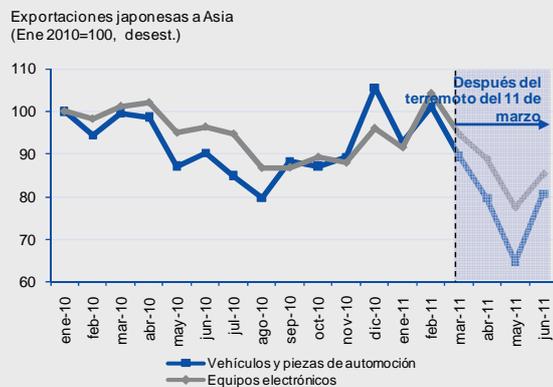
Cuota de Japón en el valor añadido de exportaciones de países asiáticos



Fuentes: FMI, Koopman (2010) y BBVA Research.

Gráfico 30

Brusca caída de las exportaciones japonesas de vehículos y de electrónica al resto de Asia



Fuentes: CEIC y BBVA Research

3. A la espera de una recuperación cuando amaine el mal tiempo

La reciente moderación ha contribuido a aliviar, aunque no a eliminar, las presiones de recalentamiento e inflación. Por consiguiente los responsables de adoptar decisiones políticas se enfrentan al desafío de seguir ajustando la política monetaria para contener las presiones inflacionistas, evaluando los indicadores de rendimiento y las perspectivas de un repunte en el contexto de un entorno exterior cada vez más incierto.

Aunque los riesgos bajistas se han incrementado debido a las previsiones de una desaceleración de la economía global, seguimos creyendo que la región marcha hacia una reanudación de un alto índice de crecimiento en el segundo semestre, a medida que se vayan disipando las turbulencias del aumento del precio del petróleo y de los trastornos de Japón. Incluso si la demanda externa se retrotrajese por debajo de nuestra actual base de referencia, el sostenido comercio intrarregional derivado de la continuidad del crecimiento de China e India debería ayudar a la región a mantener un crecimiento sostenido, y todavía más considerando que sus fundamentos subyacentes son sólidos y existe margen para maniobras de política monetaria y fiscal. Entretanto, es posible que las presiones del lado de la demanda sigan presionando al alza la inflación, lo cual requerirá nuevas medidas de ajuste monetario.

Nuestro escenario de referencia prevé un repunte del crecimiento en el 2S

Por cuanto la desaceleración de los indicadores de crecimiento en el segundo trimestre se ajusta a nuestras previsiones expuestas en la edición anterior de [Situación en Asia](#), las revisiones de nuestras previsiones tienen más el carácter de un ajuste fino. En general, hemos ajustado a la baja nuestras proyecciones de crecimiento de Asia, excepto China, para la totalidad de 2011 desde el 4,3% al 4,1% (sobre todo por la revisión a la baja para Japón), y mantenemos sin variar nuestras perspectivas del crecimiento de China en el 9,4%. Nuestro escenario de referencia incorpora una previsión de repunte en el segundo semestre del año (Gráfico 31). De cara a 2012 hemos revisado nuestras proyecciones ligeramente al alza, desde el 5,1% al 5,2%, tras pequeños ajustes en la trayectoria de crecimiento de Japón. No hemos variado nuestro pronóstico sobre China, un crecimiento del 9,1%. Dicho esto, la intensificación de las incertidumbres globales pueden suponer ciertos riesgos de ajuste a la baja de nuestras proyecciones, en especial en las economías más pequeñas (y más dependientes de las exportaciones) de la región, muy expuestas a la demanda externa.

Por consiguiente, mantenemos la mayoría de nuestras previsiones de crecimiento del PIB de 2011 (Tabla 1). Las mayores revisiones corresponden a Japón, desde +0,5% a -0,3%, seguido de Australia (desde el 3,0% al 2,3%), en ambos casos reflejo de los resultados del 1T, peores de lo previsto. Hemos revisado ligeramente al alza nuestras proyecciones para Hong Kong (desde el 4,8% al 5,0%) y Tailandia (desde el 3,8% al 4,0%) por los avances del crecimiento en el 1T, mejores que los previstos. Las perspectivas de crecimiento de Tailandia han mejorado todavía más tras las pacíficas elecciones presidenciales de julio y la reanudación de las cadenas de suministro desde Japón.

