BBVA | RESEARCH

Situación Asia

Mayo de 2011
Análisis económico

- **El fuerte impulso de crecimiento de Asia continúa en 2011, respaldado por la sólida demanda interna y externa.**
- **Prevemos una moderación de la tendencia** debido a las dificultades que plantean los altos precios del petróleo y los trastornos de la demanda debido al terremoto de Japón, aunque las perspectivas de un crecimiento sostenido siguen siendo buenas.
- **La inflación es el riesgo predominante en estas perspectivas.** Los efectos de la segunda ronda de los recientes aumentos de los alimentos y la energía son evidentes, y las presiones de la demanda se han hecho ahora más acuciantes.
- **Serán necesarias nuevas medidas de ajuste monetario para controlar la inflación.** Si los precios de las materias primas se mantienen altos, en la mayoría de los países habrá margen para medidas fiscales que amortigüen las consecuencias de la inflación y el crecimiento.
- **Los mayores riesgos siguen inclinados hacia el recalentamiento.** Dicho esto, los factores que frenan el crecimiento pueden ser los que aporten equilibrio.

Índice

1. Perspectivas globales: recuperación, "shocks" globales y vulnerabilidades 4

2. El resistente crecimiento asiático 6

Recuadro: el terremoto de Japón 13

3. Sólidas perspectivas, a pesar de los obstáculos 15

4. Los riesgos de recalentamiento se enfrían por los obstáculos al crecimiento 17

5. Tablas 18

Fecha de publicación: 12 de mayo de 2011

En resumen

Las economías asiáticas han continuado su impresionante senda de crecimiento. Tras registrar un fuerte repunte en 2010 (China: 10,3%; Asia, excluyendo China: 6,5%), el impulso de crecimiento ha continuado en 2011, impulsado por la sólida demanda interna y externa. Los resultados del PIB del primer trimestre han cumplido las previsiones, incluso con creces. Aunque cada vez son más evidentes los indicios de una moderación de la tendencia, las perspectivas de crecimiento sostenido durante el resto del año son buenas.

A pesar de las perspectivas favorables, persisten dos retos: (i) las dificultades derivadas del aumento de los precios del petróleo y de las repercusiones del terremoto de Japón, y (ii) las crecientes presiones inflacionistas. En cuanto al primero, sus repercusiones deberían ser mínimas debido al fuerte impulso de crecimiento de Asia, a las previsiones de un descenso de los precios de las materias primas y a la naturaleza provisional de los trastornos de la oferta en Japón. Las presiones inflacionistas son la mayor causa de preocupación, y para abordarlas los políticos han mantenido —y, en algunos casos, acentuado— las medidas de ajuste monetario.

Si tomamos como referencia la edición de Perspectivas de hace tres meses, nuestro marco de referencia revisado incorpora un modesto crecimiento para la totalidad de 2011, con una mayor inflación. Hemos ajustado a la baja nuestras previsiones del PIB de 2011 de Asia, excepto China, hasta situarlas en un 4,3% (desde el 4,8% original) para tomar en cuenta las repercusiones del aumento de los precios del petróleo y los trastornos provocados por el terremoto de Japón. En nuestra opinión, el crecimiento se moderará en el segundo trimestre para repuntar en lo que queda de año. En cuanto a China, hemos elevado nuestras previsiones de crecimiento de 2011 hasta el 9,4% (desde el 9,2% anterior) como consecuencia de los resultados del primer trimestre, mejores que los esperados.

Hemos elevado nuestras previsiones de inflación para 2011 en varias economías, entre las que se incluyen China, India, Filipinas, Singapur y Vietnam. Creemos que la inflación podrá controlarse cuando los precios de las materias primas se moderen en el segundo semestre del año, según nuestro marco de referencia, dado que los trastornos de la oferta que provocaron el aumento de los alimentos han disminuido y porque los ajustes monetarios contribuirán a que la inflación se sitúe dentro de las previsiones. Sin embargo, los riesgos de inflación siguen tendiendo al alza.

Como consecuencia de las presiones inflacionistas continúa el ajuste monetario que, en algunos casos, se ha intensificado. Esto ocurre a pesar de las dificultades para el crecimiento. Prevemos nuevas subidas de los tipos de interés durante el resto del año, la mayoría preventivos. La reanudación de las entradas de capitales han conllevado nuevas apreciaciones de divisas, que los responsables de la política económica toleran como una forma de contener la inflación.

El recalentamiento y el aumento de la inflación son, en nuestra opinión, los riesgos predominantes. En este particular, consideramos adecuados nuevos ajustes de la política monetaria. Si los precios de las materias primas no retroceden, tal y como prevemos en nuestro escenario de referencia, la mayoría de los países tienen margen para medidas fiscales adicionales que amortigüen las consecuencias de la inflación y el crecimiento. También las repercusiones del terremoto de Japón son un riesgo, aunque a corto plazo, ya que ya han comenzado las inversiones en reconstrucción y las cadenas de suministro vuelven gradualmente a la normalidad.

1. Entorno internacional: recuperación, "shocks" globales y vulnerabilidades

La economía global continúa creciendo a un ritmo robusto, y se mantiene la previsión de crecimiento de un 4,4% tanto en 2011 como en 2012, con el apoyo principalmente de las economías emergentes (Gráfico 1). No obstante, la amenaza de los altos precios de las materias primas (especialmente el petróleo) aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento y la inflación en la mayoría de regiones, incluso en algunas economías que pueden beneficiarse directamente de los altos precios de exportación de las materias primas. Al mismo tiempo, a medida que se desarrolla este shock global, los riesgos locales identificados en la anterior edición del Situación Global continúan más o menos sin variación. Es probable que la tensión financiera en Europa continúe, especialmente en el caso de Grecia, Portugal e Irlanda. La confusión política acerca de las propuestas para comenzar finalmente el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. añadirá incertidumbre en los mercados, incluso aunque pensamos que al final se producirá cierta forma de ajuste fiscal. Finalmente, las presiones de recalentamiento en los mercados emergentes continúan, aunque en el futuro serán probablemente una preocupación mayor para Sudamérica por el impulso adicional derivado de los mayores precios de las materias primas.

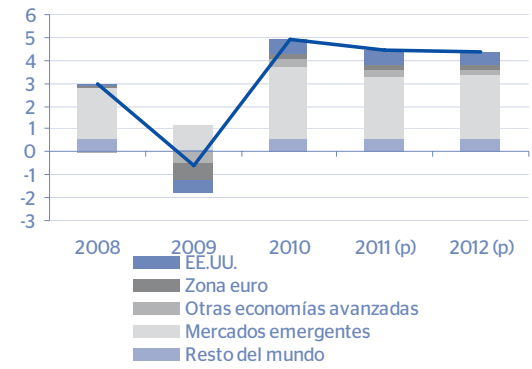
El principal riesgo de carácter global está relacionado con el aumento en los precios del petróleo, provocado desde comienzos de año por la inestabilidad política en Oriente Medio y África del Norte (MENA). Aunque la incertidumbre es alta y las protestas en la región siguen sin resolverse, en nuestra opinión, no se producirá un efecto contagio hasta el punto de interrumpir la producción de petróleo en otros productores de petróleo importantes aparte de Libia. Por tanto, la prima de riesgo geopolítico incorporada en los precios del petróleo se reducirá lenta pero gradualmente, dada la amplia capacidad de producción excedente de la OPEP y los inventarios de la OCDE, ambos por encima de sus medias de los últimos años. No obstante, los precios del petróleo seguirán en niveles altos de aproximadamente 110-120 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, para bajar lentamente a alrededor de 100 dólares en 2012.

En este contexto, en el que el precio de otras materias primas, como los alimentos y los metales, también ha aumentado, las principales regiones afectadas (de forma negativa) serán los países desarrollados (EEUU, Europa y Japón) y la mayor parte de Asia emergente, que son los principales importadores de materias primas. Por otra parte, los principales beneficiarios de la mejora de las condiciones comerciales serán Oriente Medio y Latinoamérica, que reciclarán parte de estos ingresos extraordinarios. No obstante, un shock de esta magnitud se absorberá por la economía global sin afectar significativamente a la actividad económica. Esto, junto con unos datos de crecimiento relativamente fuertes en el primer trimestre de 2011, justifica el mantenimiento de la previsión de crecimiento relativamente inalterada en la mayoría de áreas, en comparación con nuestro informe Situación Global de febrero. La principal excepción es México y Sudamérica, donde los fuertes datos en los primeros tres meses de 2011 y los mejores términos de intercambio implican una revisión moderada al alza de nuestras previsiones de crecimiento para 2011. Por su parte, Europa continuará creciendo en mayor grado en los países centrales más que en la periferia, mientras que los riesgos para la previsión de crecimiento estadounidense cambian desde un sesgo al alza hace tres meses hacia un sesgo más equilibrado, o incluso a la baja, por los mayores precios del petróleo y el bache temporal del crecimiento en el primer trimestre.

