

Situación Asia

Cuatro trimestre 2011
Análisis Económico

- **El crecimiento de Asia ha seguido moderándose como consecuencia de la debilidad de la demanda externa.** La fortaleza de la demanda interna lo ha contrarrestado en parte, pero la desaceleración de las exportaciones ha impedido que se materializara el repunte del crecimiento previsto anteriormente en la segunda mitad del año.
- **Las perspectivas de crecimiento siguen siendo robustas, aunque los riesgos a la baja se han incrementado debido a la incertidumbre del entorno mundial.** Hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento para Asia en 2011-12, pero sólo ligeramente debido a las expectativas de una sólida demanda interna y de un repunte gradual de las exportaciones en el transcurso de 2012.
- **La moderación del crecimiento ha contribuido a aliviar las presiones de recalentamiento, y la inflación ha comenzado a disminuir.** Estas circunstancias han incrementado las posibilidades de que se apliquen políticas de estímulo. Así pues, esperamos nuevas medidas de flexibilización monetaria si el entorno externo empeora.
- **Han aparecido riesgos bajistas desde nuestro último informe trimestral.** Las exportaciones se desaceleran, lo que podría tener repercusiones en la demanda interna, que por lo demás es fuerte. Los sólidos fundamentos económicos de la región, el margen de maniobra para implementar políticas de estímulo y la demanda desde China y la India contribuirán a limitar estos riesgos.

Índice

1. Situación global: desaceleración con riesgos bajistas.....	4
2. La desaceleración de Asia: ¿Saludable o preocupante?.....	6
Recuadro: ¿Hasta qué punto puede soportar Asia un 'shock' externo?.....	13
3. Moderadas revisiones a la baja para las previsiones de crecimiento de 2011 y 2012.....	15
4. Riesgos bajistas para las perspectivas.....	17
5. Tablas.....	18

Fecha de publicación: 8 de noviembre de 2011

Resumen

El impulso de crecimiento de Asia ha seguido moderándose como consecuencia de la debilidad de la demanda externa. En concreto, el crecimiento del PIB fue más débil de lo previsto en el tercer trimestre y, más recientemente, las exportaciones muestran indicios de deterioro. La fuerte demanda interna ha compensado en parte el impacto de un entorno externo más débil. Pero el repunte que se esperaba en la segunda mitad del año por la recuperación de Japón y la caída de los precios de las materias primas no se ha producido.

La moderación del crecimiento ha contribuido a aliviar las presiones de recalentamiento y a menos que se deterioren aún más las perspectivas de crecimiento de EE. UU. y Europa, las perspectivas de Asia siguen siendo robustas. Los sólidos fundamentos, el continuo crecimiento de China y la India y la solidez de la demanda interna contribuyen a proteger la región de los efectos del lento crecimiento de EE. UU. y de las tensiones financieras de Europa.

Ante una perspectiva de la demanda externa más débil, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento de 2011 y 2012, pero sólo ligeramente por el momento. En Asia excluida China hemos bajado nuestras previsiones de crecimiento para el conjunto de 2011 del 4,1% al 3,7% como resultado de una segunda mitad más débil; y hasta el 4,9% en 2012 desde el 5,2% previsto anteriormente. También hemos bajado las previsiones para China hasta el 9,1% y el 8,6% en 2011 y 2012, en comparación con el 9,4% y el 9,1% previstos anteriormente. Nuestro escenario base contempla una continuada fortaleza de la demanda interna y un repunte gradual de la demanda externa a lo largo de 2012, especialmente en la segunda mitad del año.

No obstante, los riesgos bajistas han incrementado considerablemente. En particular, un agravamiento de la crisis de la deuda europea podría tener repercusiones importantes que se materializarían tanto en una menor demanda externa como en unas condiciones financieras más estrictas. Esta situación podría afectar a las exportaciones e inversiones de la región y dar lugar a un crecimiento mucho menor, especialmente en las economías de más pequeñas y más abiertas. Las economías de mayor tamaño de Asia, especialmente India, China e Indonesia, deberían mantenerse razonablemente bien dada su dependencia de la demanda interna.

La inflación, principal preocupación durante gran parte de este año, ha comenzado a retroceder debido a la desaceleración del crecimiento y a la caída de los precios de los alimentos y de las materias primas. En algunos casos la inflación sigue por encima de los objetivos, especialmente en la India, China, Hong Kong, Singapur y Vietnam. Pero incluso en estos casos, la inflación se está reduciendo. Mientras tanto, las burbujas de los precios de los activos siguen siendo una preocupación en los sectores inmobiliarios de China y Hong Kong, donde las autoridades continúan aplicando políticas para frenar el incremento de los precios.

La caída de la inflación ha permitido cambiar gradualmente el foco de la política monetaria hacia el apoyo al crecimiento. Australia e Indonesia ya han comenzado a recortar los tipos de interés, Singapur redujo la curva de apreciación de la moneda y el Banco de Japón ha intervenido para frenar la apreciación del yen, a la vez que amplía su programa de compra de activos. De cara al futuro, prevemos cierta flexibilización moderada de la política monetaria en estas economías. Sin embargo, no esperamos que se efectúen recortes de tipos muy acentuados, a no ser que se produzca un deterioro significativo en las perspectivas externas.

Los mercados siguen obsesionados con una hipotética resolución para la crisis soberana y financiera de Europa. Por ello, las perspectivas de las monedas y de los índices bursátiles en este entorno presentan una incertidumbre mayor de lo normal. Partiendo del supuesto de una reducción de la aversión al riesgo global en nuestro escenario central, podríamos esperar que las monedas asiáticas mantengan una modesta tendencia a la apreciación.

Como ya hemos indicado, los riesgos bajistas han aumentado desde nuestro último informe trimestral. El riesgo principal procede del deterioro de la crisis de la deuda europea. También cabe la posibilidad de que la debilidad de las exportaciones repercuta en la demanda interna, con el resultado de unas menores perspectivas de crecimiento. Para contrarrestar estos riesgos, la región tiene margen para aplicar políticas de apoyo, tanto monetarias como fiscales.

1. Situación Global: Desaceleración mundial y riesgos sesgados a la baja

*Antes de pasar a Asia, repasamos nuestra **Situación Global**. Si desean leer directamente la parte relativa a Asia, pueden hacerlo pasando a la página 6.*

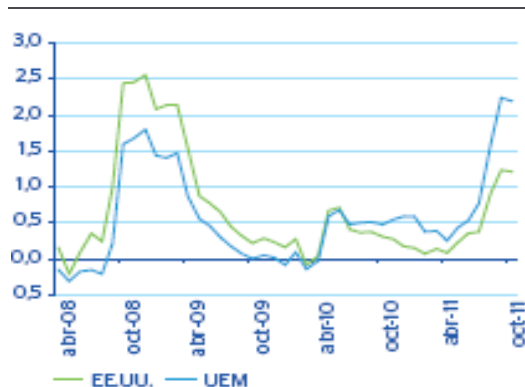
Las perspectivas dependen de la resolución de la crisis de la deuda europea.

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores que aún ejercen su influencia. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido menor de lo esperado, principalmente, pero no solo en las economías desarrolladas (los datos de EE. UU. para la primera mitad del año ya habían sido decepcionantes, lo que provocó que algunos analistas anticipasen una nueva recesión). Pese a que el crecimiento estadounidense aumentó en el tercer trimestre, la actividad económica en Europa, que había aguantado muy bien en los tres primeros meses de año, sigue ahora un claro ritmo de desaceleración. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en la cumbre de octubre van en la buena dirección, todavía quedan elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una clara «hoja de ruta» para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema financiero europeo, y en Europa las tensiones alcanzan niveles en muchos aspectos superiores a los alcanzados tras la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 (Gráfico 1), lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta aún más el círculo vicioso real-financiero. Por último, el aumento mundial de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009.

En este contexto, rebajamos nuestras previsiones de crecimiento mundial para 2011 y 2012 en 0,3 pp con respecto a nuestro último Situación Global, principalmente por el recorte de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas (EE. UU. y Europa, compensadas en parte por Japón), aunque el crecimiento de los mercados emergentes también será algo menor de lo anticipado. Por tanto, la economía mundial crecería un 3,9% en 2011 y un 4,1% en 2012, apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a un crecimiento discreto en las economías avanzadas (Gráfico 2).