Las presiones inflacionistas persisten debido a la sólida demanda

Hemos ajustado al alza nuestras previsiones de inflación para 2011 desde el 4,1% al 4,5% para Asia, excepto China, y desde el 4,9% al 5,3% para China, sobre todo debido a las cifras superiores a las esperadas de junio y julio de este año. Fuera de China, las revisiones al alza más significativas son las de Vietnam e India donde, según hemos descrito, las presiones de recalentamiento han sido especialmente graves. También hemos revisado a la baja unas pocas previsiones más: de Indonesia (6,2%), Filipinas (4,6%) y Taiwán (1,6%) (Tabla 2). Aunque la estabilización de los precios de las materias primas está contribuyendo a mitigar la inflación general, que posiblemente ya haya alcanzado sus máximos en China e Indonesia, la utilización de la capacidad es alta y es previsible que la inflación subyacente siga subiendo.

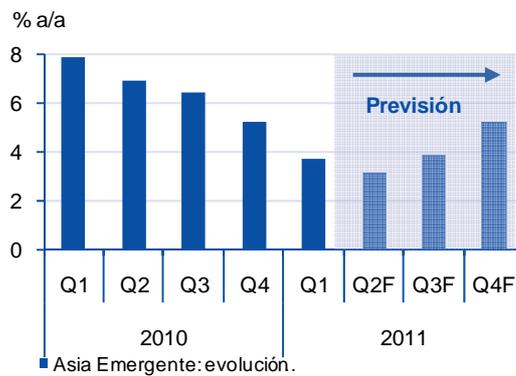
El ritmo de medidas de ajuste podría frenarse por los problemas del crecimiento

La política monetaria sigue flexible en toda la región, y en muchos casos los tipos de interés reales siguen siendo negativos (Gráfico 32). A la vista de esto y de las presiones sobre la inflación subyacente, creemos que varios bancos centrales seguirán aumentando los tipos de interés durante el resto del año. Sin embargo, creemos que el ritmo y la magnitud de dichos

incrementos serán modestos, considerando la desaceleración que se ha producido y los crecientes temores por las perspectivas externas. En consecuencia, modificamos nuestras previsiones de aumentos de tipos de interés en Australia, Indonesia y Corea (ahora esperamos una más de 25 pb en Australia e Indonesia, y dos más de 25 pb en Corea para el resto del año). En cuanto a Taiwán, creemos que el banco central mantendrá sus aumentos trimestrales de tipos de 12,5 pb, antes de las elecciones presidenciales del año que viene (Tabla 3). En materia fiscal, nuestras previsiones siguen incluyendo menores déficits en 2011. La reciente moderación de los precios de las materias primas debería facilitar a los gobiernos cumplir sus objetivos fiscales reduciendo la carga de los subsidios a los alimentos y a la energía.

Gráfico 31

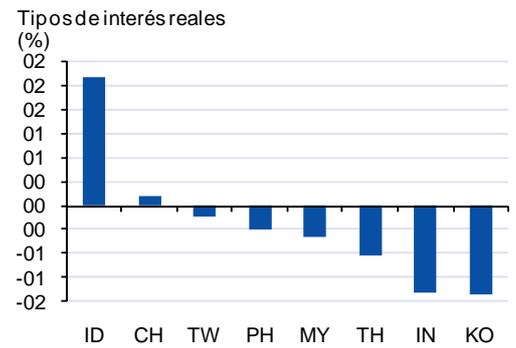
Esperamos un repunte del crecimiento de la región para lo que queda de año



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 32

Los tipos de interés reales de muchos países asiáticos siguen siendo negativos



Nota: calculados empleando las cifras actuales de la inflación
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Las apreciaciones de monedas persisten, aunque se han moderado

Creemos que seguirán apreciándose las monedas de la mayoría de los países asiáticos, fundamentadas en balanzas externas positivas, y apoyadas en buenas perspectivas de crecimiento y el aumento de los diferenciales de rendimiento. Dicho esto, creemos que el ritmo de apreciación frente al dólar estadounidense será bastante modesto, debido a cierta moderación de la entrada de flujos de capitales y nuevas intervenciones oficiales en los mercados de divisas (Tabla 4). La excepción es el dong vietnamita, que creemos que se depreciará debido a las altas tasas de inflación y a la persistente volatilidad macroeconómica.

