

# Situación Asia

## Asia

Tercer trimestre de 2012  
Análisis Económico

- **Las perspectivas del crecimiento global dependen en gran parte de la oportuna adopción de medidas políticas en Europa y en EE. UU.** Tras el deterioro de las condiciones económicas en la primera mitad de 2012, nuestra actualización del escenario mundial prevé un ligero repunte en 2013.
- **Revisamos nuestras previsiones de crecimiento de Asia a la baja debido a la fragilidad de los resultados de la primera mitad y al retraso de la recuperación mundial.** Además, la desaceleración de la demanda externa está teniendo repercusiones sobre la actividad interna, lo que agrava los factores ya generados internamente tras la ralentización del crecimiento, especialmente en la India y China.
- **Según nuestras previsiones, el crecimiento repuntará en el cuarto trimestre** por los efectos de las políticas fiscales y monetarias así como por la mejora del entorno mundial. La caída de la inflación dará margen para aplicar nuevas medidas de flexibilización monetaria en los próximos meses.
- **Los riesgos para estas perspectivas están ahora muy inclinados a la baja.** En concreto, si las tensiones financieras se intensificaran en Europa, los efectos negativos en Asia se transmitirían a través de los canales comerciales y financieros, mientras que las medidas políticas podrían servir en parte de amortiguador.

## Índice

1. Entorno global: una desaceleración que puede agravarse.....	4
2. El crecimiento de Asia se desacelera por el impacto de la UE.....	6
Recuadro 1: La India está en el punto de mira a medida que se desacelera el crecimiento.....	11
Recuadro 2: El desapalancamiento de los bancos europeos, compensado por entidades financieras locales.....	12
3. Las previsiones de crecimiento se rebajan a causa de la mayor debilidad del entorno externo.....	17
4. Riesgos bajistas para las perspectivas.....	19
5. Tablas.....	20

Fecha de publicación: 8 de agosto de 2012

## Resumen

**El crecimiento de Asia está bajo presión por la debilidad del entorno externo.** Así, aunque se ha mantenido relativamente sólido gracias a la fortaleza de los fundamentos económicos de la región y a la demanda interna, los resultados del segundo trimestre se han quedado por debajo de lo esperado como consecuencia de la debilidad externa y, en algunos casos, de otros factores internos. Además, como el agravamiento de la crisis europea, la probabilidad de que se produzca un repunte en el crecimiento se aleja hacia el cuarto trimestre de 2012. Los riesgos se inclinan a la baja debido a la incertidumbre del entorno externo, tanto por la debilidad de Europa como por la lenta recuperación de EE. UU.

**Los datos del segundo trimestre han sido peores de lo que se anticipaba a causa de la desaceleración de las exportaciones y del debilitamiento de la demanda interna.** Entre las economías de mayor tamaño de la región, las desaceleraciones han sido notables en la India y China; en el primer caso están muy relacionadas con la puesta en marcha desigual de reformas estructurales, y en el último se deben en parte a los efectos del anterior ajuste de la política monetaria. Las economías más abiertas de la región, en especial las del norte de Asia, también han experimentado una desaceleración pronunciada. En cambio, el crecimiento económico del Sudeste Asiático, especialmente el de Indonesia, ha seguido comportándose relativamente bien.

**En vista de que la inflación se modera, los responsables políticos han intensificado el ritmo de flexibilización de la política monetaria para contrarrestar las dificultades externas.** Aunque la inflación sigue siendo elevada en unos cuantos países, como la India y Singapur, las tensiones sobre los precios se han moderado más de lo previsto debido a la menor presión de la demanda y al descenso de los precios de las materias primas. Como tal, la inflación está dentro o por debajo del rango objetivo de las autoridades. En consecuencia, los bancos centrales de China, la India, Corea, Australia y Filipinas han sido más agresivos de lo previsto a la hora de recortar los tipos de interés en los últimos meses.

**Ante los resultados más débiles de la primera mitad del año y el retraso de la recuperación mundial, revisamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento para 2012 y 2013.** Nuestra previsión de crecimiento para la región de Asia-Pacífico se sitúa en el 5,4% a/a (frente al 5,7% a/a estimado anteriormente) en 2012 y en el 5,8% a/a (frente al 6,1% a/a estimado anteriormente) en 2013. Las revisiones a la baja más importantes son las correspondientes a China (7,8%) y la India (5,6%), lo que se debe al debilitamiento de las exportaciones y a la lentitud de la inversión. También hay algunas revisiones al alza, concretamente para Japón, Filipinas y Tailandia debido a que los resultados del primer trimestre fueron más fuertes de lo esperado.

**Los riesgos se inclinan definitivamente a la baja, ya que las tensiones de Europa siguen siendo elevadas.** Si la crisis del Euro continúa empeorando, el impacto sobre Asia sería significativo, tanto a través del canal comercial como a través del canal financiero. También hay riesgos de que continúen las desaceleraciones en la India y China debido a factores internos. Incluso bajo los supuestos de nuestro escenario central, los efectos negativos para la demanda interna, como ya es evidente en unos cuantos países, podrían agravar las desaceleraciones del crecimiento de la región, con cierta amortiguación gracias a políticas de apoyo adicionales.

**Es probable que sigan aplicándose medidas de estímulo para fomentar la demanda interna y contrarrestar estos riesgos.** Según nuestras previsiones habrá nuevas medidas de flexibilización monetaria en China, la India, Corea y Australia. Las perspectivas de flexibilización también aumentan en Taiwán y Filipinas. Aunque en general se están aplicando políticas de apoyo, en la mayoría de los países hay margen para adoptar medidas adicionales en caso de que empeoren las condiciones del crecimiento, aunque en la India y Japón el margen es limitado debido a la magnitud de sus déficits y cargas de deuda. La probabilidad de que se apliquen nuevos estímulos fiscales es mayor en China, donde ya se han dado pasos para acelerar el gasto en infraestructuras y en la construcción de vivienda social.

**Las perspectivas de los mercados de divisas dependen mucho de la evolución del entorno externo.** A corto plazo, los mercados de divisas asiáticos podrían verse lastrados por la aversión al riesgo global, que podría intensificarse si la resolución de la crisis europea resulta decepcionante. Dada la debilidad de las perspectivas externas y la desaceleración del crecimiento en China, hemos descartado las expectativas de apreciación del RMB frente al dólar estadounidense en 2012. Dicho esto, si las tensiones financieras europeas se moderan, como anticipamos que suceda hacia finales de año en nuestro escenario central, las divisas de la región estarán bien posicionadas para un repunte.

# 1. Entorno global: una desaceleración que puede agravarse

Antes de pasar a Asia, repasamos la *Situación Global*. Si lo desea, puede pasar directamente a la sección de Asia en la página 6.

## El crecimiento global ganará tracción sólo si las medidas ya aprobadas, y algunas aún por tomar, llegan a tiempo

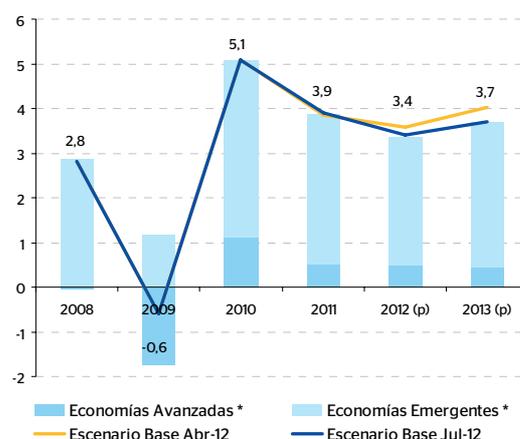
Con el debilitamiento de la actividad registrado en el 1S12, las políticas económicas son claves para que mejore el crecimiento en 2013. Nuestro escenario base prevé un crecimiento global entorno a 3,5% en 2012-13, pero sólo si las medidas en proceso de adopción, las anunciadas pero aún no puestas en marcha y otras decisivas por tomar aún llegan a tiempo para evitar un "accidente" financiero en Europa<sup>1</sup>, un ajuste fiscal automático en EEUU y llevan a un crecimiento más alto en las economías emergentes. De otro modo, la desaceleración actual se intensificaría y el crecimiento mundial en 2013 será el menor de los últimos 30 años exceptuando la recesión de 2009.

En el área del euro, tras la cumbre de junio se han dado pasos en la dirección adecuada para reforzar la moneda única, como los acuerdos sobre supervisión bancaria única, los planes de largo plazo en lo bancario y lo fiscal y las medidas de apoyo al crecimiento. Sin embargo, deben aplicarse los mecanismos aprobados para asegurar la estabilidad financiera del área y utilizar los mecanismos financieros existentes, para que las economías con difícil acceso al mercado puedan implementar sus planes de consolidación fiscal y las reformas estructurales; que también debería implicar la participación del BCE.

En EEUU ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que evite la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de rebajas fiscales que, como están definidas, no mejoran las finanzas públicas en el largo plazo y llevarían a la economía a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha dificulta los acuerdos y la incertidumbre fiscal aumentará su relevancia en los próximos meses.

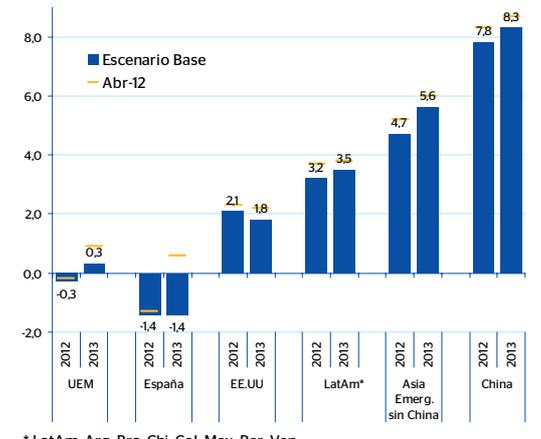
Por su parte, es necesario que aquellas economías emergentes con margen de actuación en política económica tomen medidas para aliviar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica. Todo ello sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada por los vaivenes de la crisis europea y por la potencial expansión de la política monetaria en EEUU.