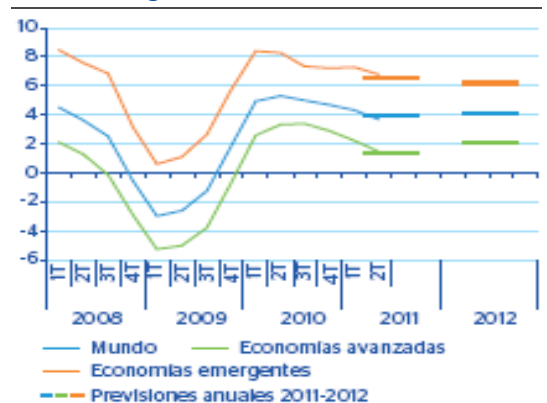
Estas tasas de crecimiento siguen siendo robustas, pero los riesgos están fuertemente sesgados a la baja y a corto plazo dependerán de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto negativo en el crecimiento europeo y el contagio a otras regiones.

Chart 1
Índice de estrés financiero del BBVA



Fuente: BBVA Research

Chart 2
Crecimiento global del PIB (% interanual)



Fuente: FMI y BBVA Research

Europa avanza en la dirección correcta, pero deja puntos clave sin resolver

En las últimas cumbres europeas se han adoptado medidas importantes en la dirección correcta, aunque no se resolviesen definitivamente ciertos puntos clave. En primer lugar, se le ha pedido a los tenedores privados de bonos griegos que acepten una quita voluntaria del 50% (mucho más de lo acordado en julio) aunque aún hay dudas sobre la participación en esta operación, e incluso si ésta fuese total, sobre la solvencia de Grecia, muy condicionada a las reformas que debe adoptar el país. En segundo lugar, el FEEF se apalancará como mecanismo asegurador y será complementado por inversores externos (posiblemente el FMI entre otros), aunque no es probable que el programa se complete antes de diciembre. Por tanto, tendrán que pasar muchas semanas para que podamos determinar su efectividad, por lo que el BCE tendrá que seguir actuando como «comprador de última instancia» de deuda soberana, pese a las reticencias de los países de Europa central. En tercer lugar, se agradece la presencia de reformas económicas en la agenda de algunos países (sobre todo, de Italia, donde serán supervisadas por el FMI), así como el hecho de que la ayuda del FEEF responderá a la solicitud de los países y será condicional, lo que aumenta las probabilidades de implementación de las reformas económicas. Al mismo tiempo, las limitadas pruebas de resistencia de los balances bancarios, que aplican precios de mercado para las carteras soberanas pero no para los denominados «activos tóxicos», con un aumento sustancial de los requisitos de capital (9% de capital core Tier1), están conllevando a una ineficiente recapitalización del sector bancario. Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que reduciría el crédito sin sanear los balances de los bancos de la zona euro. Además, aún no se ha establecido un mecanismo para la provisión de liquidez a largo plazo, pese a que es clave para que los bancos se puedan financiar. Por último, se ha avanzado en la gobernanza europea pero no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

Como hemos mencionado en otras ocasiones, las soluciones parciales simplemente ayudarán a prevenir una escalada de las tensiones financieras, pero estas seguirán elevadas, lo que aumenta los riesgos bajistas para la actividad económica en la zona del euro. Los acuerdos siguen sin ser suficientes si existe la estructura necesaria para prevenir contagios y un posible acontecimiento sistémico derivado de la reestructuración de la deuda griega: un FEEF suficiente que cuente con el BCE como comprador de último recurso y bancos saneados y recapitalizados con acceso a financiación. Sin estas medidas, los mercados seguirán contando con una mayor fatiga ante las reformas en Grecia y ante nuevos rescates en los países centrales de Europa, lo que aumenta la probabilidad de un escenario de riesgo con contracción del crédito y recesión en Europa que tendría consecuencias en todo el mundo.

Pese al mayor crecimiento del 3T, continúa la debilidad estructural en EE. UU

El aspecto positivo es que parece que el crecimiento estadounidense se ha acelerado en el tercer trimestre, al menos según las estimaciones preliminares. Aunque este dato no debería llevar a la euforia (el crecimiento en los dos primeros trimestres fue muy bajo y la brecha de producción sigue siendo muy grande) parece haber aplacado el nerviosismo del mercado sobre la posibilidad de una nueva recesión. No obstante, se mantiene la debilidad estructural de la economía estadounidense ya que el nivel de confianza de consumidores y empresas sigue bajo y el mercado inmobiliario podría sufrir más ajustes, lo que se traduce en una menor resistencia ante un posible shock procedente de Europa. Además, el bloqueo político podría impedir que se alcance un «gran acuerdo» para (i) prevenir una contracción fiscal no deseada a corto plazo y (ii) promover reformas para una consolidación fiscal creíble a largo plazo.

Los emergentes mantienen su aterrizaje suave, pero con problemas externos

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza, apoyadas por la resistencia de la demanda interna. Los precios de las materias primas en Latinoamérica y el crecimiento de las exportaciones asiáticas siguen altos, pese a las fuertes correcciones, lo que también apoya las sólidas perspectivas de crecimiento, encaminado hacia un aterrizaje suave que sería bien recibido en algunos países. Para ambas regiones, las turbulencias en Europa y EE.UU. se traducen en fuertes dificultades en los mercados financieros, reflejadas en el aumento de la volatilidad del mercado, la depreciación de los tipos de cambio y una reducción de las entradas de flujos de capital. Sin embargo, muchos países aún cuentan con un considerable colchón (finanzas públicas más sólidas y mejor gestión macroeconómica que en el pasado) y se encuentran en una buena situación para introducir políticas de estímulo que contrarresten una demanda externa debilitada. En general, un entorno exterior más negativo ha cambiado el foco en los países emergentes del sobrecalentamiento a los riesgos bajistas y, cada vez más, a la posible necesidad de políticas de apoyo.

2. La desaceleración de Asia: ¿Saludable o preocupante?

El año 2011 comenzó en Asia con preocupaciones acerca del recalentamiento de la economía. Pero con el deterioro de las perspectivas mundiales y los indicios de desaceleración de la región la atención de las autoridades ha pasado a centrarse en sostener el crecimiento.

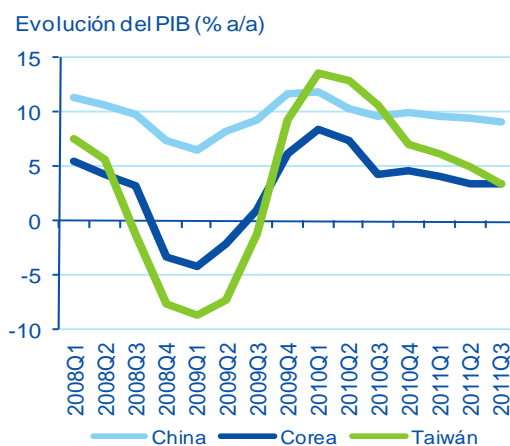
Después de un fuerte primer trimestre con un PIB sorprendiendo al alza en toda Asia, el impulso comenzó a frenarse en el segundo trimestre. Como recordarán los lectores de nuestros anteriores informes, la moderación estaba en línea con las expectativas y se había anticipado debido a los trastornos de la oferta a causa del terremoto que se produjo en marzo en Japón y a las dificultades derivadas de los elevados precios de las materias primas. No obstante, el crecimiento se sostuvo en el primer semestre, gracias a la sólida demanda interna. Así pues, la desaceleración fue saludable, pues contribuyó a reducir las presiones de recalentamiento.

Como ya señalamos en nuestro anterior informe [Situación Asia](#), se había previsto un repunte en la segunda mitad del año a medida que Japón se recuperara y que los precios de las materias primas se moderaran. Sin embargo, ese repunte no se ha producido, lo que se debe principalmente a que el entorno externo ha sido más débil de lo esperado. En particular, los últimos indicadores de actividad apuntan a una caída de la demanda externa, especialmente en las economías de menor tamaño y más abiertas de la región. Por tanto, revisamos a la baja nuestras perspectivas de crecimiento para el resto de 2011 y para 2012, pero sólo ligeramente, ya que hasta ahora la demanda interna, todavía fuerte, ha compensado en parte la desaceleración de la demanda externa. Ante el debilitamiento de la demanda externa y la incipiente caída de la inflación, las autoridades han cambiado su foco de atención, hacia el apoyo al crecimiento.

La confianza en Asia se mantiene en niveles elevados debido a los sólidos fundamentos económicos de la región (véase el Recuadro de las páginas 13-14 titulado ¿Hasta qué punto puede soportar Asia un choque externo?). La inflación subyacente se mantiene alta en algunas economías, como en Corea (3,7% a/a en octubre), y plantea un dilema a los responsables políticos al cambiar hacia posturas más flexibles. Hasta la fecha, Indonesia y Australia han recortado los tipos de interés, mientras que el resto de los bancos centrales han pasado en su mayoría al modo de pausa. En cambio, en la India se han subido recientemente los tipos de interés (hasta el 8,5% en octubre) para hacer frente a la elevada inflación, que hasta ahora se ha mantenido por encima del 9% a/a a lo largo del año.