El efecto principal del shock del petróleo se sentirá en los precios. La mayor inflación en la mayoría de economías en 2011 y 2012 hará que las autoridades monetarias adelanten, y en algunos casos, adopten una senda de subidas de tipos de interés más agresiva (Gráfico 2). No obstante, sigue existiendo una amplia heterogeneidad en los enfoques de los bancos centrales frente a los riesgos derivados de los altos precios del petróleo y de otras materias primas. En particular, en EE.UU. y la zona euro, los bancos centrales están cambiando – en grados diferentes– su enfoque, desde el apoyo al crecimiento o la prevención de un escenario de riesgo de crecimiento muy bajo y deflación hacia el mantenimiento de las expectativas de inflación bajo control, particularmente considerando que la posición de política monetaria es aún muy acomodaticia. Como consecuencia, nuestra previsión adopta un sesgo hacia una mayor probabilidad de subidas anticipadas. El momento en que se producirá el primer aumento depende de la necesidad percibida de reaccionar ante los riesgos potenciales de los efectos de la segunda ronda. El enfoque alcista del BCE consiste en evitar cualquier riesgo mediante la adopción de una actitud preventiva (y de ahí su primera subida en abril), y no parece dispuesto

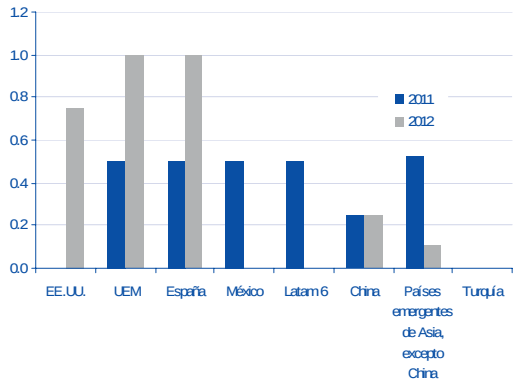
a considerar que el aumento actual de la inflación esté relacionado con un aumento temporal del precio del petróleo. Por otra parte, la Fed, más centrada en la falta de sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si los riesgos se materializan. Entre estos dos enfoques, las economías emergentes parecen abiertas a subidas más adelantadas y rápidas, si fuera necesario, aunque con el objetivo también de no fomentar en exceso las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
Cambios en los tipos de interés oficiales previstos a final de año respecto a febrero de 2011



Fuente: BBVA Research

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son útiles a medio plazo, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. Además, los cambios introducidos en el EFSF/ESM son positivos para afrontar las preocupaciones sobre la liquidez. No obstante, las tensiones financieras en los tres países periféricos con apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán siempre que persistan las dudas acerca de la solvencia de algunos países y, por tanto, el riesgo de reestructuraciones de deuda que incluyan a los inversores privados. Estas dudas persistentes continuarán perjudicando la financiación de estas economías y sosteniendo altos diferenciales soberanos, lo que podría extenderse a otros países, incluso a aquellos con altas credenciales de solvencia. Por tanto, un enfoque exhaustivo hacia la resolución de la deuda en caso de insolvencia es necesario de forma urgente, pero debe considerar que la aplicación de una dura reestructuración de deuda que incluya recortes para los inversores privados conlleva un riesgo de contagio muy alto para el resto de Europa, de modo que deberá diseñarse con cuidado.

Por su parte, España ha sido capaz de diferenciarse frente a estos tres países periféricos, dados los avances en la consolidación fiscal y las reformas económica, incluyendo, en particular, aquellas dirigidas al sector financiero y al mercado laboral. No obstante, el mantenimiento de ese desacoplamiento y una reducción significativa en los diferenciales soberanos dependerán fundamentalmente de la finalización satisfactoria de la recapitalización del sistema financiero –con una entrada inmediata del capital privado–, del cumplimiento continuado de los objetivos de consolidación fiscal –incluyendo a los gobiernos regionales– y de continuar avanzando en las reformas, especialmente en el mercado laboral.

En EE.UU., el proceso político para alcanzar una senda sostenible para la deuda pública implica negociaciones difíciles entre dos enfoques contrarios para reducir el déficit. Al final, la consolidación fiscal deberá ser consecuencia de una reducción de gastos sociales o unos mayores ingresos fiscales. En nuestra opinión, ambas partes alcanzarán un acuerdo que generará un menor déficit y un cambio sostenible para la deuda, aunque las acaloradas negociaciones políticas hasta que se alcance el acuerdo añadirán más incertidumbre en los mercados, especialmente teniendo en cuenta que la discusión sobre el techo de deuda aporta oportunidades para endurecer las negociaciones.

Las economías emergentes continúan mostrando riesgos de recalentamiento, aunque con una marcada heterogeneidad. Algunos países están comenzando a afrontar estos riesgos mediante una política monetaria más restrictiva y, en algunos casos, también con endurecimiento fiscal, por ejemplo, en los importantes casos de China y Brasil. Creemos que los riesgos de recalentamiento son manejables, pero, en el futuro, pasarán a ser más pronunciados en Sudamérica, en la medida que un aumento en el precio de las materias primas representa un impulso adicional para Sudamérica pero induciría cierta ralentización en Asia emergente. Además, la posibilidad de que el efecto del terremoto en Japón sobre la actividad en ese país sea mayor a la esperada abre un escenario en el que se podría ralentizar más la actividad económica en la mayor parte de Asia, dados los amplios vínculos comerciales y las cadenas de producción integradas internacionalmente. Además, los superávit por cuenta corriente en gran parte de Asia son una protección mucho mayor para los países en la región, en comparación con Sudamérica.

2. El resistente crecimiento asiático

Incluso comparándolas con el rápido crecimiento de los países emergentes de otras regiones del mundo, las economías asiáticas han continuado su impresionante ritmo de crecimiento. Tras registrar un fuerte repunte en 2010 (China: 10,3%; Asia, excluyendo China: 6,5%), el sólido impulso de crecimiento ha continuado en 2011, impulsado por la sólida demanda interna y externa. Aunque cada vez son más evidentes los indicios de una moderación de la tendencia, las perspectivas de crecimiento sostenido durante el resto del año son buenas, y tanto más considerando las claras muestras de recuperación de las economías avanzadas.

Dicho esto, existen dos motivos de preocupación. En primer lugar, el crecimiento se ve obstaculizado por el incremento de los precios internacionales del petróleo y, más recientemente, por las repercusiones económicas de los trágicos terremoto y tsunami de Japón. En segundo lugar, se han intensificado las presiones inflacionistas como consecuencia de la combinación de los altos precios de los alimentos y de las materias primas y, más recientemente, de las presiones de la demanda.

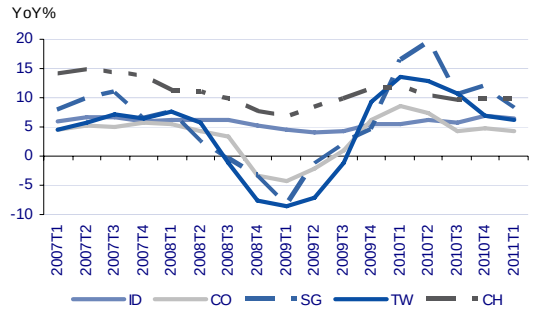
Con respecto a las dificultades, no creemos que vaya a producirse un deterioro significativo del crecimiento en lo que resta del año considerando la reciente solidez del impulso de crecimiento, las previsiones de una moderación de los precios de las materias primas según nuestro escenario de referencia y la naturaleza temporal de los trastornos de la oferta en Japón. Con todo, es probable una tendencia a la moderación. Como decíamos en la edición anterior de *Situación Asia*, esta desaceleración sería bienvenida para evitar nuevos aumentos de la inflación y riesgos de recalentamiento. Entretanto, para abordar las presiones inflacionistas los políticos han mantenido —y, en algunos casos, acentuado— medidas de ajuste monetario, en especial en las economías en las que las presiones de la demanda son muy evidentes, como en India. También se ha permitido la continuidad de la apreciación de las monedas como medida para ayudar a mitigar la inflación.

A pesar de las dificultades, el crecimiento se mantiene fuerte

Los indicadores de actividad continúan reflejando un fuerte impulso del crecimiento; los resultados del PIB del 1T han cumplido las previsiones, incluso con creces (Gráfico 3). En particular, la evolución del PIB del 1T de China, Taiwán y Singapur sorprendió favorablemente por márgenes considerables, en tanto que en Corea e Indonesia se ajustó más o menos a las previsiones, acelerándose el crecimiento secuencial en comparación con el trimestre precedente.

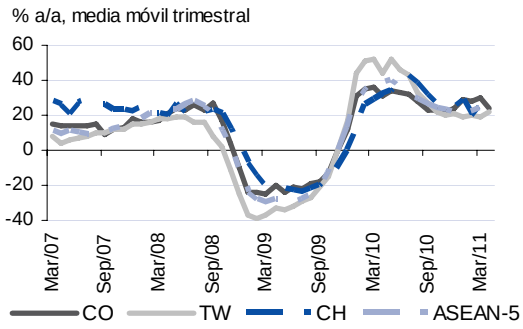
La base del fuerte crecimiento resultó ser una evolución de las exportaciones sorprendentemente sólida (Gráfico 4), que refleja el sostenido comercio interregional generado por la demanda de China e India, así como el aumento de las exportaciones a las economías avanzadas en demanda de bienes de capital. Entretanto, a medida que se retiran los estímulos fiscales, la demanda interna privada se sostiene (Gráfico 5), sostenida por el rápido crecimiento del crédito (Gráfico 6) y las elevadas rentas consecuencia del bajo nivel de paro y del aumento de los salarios (Gráficos 7 y 8). El crecimiento del crédito ha sido especialmente rápido en Hong Kong —un motivo de creciente preocupación por la calidad de los futuros activos para las autoridades supervisoras— debido a la fuerte demanda de hipotecas en el contexto de un eufórico mercado inmobiliario, así como los préstamos a empresas de China continental tras implementarse allí una serie de medidas para restringir el crecimiento del crédito en el país.