Gráfico 1  
Crecimiento global del PIB (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
Crecimiento del PIB por área (%)



\* LatAm: Arg, Bra, Chi, Col, Mex, Per, Ven

Fuente: BBVA Research

## La incapacidad de ceder soberanía y mutualizar deuda al ritmo exigido por el mercado alarga la crisis del euro

La principal incertidumbre de nuestro escenario es si los avances en la zona euro hacia un área monetaria óptima serán precedidos por un deterioro financiero adicional. Si eso ocurriera,

<sup>1</sup> Por ejemplo, la falta de demanda en emisiones soberanas de alguna de las economías periféricas.

creemos que se produciría una intervención decidida de los mecanismos financieros de la zona euro. Las medidas de junio para eliminar la retroalimentación de los riesgos soberano y bancario en España y estabilizar los mercados financieros del área son suficientes si se ponen en marcha rápidamente junto con intervenciones en los mercados de bonos. Las recientes medidas para controlar el déficit público en España y las declaraciones del Presidente del BCE, contribuyen a moderar las tensiones.

Con todo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones anteriores debido a la permanencia de las tensiones financieras y el creciente deterioro de la confianza. Así, prevemos un virtual estancamiento en 2012-13 en la eurozona. Además, el balance de riesgos está sesgado a la baja por el riesgo de una puesta en marcha lenta de las medidas aprobadas y sometida a los vaivenes de la economía política doméstica en los países del núcleo y en los periféricos. En ese caso, el riesgo de una recesión en Europa en 2013 sería significativo.

Los países del euro deben solucionar las actuales restricciones de liquidez derivadas de la probabilidad que el mercado asigna a una ruptura del euro; escenario al que damos muy baja probabilidad. Estos países siguen sin encontrar, al ritmo que demanda el mercado, la combinación aceptable para todos de cesión de soberanía con mecanismos efectivos para reducir desequilibrios. Mientras esto persista, seguirá la renacionalización de los flujos financieros que impiden la financiación de las economías deudoras frente al resto. Sin embargo, tarde o temprano se aprobará el establecimiento de una supervisión, garantía de depósitos y resolución bancaria única; esto implica una cesión de soberanía nacional hacia las instituciones europeas y una cierta mutualización de deudas entre países miembros. Algo similar ocurrirá con la política fiscal que habrá de estar sometida a las instituciones europeas. Si estos retos se solucionan, el crecimiento global ganará tracción.

En EEUU, revisamos a la baja las expectativas de 2012 en adelante por el decepcionante crecimiento del 2T12 y el impacto de las elevadas tensiones financieras en Europa. En Latinoamérica, revisamos a la baja el crecimiento esperado; particularmente en Brasil, que crecería 2,2% en 2012 desde el 3,3% que esperábamos antes, por el impacto del entorno externo, la desaceleración del crédito y el deterioro de la competitividad. Pese a que la actividad se recuperaría en los próximos trimestres tras la relajación monetaria sin precedentes, la reciente desaceleración despierta dudas sobre la sostenibilidad del modelo de crecimiento y su excesiva dependencia del consumo privado y la expansión del crédito.

Gráfico 3  
**Índice de tensiones financieras, BBVA Research (\*)**



(\*) Sigue la tendencia de una serie de variables financieras incluyendo la volatilidad de las bolsas, los tipos de interés y de cambio, riesgo de crédito soberano y privado y tensiones de liquidez. Fuente: BBVA Research

Gráfico 4  
**USD-EUR y prima de riesgo española e italiana**  
Diferencia media frente al bono alemán a 10 años, pbs;  
Índice 1 Ene 11=100



Fuente: BBVA Research and EPFR

En China, el crecimiento en el 1S12 fue menor de lo esperado, y hemos revisado a la baja nuestras previsiones para 2012-13, en línea con un escenario global más débil. Sin embargo, las medidas de impulso monetario y fiscal ya en marcha y por venir permitirán que el PIB pueda crecer un 8,3% en 2013, 0,5 puntos porcentuales más que en 2012. En el resto de Asia también hay margen para políticas económicas expansivas, pero existen riesgos a la baja por una caída más acusada de la demanda global y porque la desaceleración de China pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

## 2. El crecimiento de Asia se desacelera por el impacto de la UE

Transcurrida ya la primera mitad de 2012, la desaceleración del crecimiento de Asia muestra pocos indicios de haber terminado. El crecimiento en el segundo trimestre ha seguido desacelerándose (Gráfico 5), debido principalmente a que ha aumentado la debilidad de la demanda externa como consecuencia de la incertidumbre del entorno mundial, como ya hemos descrito en la Sección 1. Esto, a su vez, reduce cada vez más la confianza de los consumidores y de las empresas, con efectos de arrastre para el consumo interno y la inversión. Aunque el crecimiento de la región se mantiene relativamente sólido gracias a la fortaleza de los fundamentos económicos subyacentes y al creciente comercio intrarregional, los responsables políticos han intensificado sus medidas de estímulo en consecuencia para compensar la debilidad externa.

Además de las perspectivas externas, los inversores y las autoridades vigilan de cerca la desaceleración de las economías de mayor tamaño de la región, especialmente China y la India. En el segundo trimestre, China registró su peor resultado de crecimiento trimestral desde 2009, un 7,6% a/a (1,8% t/t desestacionalizado), ya que tanto las exportaciones como la demanda interna se han debilitado. Por su parte, el crecimiento de la India cayó en el primer trimestre hasta el 5,3% a/a, su nivel más bajo en casi diez años, a causa de la debilidad del consumo privado y del deterioro del clima de inversión como resultado del lento ritmo de adopción de reformas políticas (véase el Recuadro 1 en la página 11). En cambio, pese a la desaceleración de las exportaciones, el crecimiento de Indonesia se mantiene robusto, con una tasa del 6,4% a/a gracias a la solidez de la demanda interna y al flujo récord de inversión extranjera.

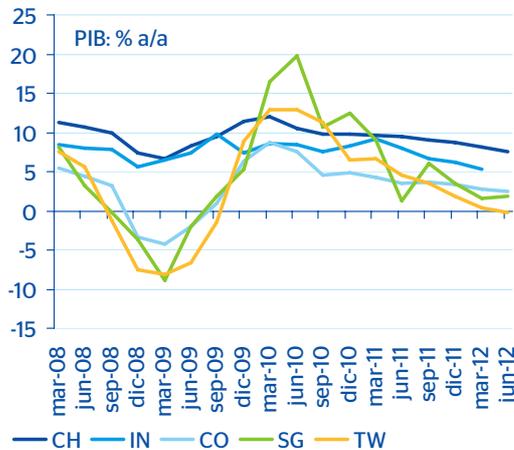
Tal como se esperaba, el crecimiento se ha desacelerado aún más en las economías más abiertas de la región. En Corea (2,4% a/a) y Singapur (1,9% a/a), por ejemplo, el crecimiento del PIB del segundo trimestre sigue muy por debajo de la tendencia. Por otro lado, los exportadores de materias primas de la región sienten los efectos de la debilidad de la demanda externa y la bajada de precios de las materias primas: la balanza comercial de Indonesia ha pasado a ser deficitaria en los últimos meses, y Australia ha seguido una tendencia similar (Gráfico 6).

Con la desaceleración del crecimiento y el descenso de los precios de las materias primas desde los máximos alcanzados a principios de año (a pesar del aumento de los precios de los productos agrícolas debido a las condiciones climáticas mundiales), la preocupación por la inflación ha disminuido, lo que ha permitido a los responsables políticos centrar su atención en el apoyo al crecimiento. China, la India y Australia recortaron los tipos de interés en el segundo trimestre, mientras que Corea recortó los tipos de interés en julio por primera vez desde 2009 y Filipinas llevó su tipo al mínimo histórico del 3,75%. Al mismo tiempo, la debilidad de las exportaciones y las entradas de capitales han conducido a una desaceleración de la apreciación de las divisas, o incluso a cambiar hacia la depreciación, sobre todo en el caso del RMB chino. Por otro lado, el estímulo fiscal comienza a intensificarse en varios países, incluidos Corea y China. Es probable que en los próximos meses se apliquen más medidas de flexibilización, pues se prevé que el crecimiento continúe débil al menos hasta el cuarto trimestre de 2012.

El aumento de la aversión al riesgo global y las débiles condiciones de los mercados financieros están llevando a algunos países a acelerar los planes de liberalización de la cuenta de capital. Cabe destacar que China ha ampliado el programa QFII para facilitar la inversión entrante en RMB, y las autoridades también han abierto el mercado de bonos interbancario nacional a determinados inversores extranjeros, incluidos los bancos centrales. Al mismo tiempo, la inversión directa extranjera saliente no financiera sigue aumentando rápidamente, con una subida de casi el 50% a/a en la primera mitad de 2012. En mayo y junio, la India anunció diversas iniciativas para abrir más su cuenta financiera a la inversión extranjera, y en lo que respecta al comercio, China, Corea y Japón anunciaron en mayo que iniciarán conversaciones sobre un tratado de libre comercio en la segunda mitad del año.

Gráfico 5

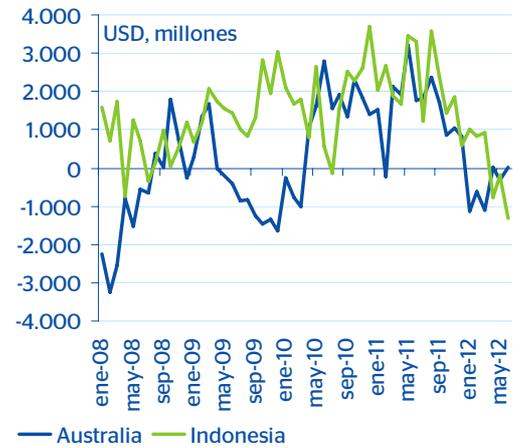
**El crecimiento del PIB de Asia se desacelera por las dificultades mundiales**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6

**Los balances comerciales han entrado en déficit**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

**El crecimiento de Asia se desacelera a un ritmo más rápido de lo esperado...**

Desde el último informe de *Situación Trimestral* que publicamos en mayo, las repercusiones de la crisis europea sobre la demanda externa han provocado que el crecimiento de Asia se desacelere con mayor rapidez de lo que se había previsto. En particular, las débiles condiciones externas han afectado a la demanda interna.