4. Los riesgos están, en general, mejor equilibrados

Aunque persisten los riesgos de recalentamiento, los riesgos de un descenso del crecimiento han aumentado desde nuestro más reciente informe trimestral. Existe el riesgo de que la desaceleración del segundo trimestre demuestre ser más duradera que lo previsto en nuestro escenario de referencia, en especial si el entorno exterior se debilita debido a la desaceleración del crecimiento en EE.UU. y la continuidad de las tensiones financieras en Europa. En consecuencia, los riesgos para las perspectivas de crecimiento se han hecho más equilibrados.

Los riesgos de recalentamiento se han moderado con la desaceleración del segundo trimestre, aunque siguen presentes debido a que nos aproximamos al uso de toda la capacidad y a las buenas condiciones de los mercados de trabajo. A pesar de la moderación de los precios de las materias primas, los precios bien podrían sorprender al alza, en especial si los bancos centrales se muestran complacientes tras la reciente desaceleración, o excesivamente cautos a la luz de la incertidumbre de las perspectivas de crecimiento. Además, los precios de las propias materias primas podrían volver a subir si se producen trastornos imprevistos de suministro como consecuencia de condiciones climatológicas adversas o de una intensificación de la inestabilidad política en Oriente Medio u otras regiones.

Los riesgos de un descenso del crecimiento derivan de posibles contagios de las tensiones financieras de Europa, sobre todo a través del canal de la demanda externa, y en menor medida a través de los canales financieros directos debido a los sólidos fundamentos subyacentes de Asia. Un crecimiento más lento en EE.UU. es otro riesgo de descenso, en especial para las economías más pequeñas y abiertas de Asia, como Hong Kong y Singapur. Dentro de Asia, los riesgos bajistas tienen que ver con la posibilidad de una recuperación más frágil de la prevista en Japón, sobre todo por los cortes de electricidad, y por los siempre presentes riesgos de un aterrizaje duro en China, posibilidad que consideramos remota. No obstante, si se materializan los riesgos de un descenso del crecimiento, la mayoría de las economías asiáticas podría amortiguar parte de sus repercusiones dándoles margen para aminorar el ritmo del ajuste monetario o mediante estímulos fiscales adicionales.

Los riesgos específicos de los distintos países también deben seguirse de cerca. Japón, como ya hemos dicho, se enfrenta a presiones fiscales debido a la alta carga de su deuda y al coste de la reconstrucción. Los riesgos de recalentamiento persisten en India, y Vietnam sigue luchando por mantener su estabilidad macroeconómica. En Hong Kong preocupan los aumentos de los alquileres inmobiliarios y de los precios de la vivienda, además de los temores que despierta el rápido ritmo de incremento del crédito bancario. En Tailandia se ha moderado la incertidumbre tras las pacíficas elecciones presidenciales de julio. Sin embargo, el país se dispone a abordar una transición política, con los consiguientes riesgos de que la inestabilidad vuelva a campar por sus fueros.

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(Tasa de crecimiento, % a/a)	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	-0.3	-3.5	3.0	2.1	2.6
UEM	0.3	-4.1	1.7	2.0	1.3
Pacífico Asiático	5.2	4.1	8.0	6.2	6.7
Australia	2.4	1.4	2.5	2.3	3.8
Japón	-1.2	-6.3	4.0	-0.3	2.9
China	9.6	9.2	10.3	9.4	9.1
Hong Kong	2.3	-2.7	7.0	5.0	4.5
India	5.1	9.1	8.8	8.1	8.0
Indonesia	6.0	4.6	6.1	6.4	6.7
Corea	2.3	0.3	6.2	4.5	4.5
Malasia	4.8	-1.6	7.2	5.1	5.4
Filipinas	4.2	1.1	7.6	4.5	5.2
Singapur	1.5	-0.8	14.5	6.0	4.8
Taiwán	0.7	-1.9	10.9	4.8	4.9
Tailandia	2.5	-2.3	7.8	4.0	4.8
Vietnam	6.3	5.3	6.8	6.2	6.5
Asia (excl. China)	2.3	0.8	6.5	4.1	5.2
Mundo	2.8	-0.7	5.0	4.2	4.4