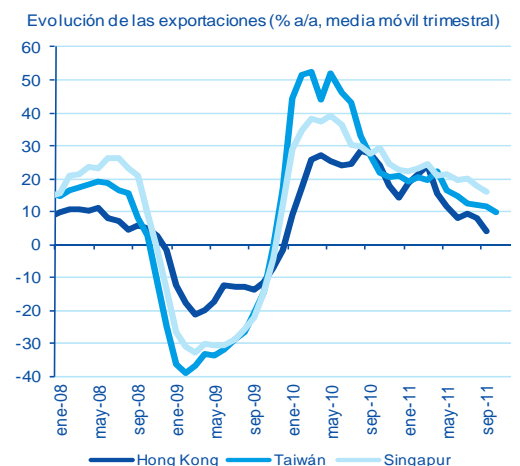
A medida que los participantes globales aumentaron su aversión al riesgo durante el verano, la volatilidad de los mercados alcanzó niveles que no se veían desde la crisis de Lehman, pues los inversores vendieron indiscriminadamente valores y bonos asiáticos, así como la mayoría de las divisas asiáticas (con la excepción del yen) hacia el final del tercer trimestre. Los diferenciales de los CDS soberanos de Asia se incrementaron notablemente, ya que los inversores compraron coberturas para proteger sus posiciones a largo plazo.

Gráfico 3
El PIB de Asia siguió moderándose en el 3T...



Fuentes: CEC y BBVA Research

Gráfico 4
...con la caída del crecimiento de las exportaciones



Fuentes: CEIC y BBVA Research

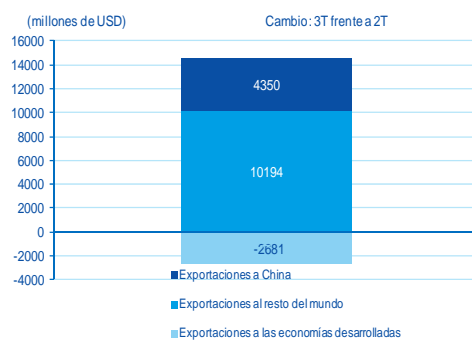
La actividad del tercer trimestre se modera por las dificultades externas

Las dificultades mundiales han repercutido en los resultados del PIB del tercer trimestre de Asia. En concreto, China (9,1% a/a), Corea (3,4% a/a) y Taiwán (3,4% a/a) han seguido moderándose en comparación con el segundo trimestre (Gráfico 3) y el crecimiento de las exportaciones se ha desacelerado, en especial en las economías más abiertas y de menor tamaño, como Singapur, Hong Kong y Taiwán (Gráfico 4). La tendencia secuencial del PIB también muestra una desaceleración en Corea (0,7% t/t en el 3T frente al 0,9% en el 2T) y en Taiwán, donde la economía se contrajo por primera vez desde 2009 (-0,3% t/t en el 3T frente al 0,2% en el 2T). El crecimiento secuencial del PIB repuntó en Singapur (1,3% t/t, anual. desest. en el 3T en comparación con el -6,5% del 2T), evitando, por tanto, una recesión técnica; no obstante, los indicios de que continúa la moderación son evidentes y la Autoridad Monetaria de Singapur revisó recientemente a la baja sus previsiones para todo 2011 hasta el límite inferior del rango previsto anteriormente (5-6%).

Dicho esto, el crecimiento del PIB no se ha desplomado, y en algunos casos se ha mantenido: Indonesia, por ejemplo, registró un crecimiento del 6,5% a/a en el 3T, prácticamente sin cambios desde el trimestre anterior. A nivel más general, la fuerte demanda interna ha servido para compensar, y las exportaciones, aunque se han debilitado, mantienen su solidez, incluso en Corea e Indonesia, debido a la fortaleza del comercio intrarregional, a la demanda desde otros mercados emergentes y a los esfuerzos de reconstrucción de Japón. En particular, la continua fortaleza del crecimiento en China ha facilitado el aumento del comercio intrarregional, lo que ha contribuido a impulsar las exportaciones desde el resto de la región (Gráfico 5).

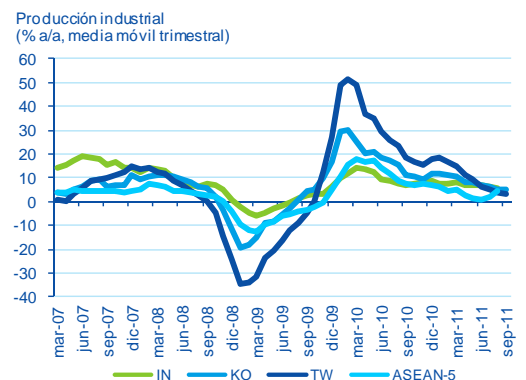
Sin embargo, en los próximos trimestres, la mayor debilidad de la demanda externa como consecuencia de los acontecimientos de EE. UU. y de Europa podría llevar a una desaceleración de las exportaciones, con efectos secundarios en la demanda interna de las economías asiáticas más abiertas y de menor tamaño. Por ejemplo Taiwán, cuyo comercio con EE. UU. y Europa representa casi el 20% de sus exportaciones, ya ha experimentado una fuerte caída de las exportaciones: en el 3T, el total de las exportaciones se contrajo un 7,9% t/t en términos anualizados y desestacionalizados. Las exportaciones de Hong Kong también se debilitaron de forma pronunciada: aunque el crecimiento t/t se situó en el 5,2%, el crecimiento interanual cayó a -3,0% en septiembre, ya que el comercio con EE. UU. se contrajo un 8,9% a/a en el mes, y en términos secuenciales, las exportaciones de Hong Kong cayeron un 10% desestacionalizado en septiembre tras haber aumentado un 1,5% m/m en agosto.

Gráfico 5
Cambio en las exportaciones de determinados países a los principales mercados



Nota: los países cuyas exportaciones están representadas más arriba incluyen Corea, Singapur, Taiwán y Tailandia; la economías desarrolladas incluyen Francia, Alemania, Italia, Japón, R.U. y EE. UU.
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 6
El crecimiento de la producción industrial sigue desacelerándose

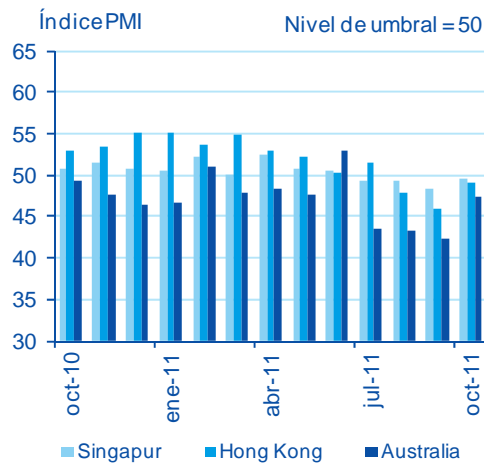


Fuentes: CEIC y BBVA Research

Además de las exportaciones, otros indicadores de alta frecuencia también mostraron signos de debilitamiento en el tercer trimestre. La producción industrial ha continuado moderándose, especialmente en la India, Corea y Taiwán (Gráfico 6). La producción industrial de la India estuvo marcada por una contracción en la actividad minera y una desaceleración del sector manufacturero. Aunque el índice de gerentes de compras de China se ha mostrado sólido y ha permanecido por encima del nivel crítico de expansión (más de 50), también se ha moderado, y los índices de gerentes de compras de otras economías asiáticas, incluidas Australia, Hong Kong y Singapur han caído por debajo de 50 (Gráfico 7).

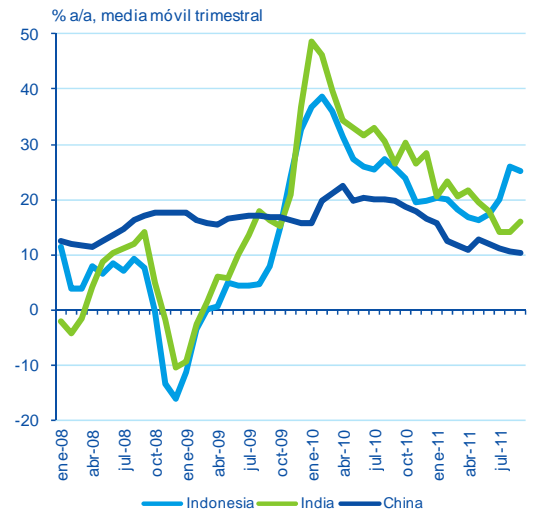
La fuerte demanda interna ha contribuido a sostener el crecimiento total del PIB a pesar de que el entorno externo se ha debilitado. Este es especialmente el caso de las economías de mayor tamaño, incluidas China, la India e Indonesia, donde el crecimiento de las ventas minoristas se ha mantenido sólido (Gráfico 8) y de Corea, donde la demanda interna representó más de la mitad del crecimiento trimestral del PIB en el 3T. A su vez, la demanda interna se ha apoyado en el aumento de los salarios y en la baja tasa de desempleo (Gráficos 9 y 10), así como en la continuación del rápido crecimiento del crédito (Gráfico 11). Sin embargo, esto último ha generado sus propias preocupaciones, lo que ha dado lugar a que en los últimos trimestres las autoridades de China y de la India hayan gestionado la relajación de las condiciones de liquidez elevando las reservas obligatorias y aumentando los tipos de interés (aunque China lleva en pausa desde julio, la India subió los tipos de interés el pasado mes de octubre); las autoridades de Hong Kong siguen vigilando el rápido aumento del crédito por si hay indicios de debilitamiento de la calidad crediticia. No obstante, los bancos asiáticos siguen estando bien capitalizados y parecen bien posicionados para capear la actual crisis mundial (véase el Recuadro de la página 13).

