

---

---

## VI. PERSPECTIVAS PARA 2013

---

---

### **Situación Asia, Primer trimestre de 2013 (BBVA Research)**

El 28 de febrero de 2013, la sección de Análisis Económico de *BBVA Research* dio a conocer el documento *Situación Asia, Primer trimestre de 2013* el cual se presenta a continuación.

- Las perspectivas económicas mundiales mejoran debido a la disminución de los riesgos de cola en Europa, al acuerdo alcanzado en Estados Unidos de Norteamérica para evitar el llamado “abismo fiscal” y a la solidez de las economías emergentes, en especial China. En opinión de BBVA Research, el crecimiento mundial avanzará desde el 3.2% en 2012 al 3.6% en 2013.
- Tras tocar fondo en el tercer trimestre de 2012, el impulso de crecimiento en Asia ha comenzado a repuntar. Este repunte se debe a diversos factores: políticas nacionales flexibles, fuerte demanda interna y repercusiones positivas por el crecimiento de China.
- De acuerdo con BBVA Research el repunte gradual continuará durante 2013, lo que coincide en líneas generales con sus previsiones anteriores. Todo apunta a que la inflación crecerá, aunque seguirá siendo manejable. Las entradas de capitales previstas, con sus consiguientes presiones para la apreciación de la moneda, supondrán retos para los responsables de la política económica.
- Los riesgos están más equilibrados. Aunque los riesgos a la baja siguen siendo considerables debido a la incertidumbre global, también son posibles sorpresas positivas debido a que el crecimiento se ha fortalecido en China. El

recalentamiento de algunas de las economías de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) podría suponer un riesgo más avanzado el año.

## Resumen

**El impulso de crecimiento asiático está repuntando, tal y como se esperaba, sustentado por políticas nacionales flexibles y por la recuperación de China.** Tras tocar fondo en el tercer trimestre, el crecimiento de la mayoría de las economías de la región repuntó en el cuarto trimestre, y los últimos indicadores de alta frecuencia apuntan a que el impulso continuará en 2013. Los mercados de trabajo siguen ajustados, y la demanda interna se ha mantenido sólida, en especial en los países de la ASEAN. Dicho esto, se trata de un repunte bastante modesto; quedan bolsas de fragilidad en toda la región, especialmente en algunas de las economías más abiertas, como Singapur, Corea y Australia.

**Las previsiones de BBVA Research de crecimiento siguen apostando por un repunte de la mayoría de las economías en 2013-2014, gracias a las continuas medidas políticas de apoyo y a una mejora del entorno mundial.** Su pronóstico apunta a que el Pacífico asiático crecerá un 5.6% en 2013 (desde el 5.2% de 2012), y que subirá hasta el 5.8% en 2014, sostenido por el sólido avance de China: un 8.0% en ambos años. Su principal revisión al alza corresponde a Japón en 2013 (1.7% desde el 1.2% anterior), como consecuencia de las medidas de estímulo del nuevo gobierno y del Banco de Japón. En cambio, se ha revisado a la baja su proyección para la India (6.5%, desde el 6.7% anterior) debido a la pérdida de impulso y a una política monetaria más estricta de lo esperado.

La inflación ha evolucionado como se había previsto, y las presiones de los precios se mantienen bajo control. Con el esperado repunte del crecimiento, la inflación debería crecer gradualmente en 2013, aunque debería seguir siendo manejable, lo que dará margen para que las políticas económicas se mantengan flexibles en la mayoría de los

casos. No obstante, las entradas de capitales que son posibles gracias a la fuerte liquidez mundial y las sólidas perspectivas de crecimiento de la región podrían ejercer presiones alcistas y generar burbujas de precios de activos en algunas economías.

**Con las presiones inflacionarias todavía controladas y el repunte del crecimiento todavía modesto, la política monetaria sigue manteniendo un sesgo flexible en la mayoría de los países.**

Varios bancos centrales han flexibilizado sus políticas en los últimos meses, entre ellos Australia, India, Corea, Tailandia y Japón (flexibilización cuantitativa). De cara al futuro, BBVA Research prevé una mayor flexibilización en la India, Corea y Japón (mediante la ampliación del programa de compras de activos), y no descarta otro recorte de tipos en Australia si la actividad no minera sigue estancada. En cuanto a un futuro mediano, es posible que algunos países de la ASEAN tengan previstos aumentos de tipos para hacer frente a un posible recalentamiento (sobre este particular, el incremento del déficit por cuenta corriente de Indonesia despierta preocupación).

**Con el aumento del impulso del crecimiento, lo más probable es que las políticas fiscales de la mayoría de las economías se apunten a recetas menos expansivas que en 2012.**

Entre las excepciones se incluye Corea, donde la nueva administración del presidente Guen-Hye Park ha adelantado el gasto de 2013 y ha dejado la puerta abierta a nuevos estímulos del gasto. También Japón es una excepción: el nuevo gobierno del primer ministro Shinzo Abe ha implementado un plan de estímulo fiscal a pesar de la preocupación de los mercados por el elevado nivel de la deuda pública. En otros países de la región, las políticas siguen orientadas hacia la consolidación fiscal, en especial en la India, cuyos responsables continúan haciendo frente al enorme déficit, y en Australia, cuyo gobierno pretende que el presupuesto vuelva al superávit.

## **Las entradas de capitales previstas, con las consiguientes tensiones sobre las monedas, supondrán importantes retos para la política macroeconómica en 2013.**

De acuerdo con BBVA Research, las entradas de capitales repuntarán gracias a la liquidez global, a la menor aversión al riesgo y a las sólidas perspectivas de crecimiento de la región. Esto podría suponer una presión alcista sobre la inflación y los precios de los activos, con la consiguiente problemática para la política monetaria. Además, la reciente depreciación del yen está generando tensiones entre los socios comerciales, sobre todo Corea, lo que podría ocasionar que las autoridades se resistan a las presiones de apreciación mediante intervenciones y herramientas de prudencia macroeconómica.

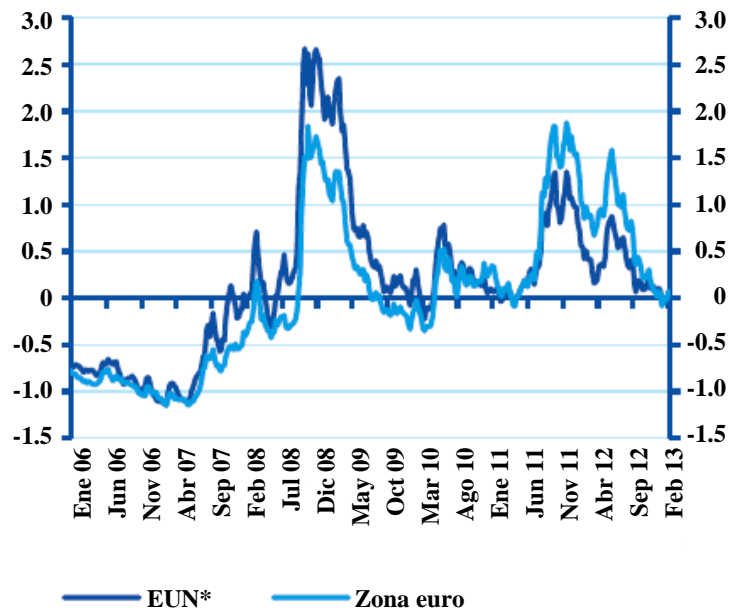
Aunque los riesgos a la baja siguen siendo considerables en vista de la incertidumbre global, ya son más equilibrados que en trimestres anteriores. Los riesgos de cola en Europa han disminuido tras la adopción de diversas medidas, pero las perspectivas de crecimiento no mejoran, y no puede darse por supuesto que las políticas podrán implementarse sin dificultades. En Estados Unidos de Norteamérica, los responsables políticos todavía tienen pendiente resolver los aspectos fundamentales de la estrategia fiscal. Dentro de la región, las tensiones geopolíticas siguen altas entre China y Japón. Además, la situación de Corea del Norte supone un riesgo permanente. Por otra parte, los resultados del crecimiento podrían superar las expectativas si la economía mundial repunta antes de lo esperado, y si la recuperación de China sorprende favorablemente. Los riesgos de recalentamiento posiblemente se observen en países como Indonesia y Filipinas antes de finales de 2013.