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

(Tasa de crecimiento, % a/a)	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	3.8	-0.3	1.6	2.8	2.2
UEM	3.3	0.3	1.7	2.7	1.8
Pacífico Asiático	5.7	0.3	2.7	4.8	3.6
Australia	4.4	1.8	2.8	3.2	2.9
Japón	1.4	-1.4	-0.7	0.3	0.5
China	6.0	-0.8	1.2	5.3	3.9
Hong Kong	4.3	0.6	2.3	5.2	3.7
India	8.7	2.4	9.6	9.0	6.5
Indonesia	9.9	4.8	5.1	6.2	5.9
Corea	4.7	2.8	3.0	3.8	3.1
Malasia	5.4	0.6	1.7	3.1	2.7
Filipinas	9.3	3.2	3.8	4.6	4.0
Singapur	6.6	0.6	2.8	4.3	2.8
Taiwán	3.5	-0.9	1.0	1.7	1.4
Tailandia	5.5	-0.8	3.3	3.8	3.0
Vietnam	23.2	6.9	10.0	19.0	12.0
Asia (excl. China)	5.5	1.1	3.7	4.5	3.5
Mundo	6.1	2.2	3.0	4.8	4.1

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 3

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (fin de periodo)

		2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	EUR/USD	0.70	0.70	0.75	0.74	0.75
UEM	USD/EUR	1.50	1.40	1.34	1.36	1.33
Australia	USD/AUD	0.67	0.90	1.02	1.04	0.95
Japón	JPY/USD	96.1	92.1	81.1	88.0	87.0
China	CNY/USD	6.84	6.83	6.61	6.30	6.00
Hong Kong	HKD/USD	7.75	7.75	7.77	7.80	7.80
India	INR/USD	48.6	46.6	44.7	45.0	44.0
Indonesia	IDR/USD	10838	9395	8996	8500	8700
Corea	KRW/USD	1364	1166	1126	1020	988
Malasia	MYR/USD	3.56	3.52	3.06	2.88	2.83
Filipinas	PHP/USD	48.3	46.8	43.8	42.5	43.0
Singapur	SGD/USD	1.49	1.40	1.28	1.24	1.22
Taiwán	NTD/USD	33.0	32.3	29.3	28.2	27.8
Tailandia	THB/USD	34.8	33.3	30.1	30.5	30.5
Vietnam	VND/USD	16598	17942	19498	21500	22000

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 4

Previsiones macroeconómicas: tipos de referencia (fin de periodo)

(%)	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	0.61	0.25	0.25	0.25	1.25
UEM	2.73	1.00	1.00	1.75	2.00
Australia	4.25	3.75	4.75	5.00	5.50
Japón	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
China	5.31	5.31	5.81	6.81	7.31
Hong Kong	0.50	0.50	0.50	0.50	1.50
India	6.50	4.75	6.25	8.00	7.75
Indonesia	9.25	6.50	6.50	7.00	6.50
Corea	3.00	2.00	2.50	3.75	4.25
Malasia	3.25	2.00	2.75	3.50	3.75
Filipinas	5.90	4.00	4.00	5.00	5.50
Singapur	1.00	0.69	0.48	0.45	1.45
Taiwán	2.000	1.250	1.625	2.125	2.625
Tailandia	2.75	1.25	2.00	3.50	3.50
Vietnam	8.50	8.00	9.00	11.00	9.00

Fuentes: CEIC y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BBVA, S.A. es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

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

Economista Jefe de Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Jenny Zheng
jenny.zheng@bbva.com.hk

China continental
Daxue Wang
daxue.wang@bbva.com.hk

Con las aportaciones de:
Análisis de Mercados
Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar (India)
sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

Le Xia
xia.le@bbva.com.hk

Mario Nevaes
mario.nevaes@bbva.com.hk

Claire Chen
claire.chen@bbva.com.hk

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Mercados Emergentes:
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Análisis transversal de economías emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

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

China
Daxue Wang
daxue.wang@bbva.com.hk

India
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación de América Latina
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

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

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswald_lopez@provincial.com

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

Análisis macroeconómico México
Julian Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Desarrolladas:
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Regulaciones sobre el sistema financiero:
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y política pública
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Estrategia de Cliente y de Mercado:
Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Renta Variable Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas Globales
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@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