Gráfico 7
Los PMI han caído debido a las incertidumbres



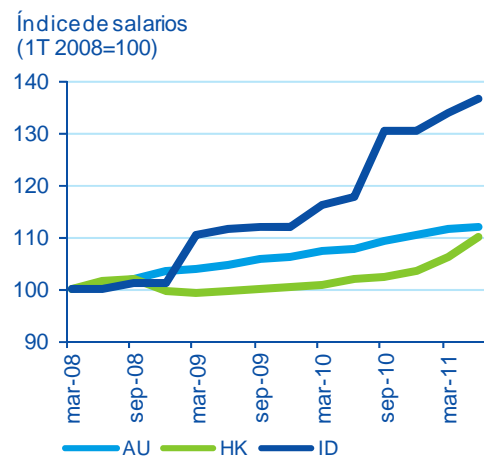
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
Las ventas minoristas se mantienen saludables...



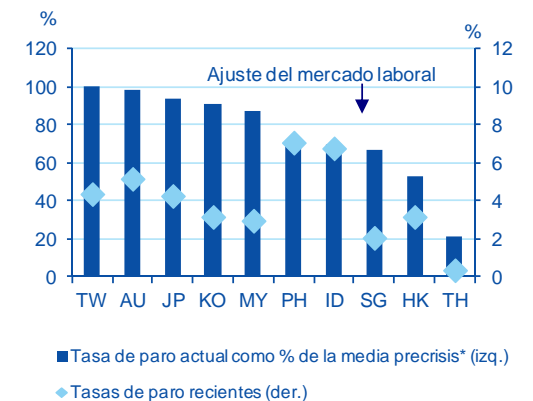
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 9
... ya que los salarios siguen subiendo



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 10
Bajo desempleo...



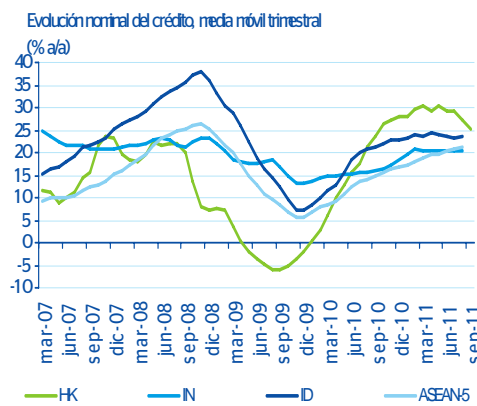
* Nota: promedio de desempleo del periodo 2002-2007
Fuentes: CEIC y BBVA Research

La recuperación económica de Japón sigue avanzando desde los trastornos ocasionados por el terremoto y el tsunami del 11 de marzo; las exportaciones y la producción han vuelto a los

niveles anteriores a la catástrofe. Sin embargo, la recuperación sigue siendo tibia, y el Banco de Japón ha ampliado su balance y ha intervenido para contrarrestar la apreciación del yen, que ha obstaculizado las perspectivas de crecimiento. Los trastornos de las cadenas de suministro a causa de las actuales inundaciones de Tailandia han aumentado las presiones sobre los productores japoneses.

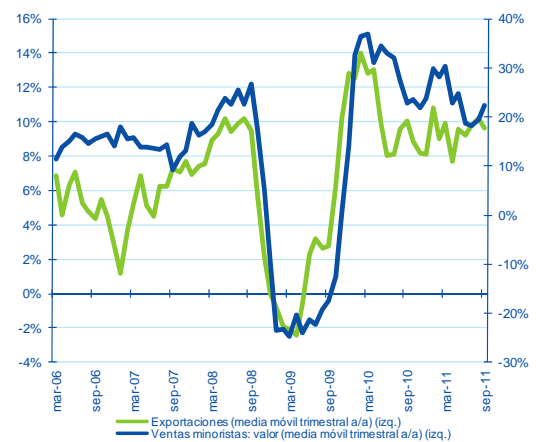
Corea sigue en el buen camino para un aterrizaje suave después de que el crecimiento del PIB aumentara un 3,4% a/a en el tercer trimestre. Las exportaciones se han mantenido razonablemente bien (Gráfico 12) antes de mostrar signos de debilitamiento en octubre (9,3% a/a, el ritmo más lento desde 2009). La demanda interna se afianzó en el tercer trimestre, apoyada por el fuerte aumento del crédito, lo que contribuyó a sostener el crecimiento total del PIB. En la India, el crecimiento se ha desacelerado como consecuencia de la debilidad de la inversión a causa de las dificultades que presentan unos tipos de interés más elevados y la percepción de que las reformas económicas se han ralentizado.

Gráfico 11
El aumento del crédito impulsa la demanda interna



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 12
Los datos de Corea apuntan a un aterrizaje suave



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

La inflación parece haber llegado a su cima, pero se mantiene elevada

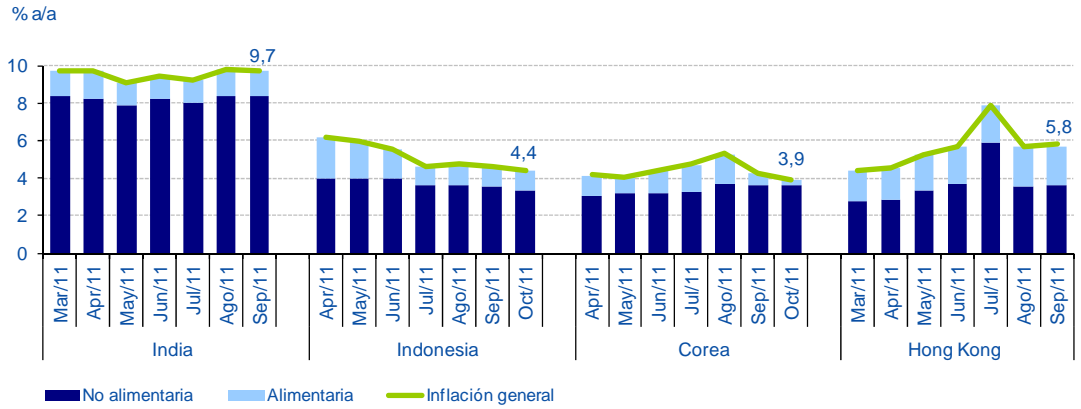
La inflación se ha ido moderando tras llegar a su cima, en el tercer trimestre (Gráfico 13) debido al descenso de los precios de los alimentos y de las materias primas (Gráficos 14 y 15). La caída ha sido evidente tanto en términos interanuales como secuenciales, por ejemplo en Indonesia, donde la inflación m/m pasó a ser negativa, cayendo hasta el -0,1% en octubre, después de que se registrara un +0,3% en septiembre, y en Australia, con un resultado del 0,4% t/t desestacionalizado en el 3T, tras registrarse un 0,7% en el 2T.

No obstante, es demasiado pronto aún para declarar el fin de la batalla contra la inflación, que se mantiene en muchos casos en los rangos meta o por encima de ellos, como en el caso de Singapur (5,5% a/a frente a la meta del 4-5%) y en el de Corea (3,9% a/a, meta: 2-4%). Además, la inflación subyacente se mantiene elevada (Gráfico 16). La inflación se ha mostrado especialmente persistente en la India debido a la combinación de las presiones de demanda, todavía fuertes, y la depreciación de la rupia.

Vietnam continúa luchando contra la inflación más alta de Asia Emergente, que se aceleró hasta el 22% a/a en julio debido a las presiones de recalentamiento y a la depreciación de su moneda. En el otro extremo del espectro se encuentra Taiwán (1,2% a/a en octubre), donde el fuerte control de la política monetaria por parte del Banco Central y la estabilidad de los precios de los alimentos han contribuido a mantener la inflación en el nivel más bajo de Asia Emergente.