Gráfico 3
El impulso del crecimiento ha sido sostenido en el primer trimestre de 2011



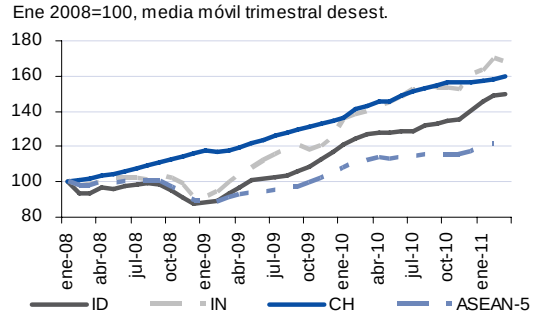
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 4
Las exportaciones han resistido



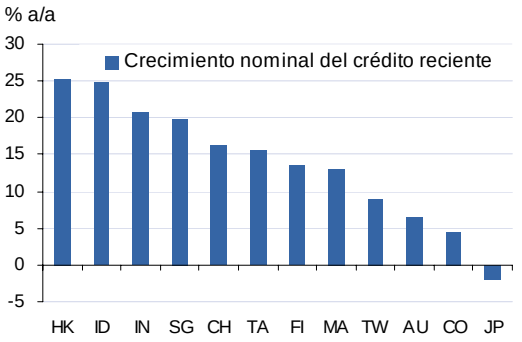
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 5
Las ventas minoristas han sido buenas, pero se moderan, a medida que la inflación empieza a pesar en el poder adquisitivo



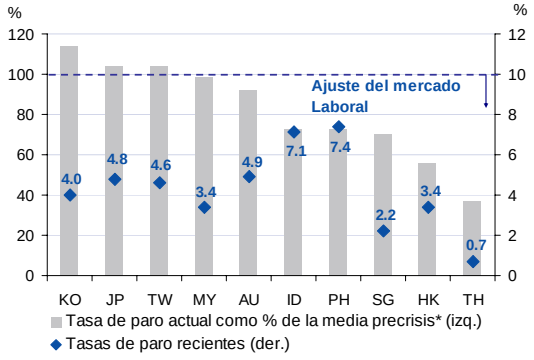
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6
El rápido crecimiento del crédito apoya la demanda interna



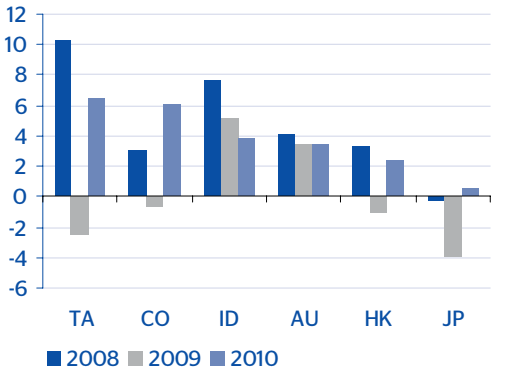
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 7
El paro se encuentra por debajo de las medias precrisis en la mayoría de las economías asiáticas



* Tasa media de desempleo en 2002-07
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
Los salarios nominales crecen



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Aunque hay algunos indicios de moderación

A pesar de los favorables indicadores, ya se observan algunos indicios de una incipiente moderación. Por ejemplo, los valores de los índices PMI y las cifras de producción industrial de abril en Australia, China y Corea han retrocedido. En India, donde la inflación se mantiene pertinazmente alta y los tipos de interés suben a un ritmo más acelerado, la producción de bienes de capital y el gasto en inversión se está moderando. Por su parte, en Japón se ha producido un desplome en los indicadores de actividad tras el terremoto, observándose una fuerte caída de las ventas minoristas y de la producción industrial, así como de los indicadores de confianza de particulares y empresas (véase el Recuadro de la página 13).

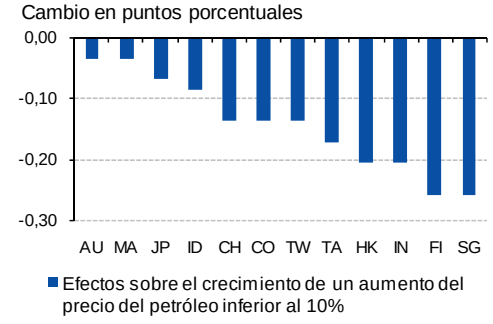
Contra los obstáculos del crecimiento

Como importadoras de materias primas, la mayoría de las economías asiáticas son vulnerables a los aumentos de precios del petróleo y otros insumos (Gráficos 9 y 10). Indonesia, Malasia y Australia son los mayores productores de materias primas de la región, pero incluso ellos son vulnerables, en diversos grados, a través de las consecuencias para la fabricación interna y de la debilidad de la demanda externa, así como a los efectos de la desconfianza de los inversores por los elevados subsidios a los combustibles (en especial en Indonesia). Dicho esto, hasta el momento el impacto ha sido mínimo. Además del fuerte impulso del crecimiento, las medidas fiscales para limitar el traspaso de los altos precios internacionales a los mercados internos han ayudado a aislar a las economías (Tabla 1). Por otra parte, a pesar de la estructura de producción asiática, que se caracteriza por una alta intensidad energética (sobre todo Corea, Taiwán y Tailandia), el petróleo es solamente una parte del consumo de energía, dado que el consumo de gas natural y de carbón son significativos. Es de destacar que los precios del carbón no han subido a la par que los del petróleo (Gráficos 11 y 12).

Otro importante obstáculo son los trastornos provocados por el terremoto y el tsunami de Japón tanto en las cadenas de suministro como en la demanda y el crecimiento de Japón (véase el Recuadro de la página 13). Tailandia (automoción) y Taiwán (semiconductores y electrónica) son especialmente vulnerables a los trastornos de la cadena de suministro, considerando el alto volumen de componentes importados desde Japón. Aunque se esperan repercusiones a corto plazo en el 2T, hasta la fecha los trastornos han sido manejables, quizá debido a las existencias y a la capacidad de los productores de encontrar proveedores alternativos. A nivel más general, se prevé que las repercusiones sobre el crecimiento en toda la región serán limitadas dada la pequeña cuota de las importaciones japonesas en el comercio total. Dicho esto, considerando la incertidumbre sobre las perspectivas de Japón, especialmente como consecuencia de los riesgos nucleares, las repercusiones generales y los efectos sobre el turismo y los flujos de inversión habrán de vigilarse atentamente.

Gráfico 9

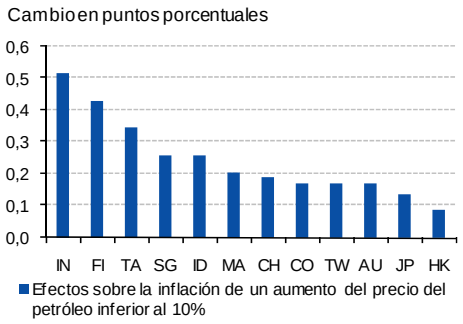
La sensibilidad del crecimiento del PIB a un hipotético aumento del 10% en los precios del petróleo (incluyendo la reacción política prevista)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 10

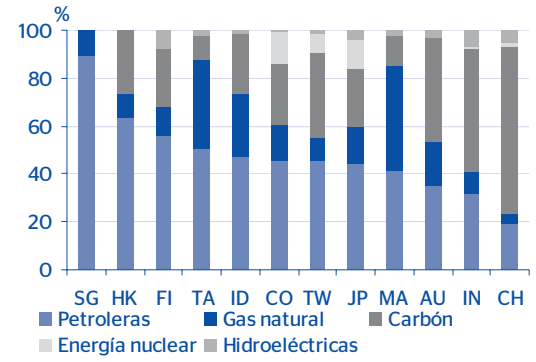
La sensibilidad de la inflación a un hipotético aumento del 10% en los precios del petróleo (incluyendo la reacción política prevista)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 11

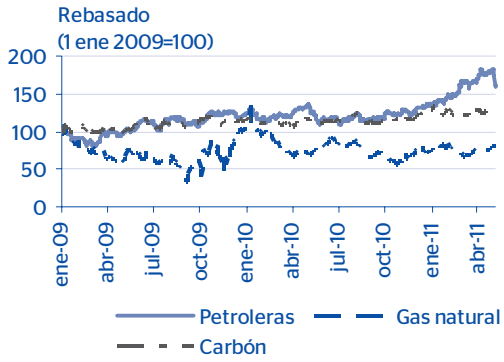
Repercusiones dispares sobre las economías asiáticas considerando los diferentes patrones de consumo de energía



Fuente: Agencia Internacional de la Energía y BBVA Research

Gráfico 12

El aumento del precio del petróleo ha sido mayor que el de otras fuentes de energía alternativas



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Tabla 1
Medidas en Asia par mitigar las repercusiones del aumento del precio del petróleo