### **1. Mejora de la confianza y reducción de los riesgos de cola**

Antes de centrarnos en Asia, se examinará la *Situación Global*. Los lectores que deseen ir directamente a las secciones de Asia pueden hacerlo pasando a la página correspondiente.

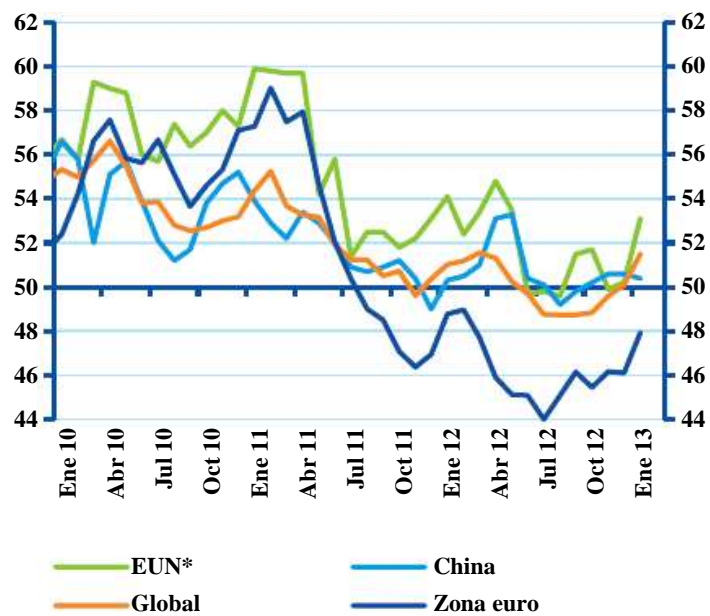
En los últimos tres meses se han reducido las amenazas para las perspectivas económicas mundiales, lo que ha provocado una corriente de renovado optimismo. Las tensiones financieras han disminuido hasta sus niveles más bajos en dos años (gráfica: *Índice de tensiones financieras del BBVA*), especialmente en Europa, y han salido beneficiadas casi todas las clases de activos. También se ha producido un incremento en la confianza de consumidores y empresas que se ha extendido por las distintas regiones (gráfica: *Indicador de confianza (índice de gerentes de compras)*). Sin embargo, todavía no ha habido ningún cambio significativo en la actividad económica. Según estimaciones de BBVA Research, el Producto Interno Bruto (PIB) mundial en 2012 creció un 3.2%, por debajo del 3.9% de 2011. Los datos más recientes indican que el PIB mundial podría estar acelerándose, aunque se parte de niveles bajos.

**ÍNDICE DE TENSIONES FINANCIERAS DE BBVA**



EUN\* = Estados Unidos de Norteamérica.  
 FUENTE: BBVA Research.

**INDICADOR DE CONFIANZA  
 -ÍNDICE DE GERENTES DE COMPRAS-**



EUN\* = Estados Unidos de Norteamérica.  
 FUENTE: CEIC y BBVA Research.

## **Los avances en la implementación de medidas políticas están detrás de la mejora de la confianza**

China ha evitado un aterrizaje brusco. Desde el tercer trimestre de 2012, el crecimiento del PIB se ha acelerado. La inversión, respaldada por las políticas de estímulo, es responsable en gran parte del repunte del PIB. Además, hay indicios de mejora en las exportaciones gracias a la demanda desde los países asiáticos y Estados Unidos de Norteamérica, aunque las exportaciones a Europa y Japón han seguido siendo un lastre. Asimismo, la transferencia del poder político se ha desarrollado sin contratiempos. No obstante, todavía hay cierta inquietud por la sostenibilidad del crecimiento de China. La deuda local y el ritmo de los préstamos de la banca en la sombra son probablemente las mayores amenazas financieras para el crecimiento. Incluso a corto plazo, esas amenazas podrían suponer limitaciones si fuera necesaria la implementación de nuevas medidas de estímulo.

El repunte de la economía china se ha elogiado como un elemento de la solidez de la economía mundial. De él se benefician otras economías orientadas a las exportaciones, incluidas las de América Latina a través de la mejora de los precios de las materias primas.

Estados Unidos de Norteamérica no se precipitó al abismo. A pesar de la caída del PIB en el cuarto trimestre de 2012 (-0.1% en términos anualizados), el panorama subyacente es más favorable. El crecimiento del consumo se ha mantenido bastante estable en los últimos trimestres, con un promedio solo ligeramente por debajo de los niveles de crecimiento anteriores a la crisis. Al mismo tiempo, el sector de la vivienda ha tomado impulso.

El acuerdo fiscal alcanzado al iniciarse el año fue bien recibido en los mercados. Con él se evita un mayor lastre sobre la economía y se contribuye a mejorar la sostenibilidad de la deuda pública de Estados Unidos de Norteamérica. No obstante,

el acuerdo no dio respuesta a dos posibles fuentes de incertidumbre. En primer lugar, el gran recorte del gasto sigue programado para hacerse efectivo a comienzos de marzo. Si se implementa, habrá un lastre adicional sobre la economía de aproximadamente un 0.8% del PIB. En segundo lugar, no se llegó a un acuerdo permanente sobre el techo de deuda, aunque posteriormente se suspendió el techo hasta mediados de mayo. Por consiguiente, en las próximas semanas habrá más negociaciones para evitar una brusca contracción de la economía en 2013 y, al mismo tiempo, contribuir a la sostenibilidad fiscal. Sin embargo, no es probable que se llegue a un gran acuerdo mientras los responsables políticos sigan dando largas y no lleguen a un compromiso bipartidista.

**Europa ha hecho lo que le correspondía.** El acuerdo sobre Grecia demuestra su compromiso para mantener los integrantes de la zona euro. Además, el proceso de unión bancaria ha avanzado desde la cumbre de la Unión Europea (UE) celebrada en diciembre. Este proceso parece crucial para romper el círculo vicioso entre el gobierno y las finanzas de los bancos, y también para contener la corriente de salida de capitales que acuciaba a algunos países de la periferia europea. Los acuerdos alcanzados en la cumbre de la UE de diciembre no fueron tan ambiciosos como se había insinuado al principio, pero son bastante positivos, pues incluyen un calendario claro para la implementación de un mecanismo de supervisión única y los pasos iniciales hacia un único mecanismo de resolución.

Por último, el programa de Transacciones Monetarias Directas (OMT por sus siglas en inglés) del Banco Central Europeo (BCE) parece estar teniendo efectos duraderos como respaldo real, evitando el aumento de las tensiones financieras, aunque ni España ni Italia (los candidatos más probables) hayan pedido aún su activación. Esa situación podría continuar, pues tanto los gobiernos de los países centrales como de los países periféricos carecen de incentivos para someterse a tal proceso. Con la rentabilidad de los bonos españoles entre el 5 y el 5.5% y el de los italianos entre el 4



y el 4.5%, es difícil pensar que la situación financiera de la deuda soberana es insostenible, en particular si tenemos en cuenta los costos políticos que tendría un rescate desde el punto de vista de los políticos que están al cargo.