Gráfico 13

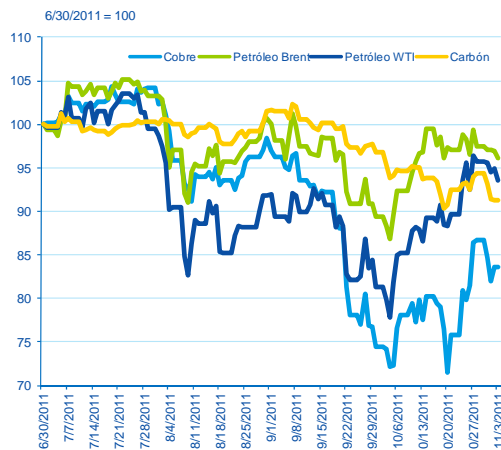
El índice general de precios parece caer a medida que se desacelera la economía mundial



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 14

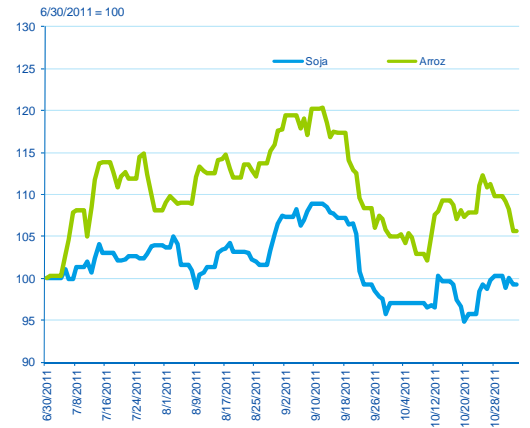
Los precios de las materias primas caen



Fuente: Bloomberg, CEIC y BBVA Research

Gráfico 15

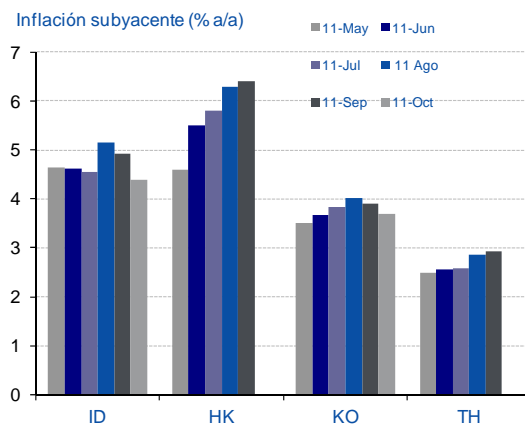
Los precios de los alimentos llegaron a su cima



Fuente: Bloomberg, CEIC y BBVA Research

Gráfico 16

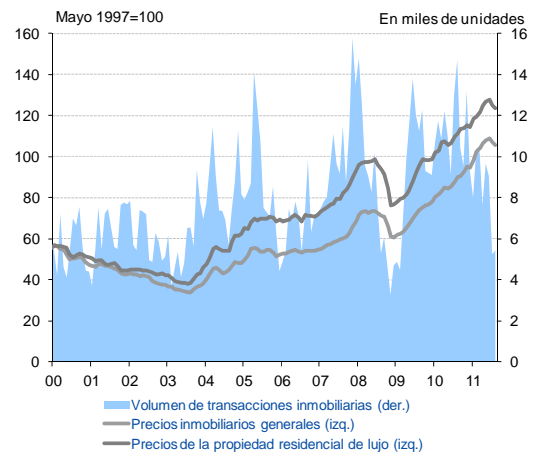
...pero la inflación subyacente se mantiene elevada



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 17

El precio de la vivienda comienza a caer en HK



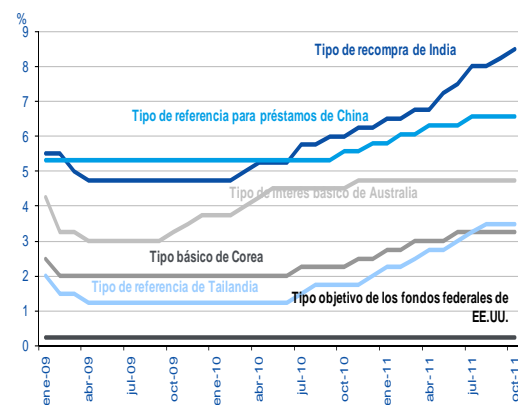
Fuentes: CEIC y BBVA Research

En Hong Kong, donde el aumento de los alquileres ha contribuido a elevar la inflación general (los alquileres residenciales representan el 31% de la cesta de precios al consumo), las autoridades han tomado una serie de medidas para enfriar el sector inmobiliario. Como resultado de estas medidas y de la actual aversión al riesgo, los precios inmobiliarios y el volumen de las transacciones han comenzado a moderarse (Gráfico 17). Recientemente, el gobierno anunció la reanudación del programa de vivienda en propiedad (HOS) para ofrecer vivienda de protección oficial, y los planes para construir viviendas más asequibles y aumentar la oferta de suelo.

El foco de la política pasa del control de la inflación al apoyo al crecimiento

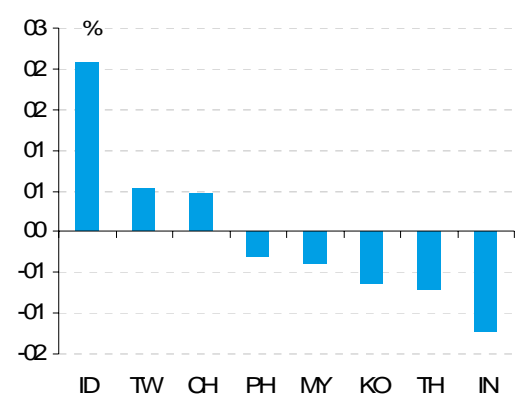
Como resultado de las incertidumbres mundiales y de la desaceleración del crecimiento y de la inflación, los responsables políticos de la región han comenzado a cambiar su foco de atención hacia el apoyo al crecimiento. Los movimientos alcistas de tipos han quedado congelados, mientras que Indonesia y Australia ya han comenzado la flexibilización abiertamente (Gráfico 18), y se percibe cierta relajación en la política monetaria de Singapur (con una desaceleración del ritmo de apreciación en octubre), China y Japón. En contraposición con estas tendencias, India subió los tipos por 13ª vez consecutiva en octubre debido a su elevada inflación, pero indicó que podría fin al actual ciclo de ajuste. Sin embargo, el paso hacia la flexibilización de los tipos ha sido prudente, ya que en ciertos casos la inflación sigue elevada y se mantienen posturas monetarias acomodaticias en las que los tipos de interés reales están próximos a cero (Gráfico 19).

Gráfico 18
Las políticas de ajuste están en espera...



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 19
pero hay algunos casos con tipos reales negativos



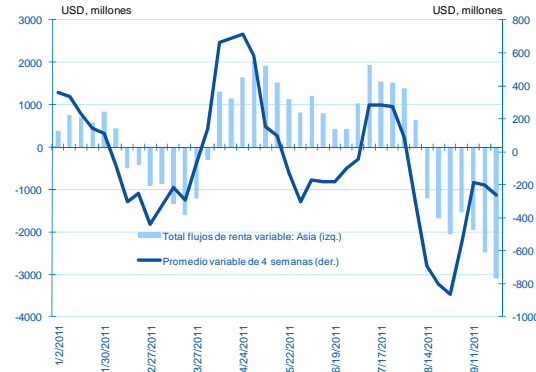
Fuente: Bloomberg, CEIC y BBVA Research

Los mercados asiáticos caen por el aumento de la aversión al riesgo global

Las incertidumbres sobre EE. UU. y Europa han marcado el sentimiento de los mercados y se han producido oleadas periódicas de venta masiva de valores de renta variable, divisas y bonos de "alto riesgo", como pasó a finales de septiembre (Gráfico 20 y 23). Las salidas de inversiones de cartera han aumentado, pues los inversores han tenido menos en cuenta los sólidos fundamentos económicos de la región y más las tendencias mundiales y la necesidad de aumentar la liquidez, anticipando la necesidad de amortización. Estas salidas de capitales han provocado la intervención de algunos bancos centrales en los mercados de divisas, como el Banco de Indonesia, que utilizó parte de sus reservas para reducir la volatilidad. Por su parte, a finales de octubre Japón intervino por cuarta vez desde septiembre de 2010, para frenar la apreciación que se ha venido produciendo debido a las características del yen como moneda refugio. La gestión de las reservas de los bancos centrales también ha experimentado dificultades después de la rebaja de la calificación soberana de EE. UU. de S&P, lo que ha llevado a la diversificación en detrimento de las tenencias de dólares estadounidenses, aunque la inversión de la región en valores del Tesoro de EE. UU. sigue siendo muy fuerte (Gráfico 21).