El crecimiento del PIB de China (7,6% a/a) y Corea (2,4% a/a) continuó desacelerándose en el segundo trimestre, con resultados por debajo de las previsiones. Singapur mostró un ligero repunte en términos interanuales (hasta el 1,9% a/a desde el 1,4% del 1T), pero registró una contracción en términos secuenciales (-1,1% t/t anualizado) debido a que las exportaciones fueron débiles. Los endebles resultados y las menores perspectivas de reactivación rápida de la demanda externa han llevado a los responsables políticos a recortar sus previsiones de crecimiento oficiales, como en Indonesia (hasta 6,1%-6,5% desde 6,3%-6,7%) y Corea (hasta 3,0% desde 3,5%).

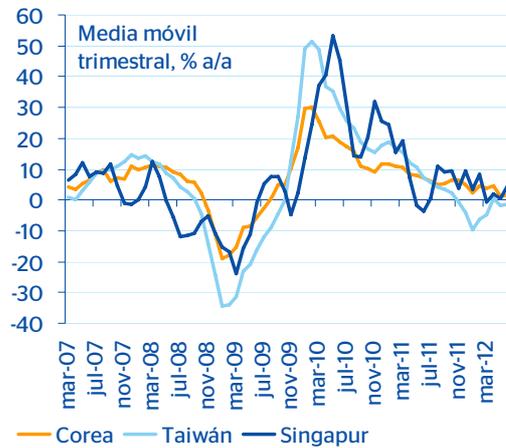
La desaceleración ha quedado especialmente patente en las últimas tendencias de la producción industrial (Gráfico 7), que ha caído de forma pronunciada en términos interanuales en los principales centros de producción manufacturera, como Corea (1,5% a/a), Taiwán (-1,5% a/a) y Singapur (4,5% a/a). La producción industrial de Japón ha decaído recientemente, incluso en un momento en que el país se recupera del terremoto del pasado año. En Singapur, donde los resultados de la PI son notoriamente volátiles, junio (7,6% a/a) mostró una considerable mejora con respecto al principio del año, pero se prevé que el crecimiento de la producción siga siendo lento en los próximos meses como consecuencia de la debilidad del entorno exterior. Por otro lado, los índices PMI de producción manufacturera también han mostrado una tendencia a la baja (Gráfico 8). En junio, y por primera vez desde enero, el PMI de Corea (49,4) cayó por debajo de 50, el punto crítico que marca expansión o contracción, por la debilidad de los nuevos pedidos de exportación, y el PMI de Australia cayó 6,9 puntos en julio, hasta situarse en 40,3 debido a la preocupación por la demanda.

**...pero se mantiene sólido gracias al comercio intrarregional y a la demanda interna**

Sin embargo, teniendo en cuenta la gravedad de la situación en el entorno exterior, la solidez de las economías asiáticas es excepcional. Como ya observamos en nuestro anterior informe de *Situación Trimestral*, la creciente contribución del comercio intrarregional (que representa aproximadamente el 65% del comercio total) y del comercio con otras economías emergentes de América Latina y de África (que representa en torno al 15% del comercio total) constituye un factor importante de apoyo al crecimiento (Gráficos 9 y 10). Aunque los exportadores asiáticos siguen teniendo una gran dependencia de la demanda china, lo que en buena medida está relacionado con los insumos para la producción de exportaciones destinadas en última instancia a los mercados de EE. UU. y la UE, con el tiempo ha ido aumentando la cuota de las exportaciones a los países de ASEAN. Por ejemplo, los productores de alta gama como Corea han visto cómo su cuota de exportaciones a ASEAN ha aumentado del 11% al 14,5% desde 2007.

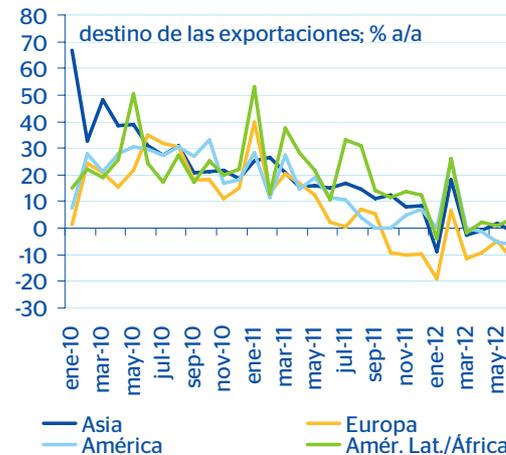
Lo mismo ocurre con Filipinas, a medida que han aumentado sus exportaciones en los últimos cuatro años, la cuota de bienes enviados a otras naciones de ASEAN ha subido del 8% al 22.5%.

Gráfico 7  
**La producción industrial se ha debilitado con la caída de las exportaciones...**



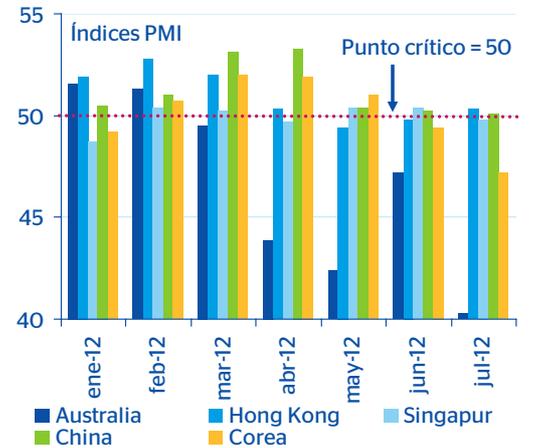
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 9  
**El comercio con los emergentes es sólido aunque la demanda de Europa y de EE. UU. se debilita**



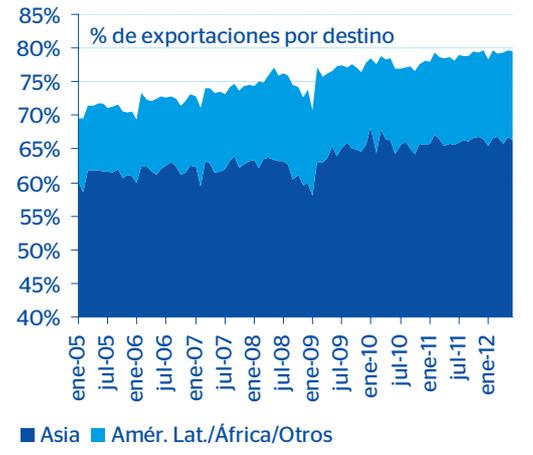
Fuentes: CEIC y BBVA Research  
\*Los datos incluyen HK, CO, SG y TW

Gráfico 8  
**...y los índices de gerentes de compras indican que las perspectivas se mantienen bajas**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 10  
**Las economías emergentes reciben una cuota cada vez mayor de las exportaciones de Asia**



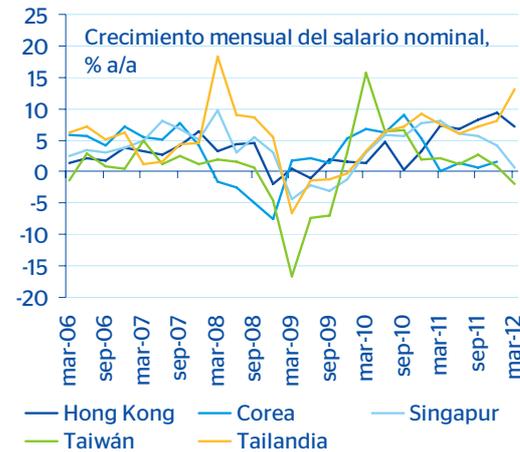
Fuentes: CEIC y BBVA Research  
\*Los datos incluyen HK, CO, SG y TW

Estas tendencias han saltado especialmente a la vista este año, ya que el comercio con la UE, EE.UU. e incluso China ha bajado bruscamente. En Corea, el crecimiento de las exportaciones a los países de ASEAN creció un 20,2% a/a hasta junio, incluso mientras se contraían las exportaciones a la UE, EE. UU. y China. En Taiwán, que ha acusado en particular los efectos del deterioro de la demanda desde China y EE. UU. de maquinaria y productos electrónicos (estos dos sectores representan juntos un 48% de sus exportaciones), el crecimiento de las exportaciones a los países de ASEAN, Australia y Japón ha seguido siendo positivo en lo que va de año.

La demanda intrarregional también se ha mantenido sólida para los productores de materias primas de Malasia y Tailandia. De hecho, las exportaciones de Malasia y Tailandia a los países de ASEAN han crecido con fuerza, un 16,4% y un 12,6% a/a en mayo respectivamente. Esto es importante para los dos países, ya que las cuotas de las exportaciones a los países de ASEAN se han mantenido históricamente por encima del 25%, de modo que Malasia y Tailandia pueden amortiguar la ralentización de la demanda desde China mejor que Taiwán y Corea. Sin embargo, el fortalecimiento del comercio intrarregional no ha sido en general suficiente para compensar por completo la caída de la demanda desde Europa y EE. UU.

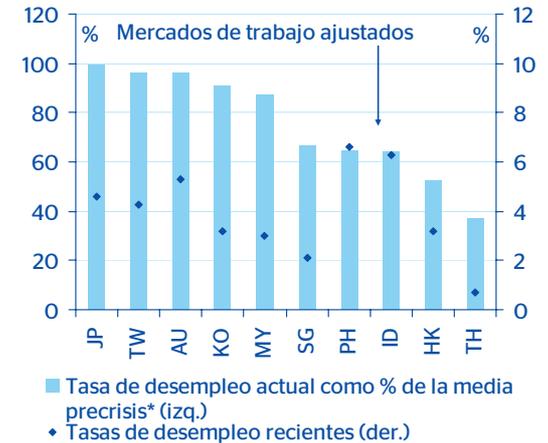
Otro factor que apoya la relativa solidez de las economías asiáticas son sus robustos mercados de trabajo. El crecimiento de los salarios se ha desacelerado recientemente de forma generalizada (Gráfico 11), pero en los últimos años los salarios se han incrementado de forma constante y los mercados de trabajo se han ajustado (Gráfico 12), lo que contribuye a mantener el consumo interno y la demanda interna en general (Gráfico 13).