### **El escenario central sigue siendo una recuperación suave**

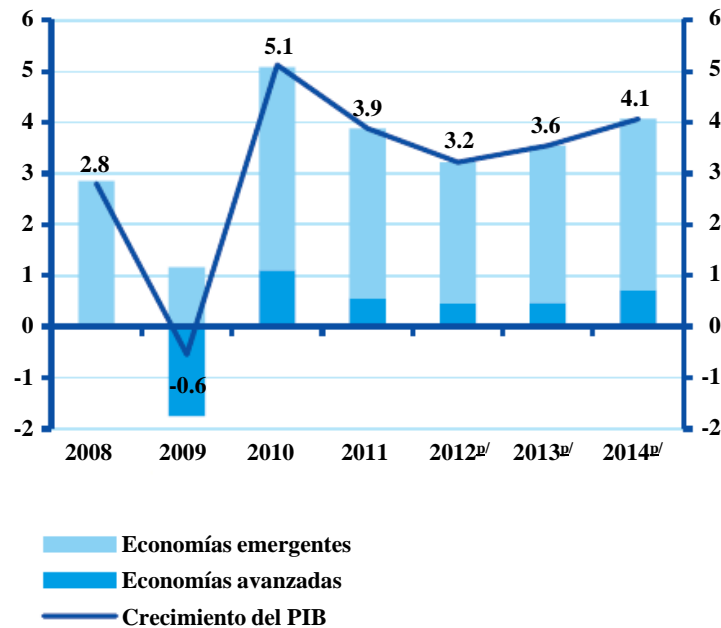
A pesar de que se han reducido los riesgos de cola, las mejoras de los fundamentos económicos han sido difíciles de alcanzar. Por consiguiente, el escenario más probable para la situación global sigue siendo una recuperación suave. Aunque Estados Unidos de Norteamérica ha evitado caer en el abismo fiscal, los políticos estadounidenses aún tienen que ponerse de acuerdo en asuntos clave, incluidos el gran recorte del gasto previsto y el techo de deuda, y la política fiscal de 2013 será más restrictiva y exprimirá la renta de las familias. Puede que el sector inmobiliario se esté recuperando, pero el proceso de desapalancamiento sigue en curso y el sector exterior está lejos de ser boyante. Por tanto, mantenemos nuestras perspectivas para la economía de Estados Unidos de Norteamérica, aunque hay potencial para sorpresas favorables. En 2013 se espera que la economía de Estados Unidos de Norteamérica crezca un 1.8% (por debajo del 2.2% de 2012) y un 2.3% en 2014.

En la zona euro, puede que los riesgos de cola hayan desaparecido, pero la periferia sigue sumida en la recesión, arrastrada por la consolidación fiscal y por las condiciones de financiamiento. Algunas economías todavía se enfrentan al desapalancamiento y a la austeridad fiscal. Sin embargo, los indicadores adelantados en Alemania y en otros países centrales apuntan a mejores perspectivas a comienzos de 2013. Por tanto, en líneas generales BBVA Research mantiene su previsión de que en la zona euro habrá un repunte de tan solo un 0.3% en 2013 (después de una contracción del 0.5% en 2012), y un incremento del 1.3% en 2014.

China es posiblemente la economía donde las perspectivas están más claras a corto plazo. BBVA Research ha revisado sus previsiones ligeramente al alza y considera

que es probable que China crezca un 8% en 2013 y 2014. La fortaleza de la economía china y la solidez de la economía estadounidense jugarán un papel importante para apoyar la demanda de la mayoría de los países emergentes. En el conjunto de América Latina, ha revisado sus previsiones ligeramente a la baja a causa de la mayor debilidad de las situaciones de Brasil y Argentina. En 2013, las economías de América Latina crecerán un 3.5%, mientras que en 2014 lo harán a una tasa del 3.7%, con lo cual se acercarán a su crecimiento potencial. Por su parte, Asia Emergente mostrará un crecimiento más robusto, y su ritmo se acelerará hasta el 6.6% en 2013, por encima del 6.1% de 2012.

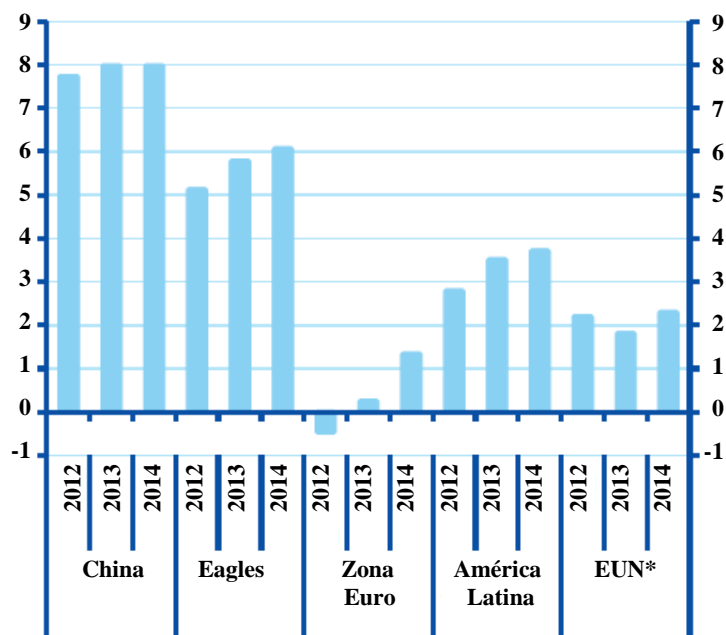
**TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL**



<sup>p/</sup> Previsión

FUENTE: CEIC y BBVA Research.

**TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB  
-Porcentaje-**



EUN\* = Estados Unidos de Norteamérica.  
FUENTE: CEIC y BBVA Research.

La incertidumbre que rodea las perspectivas mundiales sigue siendo elevada y se inclina a la baja; pero, por primera vez en tres años, también cabe la posibilidad de sorpresas al alza. La zona euro entraña el mayor riesgo, y las tensiones financieras podrían regresar por distintas razones. La periferia de Europa podría incumplir sus objetivos fiscales actuales. Si los gobiernos reaccionan con más austeridad, la contracción podría ser más intensa. Sin embargo, este riesgo es bajo, pues la Comisión Europea ha dejado claro que no se impondrán más ajustes sobre estos países si los objetivos no se cumplen debido a factores cíclicos. Al mismo tiempo, esa contingencia podría agitar los mercados y provocar peticiones de rescate. En este aspecto, aunque el BCE parece preparado para intervenir, cualquier posible discusión entre los países centrales y los periféricos sobre la condicionalidad sería una fuente potencial de inestabilidad. También hay otros factores que pueden jugar un papel importante, como los detalles del rescate bancario de Chipre, aún por fijarse, o acontecimientos políticos como las elecciones italianas. Si las tensiones financieras se

incrementaran como consecuencia de uno o de varios de estos activadores, la zona euro continuaría en recesión en 2013.

La otra fuente de riesgo importante proviene del desacuerdo político de Estados Unidos de Norteamérica sobre cómo hacer frente al déficit fiscal. Según estimaciones de BBVA Research, si ambos riesgos se materializaran, la economía mundial crecería cerca un punto porcentual menos que en el escenario central, muy por debajo de su promedio histórico. La adecuada implementación de los acuerdos de gobernanza de la zona euro y llegar a nuevos pactos sobre los asuntos fiscales en Estados Unidos de Norteamérica son condiciones necesarias para una recuperación mundial sostenida.

## **2. El crecimiento ha tocado fondo**

La esperada recuperación de las economías asiáticas parece, por fin, haberse materializado (gráfica: *El crecimiento del PIB asiático tocó fondo en el tercer trimestre de 2012*). Aunque la demanda externa de fuera de la región sigue alicaída (gráfica: *En general, durante 2012 las exportaciones asiáticas se mantuvieron deprimidas, sobre todo por la situación de Europa y de Estados Unidos de Norteamérica*), el comercio intrarregional y la demanda interna han mantenido su solidez, lo cual ha facilitado una modesta recuperación del impulso de crecimiento en el último trimestre de 2012. Además de la mejora de la confianza a nivel mundial (véase más arriba), las políticas de apoyo internas y la recuperación de China han sido esenciales para este repunte. Sin embargo, persisten bolsas de fragilidad, sobre todo en las economías más orientadas hacia las exportaciones, como se refleja en las cifras de crecimiento inferiores a las previstas en Japón, Corea y Australia.

Una de las novedades más destacables de la región durante el último trimestre ha sido el cambio de liderazgo en el gobierno japonés. Las elecciones de diciembre dieron la victoria al exprimer ministro Shinzo Abe. En una situación de desaceleración del crecimiento, el funcionario asumió el poder con promesas de revitalizar la economía y

acabar con la deflación. Sus decisiones han sido controvertidas —no solamente en su país, sino también a nivel internacional, en las reuniones del G7 y el G20 debido a las implicaciones que tienen para los tipos de cambio— e incluyen un plan de estímulo fiscal y presiones al Banco de Japón para que adopte una política de flexibilización más atrevida y se marque un objetivo de inflación más alto (del 1 al 2%). Como resultado, y a pesar de que el cuarto trimestre fue el tercer trimestre consecutivo de contracción económica, las bolsas han repuntado y el yen ha mantenido una tendencia continua hacia la devaluación. Esto último ha provocado inquietud entre los socios comerciales de Japón, y podría marcar el tono de debates contenciosos sobre divisas en los próximos meses (véase en el Recuadro siguiente información detallada acerca de la política económica japonesa), a pesar de los esfuerzos del G20 por evitar enfrentamientos.