A pesar de las recientes ventas, las monedas asiáticas se han mantenido entre las favoritas de los inversores internacionales durante la mayor parte del año, y muchas de ellas han llegado a alcanzar máximos de varios años debido a los sólidos fundamentos de la región. No obstante, las rachas de ventas de activos han provocado la volatilidad de las monedas y su debilidad frente al dólar estadounidense en la segunda mitad del año (Gráfico 22). Como ejemplo, el 27 de julio el dólar australiano llegó al máximo histórico de 1,1081 frente al dólar estadounidense, para desplomarse después hasta el nivel de 0,9662 a finales de septiembre. Los movimientos del dólar australiano están sujetos a los cambios de las percepciones de las materias primas, a la fortaleza de la demanda desde China y a las perspectivas de los tipos de interés internos.

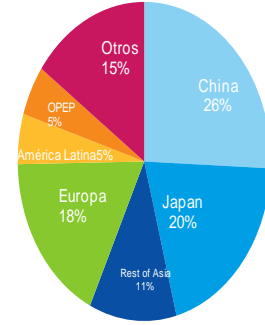
Gráfico 20
Las incertidumbres mundiales han llevado al aumento de los flujos de salida de la renta variable



Nota: los mercados representados incluyen la India, Indonesia, Corea, Filipinas, Taiwán, Tailandia, Vietnam
Fuentes: EPFR, Bloomberg y BBVA Research

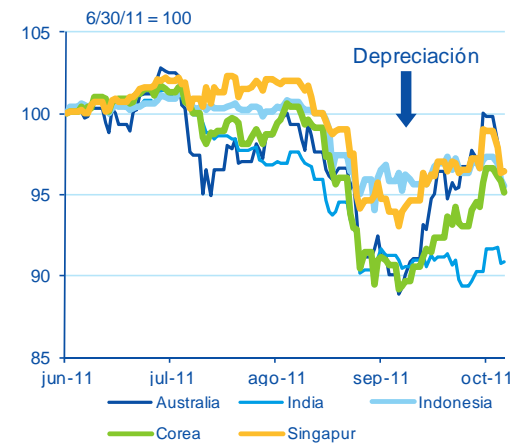
Gráfico 21
Asia representa el grueso de las tenencias extranjeras de valores del Tesoro de EE. UU.

Composición de las posiciones de valores del Tesoro de EE. UU. en el extranjero* (en agosto de 2011)



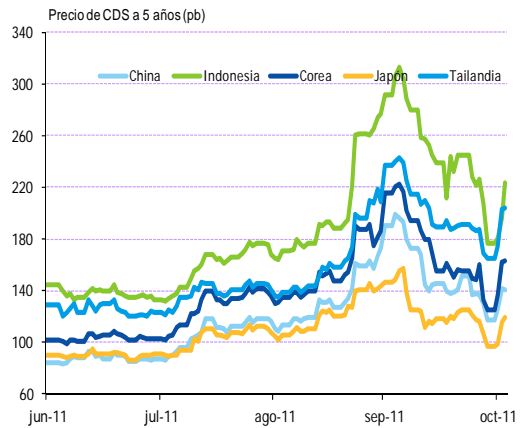
Nota: las tenencias extranjeras representan en torno al 30% del total de los valores del Tesoro de EE. UU. en circulación
Fuentes: Departamento del Tesoro de EE. UU. y BBVA Research

Gráfico 22
Las monedas asiáticas se depreciaron en el tercer trimestre



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 23
Los precios de los CDS asiáticos muestran una elevada aversión al riesgo



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

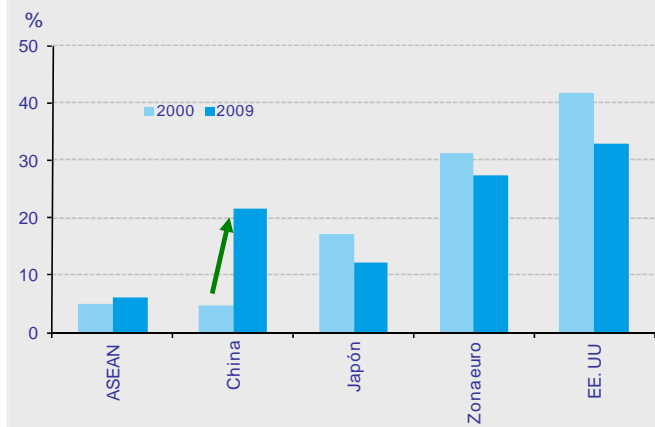
Recuadro: ¿Hasta qué punto puede soportar Asia un choque externo?

Las preocupaciones por la crisis de la deuda europea y la lentitud del crecimiento de EE. UU. han golpeado recientemente los mercados globales. La salida de capitales de los activos "de riesgo" de los mercados emergentes, incluida Asia, se aceleraron en agosto y septiembre. Los mercados de Asia se han estabilizado recientemente cuando los líderes europeos se han centrado en los planes para limitar los riesgos de contagio y resolver la crisis. También ha contribuido a ello el flujo de datos positivos procedente de EE. UU.

Sin embargo, dado que todavía persisten las tensiones de los mercados y que han aumentado los riesgos a la baja, es importante valorar la solidez económica de Asia frente a los choques externos. La región depende mucho de las exportaciones y sus mercados de capital están muy integrados con los mercados mundiales. Como resultado, la región estaría expuesta en caso de que se produjera una grave contracción económica mundial, como sucedió en el periodo después de la quiebra de Lehman, pero su vulnerabilidad se ha reducido con el tiempo, y en nuestro escenario central de lento crecimiento mundial, la región estaría bien posicionada para mantener un crecimiento razonablemente saludable.

Gráfico 24

Cuotas de mercado de las exportaciones asiáticas basadas



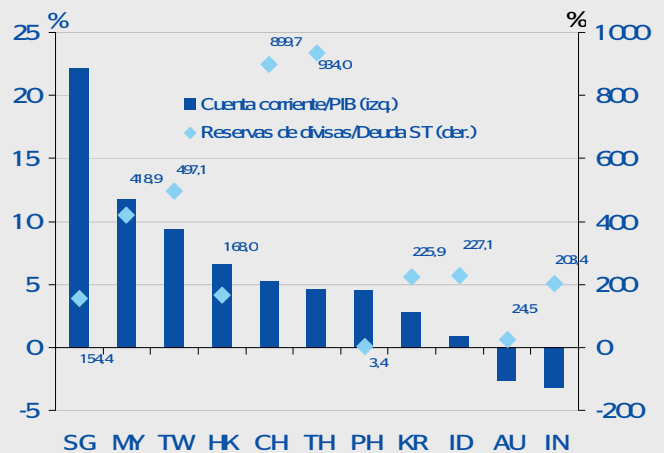
Fuentes: FMI, AMS de Singapur y BBVA Research

En nuestro escenario base de demanda externa débil, es probable que las exportaciones asiáticas sigan desacelerándose en los dos próximos trimestres, ya que aproximadamente el 60% de la demanda final de las exportaciones de productos asiáticos procede de EE. UU. y Europa (Gráfico 24), según las estimaciones del FMI y de la Autoridad Monetaria de Singapur respaldadas por análisis similares del Banco Asiático de Desarrollo. Sin embargo, en torno a un tercio de la demanda final de las exportaciones asiáticas procede de la propia región, una cuota que ha ido aumentando con el tiempo debido al incremento de la demanda final desde China. Esto debería reducir el impacto de una desaceleración si se compara con lo que hubiera sido el caso hace una década.

Además, los sólidos fundamentos de la región, incluidas las bajas ratios deuda-PIB y los bajos déficits fiscales deberían ofrecer apoyo a Asia en un entorno de desaceleración. Los saldos positivos de las balanzas de las cuentas corrientes (aparte de la India) y los elevados niveles de reservas extranjeras (Gráfico 25) también deberían ser un alivio en caso de que se frenaran súbitamente los flujos de capitales.

Gráfico 25

La cuenta corriente y reservas son sólidas en Asia

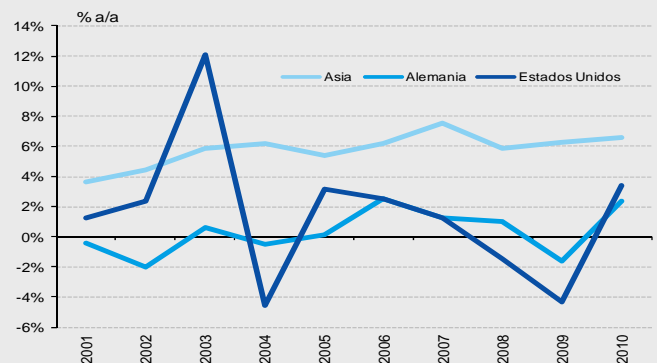


Fuentes: IMF, Haver Analytics y BBVA Research. Los datos de las cuentas corrientes son de 2010.