Gráfico 11  
**El crecimiento de los salarios nominales se ha desacelerado...**



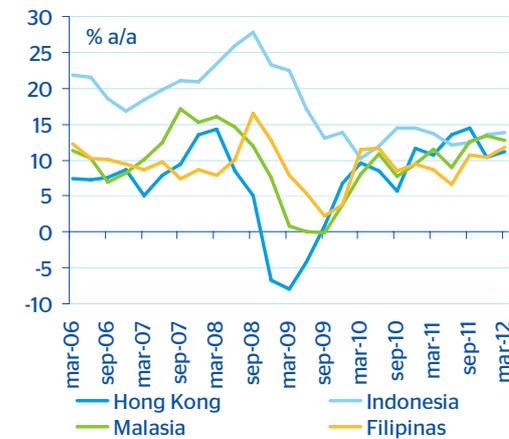
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 12  
**... a pesar de que los ajustados mercados de trabajo...**



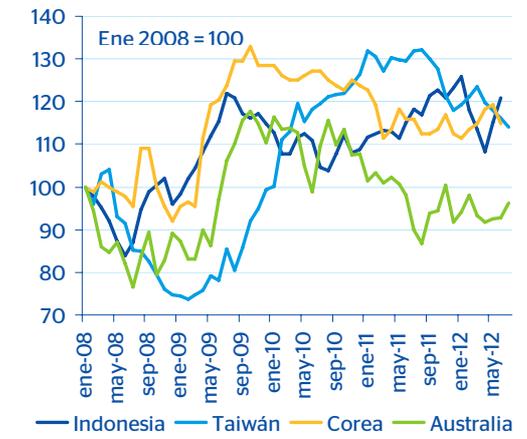
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 13  
**...continúan apoyando la demanda interna final...**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 14  
**...aunque la caída de la confianza de los consumidores empaña las perspectivas**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Dicho esto, la demanda interna se encuentra ahora bajo presión a medida que se reduce la confianza de los consumidores (Gráfico 14), si bien se aprecia cierta heterogeneidad en la región. Por una parte, las ventas minoristas de Australia subieron en junio por sexto mes consecutivo después de que se registraran unos sólidos datos de empleo en el periodo que va de enero a mayo. Las ventas minoristas de Japón crecieron en junio un 0,2% a/a tras sorprender al alza en mayo (+3,6% a/a), ya que además de los efectos positivos del gasto de la reconstrucción que está en marcha, los incentivos del gobierno fomentaron las ventas de automóviles. Sin embargo, las ventas minoristas de las economías más abiertas, como Singapur y Corea, se han desacelerado rápidamente (Gráfico 15). En Corea, las ventas de los principales grandes almacenes (-2,0% a/a) y de las tiendas de descuento (-7,2% a/a) se contrajeron en junio en términos interanuales. Por otro lado, las ventas minoristas de Indonesia también se han desacelerado (hasta situarse en el 8,0% a/a en mayo desde el 11,7% a/a de abril) a pesar de la fuerte confianza de los consumidores. La inversión también se ha desacelerado, especialmente en China y la India, aunque se mantiene sólida en Indonesia y Filipinas.

### Se reducen los superávits por cuenta corriente

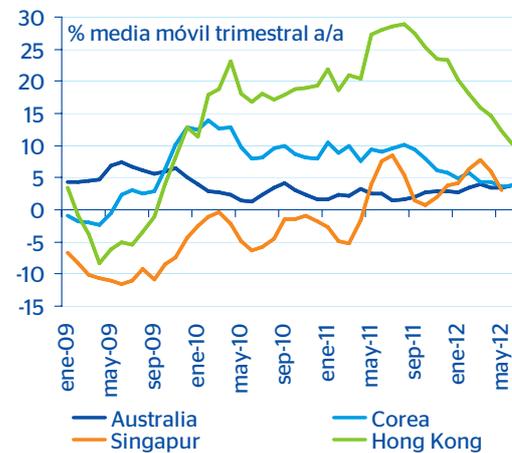
La combinación de una demanda interna con cierta solidez y unas exportaciones débiles han llevado a la reducción de los superávits por cuenta corriente. En gran parte de la región, como

en China, los superávits estructurales han sido demasiado altos, y la reducción de dichos superávits es bien recibida por su contribución a la corrección de los desequilibrios mundiales y al cambio a una mayor dependencia de la demanda interna. Sin embargo, en algunos casos, la ampliación de los déficits por cuenta corriente puede plantear problemas. En la India, donde el déficit por cuenta corriente ha pasado del -2,7% del PIB en el año fiscal 2011 al -4,5% en el año fiscal 2012, las presiones a la baja sobre la divisa han sido fuente de preocupación. Las expectativas de que la devaluación de la rupia impulsase las exportaciones de la India aún no se ha materializado, pues las exportaciones de junio registraron una caída de -5,5% a/a.

La balanza por cuenta corriente de Indonesia también está últimamente bajo presión como consecuencia de la debilidad de la demanda externa y la caída de los precios de las materias primas, por lo que el país registró una considerable caída de las exportaciones en junio (-16,4% a/a). A pesar de los sólidos fundamentos subyacentes de la economía y del fuerte crecimiento, estos factores han dado como resultado un déficit comercial por primera vez desde julio de 2010. Al igual que en la India, esto ha contribuido a la reciente depreciación de su divisa, por lo que el Banco Central ha tenido que intervenir para frenar la volatilidad de la rupia indonesia, reduciendo así las reservas de divisas del país.

Gráfico 15

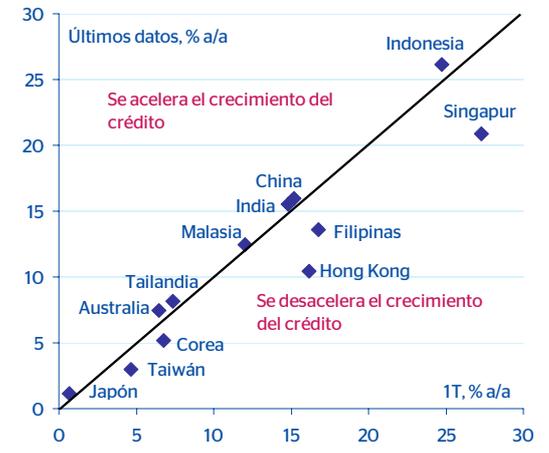
**Las ventas minoristas han mostrado una tendencia a la baja en las economías más abiertas**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 16

**El crecimiento del crédito se frena más en los centros financieros (Hong Kong y Singapur)**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

**Hasta ahora los efectos de la crisis del euro sobre las tendencias de crédito de la región han sido mínimos**

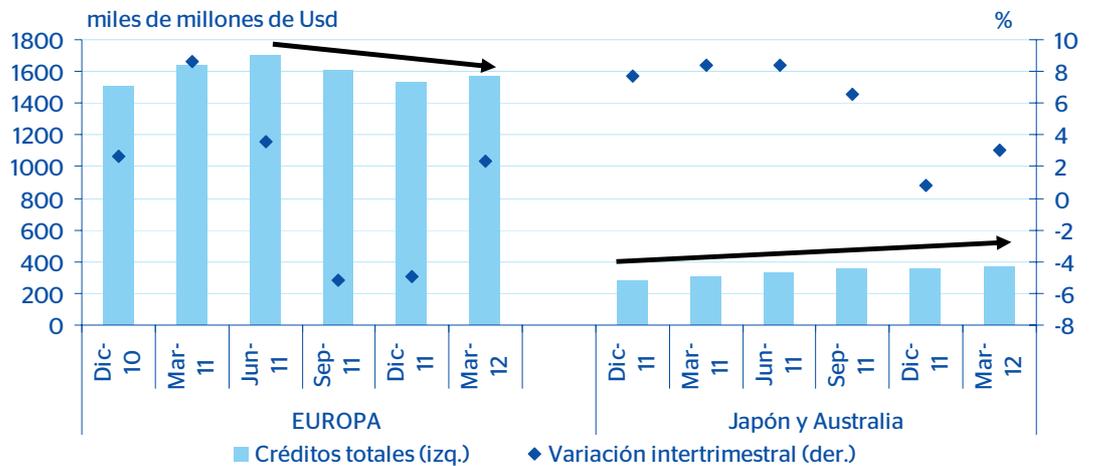
Según los últimos datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI; Gráfico 17), el crédito de los bancos europeos a Asia subió en términos t/t en el primer trimestre de 2012, aunque el repunte podría reflejar factores estacionales (históricamente, el crédito bancario se acelera en el primer trimestre del año). Sin embargo, a pesar de la tendencia secuencial positiva, Asia ha experimentado una notable caída de los flujos de crédito procedentes de los bancos europeos desde junio del año pasado (-7,7%, véase el Recuadro 2 en la página 12). Los países más afectados por este desapalancamiento incluyen Corea (-11,5% a/a), Taiwán (-32,2% a/a) y Australia (-17,5% a/a).

Cabe destacar que las entidades financieras de la región, especialmente las de Japón y Australia, donde sigue habiendo una gran liquidez, parecen haber entrado a tapar el hueco, evitando así una desaceleración significativa en el crecimiento del crédito en general.

Sin embargo, las tendencias del crédito general de la región son heterogéneas, la desaceleración interanual ha sido más rápida en los principales centros financieros de Hong Kong y Singapur, así como en Filipinas (Gráfico 16). En cierta medida, la desaceleración es bien recibida dadas las anteriores tasas de crecimiento del crédito, que se consideraban excesivas. Por otro lado, en países como Indonesia (26,1% a/a en mayo) y Malasia (12,5% a/a en mayo) el crecimiento del crédito se ha mantenido alto, y se espera que la tendencia continúe a corto plazo. Asimismo, el crecimiento del crédito en China muestra indicios de estar repuntando a medida que las autoridades relajan las condiciones financieras para apoyar el crecimiento de la economía.