Más allá de Japón, en la región desde hace tiempo se mantienen políticas fiscales y monetarias flexibles. Las recientes excepciones en materia monetaria son Australia —que recortó tipos en diciembre, acumulando un descenso de 175 puntos base (pb) desde noviembre de 2011— y la India, que los recortó en enero. En cuanto al aspecto fiscal, si exceptuamos a Japón y a Corea, la mayoría de los dirigentes regionales pretenden controlar los estímulos para mantener bajos los niveles de deuda y ahorrar para cuando lleguen las vacas flacas.

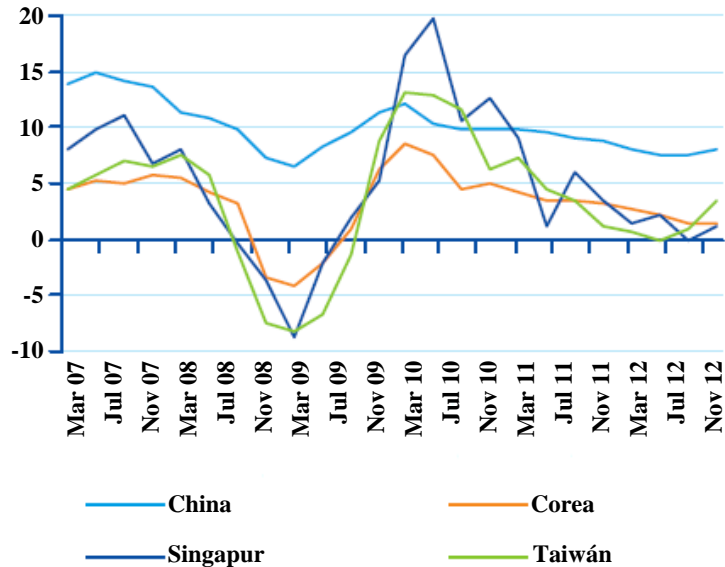
La región sigue siendo favorecida por los inversionistas globales por sus sólidos fundamentos, lo que abre las puertas a nuevas entradas de capitales en 2013. Las agencias de calificación han confirmado sus evaluaciones favorables: en noviembre, Fitch convalidó la calificación de grado de inversión (BBB-) de Indonesia; Moody's corroboró la perspectiva 'estable' de la calificación Baa3 de la India, en un momento en que crece la inquietud por la desaceleración del crecimiento y por los déficit "gemelos", fiscal y por cuenta corriente, fundamentando su decisión en los saneados índices de ahorro y de inversiones; S&P ratificó la perspectiva 'estable' de la AA- de

China; y Moody's elevó la calificación de Filipinas a Ba1, justificándolo por el sano crecimiento y por la mejora de los resultados fiscales del gobierno. Incluso en el caso de Japón, donde persiste la inquietud por el alto nivel de la deuda pública en un marco de nuevas medidas de estímulo fiscal, S&P ha ratificado la calificación AA-.

### **Los resultados del crecimiento del cuarto trimestre han superado las expectativas**

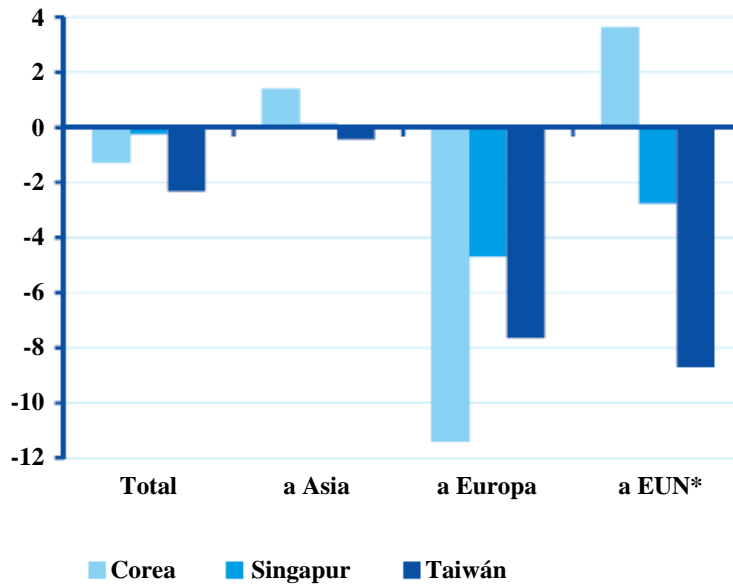
Las cifras del PIB del cuarto trimestre han confirmado que la desaceleración del crecimiento tocó fondo durante el tercer trimestre (gráfica: *El crecimiento del PIB asiático tocó fondo en el tercer trimestre de 2012*). Durante ese período, el PIB de China avanzó un 7.9% anual (mejor de lo previsto, y desde el 7.4% anual del tercer trimestre). En cuanto a Corea, a pesar de que su evolución interanual se mantuvo plana durante el cuarto trimestre (1.5% anual), su impulso de crecimiento secuencial se incrementó (hasta el 0.4% trimestral desde el 0.1% trimestral del trimestre precedente, en ambos casos desestacionalizado). En Taiwán, la evolución del cuarto trimestre sorprendió favorablemente: 3.4% anual frente al 1.0% anual en el tercer trimestre. Por otro lado, el crecimiento de los países del ASEAN sigue siendo notable, apoyado por la sólida demanda interna. Durante el cuarto trimestre, la economía filipina creció un 6.8% anual (7.1% anual en el tercer trimestre), Indonesia avanzó un 6.1% (6.2% en el tercer trimestre) y Tailandia registró una cifra mayor (18.9% anual, aunque debido a los efectos base derivados de los trastornos de las inundaciones del año pasado), por lo cual la cifra anual se quedó en el 6.4%. Incluso Singapur, cuyo crecimiento se había ralentizado notablemente debido a su gran dependencia de las exportaciones, creció en el cuarto trimestre (un 1.1% anual) tras experimentar una contracción en el tercer trimestre. De este modo, evitó una recesión técnica. El repunte del crecimiento está confirmado por los indicadores de alta frecuencia, incluidos los índices de gerentes de compras y las cifras de producción industrial (gráficas: *El avance de los índices PMI señala la mejora de las perspectivas de crecimiento* y *La evolución de la PI regional presenta una tendencia alcista*).

**EL CRECIMIENTO DEL PIB ASIÁTICO TOCÓ FONDO EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2012**  
-Porcentaje-



FUENTE: CEIC y BBVA Research.

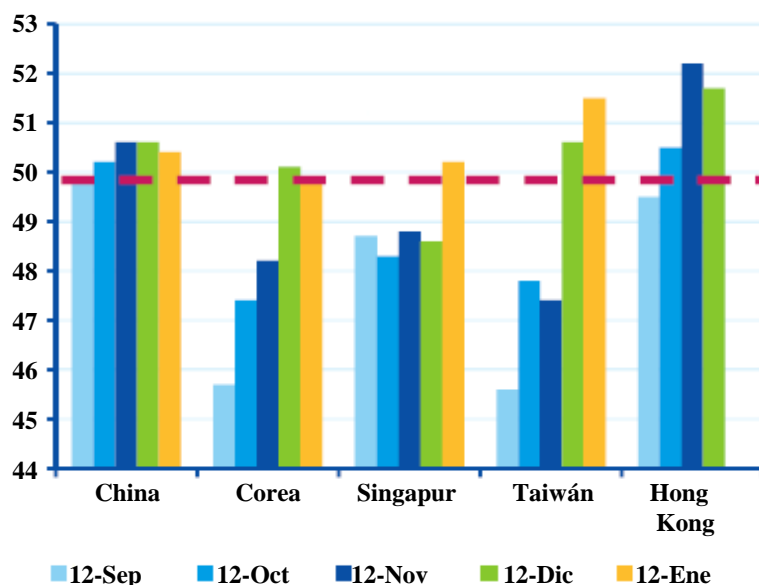
**EN GENERAL, DURANTE 2012 LAS EXPORTACIONES ASIÁTICAS SE MANTUVIERON DEPRIMIDAS, SOBRE TODO POR LA SITUACIÓN DE EUROPA Y DE ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA**  
-Variación porcentual anual total entre 2011 y 2012-



EUN\* = Estados Unidos de Norteamérica.  
FUENTE: CEIC y BBVA Research.