	Medidas recientes	Medidas anteriores
China	Fijación del límite máximo del petróleo local en 130 USD el barril; subsidios implícitos	La Comisión Nacional de Desarrollo y Reformas (NDRC) tiene autoridad para fijar precios y puede modificar los precios internos cuando los precios internacionales del crudo fluctúan más de +/- 4%
Hong Kong	Subvenciones a la electricidad y el transporte	Subvenciones a la electricidad
India	Subvenciones a los combustibles; se prevé la implementación de subvenciones directas en metálico a familias de bajos ingresos para gas natural y queroseno hasta marzo de 2012; posible retraso de la desregulación del precio del gasóleo	El gobierno controla los productos petroleros y subvenciona a las petroleras a través de tres canales: (1) subsidios directos a las petroleras; (2) "bonos de petróleo"; (3) reducción de los impuestos a los combustibles
Indonesia	Se ha frenado un plan para reducir las subvenciones excluyendo a los vehículos privados del uso de combustibles subsidiados	En 2005 se implementó un programa de transferencia de fondos sin precedentes a 19 millones de familias pobres para mitigar el aumento del precio de los combustibles. Un programa similar acompañó el aumento del precio de los combustibles en 2008.
Corea	Se estudia bajar los aranceles a las importaciones de crudo.	Transferencia de 10.200 millones de dólares a las familias de baja renta para compensar el brusco aumento de los precios del petróleo en 2008
Malasia	El gobierno prevé gastar 4.000 millones de RM adicionales en subvenciones a los combustibles, y no tiene planificado recortar el actual programa de racionalización de subsidios a pesar de los altos precios de los combustibles.	Las subvenciones al petróleo han sido un método habitual para 1) apoyar a pescadores y agricultores de bajas rentas; 2) mitigar los precios del gasóleo para los fabricantes y el sector de transportes
Filipinas	Hasta 500 millones de pesos (15 millones de dólares) para subvencionar el coste del combustible para los pequeños operadores de transporte	Subvención de 1 a 2 pesos por litro a los vehículos de servicios públicos aportada directamente por las petroleras
Taiwán	(1) El gobierno y el público se dividirán 1/3 de la carga cuando el precio internacional del crudo llegue a los 120 dólares el barril. (2) Subvenciones a agricultores y pescadores cuyos medios de vida dependen del uso de productos del petróleo. (3) Recorte a la mitad de los impuestos sobre materias primas; (4) Se están considerando subsidios al transporte	En 2007-2008, tras el aumento del precio de los combustibles, el gobierno aportó 12.500 millones de dólares taiwaneses en subvenciones a determinados sectores, como taxis y compañías de transporte público.
Tailandia	En diciembre de 2010, el gobierno tailandés anunció la reintroducción de las subvenciones al gasóleo para garantizar que el precio minorista del combustible quedase por debajo de los 30 baht (1 dólar) hasta abril de 2011 (con la reciente prórroga).	Entre marzo y julio de 2008 se estableció un precio máximo para el gasóleo, a efectos de mitigar las repercusiones de la subida del precio del petróleo sobre productores y consumidores.

Fuentes: BBVA Research, fuentes gubernamentales e informes periodísticos.

El recalentamiento y el aumento de la inflación siguen desafiando a los responsables políticos

Las presiones inflacionistas vienen acumulándose en Asia desde octubre pasado. La inflación ha superado los objetivos oficiales en varios países, en especial India, China y Vietnam (Gráfico 13). Inicialmente, las causas de la inflación se situaron del lado de la oferta, sobre todo el aumento de los precios de los alimentos y de la energía. Sin embargo, más recientemente las presiones inflacionistas han trascendido a los índices de la inflación subyacente, señalando hacia efectos secundarios a medida que las previsiones de inflación aumenta y los factores del lado de la demanda han pasado a ser importantes contribuyentes. Las presiones de los precios son visibles no solamente en los mercados de bienes, sino también de activos, sobre todo en los sectores inmobiliarios de China, Hong Kong, Singapur y Taiwán.

Los precios de los alimentos y de la energía han mostrado cierta moderación en las últimas semanas, pero siguen siendo contribuyentes importantes a las cifras de inflación interanuales de varias economías. Las repercusiones han variado en f unción de la magnitud del aumento de los precios y de la ponderación de los alimentos y de la inflación en los precios al consumo de cada país, siendo Vietnam, India, Indonesia y Corea los más gravemente afectados (Gráfico 14).

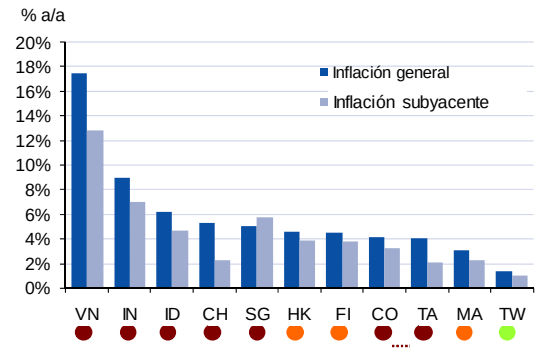
La inflación de Vietnam es especialmente alta: el IPC subió en abril hasta el 17,5% a/a, con las presiones procedentes de los altos precios internacionales de las materias primas exacerbadas

por el recalentamiento de la economía y por una serie de recientes devaluaciones de la moneda. También India lucha contra la alta inflación, que en marzo se situó en el 9,0% a/a (IPM), muy por encima de las proyecciones oficiales del 6,0%, dado que las presiones de la demanda han puesto en entredicho la capacidad de India de crecer por encima del 8% sin generar inflación, a la vista de las limitaciones de infraestructuras y de otros factores de la oferta.

En Indonesia y Corea, a pesar de que en abril las presiones se han mitigado en cierta medida, existen indicios de que las presiones inflacionistas han alcanzado el mercado interno. A nivel más general, las brechas de producción en Asia han ido cerrándose, como se aprecia en los altos índices de utilización de la capacidad (Gráfico 15) y en el ajuste de las condiciones del mercado de trabajo (Gráfico 7, arriba), con las tasas de desempleo de varios países situadas significativamente por debajo de sus niveles históricos. En consecuencia, los salarios nominales vuelven a subir tras el retroceso que se produjo durante la crisis global en 2009 (Gráfico 8, arriba). En Hong Kong, el 1 de mayo entró en vigor una nueva ley de salario mínimo, que posiblemente conlleve un modesto incremento de los salarios y de la inflación. Por otro lado, también los efectos de segunda ronda del aumento de los precios de los alimentos y del petróleo han disparado las previsiones de inflación. Además, en economías como las de Hong Kong y Singapur, el aumento de los alquileres de vivienda asociado con el dinamismo de los mercados inmobiliarios está llegando al IPC, como se esperaba, con los retrasos habituales. En consecuencia, observamos una tendencia al alza de la inflación subyacente en Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Tailandia y Vietnam (Gráfico 16).

Gráfico 13

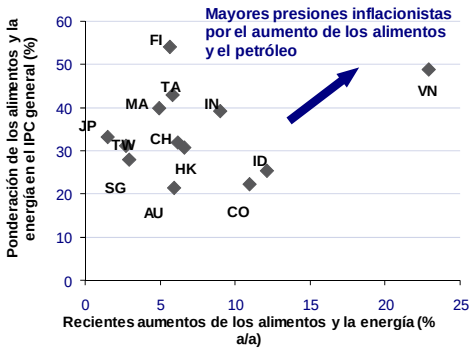
La inflación en muchas de las economías asiáticas ha superado los objetivos oficiales



Nota: los países cuya inflación supera los objetivos oficiales o los máximos históricos están marcados en rojo, y aquellos cuya inflación se sitúa en la mitad superior del intervalo del objetivo o por encima de niveles históricamente moderados, están marcados en amarillo.
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 14

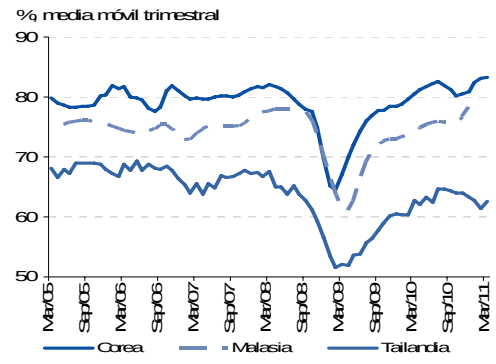
El aumento de los precios de los alimentos y del petróleo ha sido el principal motor de la inflación, con diversidad de repercusiones en cada país.



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 15

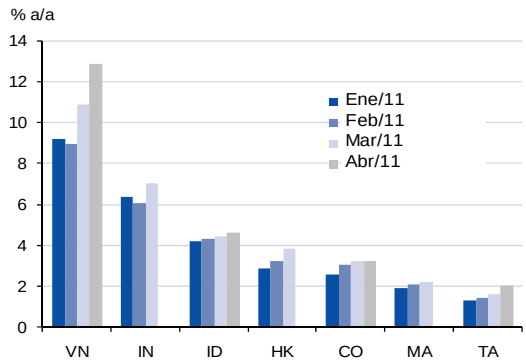
Las ratios de utilización de la capacidad vuelven a sus niveles históricos



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 16

Repunta la inflación subyacente

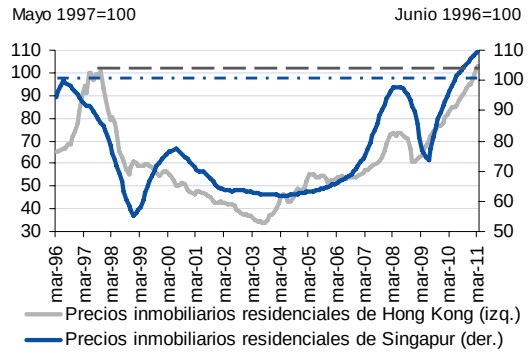


Fuentes: CEIC y BBVA Research

En el otro extremo del espectro, la inflación se mantiene bastante baja en Japón y Taiwán. En Japón, donde la deflación ha venido siendo un problema persistente, las presiones resultantes del terremoto reciente y los consiguientes trastornos de la oferta podían conllevar un aumento de los precios y un final adelantado de la deflación. Fuera de Japón, Taiwán sigue registrando la inflación más baja de la región (1,4% a/a en marzo), debido a la inflación relativamente baja de los alimentos (gracias a la abundante oferta interna) y a previsiones de inflación moderadas.