Gráfico 17

Los préstamos europeos repuntaron ligeramente en el 1T, mientras que los préstamos regionales continuaron creciendo



Fuentes: BIS y BBVA Research

### Recuadro 1: La India está en el punto de mira a medida que se desacelera el crecimiento

Entre las economías de mayor tamaño de la región, la India ha sido la que ha experimentado la desaceleración más pronunciada. La combinación de déficits gemelos, por cuenta corriente y fiscal, ha debilitado la confianza de los inversores, lo que unido a las dificultades mundiales, ha contribuido a la desaceleración del crecimiento de la India. La desaceleración del sector servicios y la contracción de la actividad manufacturera han provocado que el PIB del primer trimestre fuera el más bajo en nueve años (5,3% a/a). El lastre del sector servicios, que representa aproximadamente el 60% del PIB de la India, ganó fuerza en el segundo trimestre. El crecimiento de la agricultura también ha sido decepcionante. Además, el deterioro que se está produciendo en el clima de inversión, el aumento de los precios de los alimentos y los cuellos de botella de las infraestructuras (que se han puesto de manifiesto en los recientes apagones eléctricos) están haciendo mella en la confianza de consumidores y empresas.

Una desaceleración pronunciada en el crecimiento de la inversión (Gráfico 18) ha sido el factor clave para la desaceleración de la India. Aunque en los últimos meses se han tomado medidas para hacer reformas con el fin de impulsar la inversión y atraer capital extranjero, el ritmo ha sido demasiado lento. Se necesitan reformas en los sectores de generación de energía, minería y producción manufacturera, junto con la adquisición de suelo, entre otras áreas. Desde noviembre de 2011 se han adoptado una serie de medidas políticas para mejorar los flujos de inversión extranjera: por ejemplo, a comienzos de julio el banco central de la India amplió los límites de la participación de inversores institucionales (FII) en la deuda pública y en los préstamos para infraestructuras. Sin embargo, estas medidas en general se han quedado por debajo de las expectativas del mercado.

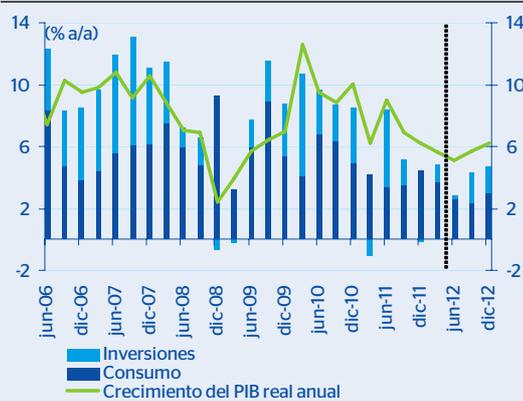
Dado que los indicadores de actividad real se han desacelerado secuencialmente desde el primer trimestre, es

probable que el crecimiento de la India haya sido aún más lento en el segundo trimestre, en especial si tenemos en cuenta que en la estación de los monzones el nivel de las lluvias ha sido inferior a lo habitual.

Afortunadamente, la pronunciada caída de los precios del petróleo y la menor demanda de oro probablemente frenen el aumento del déficit por cuenta corriente. En lo que respecta a la cuenta de capital, aunque los flujos FII han repuntado en los últimos meses, la desaceleración de los flujos de inversión extranjera directa sigue siendo motivo de preocupación por causa de los retrasos en la política interna. Según nuestras previsiones, el banco central de la India y el ministro de finanzas seguirán implementando nuevas medidas para mejorar los flujos de entrada de capital, incluidas nuevas normas que permitirán la emisión de bonos en dólares y las líneas de swap en dólares. La rupia depreciada podría finalmente dar un impulso a las exportaciones, lo que ayudaría a la India a recuperar el impulso de crecimiento, aunque esto dependerá en gran medida del entorno exterior.

Gráfico 18

La caída del crecimiento de la inversión en la India ha arrastrado hacia abajo el PIB



Fuentes: CEIC y BBVA Research

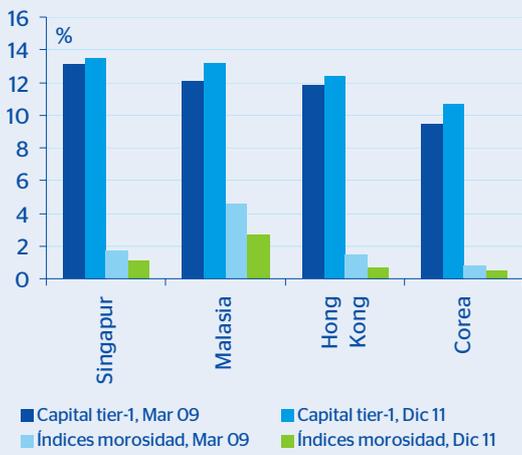
## Recuadro 2: El desapalancamiento de los bancos europeos, compensado por entidades financieras locales.

A medida que la deuda soberana y la crisis financiera continúan presionando a Europa, los préstamos de los bancos europeos a Asia se están contrayendo. Los préstamos de los bancos franceses y alemanes a Asia han disminuido durante dos trimestres consecutivos; solo en el primer trimestre se registraron caídas del 17,2% y del 16,0% a/a (el periodo más reciente para el que se dispone de datos del BPI). Dentro de Asia, Corea y Taiwán han sido quizá las más golpeadas, pues los préstamos de los bancos europeos (incluidos los del Reino Unido) se contrajeron un 11,5% a/a y un 32,2% a/a, respectivamente, en el primer trimestre (los préstamos que Corea tomó de Francia cayeron un 38,2% interanual).

Sin embargo, en el resto de la región el crecimiento del crédito de los bancos europeos se mantiene en territorio positivo, incluido en Japón, Singapur, Hong Kong y China. China en particular ha seguido experimentando un fuerte crecimiento de los préstamos procedentes de Europa (17,2% a/a en el 1T12).

Gráfico 19

En general, los bancos de la región han mejorado sus balances desde la crisis financiera



Fuentes: CEIC y BBVA Research

A pesar de la reciente tendencia al desapalancamiento en otros países europeos, el crecimiento de los préstamos procedentes del Reino Unido, que representan más de la mitad de los préstamos europeos a Asia se mantiene relativamente fuerte, en el 4,1% a/a en el 1T12. El crédito de los bancos japoneses ha sido aún más fuerte; los préstamos a la región han crecido un 13,2% a/a en el primer trimestre de este año. Australia también ha seguido aumentando el crédito intrarregional, con un crecimiento de los préstamos por encima del 18% anual con cada una de sus contrapartidas asiáticas en el último trimestre registrado. Esto, junto con el crédito relativamente fuerte desde EE. UU., ha contribuido a compensar en parte el retroceso de Europa en la región.

De cara al futuro, los bancos de la región parecen estar bien preparados para resistir un mayor desapalancamiento europeo. El carácter duradero de la crisis europea ha dado a

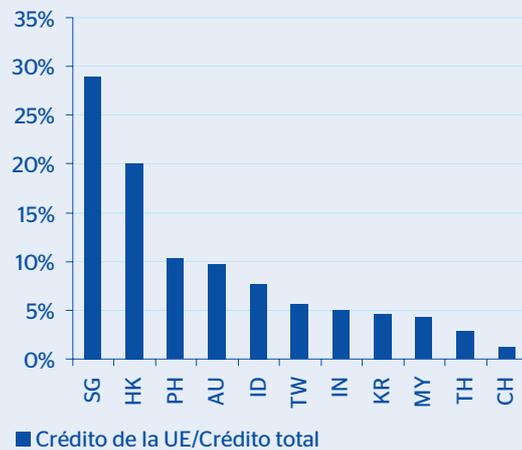
los bancos de la región y a sus clientes bastante tiempo para prepararse. En general, los balances de los bancos asiáticos se mantienen fuertes (Gráfico 19). El capital *tier-1* en Singapur (13,5%), Malasia (13,2%), Hong Kong (12,4%) y Corea (10,7%) ya está por encima de los requerimientos de Basilea III, y las tasas de morosidad son bajas.

Dicho esto, el mayor impacto se sentirá probablemente en los centros financieros de Hong Kong y Singapur, dados sus altos niveles de crédito con los bancos europeos (Gráfico 20). En lo que respecta a otros países, aunque más de la mitad de los créditos externos de la India dependen de los bancos europeos, como porcentaje del crédito total estos préstamos europeos solo representan un 5%, por lo que se prevé que el impacto general del desapalancamiento de los bancos europeos sobre la disponibilidad del crédito interno sea limitado.

Hasta ahora, la caída de los préstamos de los bancos europeos a la región es pequeña en comparación con la que se observó durante la crisis financiera mundial. Desde el punto más alto en el 2T08 hasta el valle del 1T09, los préstamos de Europa a Asia cayeron en 547.000 millones de dólares, mientras que hasta ahora los préstamos a la región solo han caído en 102.000 millones desde el último pico registrado en el segundo trimestre de 2011. Asia podría seguir experimentando un mayor desapalancamiento de Europa, pero los bancos locales parecen más que dispuestos a captar cuota de mercado.

Gráfico 20

HK y SG presentan las mayores exposiciones de crédito desde Europa\* de la región

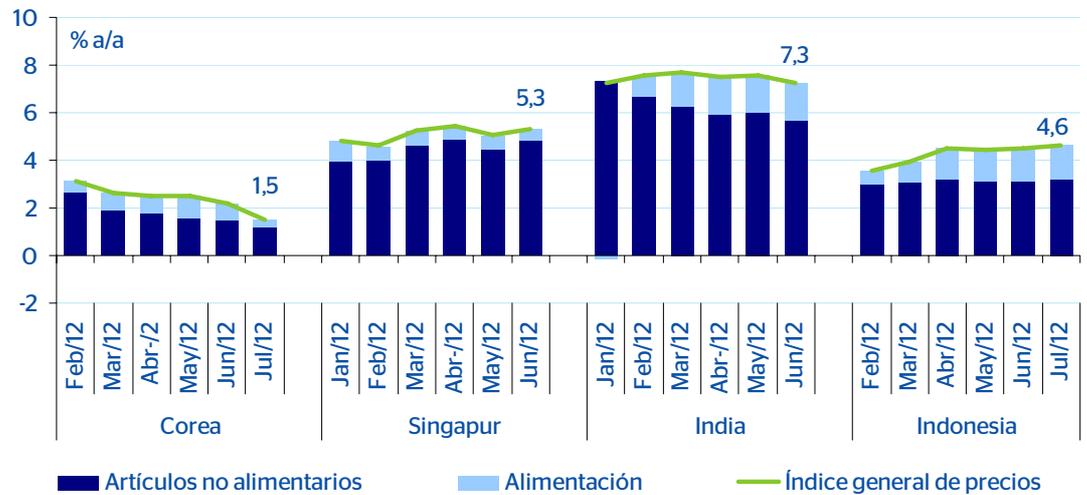


Fuentes: CEIC y BBVA Research

\*Las cifras excluyen al Reino Unido

Gráfico 21

Aparte de la India e Indonesia, la región ha experimentado una caída de la inflación por la bajada generalizada de los precios de los alimentos



Fuentes: CEIC y BBVA Research

### La inflación ha retrocedido por el menor crecimiento y los precios más bajos de las materias primas

La inflación ha caído de forma generalizada en toda la región durante el segundo trimestre, lo que da margen a los responsables políticos para aplicar nuevas medidas de flexibilización. Sin embargo, ha habido algunas excepciones, pues la inflación se mantiene persistentemente elevada en la India (7,3% en junio) y en Singapur (5,3% a/a en junio), donde un mercado de trabajo ajustado y su condición de "refugio" han provocado crecientes presiones alcistas sobre los costes de la vivienda y el transporte. La inflación en Indonesia va en aumento (4,6% a/a en julio), debido principalmente a los efectos de base pero debido también a las permanentes presiones sobre los precios de los alimentos (al igual que en la India, véase el Gráfico 21), aunque los responsables políticos prevén que la inflación se mantenga este año cómodamente en su rango objetivo del 3,5%-5,5%.