Como se destacó en las actualizaciones trimestrales anteriores, el comercio interregional asiático registró en 2012 resultados favorables (gráfica: *En general, durante 2012 las exportaciones asiáticas se mantuvieron deprimidas, sobre todo por la situación de Europa y de Estados Unidos de Norteamérica*), lo cual en gran medida se debe a la fuerte demanda de los países de la ASEAN. Este último contribuyó a contrarrestar la magra demanda de Europa y Estados Unidos de Norteamérica. Las cifras de exportaciones de Corea y Taiwán son ilustrativas: en 2012, las exportaciones a los países de la ASEAN (que constituyen el 14 y el 11% del total, respectivamente) experimentaron un crecimiento del 10.1 y del 9.8% anual, respectivamente. A un nivel más general, parece que el crecimiento de las exportaciones ha comenzado a repuntar en diversas economías (gráfica: *La evolución de las exportaciones asiáticas muestra indicios de repunte*), aunque las exportaciones de Japón se han visto malogradas por la disputa de un pequeño archipiélago con China (gráfica: *Evolución de las exportaciones de Japón, por destino (2012)*).

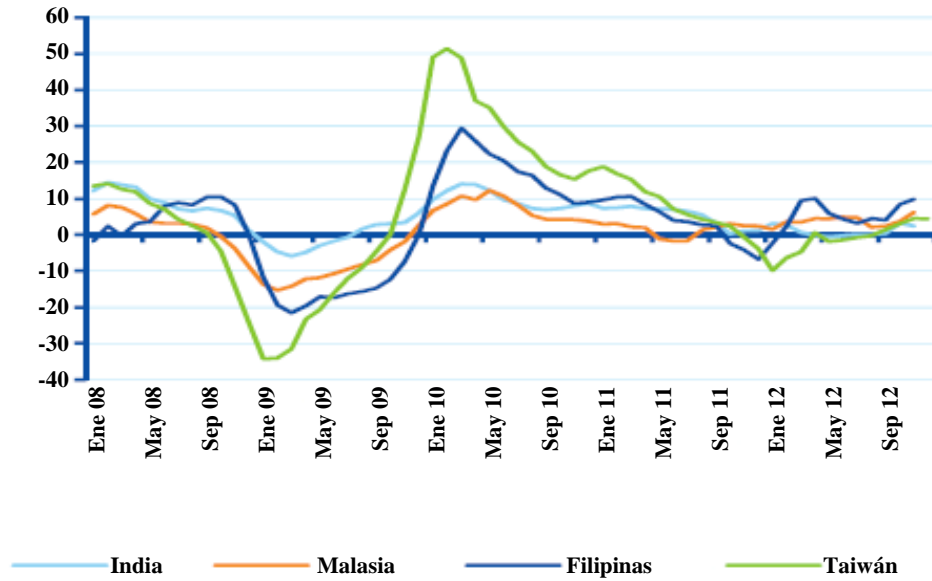
#### EL AVANCE DE LOS ÍNDICES PMI SEÑALA LA MEJORA DE LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO



FUENTE: CEIC y BBVA Research.



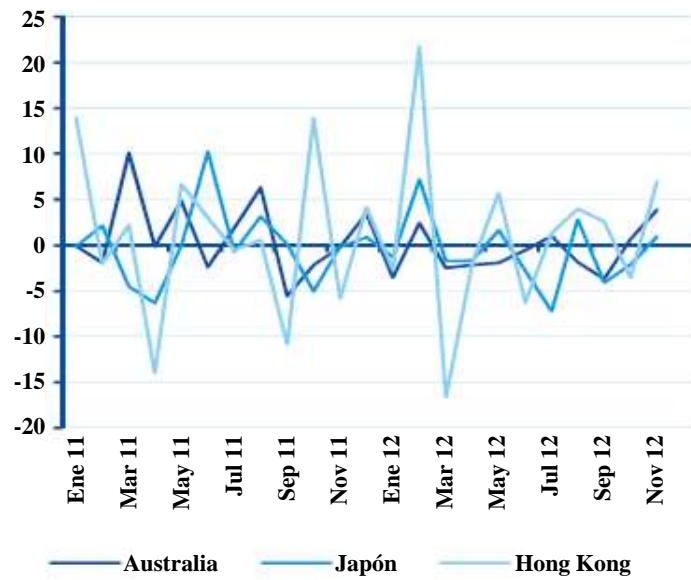
**LA EVOLUCIÓN DE LA PI REGIONAL PRESENTA UNA TENDENCIA ALCISTA**  
**-Porcentaje media móvil trimestral, variación anual-**



FUENTE: CEIC y BBVA Research.

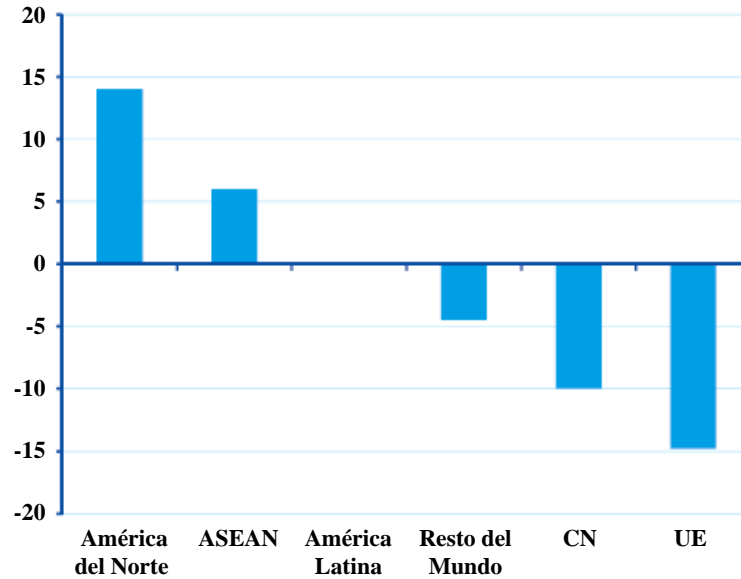
Además de las tendencias positivas de las exportaciones y los índices de gestores de compras (PMI por sus siglas en inglés), también la producción industrial parece ganar impulso (gráfica: *La evolución de la PI regional presenta una tendencia alcista*). En la India, donde la producción manufacturera ha estado sujeta a tensiones, el crecimiento de la producción industrial (PI) alcanzó en octubre un 8.2% anual, récord de los últimos 16 meses. Aunque desde entonces el avance de la PI ha perdido fuelle, los indicadores de actividad han tocado fondo. En noviembre se observaron repuntes similares en Malasia (7.1%, seguido de un 3.7% en diciembre) y en Filipinas (9.8%). En diciembre, la PI de Taiwán avanzó un 2.4%, influida por la demanda de China.

**LA EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES ASIÁTICAS  
MUESTRA INDICIOS DE REPUNTE  
-Porcentaje mensual desestacionalizado-**



FUENTE: CEIC y BBVA Research.

**EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES DE JAPÓN,  
POR DESTINO (2012)  
-Porcentaje anual-**

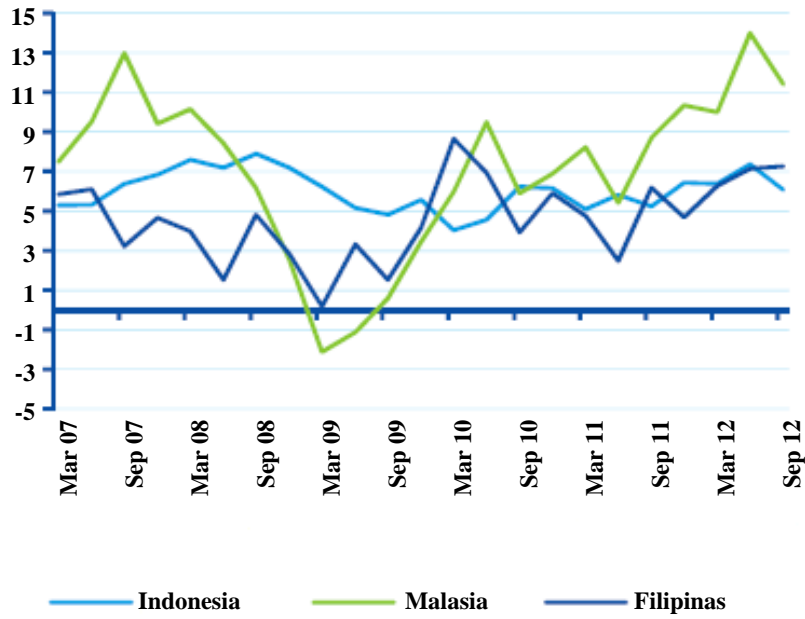


FUENTE: CEIC y BBVA Research.