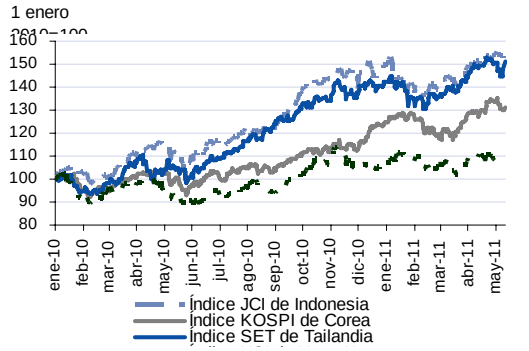
Los riesgos de las burbujas de precios de los activos siguen preocupando en el sector inmobiliario, sobre todo en China, Hong Kong, Singapur y Taiwán. Los precios inmobiliarios de Hong Kong y Singapur han alcanzado nuevos máximos históricos (Gráfico 17), consecuencia de los bajos tipos de interés y del rápido incremento de concesión de hipotecas. En los mercados bursátiles, recientemente las cotizaciones han retrocedido por temor a los ajustes monetarios y como consecuencia de la aversión generalizada a asumir riesgos (Gráfico 18), aunque mantienen tendencias alcistas, en especial debido a las probabilidades de nuevas entradas de capitales.

Gráfico 17
Los precios de la vivienda en Hong Kong y Singapur alcanzan nuevos máximos



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 18
Los mercados bursátiles asiáticos han avanzado gracias a las perspectivas de crecimiento y a las entradas de capitales



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Los bancos centrales intensifican sus iniciativas para contrarrestar la inflación

Como consecuencia del creciente riesgo de inflación y recalentamiento, los bancos centrales han reanudado, y en algunos casos intensificado, el ritmo de ajuste monetario (Gráfico 19). Dado que la inflación ha sorprendido al alza y que los mercados perciben que los bancos centrales se han situado detrás de la curva, los responsables de la política económica están adelantándose con sus aumentos de tipos de interés, a pesar de las previstas dificultades para el crecimiento durante el resto del año.

En este particular, la autoridad supervisora de India ha sido la más agresiva, ya que desde principios de año lleva acumulados aumentos de los tipos de interés del orden de los 100 pb. El más reciente, a principios de mayo, fue de 50 pb y supuso un cambio en la metodología previamente gradual del Banco de la Reserva de India. También el banco central chino ha sido agresivo, con aumentos de 50 pb en lo que va de 2011, acompañados por incrementos mensuales de las reservas obligatorias. Los bancos centrales de Corea, Filipinas y Tailandia ya han subido los tipos de interés en 50 pb desde principios de 2011, con incrementos de 25 pb en Indonesia y Malasia. En Singapur, donde el tipo de cambio se utiliza como instrumento monetario, en abril (como se esperaba) se anunció el reajuste (apreciación) de la banda cambiaria, siendo el tercero consecutivo desde abril de 2010. También se ha utilizado la apreciación de la moneda como herramienta para controlar la inflación, en especial en Indonesia y Corea.

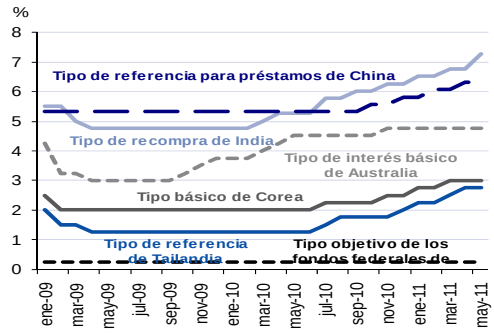
El único caso atípico en toda la región ha sido el banco central de Japón, y con razón, que ha mantenido una política monetaria muy flexible. Incluso antes del terremoto, su recuperación económica era frágil. En consecuencia, el Banco de Japón (BdJ) ha mantenido los tipos de interés en la banda de 0-0,1% y, desde el terremoto, ha inyectado liquidez en los mercados financieros internos, ampliado su programa de compra de activos e implementando una línea de crédito para que los bancos presten a empresas de la región afectada por el seísmo. Además, el BdJ ha indicado la posibilidad de volver a intervenir en el mercado cambiario —tras la acción concertada del G7 inmediatamente después del terremoto— como consecuencia de las presiones para la apreciación del yen.

Nuevas entradas de capitales y presiones para la apreciación de las divisas

La entrada de flujos de capitales se ha moderado en los últimos meses, paro se reanuda como consecuencia del incremento de los diferenciales de intereses y de las favorables perspectivas de crecimiento de la región (Gráfico 20). Estos flujos siguen suponiendo presiones alcistas sobre las divisas (Gráfico 21). Las autoridades monetarias continúan interviniendo, aunque el ritmo se ha moderado en comparación con el año pasado (Gráfico 22).

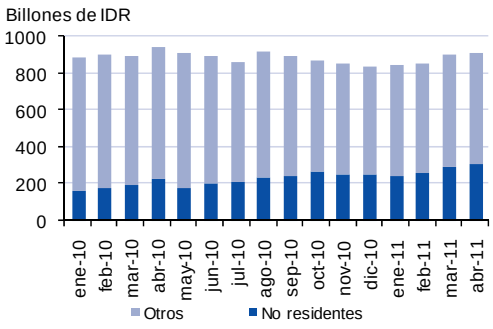
Por lo general, las autoridades nacionales se han abstenido de introducir nuevas medidas de prudencia macroeconómica, una herramienta que utilizaron eficazmente el año pasado para contrarrestar los flujos de capital. En nuestra opinión, esto refleja la reciente tendencia a la moderación de estos flujos —conjuntamente con los indicios de finalización de la QE2 de la Reserva Federal de EE.UU.— y la decisión de esperar a ver qué pasa para evaluar la repercusión de las medidas ya adoptadas. Como ya señalábamos en nuestro último *Situación Asia*, creemos que los responsables de las políticas económicas de la región se inclinan a mantener sus mercados integrados con los mercados de capitales mundiales, y no prevemos medidas drásticas para limitar estos flujos, aunque no descartamos que de tanto en tanto se intensifique la aplicación de las normas ya existentes.

Gráfico 19
Se esperan más aumentos de los tipos de interés para frenar las previsiones de inflación



Fuentes: CEIC y BBVA Research

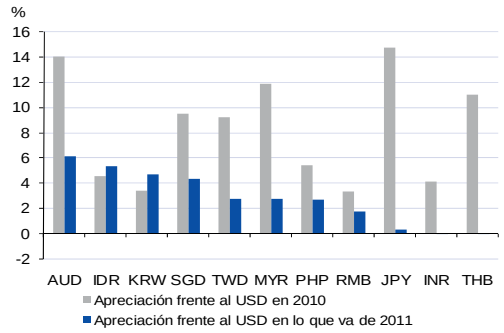
Gráfico 20
Los flujos de cartera se han reanudado tras una pausa, como puede apreciarse por las inversiones extranjeras en el mercado indonesio de renta fija



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

Gráfico 21

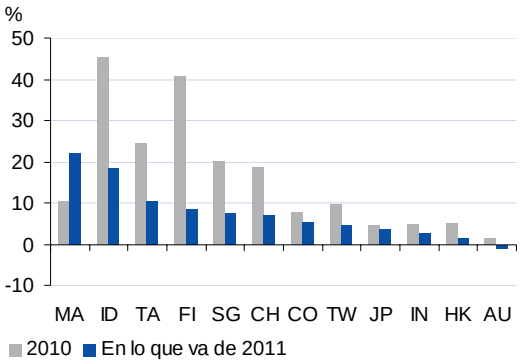
Se está permitiendo la apreciación de las monedas frente al dólar para contrarrestar la inflación...



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 22

... como lo indica una acumulación más lenta de reservas de divisas por la intervención en el mercado cambiario



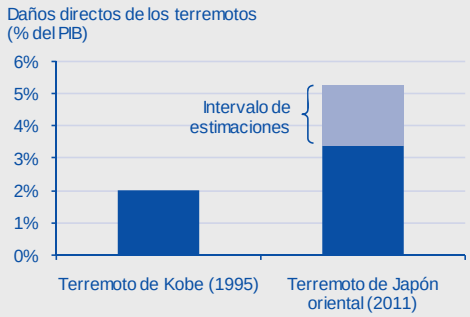
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Recuadro: El terremoto de Japón: profundo impacto a corto plazo; incertidumbre de cara al futuro

El 11 de marzo de 2011, un terremoto de magnitud 9 golpeó Japón, provocando un tremendo tsunami y una crisis nuclear. El seísmo devastó la región de Tohoku, en el noreste de Japón. Esos acontecimientos resultaron ser el peor desastre natural que ha sufrido Japón desde el terremoto de Kobe en 1995. Aunque las cifras son todavía provisionales, el gobierno japonés calcula que las pérdidas humanas (incluyendo fallecidos y desaparecidos) podrían superar las 25.000 personas. En el momento en que escribimos estas líneas, las autoridades japonesas siguen luchando para controlar la situación de la central nuclear de Fukushima; las consecuencias de una nueva contaminación radiactiva están lejos de ser plenamente conocidas.