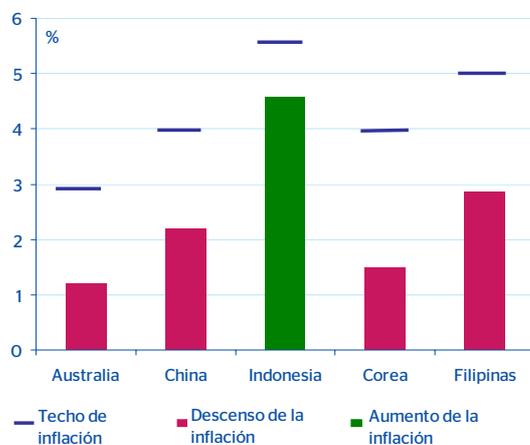
Otros países como Australia y Filipinas tienen ahora unas tasas de inflación interanuales dentro o por debajo de los rangos objetivo oficiales (Gráfico 22), debido en gran parte a la caída de los precios de la energía y a la reducción de las presiones de demanda. China (2,2% en junio), Hong Kong (3,7% a/a en junio) y Corea (1,5% en julio) han experimentado pausas bien recibidas con respecto a la elevada inflación del año pasado.

El entorno deflacionista de Japón sigue siendo un caso aparte. El Banco de Japón ha tratado de reavivar la inflación en línea con su objetivo recientemente adoptado del 1% y el programa de compra de activos. También se han puesto en marcha iniciativas para ayudar a los exportadores mediante la depreciación del yen, que había estado relativamente fuerte (manteniéndose por debajo de 80 yenes por USD) debido al aumento de la aversión al riesgo global.

Teniendo en cuenta que los precios del petróleo han caído de forma pronunciada en el segundo trimestre y se prevé que el crecimiento mundial se mantenga plano, se espera que las presiones sobre los precios sigan manteniéndose a raya en los próximos meses.

Gráfico 22

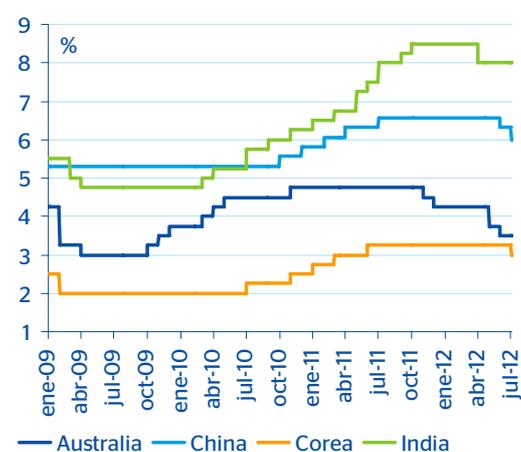
La inflación, lejos de los techos del gobierno, da margen para aplicar medidas de apoyo



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 23

Las autoridades han moderado los tipos de interés para apoyar el crecimiento



Fuentes: CEIC y BBVA Research

### Las autoridades responden con medidas fiscales y monetarias

En los últimos meses, las autoridades fiscales y monetarias han estado calibrando sus posturas políticas con respecto a la gravedad percibida de la desaceleración mundial y el impacto que tendrá en sus economías. Así, las políticas se han vuelto cada vez más expansionistas, especialmente en lo que se refiere a la política monetaria. La India (50 pb), Australia (75 pb), China (56 pb), Corea (25 pb) y Filipinas (25 pb) han recortado los tipos de interés desde marzo (Gráfico 23), mientras que Indonesia y Tailandia recortaron los tipos de interés a principios de año. Australia sorprendió al mercado con un recorte mayor de lo previsto (50 pb) el 1 de mayo, aduciendo para ello la confluencia de unas condiciones económicas más débiles de lo previsto, una inflación por debajo de lo previsto y sus esfuerzos para asegurar un "nivel apropiado de los costes de endeudamiento".

La decisión que tomó en abril el Banco de Reserva de la India de recortar los tipos de interés en 50 pb tomó por sorpresa a los mercados, ya que se esperaba un recorte de 25 pb. En China y en Corea, los recortes de los tipos de interés se produjeron antes de lo que se había previsto, lo que indica que las autoridades están adoptando un enfoque proactivo ante el deterioro de las condiciones externas dado que hay margen para ello por la caída de la inflación en ambas economías. Como ya hemos mencionado, Japón amplió su programa de compra de activos en abril, con un aumento de 5 billones de yenes, hasta llegar a 70 billones de yenes en la segunda ronda de flexibilización cuantitativa aplicada desde febrero.

A pesar de los recortes en los tipos nominales, los tipos de interés reales son ahora más positivos que hace un año debido a las fuertes caídas de la inflación. Los niveles de los tipos de interés también están en general por encima de los niveles más bajos alcanzados durante el periodo 2008-09. Así pues, hay margen para efectuar recortes adicionales según sea necesario para apoyar el crecimiento.

En cuanto a la política fiscal, las bajas ratios de deuda sobre PIB han permitido a casi todos los países adoptar políticas expansivas. Por ejemplo, la recuperación tras las inundaciones del año pasado en Tailandia se ha apoyado con importantes políticas fiscales expansivas, incluido un recorte del impuesto de sociedades, que pasó del 30% al 23% (con planes de nuevas reducciones hasta el 20% en 2013), un recorte de los aranceles aduaneros en el combustible diésel, un programa de intervención en el precio del arroz y subvenciones para los compradores de automóviles. El gobierno también ha subido los salarios de los funcionarios y en abril introdujo un aumento en el salario mínimo para Bangkok que se ampliará al resto del país el próximo año.

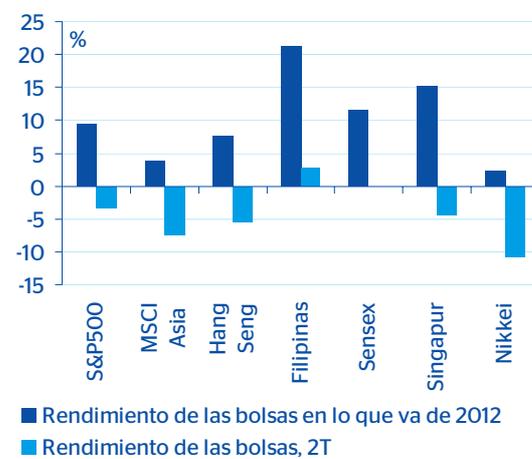
Malasia ha aprobado varias medidas para incrementar el gasto este año, incluidos la subida de salarios de los funcionarios, las ayudas en efectivo a familias de rentas bajas y agricultores (con un total potencial de 72.000 millones de dólares estadounidenses) y el aumento del gasto en carreteras y ferrocarriles. El gobierno también subvenciona los precios de los combustibles y ahora está contemplando ofrecer otra ronda de ayudas en efectivo en agosto. No obstante, este incremento del gasto tiene un precio, pues el resultado ha sido el deterioro de la posición

fiscal y el incremento de la deuda bruta (-5,0% y 52,5% del PIB, respectivamente, según el FMI), lo que ha provocado que la agencia de calificación Standard & Poor's haya advertido que puede bajar la calificación de la deuda soberana de Malasia si no se toman medidas para incrementar los ingresos.

Corea también introdujo estímulos por valor de 7.000 millones de dólares estadounidenses a través de la mejora de la eficacia en la ejecución de los proyectos aprobados y la creación de un fondo para financiar la inversión en instalaciones por parte de las pequeñas y medianas empresas. Los esfuerzos de Japón para mejorar el deterioro de su posición fiscal recibieron un impulso cuando la cámara baja aprobó un proyecto de ley para aumentar los impuestos al consumo, que pasarán del 5% actual al 8% en abril de 2014, y al 10% en octubre de 2015. Dado que el gasto para la reconstrucción tras el terremoto añade aún más tensiones a las finanzas del país, el aumento de los impuestos al consumo se considera un impulso muy necesario, y ahora tendrá que votarse en la cámara alta, donde las perspectivas son inciertas.

Gráfico 24

**A pesar de la crisis mundial, algunas bolsas de la región han mostrado un buen comportamiento**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 25

**Volatilidad de las divisas en 2012; la rupia india baja a mínimos históricos**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

**Mercados asiáticos: gran volatilidad y perspectivas inciertas**

Como en el resto del mundo, los mercados bursátiles asiáticos han sido muy volátiles este año. Aunque por lo general los mercados de la región han tenido resultados inferiores al índice S&P500, determinados mercados han registrado importantes ganancias. A finales de julio, el mercado de Filipinas subió un 21,2% - lo que refleja entre otros factores la mejora de la calificación soberana que había efectuado S&P en julio - mientras que el índice de Singapur avanzó un 15,3%, y el Sensex de la India subió un 11,5% a pesar del sentimiento negativo acerca de la desaceleración del crecimiento y la lentitud de las reformas políticas. La mayoría de estos avances se produjeron en el primer trimestre, ya que los mercados registraron ventas masivas en el segundo trimestre (Gráfico 24). Las recientes ventas tienen su causa en una combinación de temores sobre la crisis europea, una desaceleración más pronunciada en China y el debilitamiento de los datos de EE. UU.