## **La demanda interna y el crecimiento del crédito han protegido a Asia de los trastornos globales**

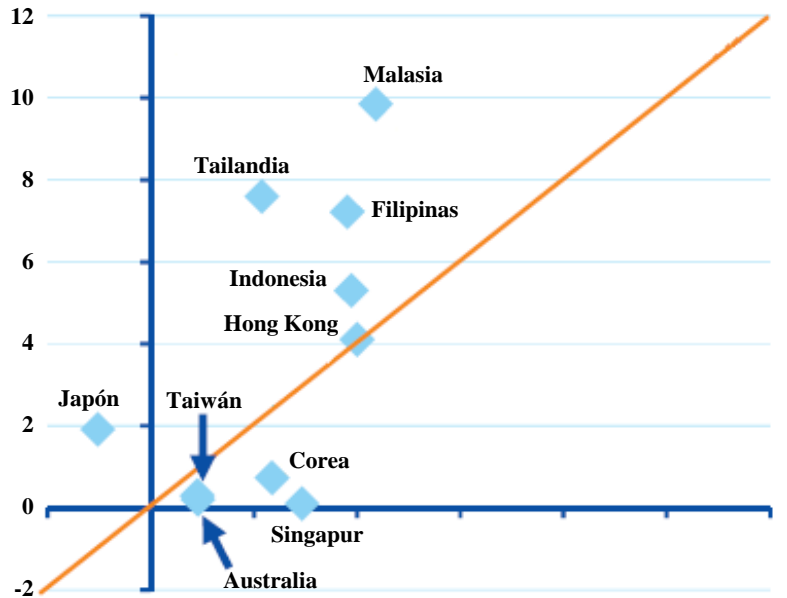
Aunque la caída de las exportaciones ha lastrado el crecimiento de las economías asiáticas más abiertas, la fuerte demanda interna ha seguido sustentando el crecimiento general (gráfica: *La demanda interna se mantiene dinámica en el Sudeste asiático...*). Esto es especialmente visible en las economías de la ASEAN, cuya aportación al crecimiento en los últimos trimestres supera por un amplio margen las medias históricas (gráfica: *... y crece su aportación al crecimiento*). Parte del incremento es cíclico, consecuencia de la combinación de una escasa demanda externa con las sólidas condiciones del mercado laboral. Sin embargo, entran en juego factores estructurales y de reequilibrio económico, como el aumento de la urbanización (gráfica: *La tendencia hacia la urbanización de Asia está detrás del avance de la demanda interna*), que conlleva un incremento de la renta per cápita y del consumo. Estas tendencias se reflejan en fuertes ventas minoristas (gráfica: *Las ventas minoristas han sido relativamente boyantes*), sostenidas por una sólida demanda de vehículos (Indonesia). Se han observado excepciones, como en Corea, donde en diciembre las ventas de los grandes almacenes se mantuvieron deprimidas, a pesar de que la confianza de los consumidores ha repuntado (gráfica: *La confianza de los consumidores se recupera gracias a la mejora del entorno mundial*) desde las elecciones presidenciales.

**LA DEMANDA INTERNA SE MANTIENE DINÁMICA EN EL SUDESTE ASIÁTICO...  
-Porcentaje anual-**



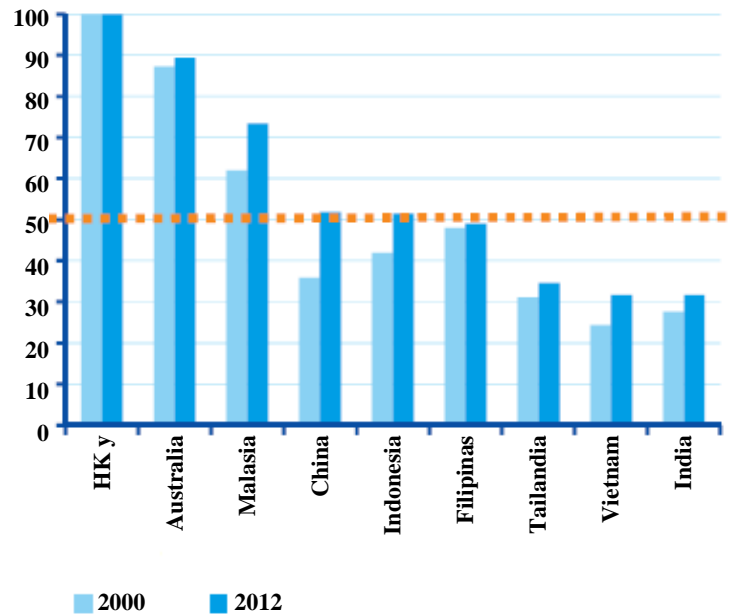
FUENTE: CEIC y BBVA Research.

**... Y CRECE SU APORTACIÓN AL CRECIMIENTO  
-Tercer trimestre de 2012, porcentaje de aportación al crecimiento-**



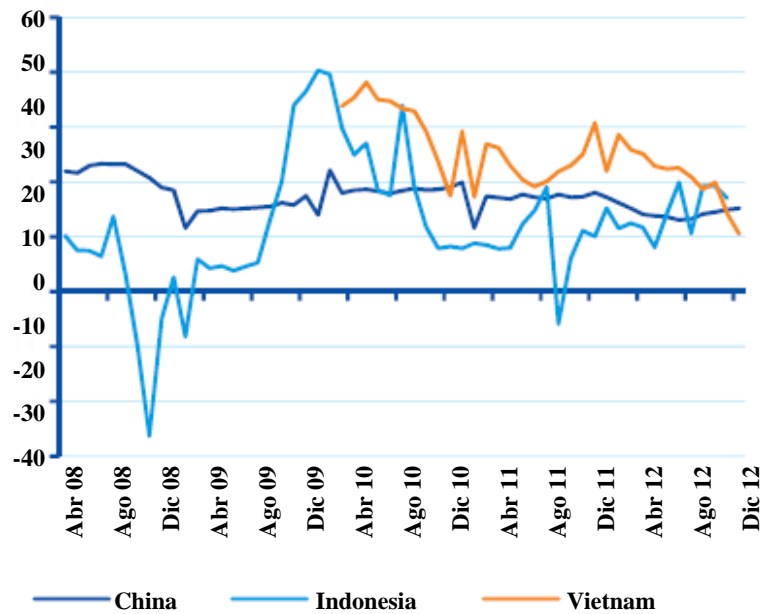
FUENTE: CEIC y BBVA Research.

**LA TENDENCIA HACIA LA URBANIZACIÓN DE ASIA ESTÁ DETRÁS DEL AVANCE DE LA DEMANDA INTERNA**  
**-Porcentaje de la población total-**



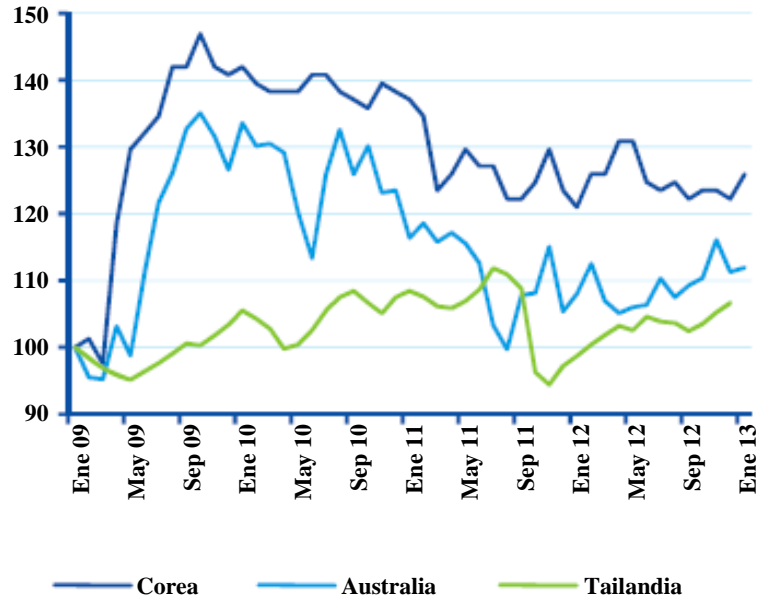
FUENTE: CEIC y BBVA Research.