Es posible analizar las consecuencias económicas de esta catástrofe desde diversas perspectivas. Lo más sencillo es calcular el impacto económico directo del terremoto (los daños físicos): La región afectada genera un porcentaje relativamente pequeño de la producción nacional, en torno al 7% del PIB de Japón. El área más gravemente afectada por el terremoto y el tsunami es, fundamentalmente, una región agrícola. También es un importante centro de producción de vehículos, con destacadas industrias de materias primas como petróleo, acero y pasta de papel, y sede de varias centrales nucleares. El terremoto ha dañado las infraestructuras locales y ha provocado muchos efectos en cadena en el resto del país. Además de las infraestructuras locales (puertos, aeropuertos, carreteras), el terremoto ha provocado daños en viviendas, fábricas y equipos. El gobierno japonés valora estas repercusiones directas entre 16 y 25 billones de yenes, o lo que es igual, entre el 3,3% y el 5,2% del PIB, muy por encima de las valoraciones del 2% del PIB asignadas al terremoto de Kobe (Gráfico 23).

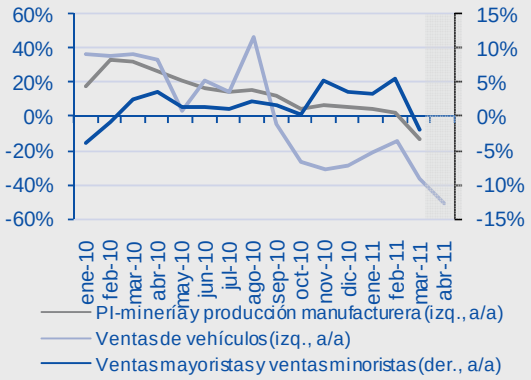
Gráfico 23
Estimación del impacto directo del terremoto de Japón



Fuente: BBVA Research, basándose en datos del gobierno japonés

Además del impacto económico directo, es importante calcular los efectos indirectos sobre la producción y el crecimiento. Desde el terremoto, la producción industrial ha caído abruptamente como consecuencia del cierre de empresas y comercios, los trastornos en las redes de transporte y suministro, y los problemas de servicios esenciales, como la electricidad y las comunicaciones (Gráfico 24). Durante las últimas semanas se han producido cierres de fábricas de sectores fundamentales, como los de automoción y electrónica, que representan un importante porcentaje de la producción manufacturera japonesa. Al mismo tiempo, se prevé que los apagones tendrán importantes consecuencias para una gran variedad de sectores. Por otra parte, los temores nucleares han perjudicado a las exportaciones y al turismo, así como a la confianza de las empresas. De hecho, desde que se produjo el terremoto, las estimaciones de sus repercusiones en las cadenas de suministro y en el crecimiento económico no han hecho más que aumentar.

Gráfico 24
Indicadores de actividad de Japón después del terremoto se han desplomado

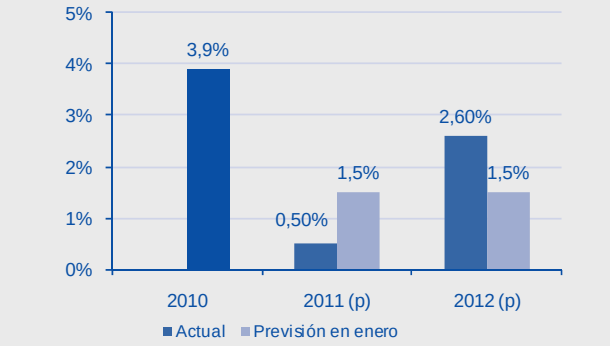


Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

Obviamente, la situación descrita tendrá consecuencias adversas para el crecimiento a corto plazo. En el momento en el que se produjo el terremoto, la recuperación de Japón estaba en marcha, aunque seguía siendo frágil. En 2010, el crecimiento del PIB se recuperó hasta situarse en el 3,9%, frente al retroceso de -6,3% en 2009. Los últimos indicadores antes del terremoto apuntaban a que Japón regresaría a su crecimiento potencial en torno al 1,5%, que no era excepcional debido a la debilidad de la demanda interna, al envejecimiento de la población y a otros problemas estructurales. Lamentablemente, el seísmo interrumpió la recuperación. Las estimaciones de las repercusiones económicas de los desastres naturales en términos de crecimiento económico son siempre imprecisas. Dicho esto, podemos esperar que el crecimiento de 2011 se vea significativamente lastrado. Por otra parte, las desaceleraciones que se producen después de este tipo de eventos son seguidas por fuertes repuntes como consecuencia de que el gasto de consumo (sobre todo para sustituir los bienes duraderos dañados) y la inversión pública en reconstrucción disparan la actividad económica. En el caso del terremoto de 2011, los efectos negativos sobre el crecimiento se concentrarán probablemente en el 1T y el 2T, pero también es probable que se produzca un fuerte repunte en los trimestres siguientes. En resumen, a corto plazo prevemos que el PIB de Japón crecerá un 1%

menos, pero el de 2012 será probablemente más alto que nuestra estimación previa (Gráfico 25).

Gráfico 25
Previsión de la evolución del PIB de Japón (%)



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

Se cree que el terremoto será el desastre natural más costoso de la historia de Japón, en parte debido a potenciales los efectos duraderos de la radiactividad de la central nuclear de Fukushima. De hecho, existe un alto grado de incertidumbre con respecto a estas cifras, y los riesgos se inclinan más hacia un empeoramiento de la situación. Entretanto, los apagones contribuyen a la incertidumbre acerca de los efectos sobre la actividad económica. Por consiguiente, el impacto final del terremoto podría ser mayor que las actuales estimaciones. No obstante, debe decirse que las consecuencias podrían estar solamente limitadas al corto plazo.

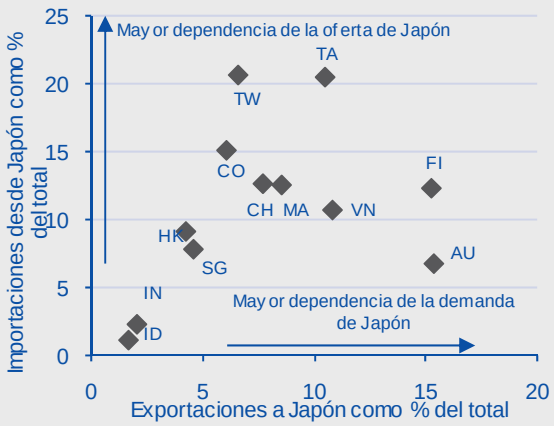
¿Provocará el desastre un final anticipado de la deflación?

Antes del terremoto, todo apuntaba a que la deflación duraría hasta mediados de 2012. La deflación japonesa es consecuencia de la anemia de la demanda interna de una parte, y de una abundante capacidad de producción de la otra. La consiguiente reducción de la oferta tras el terremoto tenderá a impulsar la inflación, sobre todo si tenemos en cuenta que la zona afectada es también una importante productora de alimentos. Sin embargo, posiblemente las repercusiones sobre la inflación sean limitadas, y queden contrarrestadas por presión bajista sobre los precios a resultas de la caída de la demanda por la debilidad de la confianza. Por consiguiente, prevemos que la deflación acabará hacia finales de 2011, adelantándose a lo proyectado antes del terremoto, mediados de 2012.

¿Se verá afectado el crecimiento económico global?

Japón es la tercera mayor economía del mundo. Sin embargo, es poco probable que un desplome de la demanda japonesa afecte seriamente al ritmo de LA recuperación global. De hecho, algunos países podrían ver un incremento en las exportaciones a Japón a medida que avance la reconstrucción. Sin embargo, también podrán observarse efectos adversos por los trastornos de las cadenas de suministro. De hecho, las interrupciones de las cadenas de suministro mundiales desde Japón, especialmente de piezas de automoción, ya han afectado a otras economías regionales de Asia y Europa. Como puede apreciarse en el Gráfico 26, varios países asiáticos están muy expuestos a los flujos comerciales con Japón, en particular Taiwán y Tailandia. Sin embargo, consideramos que estos trastornos serán temporales, ya que las fábricas recuperarán su producción en los próximos meses.

Gráfico 26
Comercio de los países asiáticos con Japón



Fuentes: CEIC y BBVA Research

¿Hay suficiente margen fiscal para apoyar la reconstrucción? ¿Cómo afectará al tipo de cambio y a los tipos de interés?

La débil posición fiscal de Japón es sin duda un riesgo bajista para la recuperación convencional en forma de V después de un desastre natural. El esfuerzo de la reconstrucción llega en un momento en que el margen fiscal está ya muy limitado por la deuda pública, que asciende aproximadamente a un 200% del PIB, lo cual ha provocado recientes degradaciones del crédito soberano por parte de las agencias de calificación.