Los mercados de divisas también han sido muy volátiles en el segundo trimestre (Gráfico 25), que ha estado marcado por la tendencia al debilitamiento debido a la lentitud de la demanda externa. Las rápidas ventas de mayo fueron inmediatamente seguidas por un repunte a comienzos de junio por las perspectivas de nuevas flexibilizaciones por parte de la Reserva Federal de EE.UU. y del BCE, que continuaron hasta julio. La rupia india es la que ha llamado más la atención, pues llegó a mínimos históricos a finales de junio a causa del debilitamiento de los fundamentos económicos y el aumento de las compras en dólares por parte de los importadores nacionales de petróleo y oro. Desde entonces, la rupia ha repuntado al haber mejorado un poco las condiciones mundiales. Los bancos centrales han utilizado las reservas de forma activa (Gráfico 26) para mitigar la volatilidad: desde agosto del año pasado, las reservas de Indonesia han caído un 14,6% (y ahora se sitúan en 106.500 millones de dólares estadounidenses), mientras que las reservas de la India han caído en un 9,1%.

En general, las monedas de la región que mejor se han comportado este año han sido el peso filipino (+4,9%) y el dólar de Singapur (+4,3%). Los buenos resultados que ha tenido el peso recientemente (el 3 de julio alcanzó su nivel máximo en cuatro años) ha llevado a las autoridades a considerar la adopción de medidas para frenar la excesiva especulación

monetaria (como normas más duras sobre las entradas de capital a través de las posiciones de futuros sin entrega física) con el fin de evitar que la moneda se aprecie con demasiada rapidez, lo que podría afectar negativamente a los exportadores. Como se ha observado anteriormente, en Japón, a pesar de los intentos de las autoridades de depreciar la moneda a través de la flexibilización cuantitativa, el yen se ha apreciado en el segundo trimestre.

A pesar del aumento de la aversión al riesgo, los mercados inmobiliarios de Singapur y Hong Kong continúan al alza (Gráfico 27). En Hong Kong la demanda de espacio de oficinas se mantiene fuerte, a pesar de la inquietud del mercado ante las políticas de vivienda social del nuevo gobierno de Hong Kong, que con el tiempo puede que contengan los precios. En Singapur, los precios inmobiliarios alcanzaron un nuevo máximo al repuntar un 0,4% en el segundo trimestre después de haber caído un 0,1% en el primer trimestre. A pesar de los esfuerzos del gobierno por frenar el aumento de los precios de la vivienda (con un impuesto del 10% sobre las compras de propiedades residenciales en diciembre), Singapur se ha afianzado como un destino "refugio" para los compradores extranjeros. No obstante, los precios inmobiliarios han estado bajo presión en el resto de la región; en Corea han caído un 0,7% en lo que va de año, lo mismo que ha ocurrido en China, donde los valores inmobiliarios subieron un 0,1% m/m en junio tras haber registrado caídas durante diez meses consecutivos.

Gráfico 26

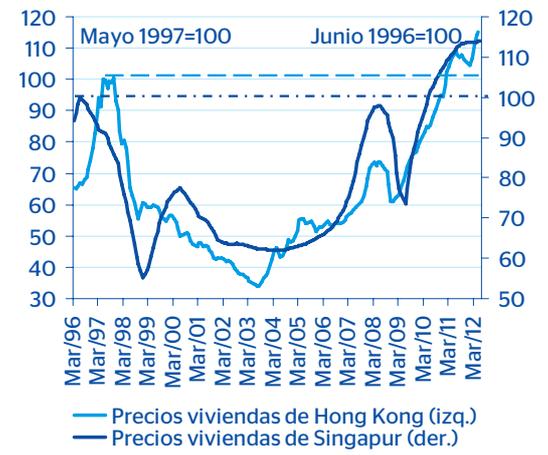
**Los bancos centrales han utilizado las reservas para estabilizar sus monedas**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 27

**Los mercados inmobiliarios se han mantenido fuertes**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

### 3. Las previsiones de crecimiento se rebajan a causa de la mayor debilidad del entorno externo

En un contexto de crecientes dificultades e incertidumbres mundiales, revisamos modestamente a la baja nuestras previsiones de crecimiento del PIB de 2012 y 2013 para la región del Pacífico Asiático. Los riesgos a la baja han seguido aumentando en el último trimestre, como hemos descrito en la Sección 1, y como se refleja en la mayor aversión al riesgo global. Al mismo tiempo, seguimos siendo optimistas sobre la capacidad de Asia para hacer frente a las peores turbulencias dadas sus fortalezas internas y su limitada exposición financiera directa a la zona euro, aunque las tasas de crecimiento podrían verse afectadas, como ya se ha observado en la debilidad de las exportaciones. Por otro lado, el margen para la aplicación de estímulos políticos fiscales y monetarios sirve para amortiguar en parte el debilitamiento de la demanda externa.

#### Revisiones a la baja para las previsiones de 2012 y 2013

El debilitamiento de la demanda externa y las actuales tensiones financieras en Europa nos han hecho menos optimistas acerca de una pronta recuperación del crecimiento en Asia. Nuestras previsiones actualizadas se basan en una resolución gradual de la crisis europea de modo que esas tensiones financieras de la zona euro comiencen a reducirse en el cuarto trimestre. Esto, unido a las medidas de estímulo de la región de Asia, debería crear el escenario propicio para un repunte gradual de crecimiento hacia finales de año. Sin embargo, estas perspectivas presentan considerables riesgos a la baja.

Hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento del conjunto del año 2012 en la región de Asia-Pacífico debido a que los resultados del S1 fueron más débiles de lo previsto y a que las previsiones mundiales son más bajas para el resto del año y para 2013. Dicho todo esto, nuestras previsiones agregadas para la región se han rebajado al 5,4% a/a desde el 5,7% a/a previsto anteriormente (Tabla 1), con revisiones un poco mayores para nuestras previsiones sobre China y la India. Para 2013, revisamos nuestra previsión de crecimiento de Asia-Pacífico al 5,8% a/a desde el 6,1% a/a estimado anteriormente.

Nuestras previsiones para China se sitúan ahora en el 7,8% a/a y el 8,3% a/a en 2012 y 2013 respectivamente, en comparación con el 8,3% y el 8,7% de la estimación anterior. Creemos que la desaceleración de la economía china se ha estabilizado y que las nuevas medidas de estímulo asegurarán un repunte gradual durante el resto del año. En la India, el crecimiento sigue relativamente débil y hemos rebajado nuestras previsiones al 5,6% a/a y al 7,1% a/a en 2012 y 2013, en comparación con el 6,8% a/a y el 7,4% a/a estimados anteriormente, basándonos en las expectativas de que las reformas se aceleren en 2013.

Debido a que persiste la debilidad de la demanda externa, en 2012 también anticipamos nuevas desaceleraciones en algunas de las economías más orientadas hacia las exportaciones, concretamente en Hong Kong (2,1% a/a desde el 3,1% a/a), Corea (2,5% a/a) y Taiwán (2,0% a/a desde el 3,2% a/a). En lo que respecta a Singapur (2,6% a/a), nuestras previsiones para 2012 se mantienen intactas por ahora, pero han aumentado los riesgos a la baja para esas previsiones.

También hemos hecho unas cuantas revisiones al alza en 2012, concretamente para Japón (2,4% a/a desde el 1,9%), que son reflejo de su fuerte repunte desde que se produjo el terremoto el año pasado, aunque la fortaleza de las perspectivas a largo plazo sigue siendo cuestionable debido al elevado nivel de deuda de Japón y al envejecimiento de la población (por lo que Fitch ha rebajado recientemente la calificación de la deuda soberana de AA a A+). También revisamos al alza nuestra previsión para Filipinas, que pasa al 4,8% desde el 3,7% después de que el crecimiento del primer trimestre se situara muy por encima de las expectativas debido al fuerte consumo público y privado; y a Tailandia (5,0% a/a desde el 4,5% a/a), ya que se ha recuperado rápidamente tras las inundaciones del año pasado.

#### Las presiones inflacionistas se mantendrán planas dado el débil entorno mundial

Aunque se prevé que el nivel general de precios aumente ligeramente en el último tramo del año debido en parte a efectos de base, la inflación ya ha dejado de ser una inquietud clave. La demanda interna se ha debilitado y el lento entorno exterior debería garantizar que las presiones inflacionistas sigan frenándose hasta finales de año (Tabla 2). En consecuencia, hemos

ajustado nuestras previsiones de inflación regionales a la baja, hasta el 3,3% a/a en 2012 (desde el 3,5% a/a) con motivo de las revisiones a la baja para China (3,0% a/a desde el 3,5%), Hong Kong (4,3% a/a desde el 4,7%), Corea (2,5% a/a desde el 3,4% a/a) y Australia (1,9% a/a desde el 2,7%) una media de 0,6 pp para reflejar el débil entorno mundial y la caída de los precios del petróleo, que están contribuyendo a reducir aún más la inflación. En Indonesia (4,8% a/a desde el 5,4% a/a), la subida planeada anteriormente en los precios de los combustibles parece ahora improbable, lo que dará como resultado que este año la inflación sea inferior a lo que se había previsto.

Las presiones inflacionistas se mantienen fuertes en la India (inflación revisada al alza hasta el 7,3% a/a en 2012 desde el 6,9%), donde la depreciación de la rupia ha impulsado al alza los costes de la energía, y en Singapur (4,1% a/a en 2012 desde el 3,3% a/a), donde la demanda interna mantiene aún su solidez.

### Los responsables políticos están más activos y es probable que se efectúen recortes adicionales de los tipos de interés

La desaceleración mundial ha provocado que los responsables políticos de Asia reaccionen recortando los tipos de interés. Además de los recortes ya efectuados este año, prevemos nuevos recortes de los tipos de interés en China, la India, Australia, Corea y Filipinas (Tabla 4) y en el caso de China es probable que también veamos 2-3 recortes más en el coeficiente de caja. En otros países como Tailandia y Malasia, la posibilidad de que se hagan recortes en los tipos de interés también va en aumento, aunque todavía no se han tenido en cuenta en nuestro escenario central.