**LAS VENTAS MINORISTAS HAN SIDO RELATIVAMENTE BOYANTES**



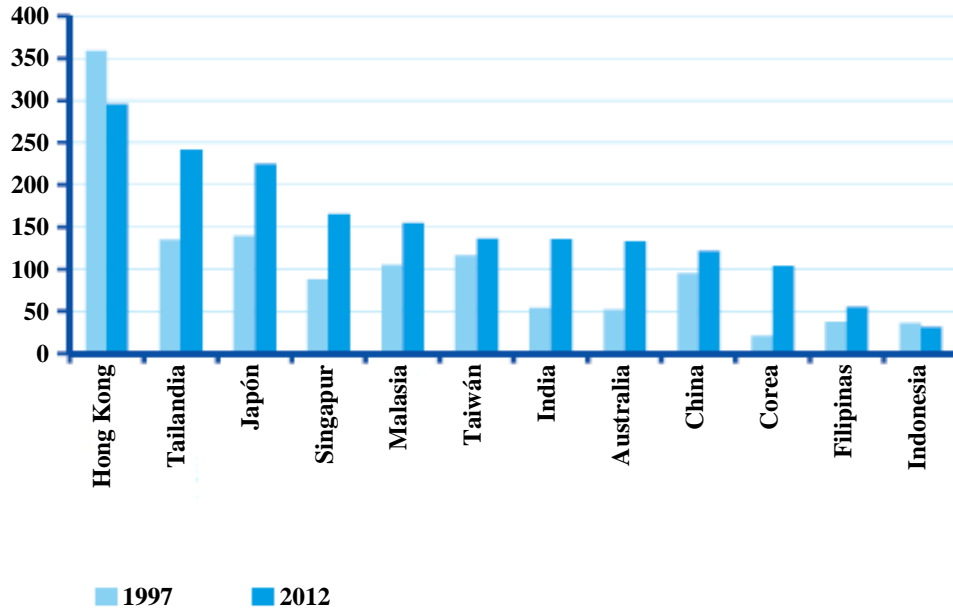
FUENTE: CEIC y BBVA Research.

**LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES SE RECUPERA GRACIAS A LA MEJORA DEL ENTORNO MUNDIAL**  
**-Enero 2009 = 100-**



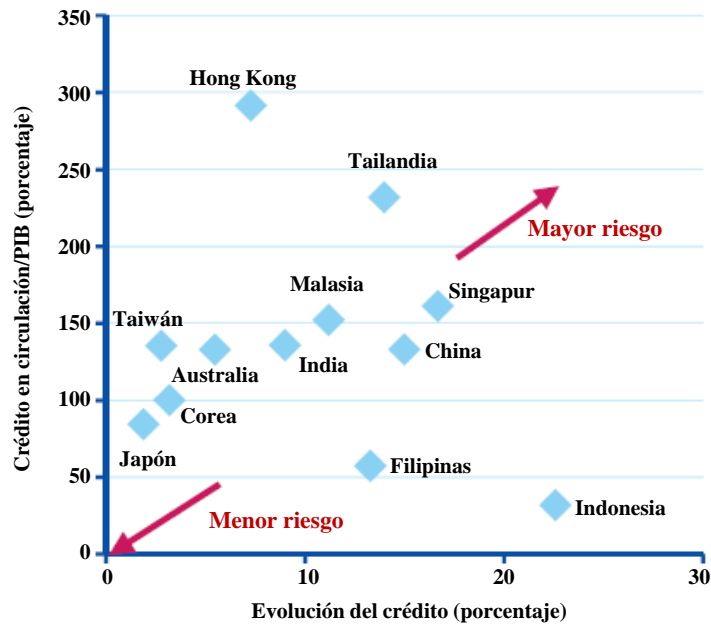
FUENTE: CEIC y BBVA Research.

**EL CRÉDITO HA CRECIDO RÁPIDAMENTE DESDE 1997**  
**-Porcentaje total del crédito en circulación/PIB-**



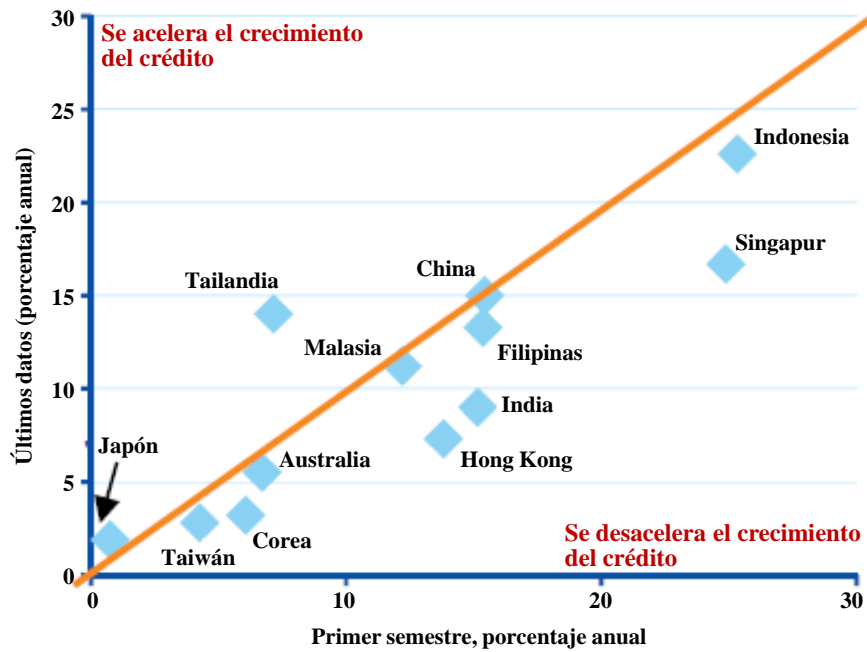
FUENTE: CEIC y BBVA Research.

**EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO ES UN RIESGO PARA ALGUNAS ECONOMÍAS...**



FUENTE: CEIC y BBVA Research.

**...AUNQUE HA MOSTRADO INDICIOS DE ENFRIAMIENTO TRAS EL RÁPIDO AUMENTO DE PRINCIPIOS DE 2012**



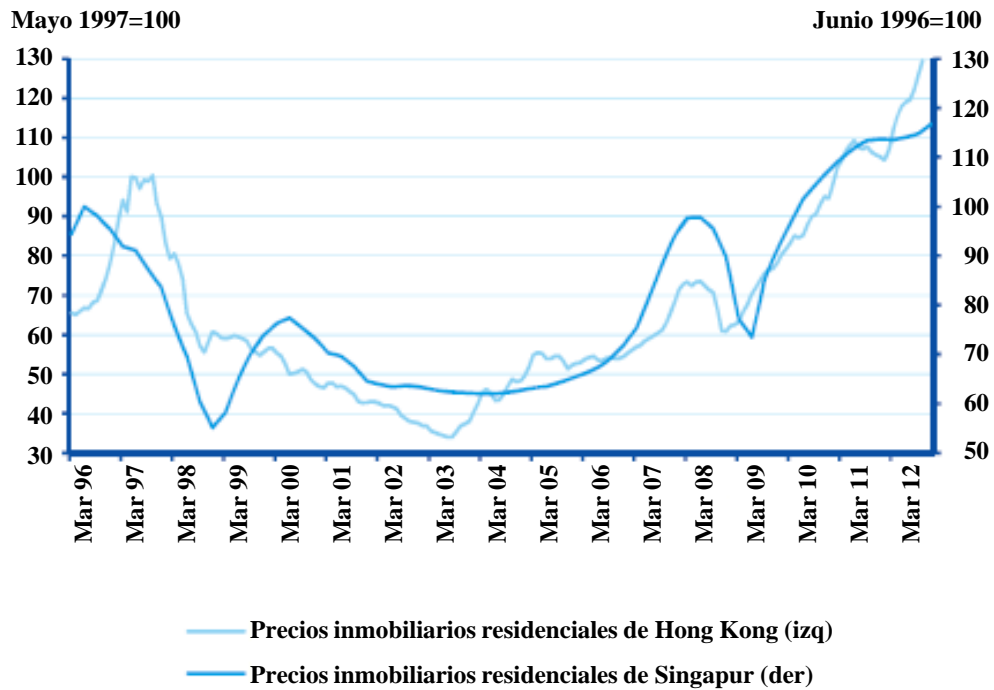
FUENTE: CEIC y BBVA Research.