También hay margen para los estímulos políticos. Algunos países ya han avanzado en esta dirección: Australia, Indonesia, Japón y Singapur han flexibilizado las políticas monetarias y Filipinas ha aumentado el gasto fiscal para combatir la desaceleración de las exportaciones. Estas políticas deberían contribuir a sostener la demanda interna, que ha crecido de forma constante a lo largo de la pasada década y ha llegado a superar la demanda interna de las economías avanzadas (Gráfico 26).

Gráfico 26

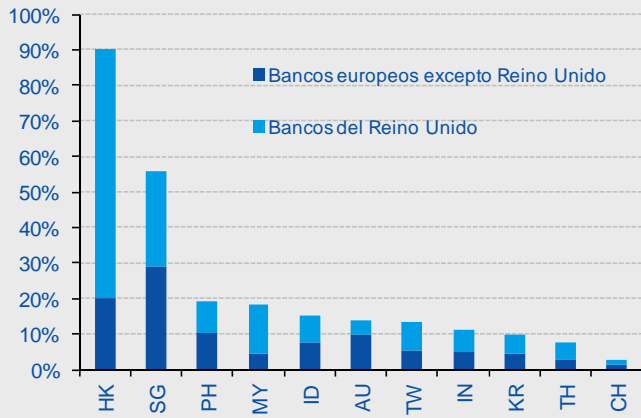
La demanda interna de Asia ha aumentado constantemente



Source: IMF, Singapore MAS and BBVA Research

Gráfico 27

Préstamos de Asia procedentes de los bancos europeos como % del crédito interno

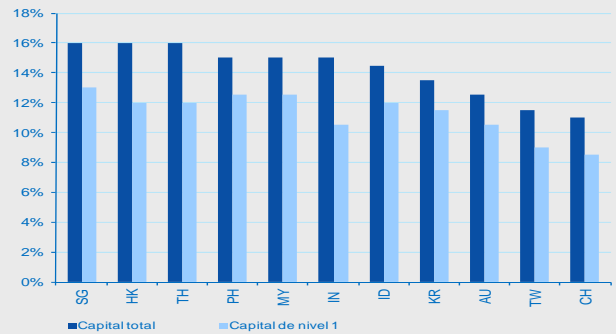


Fuentes: CEIC, BIS y BBVA Research

Además de que la dependencia de las exportaciones sigue siendo fuerte, otra área de vulnerabilidad en un contexto de restricción de las condiciones crediticias externas es la dependencia de Asia de los préstamos externos, incluidos los que proceden de Europa (Gráfico 27). No obstante, incluso en un escenario en el que los bancos europeos restringieran los préstamos, los bancos locales asiáticos parecen estar bien posicionados para proporcionar crédito en su lugar a los tomadores internos; el uso de las amplias reservas de divisas de los bancos centrales también contribuiría a aliviar la escasez de liquidez en divisas. Los bancos de la región están bien capitalizados (Gráfico 28), lo que debería servir de amortiguador frente a los choques externos.

Gráfico 28

Capital total y capital básico (tier 1): bancos asiáticos



Fuentes: Fitch y BBVA Research

Perspectivas prudentes

Asia sería mucho más inmune ante los efectos derivados del exterior en caso de una desaceleración brusca. Como sucedió en el periodo tras la quiebra de Lehman, las economías más abiertas y de menor tamaño serían las más vulnerables, dada su dependencia de la demanda externa y de los flujos de capitales externos. Corea e Indonesia siguen siendo vulnerables a las oscilaciones de los mercados mundiales de capital, y la India, dados sus déficits gemelos (por cuenta corriente y fiscal) sería sensible a una contracción económica mundial. Sin embargo, la cuestión sigue siendo que los sólidos fundamentos económicos de la región y el creciente comercio intrarregional deberían ayudar a la región a superar las secuelas de una desaceleración mundial.

3. Moderadas revisiones a la baja a la previsión de crecimiento de 2011 y 2012

Como esperamos un menor crecimiento en Europa y en EE. UU. según nuestro escenario central mundial, hemos rebajado nuestras previsiones de crecimiento de 2011 y 2012 en Asia. La región debería seguir beneficiándose de sus sólidos fundamentos subyacentes a medio plazo, pero los riesgos se inclinan claramente a la baja, ya que la demanda interna se desacelera y las exportaciones se debilitan. Por consiguiente, el repunte que habíamos previsto que tuviera lugar en la segunda mitad de 2011 se ha retrasado como mínimo hasta el segundo trimestre de 2012. Si se desacelera el crecimiento y continúan moderándose los precios de los alimentos y de las materias primas, el índice general de precios también debería seguir moderándose. En nuestro escenario central esperamos ahora que el crecimiento toque fondo en el segundo trimestre del próximo año, antes de repuntar con fuerza en la segunda mitad del año.

Revisiones del PIB para 2011 y 2012 debido al débil entorno exterior

Dado que las dificultades externas son ahora mucho mayores que en nuestro anterior informe [Situación Asia](#), hemos revisado nuestras proyecciones del crecimiento del PIB en 2011 y 2012 (Tabla 1). Nuestras previsiones del PIB para el Pacífico Asiático se han rebajado hasta el 5,9% a/a (desde el 6,2%) en 2011, y hasta el 6,4% (desde el 6,7%) en 2012. Las principales revisiones incluyen nuestras previsiones sobre China, que se han ajustado a la baja hasta el 9,1% a/a y el 8,6% a/a para 2011 y 2012 respectivamente (desde el 9,4% y el 9,1% anterior). También prevemos un crecimiento del 5,1% a/a y el 4,1% a/a en 2011 y 2012 en Singapur (en comparación con el 6,0% y el 4,8% anterior); nuestras previsiones para Australia también se han revisado a la baja, hasta el 1,8% a/a en 2011 (desde el 2,3%) y el 3,6% en 2012 (desde el 3,8%). Y debido a las recientes inundaciones, hemos revisado nuestra previsión del PIB de Tailandia hasta el 3,0% este año (desde el 4,0%), aunque todavía se están valorando los efectos. La previsión de crecimiento de Asia (ex-China) este año es del 3,7% (desde el 4,1%) y el próximo año en el 4,9% (desde el 5,2%).

Así pues, nuestras previsiones de crecimiento siguen siendo por lo general saludables a pesar de haberse revisado a la baja con respecto a nuestras previsiones anteriores. No obstante, estas previsiones siguen sujetas a riesgos bajistas dada la incertidumbre del entorno mundial.

Las presiones inflacionistas se moderarán gradualmente

La inflación debería seguir moderándose en toda la región (Tabla 2) debido al descenso de las presiones de demanda y a la caída de los precios de los alimentos y de las materias primas. Las previsiones de la inflación promedio de 2012 en Singapur (3,5% a/a), Hong Kong (4,5% a/a), Australia (2,9% a/a) y Corea (3,4% a/a) deberían bajar en línea con los rangos meta oficiales después de superar los niveles de confort durante gran parte de 2011. Sin embargo, la inflación sigue todavía elevada en algunos países y será necesario hacer una evaluación continuada.

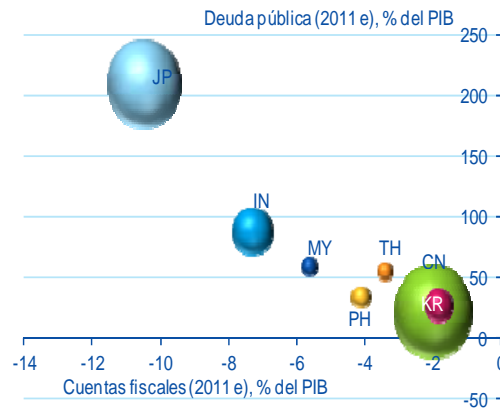
Los bancos centrales podrían pasar del modo de espera a la flexibilización

En la mayoría de los países, es bastante probable que la política monetaria se mantenga sin cambios por el momento (Tabla 4), ya que los bancos centrales siguen preocupados por la inflación a pesar de los últimos indicios de moderación. Como hemos observado antes, ya se han dado algunos pasos hacia la flexibilización y anticipamos que se producirán nuevos recortes, aunque moderados, de los tipos de interés en los dos próximos trimestres. En China podría producirse una flexibilización selectiva antes de terminar el año, posiblemente en forma de recortes en las reservas obligatorias para los bancos de menor tamaño. Aunque en nuestro escenario base actual no figura un recorte de tipos agresivo en ningún país puesto que las posturas monetarias son ya bastante suaves, habría margen para una mayor flexibilización si las condiciones de la demanda externa y la moderación de la inflación lo justificaran.