En el resto de la región, esperamos que los responsables políticos se mantengan en espera hasta finales de año, bien para dejar que los anteriores recortes del tipo de referencia hagan efecto en la economía (Indonesia) o, como en el caso de Singapur, debido a que la inflación se mantiene todavía elevada. Singapur sorprendió a los mercados al ajustar su política monetaria en abril (Singapur maneja su política monetaria a través del tipo de cambio), y si la inflación cae podría relajar dicha política (desacelerando el ritmo de apreciación de la moneda) en su próxima reunión de octubre, debido a una importante desaceleración del crecimiento. Japón es probable que continúe ampliando su programa de compra de activos en un intento de contrarrestar la deflación.

Algunas de las acciones de "envergadura" se llevarán a cabo probablemente a través de la vía del gasto fiscal, donde Asia aún tiene un margen importante de maniobra. Es probable que China anuncie estímulos fiscales, e incluso la India, que tiene escaso margen para aumentar su presupuesto, ha tratado de estimular la economía acelerando las inversiones en infraestructura, mejorando la transparencia del régimen fiscal y aumentando los límites de inversión directa exterior en varios sectores. Otros países, como Corea y Vietnam es probable que apliquen medidas de apoyo al crecimiento, aunque se prevé que serán más limitadas que las de 2009.

### Las monedas asiáticas estarán bajo presión a corto plazo

Se prevé que las monedas experimentarán una ligera tendencia a la depreciación en los próximos meses mientras las tensiones actuales en el extranjero sigan lastrando los activos de riesgo de la región. Las monedas depreciadas también ofrecerán cierto alivio a los exportadores nacionales. No obstante, según nuestro escenario central se producirá un repunte gradual del crecimiento hacia finales de año y prevemos que las monedas asiáticas repunten al final (Tabla 3) como consecuencia de un mejor entorno mundial y de las perspectivas de una nueva flexibilización cuantitativa en EE. UU. A pesar de que los tipos de interés han bajado, los diferenciales de rentabilidad entre Asia y los países desarrollados siguen siendo atractivos. Cabe destacar en especial que hemos reducido nuestras expectativas de apreciación del RMB debido al lento entorno mundial y a la debilidad de las exportaciones. También esperamos que el yen japonés se deprecie en la última parte del año a medida que mejoren un poco las condiciones mundiales y las medidas políticas (incluida la flexibilización cuantitativa) provoquen ventas masivas de yenes. En nuestra opinión, la rupia ha tocado fondo y debería mantenerse relativamente plana durante el resto del año, cerrando 2012 en torno a 54 rupias por USD. Una mejora gradual de los fundamentos económicos del país en 2013 provocará una nueva apreciación hasta 51 rupias por USD al final del año.

## 4. Riesgos bajistas para las perspectivas

Después de un primer trimestre relativamente bueno, los riesgos globales se han incrementado sustancialmente en el último trimestre. Aunque seguimos esperando que Asia registre unas tasas de crecimiento razonables en 2012-13, las perspectivas están marcadas por riesgos importantes a la baja debido a la incertidumbre del entorno mundial. La parte positiva es que la moderación de los precios del petróleo ha contrarrestado parte de las dificultades mundiales.

En caso de que la crisis de la zona euro no amainase, el crecimiento sería considerablemente inferior en 2013 al combinarse la debilidad del crecimiento de las exportaciones con la mayor aversión al riesgo, pues el resultado serían unas condiciones financieras menos propicias y un lastre sobre la inversión. En relación con nuestro escenario central, el crecimiento regional se reduciría en 2 puntos porcentuales de media, y las economías más abiertas, como la de Hong Kong, serían las más gravemente afectadas. Un riesgo asociado es la posibilidad de que las condiciones financieras sean más estrictas si se acelera el desapalancamiento de los bancos europeos.

Los riesgos dentro de la propia región se derivan de la posibilidad de que se produzca una desaceleración adicional en China. Asimismo, no se puede descartar que la debilidad de las exportaciones siga repercutiendo en la demanda interna más allá de lo que se contempla en nuestro escenario central.

También vale la pena seguir de cerca los riesgos específicos de cada país. A finales de este año en China tendrá lugar un cambio de liderazgo que se produce solo una vez por década. Aunque no se prevé que el proceso conlleve cambios políticos, la lucha por el poder ya ha sido algo más turbulenta de lo previsto. Asimismo, Corea celebrará elecciones presidenciales en diciembre. Por otro lado en la India queda por ver si el gobierno consigue restablecer el impulso reformista, que es fundamental para reavivar la confianza de los inversores y el crecimiento económico. Los recientes apagones eléctricos que se han producido a gran escala con efectos paralizantes son un recordatorio del retraso de la India en materia de infraestructuras, lo que actúa como una limitación para conseguir un mayor crecimiento a medio plazo.

Los cambios políticos podrían agravar las crecientes tensiones geopolíticas. En concreto, persisten las disputas regionales sobre el Mar de China Meridional entre China, Filipinas y Vietnam. Disputas similares van en aumento entre China y Japón con respecto al Mar de China Oriental. Además de minar la confianza de los inversores, estos conflictos provocan cada vez más presiones para aumentar los recursos militares, lo que podría desviar el gasto fiscal alejándolo de inversiones más productivas.

## 5. Tablas

Tabla 1

## Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(Tasa de crecimiento, % a/a)	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
EE. UU.	-3,1	2,4	1,8	2,1	1,8
UEM	-4,4	1,9	1,5	-0,3	0,3
Asia-Pacífico	4,2	8,1	5,8	5,4	5,8
Australia	1,5	2,4	2,2	3,2	3,0
Japón	-5,5	4,4	-0,7	2,4	1,4
China	9,2	10,4	9,2	7,8	8,3
Hong Kong	-2,7	7,0	5,0	2,1	3,1
India	9,1	8,8	7,5	5,6	7,1
Indonesia	4,6	6,1	6,5	6,1	6,4
Corea	0,3	6,2	3,6	2,5	3,2
Malasia	-1,6	7,2	5,1	4,2	4,9
Filipinas	1,1	7,6	3,9	4,8	4,5
Singapur	-0,8	14,5	5,0	2,6	3,5
Taiwán	-1,9	10,8	4,0	2,0	3,8
Tailandia	-2,3	7,8	0,1	5,0	5,1
Vietnam	5,3	6,8	5,9	5,6	6,5
Asia (excl. China)	1,0	6,7	3,5	3,8	4,1
Mundo	-0,6	5,1	3,9	3,4	3,7

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 2

## Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

(Tasa de crecimiento, % a/a)	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
EE. UU.	-0,4	1,6	3,1	2,0	1,9
UEM	0,3	1,6	2,7	2,3	1,4
Asia-Pacífico	0,3	3,6	4,8	3,3	3,4
Australia	1,8	2,8	3,4	1,9	3,0
Japón	-1,4	-0,7	-0,3	0,2	0,1
China	-0,8	3,3	5,4	3,0	3,6
Hong Kong	0,6	2,3	5,3	4,3	3,6
India	2,4	9,6	9,4	7,3	6,3
Indonesia	4,8	5,1	5,4	4,8	5,2
Corea	2,8	3,0	4,0	2,5	3,0
Malasia	0,6	1,7	3,2	2,3	2,7
Filipinas	3,2	3,8	4,4	3,4	3,9
Singapur	0,6	2,8	5,2	4,1	3,2
Taiwán	-0,9	1,0	1,4	1,6	1,6
Tailandia	-0,8	3,3	3,8	3,5	3,3
Vietnam	6,9	10,0	18,1	10,6	9,8
Asia (excl. China)	1,0	3,7	4,3	3,4	3,2
Mundo	2,2	3,0	5,1	4,2	3,9

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 3

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

		2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
UEM	USD/EUR	1,43	1,34	1,30	1,23	1,31
Australia	USD/AUD	0,90	1,02	1,02	1,04	1,06
Japón	JPY/USD	92,1	81,1	76,9	82,0	86,0
China	CNY/USD	6,83	6,61	6,30	6,31	6,13
Hong Kong	HKD/USD	7,75	7,77	7,77	7,80	7,80
India	INR/USD	46,60	44,71	53,06	54,0	51,0
Indonesia	IDR/USD	9.395	8.996	9.069	9.100	9.000
Corea	KRW/USD	1.166	1.126	1.152	1.140	1.100
Malasia	MYR/USD	3,52	3,06	3,17	3,05	2,90
Filipinas	PHP/USD	46,8	43,8	43,80	42,50	42,50
Singapur	SGD/USD	1,40	1,28	1,30	1,26	1,23
Taiwán	NTD/USD	32,3	29,3	30,28	30,20	29,90
Tailandia	THB/USD	33,3	30,1	31,55	30,50	30,50
Vietnam	VND/USD	17.942	19.498	21.034	21.500	22.000

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 4

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

(%)	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
EE. UU.	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75
Australia	3,75	4,75	4,25	3,25	4,00
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
China	5,31	5,81	6,56	5,75	6,00
Hong Kong	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
India	4,75	6,25	8,50	7,50	6,50
Indonesia	6,50	6,50	6,00	5,75	5,75
Corea	2,00	2,50	3,25	2,75	2,75
Malasia	2,00	2,75	3,00	3,00	3,00
Filipinas	4,00	4,00	4,50	3,50	3,50
Singapur	0,69	0,48	0,45	0,40	0,40
Taiwán	1,250	1,625	1,875	1,88	1,88
Tailandia	1,25	2,00	3,25	3,25	3,50
Vietnam	8,00	9,00	9,00	9,00	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](http://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**William Fitchett**  
William.fitchett@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.hkAnálisis transversal de economías emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.comAsia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación de América Latina

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.comChile  
**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.comColombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.comPerú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.peVenezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.comMéxico  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.comAnálisis macroeconómico México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.comEspaña  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.comEuropa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.comEstados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com*Regulaciones sobre el sistema financiero:***Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.comSistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.comPensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.comRegulación y política pública  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com*Áreas Globales:*Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.comEscenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.comInnovación y Procesos  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com*Estrategia de Cliente y de Mercado:***Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.comRenta Variable Global  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.comCrédito Global  
**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.comTipos de interés, FX  
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