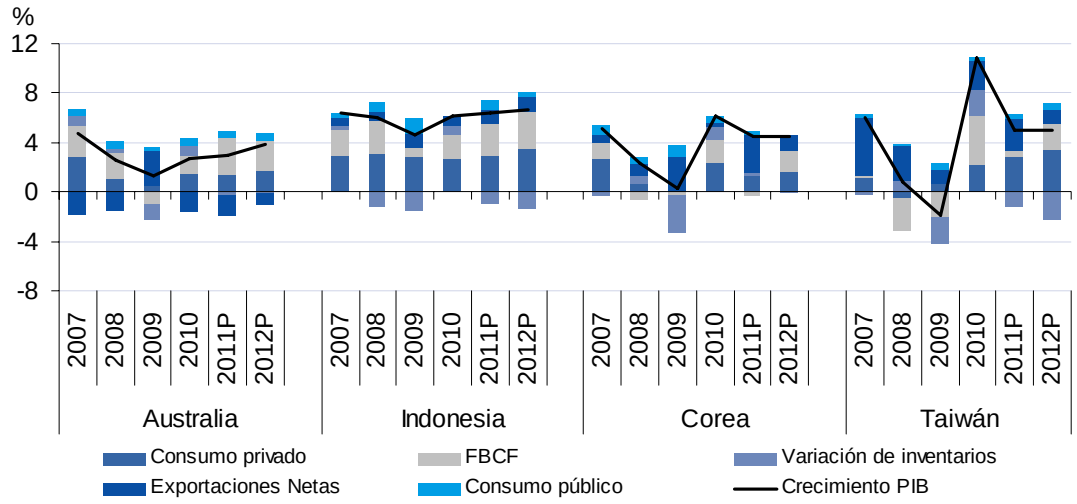
Es obvio que el gasto extrapresupuestario que supondrán los trabajos de rescate y la reconstrucción podría frustrar los esfuerzos del gobierno por abordar el déficit. Japón ha aprobado un primer presupuesto complementario de 4 billones de yenes (0,5% del PIB). Este presupuesto se basa en una reasignación del gasto que estaba destinado a otros usos, y no incrementará ni el déficit ni la emisión de bonos. Sin embargo, este gasto extrapresupuestario sin duda conllevará la emisión de nueva deuda. Es posible que las inversiones en reconstrucción se financien parcialmente con el aumento de los impuestos sobre las ventas, lo cual podría socavar la solidez de la recuperación. En el momento de escribir estar líneas no se habían aprobado medidas tributarias, pero el gobierno ya ha reconocido que, incluso antes del terremoto, se estaba considerando un aumento del 3% de los impuestos sobre el consumo. En lo que respecta a los tipos de interés, el probable empeoramiento de la posición fiscal posiblemente ejerza cierta presión alcista sobre los tipos a largo plazo. Sin embargo, dado que la mayor parte de la deuda pública está en manos de instituciones nacionales, este efecto debería ser mínimo y

manejable. A corto plazo, se espera que el Banco de Japón mantenga los tipos de interés en su nivel actual del 0 al 0,1%. Por lo que respecta a los tipos de cambio, el BdJ, conjuntamente con el G7, han intervenido en los mercados cambiarios desde que empezó la crisis, resistiendo las presiones de apreciación debido a la repatriación de capitales tras el seísmo.

3. Sólidas perspectivas, a pesar de los obstáculos

Como ya hemos destacado, en los próximos tiempos las economías asiáticas deberán enfrentarse a dos retos. Uno es sostener el crecimiento de cara a las previstas dificultades provocadas por el aumento de los precios del petróleo y las materias primas, así como por las consecuencias del terremoto de Japón; el otro consiste en frenar la inflación al alza. En cierta medida, estos retos se contrarrestan, ya que las dificultades para el crecimiento y la moderación del ritmo de actividad deberían contribuir a evitar los riesgos del recalentamiento. Creemos que son buenas las perspectivas de un crecimiento sostenido en lo que queda del año (Gráfico 27), aunque esperamos una moderación de los indicadores de actividad en los próximos meses.

Gráfico 27
Se prevé que la demanda interna empujará las economías regionales en 2011-12



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Nuestro escenario de referencia prevé una moderación del crecimiento, con mayor inflación

De cara al futuro, creemos que las dificultades provocadas por los altos precios del petróleo y los trastornos del terremoto japonés comenzarán a reflejarse en los datos del 2T. Considerando que los datos del PIB del 1T han sido mejores de los esperados, así como las proyecciones de moderación de los precios de las materias primas en nuestro escenario de referencia, las previsiones de crecimiento anual son ligeramente inferiores a las que exponíamos en la anterior edición de *Situación Asia* , hace tres meses atrás. Por otra parte, como consecuencia de las recientes tendencias, hemos ajustado al alza nuestras previsiones regionales de inflación.

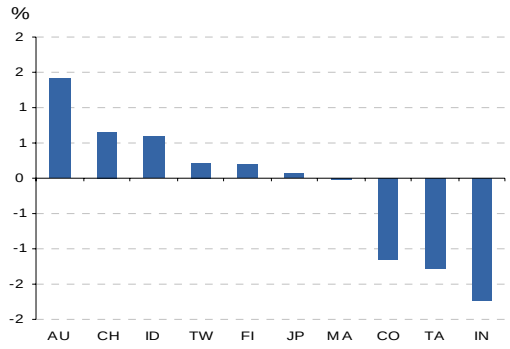
Anticipamos que en el próximo trimestre, o dos, se producirán nuevos ajustes (modestos) de las políticas monetarias. Nuestras previsiones de incrementos de los tipos de interés incluso serían mayores —los tipos de interés reales siguen siendo negativos en muchas economías asiáticas (Gráfico 28) — si no fuera por los problemas que tendrá el crecimiento, de los cuales sin duda los responsables de adoptar las políticas económicas son conscientes. En materia fiscal, nuestras proyecciones siguen apuntando a déficits más pequeños en 2011 (Gráfico 29).

Hemos ajustado a la baja nuestras previsiones del PIB de 2011 de Asia, excepto China, hasta situarlas en un 4,3% (desde el 4,8% original), y al alza las proyecciones para China, desde el 9,2% al 9,4% (Tabla 2). Estas revisiones toman en cuenta los resultados del 1T, mejores que los previstos, y las consecuencias del alto precio del petróleo (que se ajustan a las proyecciones de la evolución de las materias primas de nuestro escenario de referencia), así como el terremoto de Japón. La mayoría de nuestras revisiones a la baja se derivan de la prevista desaceleración del 2T, tras lo cual se producirá un repunte como consecuencia de la moderación de los precios de las materias primas y las inversiones en la reconstrucción de Japón. De hecho, algunos

países posiblemente incrementen las exportaciones a Japón y/o ganen cuota de mercado, en especial en el caso de las empresas que compiten directamente en terceros mercados, como las coreanas.

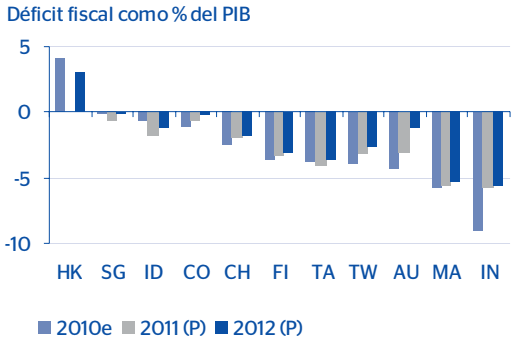
Las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento de 2011 más destacadas son las de Japón, Vietnam e India. Por lo que respecta a Japón, creemos que este año crecerá un 0,5%, un punto porcentual por debajo de nuestras proyecciones anteriores, como consecuencia del terremoto. Sin embargo, cabe esperar que las inversiones en la reconstrucción elevarán e el crecimiento del PIB en 2012 hasta 1,1 pp., situándolo en el 2,6% en lugar del 1,5% de nuestras proyecciones anteriores. Nuestra revisión a la baja del crecimiento de India en 2011 (antes 8,5%, ahora el 8,1%) se debe a las consecuencias del aumento del precio del petróleo y a un ajuste monetario más agresivo, que parece estar repercutiendo en las inversiones. En Vietnam hemos ajustado el crecimiento a la baja desde el 6,9% al 6,2% porque el crecimiento del PIB del 1T fue menor que el previsto, y debido a las consecuencias de nuevas medidas de ajuste monetario de sus autoridades, que luchan por mantener la estabilidad macroeconómica. Por otra parte, para Australia mantenemos nuestra proyección de crecimiento del 3,0%. Aunque las consecuencias económicas de las inundaciones de enero pasado en Queensland seguirán ejerciendo una presión bajista sobre el crecimiento del PIB durante el primer semestre, serán contrarrestadas por las inversiones en reconstrucción y los términos de intercambio favorables por los altos precios de las materias primas.