Dado que los niveles de deuda y de déficit son bastante bajos en su mayoría, también hay margen para aplicar estímulos fiscales si es necesario apoyar el crecimiento en caso de que se materialicen los riesgos a la baja (Gráfico 29). Las posturas fiscales más recientes han seguido reduciendo las medidas de estímulo en que los países habían incurrido durante la crisis financiera de 2008-09 (Gráfico 30). Las medidas de estímulo adicionales se centrarían muy probablemente en el gasto en infraestructura y en políticas para fomentar un mayor gasto en consumo, especialmente en China, donde hay un amplio margen para elevar los niveles de consumo. De hecho, el gobierno de Filipinas ya ha dado pasos en esa dirección al presentar un plan de estímulo fiscal a finales de octubre dirigido hacia proyectos de infraestructura.

Gráfico 29

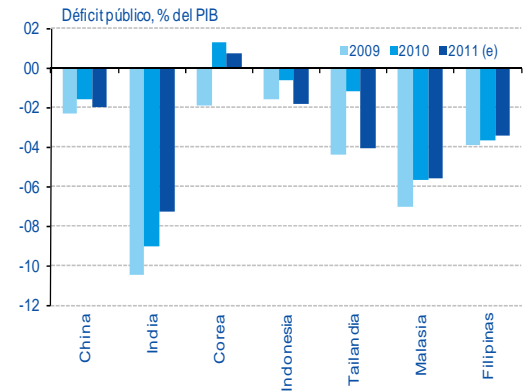
Hay margen para aplicar estímulos si es necesario



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 30

Los déficits fiscales se han reducido tras la crisis



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Las monedas de la región son fuertes, pero Europa aún las ensombrece

En general, dadas las perspectivas de crecimiento relativamente altas de Asia y los diferenciales positivos de los tipos de interés, las monedas de la región están bien posicionadas para continuar su repunte (Tabla 3). Sin embargo, las perspectivas siguen supeditadas a la evolución de la aversión al riesgo global, lo que a su vez gira en torno a una resolución satisfactoria de los problemas financieros y de deuda de Europa. Así pues, hay riesgos a la baja para las perspectivas, y las monedas podrían experimentar una importante depreciación en caso de que se produjera una desaceleración mundial más pronunciada que pesara sobre el comportamiento de las exportaciones.

4. Riesgos bajistas en las perspectivas

Un empeoramiento del entorno mundial plantea riesgos a la baja para nuestras perspectivas de crecimiento. Con la continuada moderación del crecimiento y dado que ahora se está reduciendo la inflación, los riesgos de recalentamiento se han desvanecido. Si el crecimiento mundial se desacelerara más allá de lo contemplado en nuestro escenario central, y si las tensiones financieras se incrementaran, las repercusiones en Asia serían más graves de lo que se refleja en nuestras previsiones actuales. Dentro de la región, las economías de menor tamaño y más orientadas hacia las exportaciones serían las que más acusarían el impacto en su crecimiento. Por otra parte, las economías con cuentas de capital abiertas y dependientes de los préstamos extranjeros, como Corea, Indonesia y Australia estarían relativamente expuestas a un corte abrupto de los flujos de capital internacional. Dicho esto, los sólidos fundamentos económicos de la región, que incluyen altos niveles de reservas de divisas, sistemas bancarios bien capitalizados y margen para estímulos políticos contrarrestarían estos riesgos.

Incluso bajo los supuestos de nuestro escenario central, existe el riesgo de que la demanda interna no se mantenga según lo previsto. Esto es especialmente válido en las economías más orientadas hacia las exportaciones, que podrían sentir los efectos negativos de la desaceleración del crecimiento de las exportaciones en su demanda interna. Las economías más grandes de la región, incluidas China, la India e Indonesia están relativamente mejor posicionadas para mantener una fuerte demanda interna.

También se derivan riesgos específicos del país del rápido crecimiento del crédito en Hong Kong, que ha aumentado las probabilidades de que se produzcan burbujas de activos en el sector inmobiliario y morosidad en el futuro, si bien estos riesgos se están reduciendo ahora. La India todavía está haciendo frente a la elevada inflación, y la presencia de dos grandes déficits, tanto fiscal como por cuenta corriente, hacen que sea relativamente más vulnerable a los choques externos. En Japón existe el riesgo de que falle la recuperación tras el terremoto, en especial si el yen se mantiene fuerte. Corea y Taiwán celebrarán elecciones presidenciales en 2012 (Taiwán en enero y Corea en diciembre), lo que se observará muy de cerca por si hay cambios en la política.

Aparte de la posibilidad de que la contracción económica mundial sea más grave, el mayor riesgo al que se enfrenta la región es la posibilidad relacionada de un aterrizaje brusco en China. No obstante, consideramos que las probabilidades de dichos riesgos son bajas, como se detallará en nuestro próximo informe Situación China. El margen para aplicar políticas de estímulo y el tamaño de la deuda de los gobiernos locales (todavía en un nivel manejable), así como los préstamos de un sistema bancario en la sombra debería permitir a las autoridades fraguar un plan de aterrizaje suave. No obstante, no se pueden desestimar los riesgos, por lo que será necesario mantener una estrecha vigilancia.

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	1,6	2,3
UEM	0,3	-4,1	1,7	1,7	1,0
Pacífico Asiático	5,2	4,1	8,0	5,9	6,4
Australia	2,4	1,4	2,5	1,8	3,6
Japón	-1,2	-6,3	4,0	-0,4	2,7
China	9,6	9,2	10,3	9,1	8,6
Hong Kong	2,3	-2,7	7,0	4,8	4,1
India	7,5	7,0	8,9	7,6	8,0
Indonesia	6,0	4,6	6,1	6,3	6,4
Corea	2,3	0,3	6,2	3,7	3,8
Malasia	4,8	-1,6	7,2	4,5	4,9
Filipinas	4,2	1,1	7,6	4,5	4,9
Singapur	1,5	-0,8	14,5	5,1	4,1
Taiwán	0,7	-1,9	10,9	4,5	4,2
Tailandia	2,5	-2,3	7,8	3,0	5,3
Vietnam	6,3	5,3	6,8	6,2	6,5
Asia (excl. China)	2,3	0,8	6,5	3,7	4,9
Mundo	2,8	-0,7	5,0	3,9	4,1

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	2,9	2,2
UEM	3,3	0,3	1,7	2,6	1,6
Pacífico Asiático	5,7	0,3	2,7	4,8	3,7
Australia	4,4	1,8	2,8	3,5	2,9
Japón	1,4	-1,4	-0,7	-0,2	-0,1
China	6,0	-0,8	1,2	5,3	3,9
Hong Kong	4,3	0,6	2,3	5,3	4,5
India	8,7	2,4	9,6	9,3	7,0
Indonesia	9,9	4,8	5,1	5,4	5,5
Corea	4,7	2,8	3,0	4,4	3,4
Malasia	5,4	0,6	1,7	3,1	2,7
Filipinas	9,3	3,2	3,8	4,5	4,0
Singapur	6,6	0,6	2,8	5,0	3,5
Taiwán	3,5	-0,9	1,0	1,5	1,4
Tailandia	5,5	-0,8	3,3	4,0	3,8
Vietnam	23,2	6,9	10,0	19,0	13,3
Asia (excl. China)	5,5	1,1	3,7	4,4	3,5
Mundo	6,1	2,2	3,0	5,0	4,0

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	0,71	0,74
UEM	USD/EUR	1,50	1,40	1,34	1,40	1,35
Australia	USD/AUD	0,67	0,90	1,02	1,03	1,05
Japón	JPY/USD	96,1	92,1	81,1	77,0	84,0
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	49,0	45,0
Indonesia	IDR/USD	10.838	9.395	8.996	8.800	8.700
Corea	KRW/USD	1.364	1.166	1.126	1.080	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	1,27	1,22
Taiwán	NTD/USD	33,0	32,3	29,3	29,5	29,0
Tailandia	THB/USD	34,8	33,3	30,1	30,5	30,5
Vietnam	VND/USD	16.598	17.942	19.498	21.500	22.000

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	0,25
UEM	2,73	1,00	1,00	1,00	1,00
Australia	4,25	3,75	4,75	4,50	4,75
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
China	5,31	5,31	5,81	6,56	6,81
Hong Kong	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
India	6,50	4,75	6,25	8,50	7,50
Indonesia	9,25	6,50	6,50	6,25	6,50
Corea	3,00	2,00	2,50	3,25	3,50
Malasia	3,25	2,00	2,75	3,00	3,00
Filipinas	5,90	4,00	4,00	4,50	5,00
Singapur	1,00	0,69	0,48	0,45	1,45
Taiwán	2,000	1,250	1,625	1,875	2,125
Tailandia	2,75	1,25	2,00	3,25	3,00
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

Jeffrey Cantwell

jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar (India)

sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

Mario Nevaes

mario.nevaes@bbva.com.hk

Zhigang Li

zhigang.li@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

George Xu

george.xu@bbva.com.hk

Con las aportaciones de:*Análisis de Mercados***Richard Li**

richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de economías emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@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

oswaldo_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

Global Interest Rates, FX

y materias primas

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