Gráfico 28
Los tipos de interés reales siguen siendo negativos en algunos países



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

Gráfico 29
La mayoría de los países pretende reducir sus déficits fiscales



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Elevamos nuestras proyecciones de inflación, aunque creemos que las presiones se mantendrán controladas

Considerando las recientes tendencias, hemos ajustado al alza nuestras previsiones de media de inflación de 2011 de Asia, excepto China, desde el 3,3% al 4,1%. Las revisiones al alza más significativas son las de Vietnam (hasta el 12,5%), India (8,0%), Filipinas (4,9%) y Singapur (4,1%); en cuanto a China, las hemos elevado hasta el 4,9%. Para Japón pronosticamos una salida anticipada de la deflación y hemos elevado nuestras proyecciones desde el -0,2% al 0,3% (Tabla 3). Sin embargo, en Australia mantenemos nuestras proyecciones anteriores (3,0% este año), dado que las consecuencias de las inundaciones de enero irán disminuyendo durante el año, y considerando también el efecto amortiguador de la reciente apreciación del dólar australiano. Creemos que la inflación podrá controlarse cuando los precios de las materias primas se moderen el segundo semestre del año, según nuestro marco de referencia, dado que los trastornos de la oferta que provocaron el aumento de los alimentos han disminuido y porque los ajustes monetarios contribuirán a que la inflación se sitúe dentro de las previsiones.

Se prevé la persistencia de las presiones de apreciación monetaria

Esperamos nuevas apreciaciones de monedas como consecuencia de las previsiones de flujos de capital y de la voluntad de las autoridades monetarias de permitir un fortalecimiento de sus divisas para ayudarlas a frenar las presiones inflacionistas (Tabla 4). Sin embargo, en algunos casos el aumento de los precios de las materias primas empeorará la balanza por cuenta corriente y limitará las presiones de apreciación (en particular en Corea, Tailandia, Taiwán e India), y tendrán el efecto contrario en los productores de materias primas como Australia, Malasia e Indonesia. En cuanto a la política monetaria, esperamos nuevos aumentos preventivos de los tipos de interés para frenar la inflación (Tabla 5).

4. Los riesgos de recalentamiento se enfrían por los obstáculos al crecimiento

Con la recuperación económica bien consolidada y la inflación en aumento, creemos que el recalentamiento sigue siendo el principal riesgo para Asia. Los obstáculos para el crecimiento (precios de las materias primas y consecuencias del terremoto japonés) son riesgos bajistas. De hecho, prevemos que los indicadores de actividad comenzarán a moderarse a corto plazo, como ya hemos visto en algunos casos (índices PMI de China y Corea, entre otros) y la ralentización de las inversiones en India. No obstante, lo más probable es que estos problemas sean temporales porque esperamos que en el segundo semestre empiece la recuperación de Japón y se moderen los precios de las materias primas.

Los riesgos de inflación están claramente inclinados al alza. Si los precios de las materias primas no se moderan, tal y como prevemos, o si las autoridades monetarias se muestran reacias a subir los tipos de interés (debido a las perspectivas de crecimiento o para no alentar la entrada de capitales), la inflación podría ser superior a nuestras proyecciones.

Gracias a sus sólidos fundamentos económicos, Asia sigue siendo una región bien preparada para capear los riesgos bajistas. En particular, si los precios del petróleo y de las materias primas no retroceden como se espera, la mayoría de los países tienen amplio margen para mitigar las consecuencias mediante medidas y/o estímulos fiscales. Por este motivo, creemos que las repercusiones sobre el crecimiento de un nuevo aumento del precio del petróleo serán relativamente pequeñas. Además, los superávits por cuenta corriente y los altos niveles de intercambio de la región protegerán a sus economías contra las consecuencias de una nueva subida de las materias primas. Sin embargo, existen excepciones. India, por ejemplo, sería más vulnerable debido a su sustancial déficit fiscal y a su no tan alto déficit por cuenta corriente.

Los riesgos específicos de los distintos países también deben seguirse de cerca. Japón seguirá haciendo frente a la incertidumbre provocada por su crisis nuclear y por los retos fiscales que supondrá financiar el esfuerzo de reconstrucción. Esta incertidumbre supone riesgos para el resto de la región, considerando los importantes flujos de comercio e inversiones, aunque como ya hemos expuesto creemos que las repercusiones generales serán mínimas. Tailandia continuará haciendo frente a tensiones políticas tras las elecciones generales ahora previstas para julio. Por último, el riesgo de recalentamiento en Vietnam es acuciante, con una inflación en incremento y unas reservas de divisas en niveles bastante bajos.

5. Tablas

Tabla 2
Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

Tasa de crecimiento, % a/a	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	0,4	-2,6	2,9	3,0	2,7
UEM	0,3	-4,1	1,7	1,7	1,5
Pacífico asiático	5,6	3,8	8,0	6,4	6,7
Australia	2,4	1,4	2,6	3,0	3,8
Japón	-1,2	-6,3	3,9	0,5	2,6
China	9,6	9,2	10,3	9,4	9,1
Hong Kong	2,3	-2,7	6,8	4,8	4,5
India	7,5	7,0	8,8	8,1	8,0
Indonesia	6,0	4,6	6,1	6,4	6,7
Corea	2,3	0,3	6,2	4,5	4,5
Malasia	4,7	-1,7	7,2	5,1	5,4
Filipinas	3,7	1,1	7,3	4,5	5,2
Singapur	1,5	-0,8	14,5	5,0	4,8
Taiwán	0,7	-1,9	10,8	5,0	4,9
Tailandia	2,5	-2,3	7,8	3,8	4,8
Vietnam	6,3	5,3	6,8	6,2	6,8
Asia (excl., China)	3,0	0,2	6,5	4,3	5,1
Mundo	3,0	-0,6	4,9	4,4	4,4

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 3
Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

Tasa de crecimiento, % a/a	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	3,8	-0,3	1,6	2,8	2,2
UEM	3,3	0,3	1,6	2,4	1,6
Pacífico asiático	5,7	0,3	3,6	4,4	3,7
Australia	4,4	1,8	2,9	3,0	2,9
Japón	1,4	-1,4	-0,7	0,3	0,5
China	6,0	-0,7	3,3	4,9	4,2
Hong Kong	4,3	0,5	2,4	5,2	3,7
India	8,7	2,1	9,5	8,0	6,5
Indonesia	9,8	4,8	5,1	6,6	5,9
Corea	4,7	2,8	3,0	3,8	3,1
Malasia	5,4	0,6	1,7	3,0	2,7
Filipinas	9,3	3,2	3,8	4,9	4,0
Singapur	6,6	0,6	2,8	4,1	2,8
Taiwán	3,5	-0,9	1,0	1,9	1,5
Tailandia	5,5	-0,8	3,3	3,6	3,0
Vietnam	23,2	6,9	10,0	12,5	9,7
Asia (excl. China)	5,5	1,0	3,7	4,1	3,4
Mundo	6,1	2,2	3,7	4,7	4,0

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 4
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	0,78	0,77
UEM	USD/EUR	1,50	1,40	1,34	1,29	1,30
Australia	USD/AUD	0,67	0,90	1,02	1,04	0,95
Japón	JPY/USD	96,1	92,1	81,1	88,0	87,0
China	CNY/USD	6,84	6,83	6,61	6,30	6,00
Hong Kong	HKD/USD	7,75	7,75	7,77	7,80	7,80
India	INR/USD	48,6	46,6	44,7	45,0	44,0
Indonesia	IDR/USD	10838	9395	8996	8600	8800
Corea	KRW/USD	1364	1166	1126	1020	988
Malasia	MYR/USD	3,56	3,52	3,06	2,88	2,83
Filipinas	PHP/USD	48,3	46,8	43,8	43,0	43,0
Singapur	SGD/USD	1,49	1,40	1,28	1,21	1,19
Taiwán	NTD/USD	33,0	32,3	29,3	28,2	27,8
Tailandia	THB/USD	34,8	33,3	30,1	31,0	31,0
Vietnam	VND/USD	17433	18479	19498	21500	21500

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 5
Previsiones macroeconómicas: tipos de referencia (fin de periodo)

(%)	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	0,61	0,25	0,25	0,25	1,25
UEM	2,73	1,00	1,00	1,50	2,00
Australia	4,25	3,75	4,75	5,25	5,75
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25
China	5,31	5,31	5,81	6,81	7,31
Hong Kong	0,50	0,50	0,50	0,50	1,50
India	6,50	4,75	6,25	7,75	7,50
Indonesia	9,25	6,50	6,50	7,25	6,50
Corea	3,00	2,00	2,50	4,00	4,50
Malasia	3,25	2,00	2,75	3,50	3,75
Filipinas	5,90	4,00	4,00	5,00	5,50
Singapur	1,00	0,69	0,48	0,45	1,45
Taiwán	2,00	1,25	1,63	2,13	2,63
Tailandia	2,75	1,25	2,00	3,25	3,50
Vietnam	8,50	8,00	9,00	11,00	9,00

Fuentes: CEIC y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. 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 sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: www.bbva.com / Corporate Governance".

BBVA es un banco sujeto a la supervisión del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y está inscrito en el Banco de España con el número 0182.

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

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

Jenny Zheng
jenny.zheng@bbva.com.hk

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk

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

Mario Nevares
mario.nevares@bbva.com.hk

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

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk

Le Xia
xia.le@bbva.com.hk

Serena Wang
serena.wang@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

Economistas Jefe y Directores de Estrategia:

Normativas y Escenarios Económicos y Financieros

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Normativas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

España y Europa:
Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

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

Análisis transversal de economías emergentes

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

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

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbva.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

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

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Estrategia de Clientes y Mercados:
Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Renta variable y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

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

Gestión de Activos
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

Estados Unidos y México

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

Análisis Macroeconómico de México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

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