Otro factor que explica la solidez de la demanda interna ha sido el fuerte crecimiento del crédito (gráficas: *El crédito ha crecido rápidamente desde 1997* y *El crecimiento del crédito es un riesgo para algunas economías...*), que según algunos parámetros está llegando a niveles elevados con respecto a las medias históricas, y que podría convertirse en problemático si no se controlan la calidad de los activos y la estabilidad financiera. Dicho esto, el crecimiento del crédito comenzó a menguar hacia finales de 2012 (gráfica: *... aunque ha mostrado indicios de enfriamiento tras el rápido aumento de principios de 2012*).

El aumento de los precios inmobiliarios sigue ocupando las portadas, sobre todo en Hong Kong y Singapur (gráfica: *En Hong Kong y Singapur los precios inmobiliarios alcanzan nuevos máximos históricos*). Hong Kong aplicó en octubre nuevas medidas de ajuste, como por ejemplo: i) un impuesto del 15% de actos jurídicos documentados (BSD) aplicado a la compra de viviendas por parte de residentes no permanentes; ii) prórroga del impuesto especial de actos jurídicos documentados (SSD) desde 2 a 3 años; e iii) aumento de la tasa del SSD (al 5% para 3 años, al 10% para 2 años y al 15% para 1 año). Singapur implementó en enero una nueva ronda de medidas de ajuste, que incluyó el aumento del impuesto a los actos jurídicos documentados y la imposición de proporciones de apalancamiento más bajas.

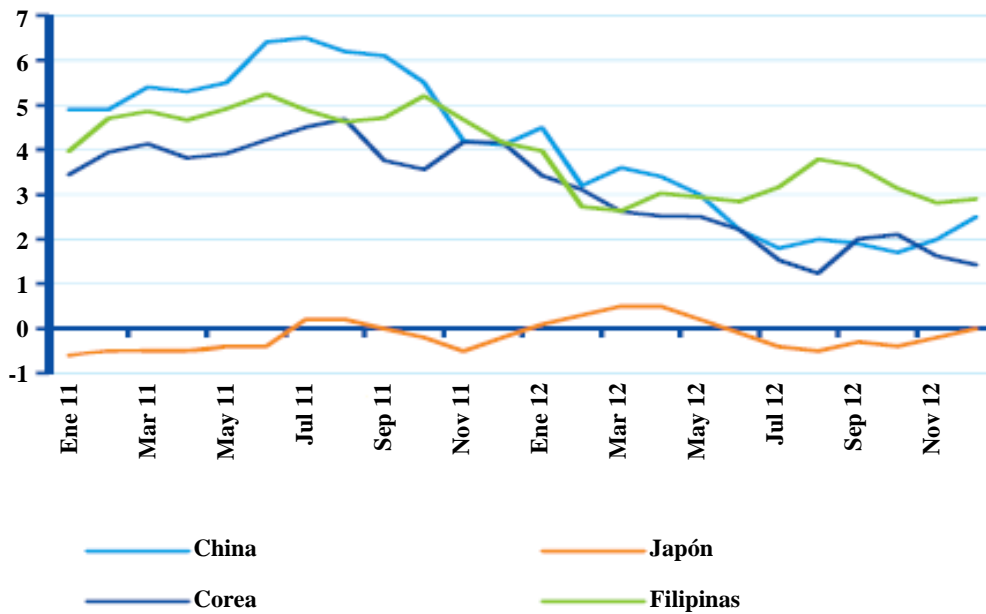


### EN HONG KONG (HK) Y SINGAPUR LOS PRECIOS INMOBILIARIOS ALCANZAN NUEVOS MÁXIMOS HISTÓRICOS



FUENTE: CEIC y BBVA Research.

### LA INFLACIÓN SIGUE BAJA -Porcentaje-



FUENTE: CEIC y BBVA Research.

También las entradas de capitales han contribuido a sustentar la demanda interna, en especial las inversiones. En este aspecto, la Inversión Extranjera Directa (IED) en Indonesia (sobre todo en minería y transportes) alcanzó en 2012 un máximo histórico de 23 mil millones de dólares. También en Corea se registró una IED récord de 16 mil 300 millones de dólares, ya que las inversiones desde China se duplicaron con creces.

### **El control de la inflación ofrece margen para la flexibilización monetaria**

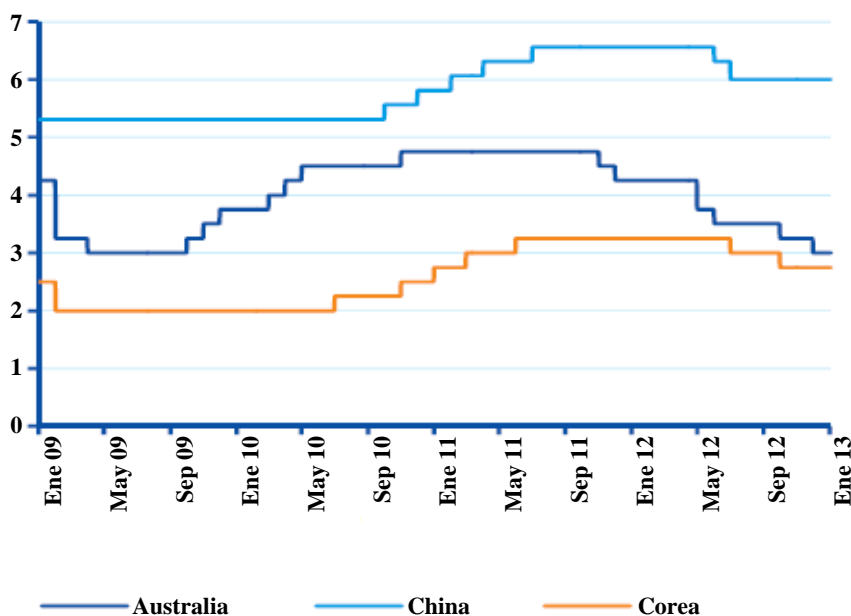
La continuidad de las brechas de producción y de las apreciaciones de sus divisas ha contribuido a mantener controlada la inflación en la mayoría de las economías asiáticas (gráfica: *La inflación sigue baja*). La inflación sigue siendo un problema preocupante en la India, aunque en enero retrocedió a mínimos de tres años al registrar un 6.8% anual (IPM; véase en el Recuadro: *La India: tiempo de volver a empezar* información más detallada acerca de la India). Por otro lado, la persistente deflación de Japón (-0.1% anual en diciembre) sigue perjudicando a la economía (consulte información más detallada acerca de las políticas de Japón en el Recuadro: *El nuevo gobierno de Japón pretende poner en marcha la economía*).

La baja inflación permitió a los bancos centrales aplicar nuevas medidas de flexibilización monetaria el último trimestre de 2012, que incluyeron recortes de los tipos de interés en Australia (50 pb), Corea (25 pb), Filipinas (2 pb) y Tailandia (25 pb). La India reinició en enero su ciclo de recorte de tipos. Por su parte, el Banco de Japón siguió flexibilizando su política monetaria mediante la aplicación de un programa de compra de activos. Más recientemente, anunció un nuevo objetivo de inflación del 2% (desde el 1% anterior), que debería alcanzarse ‘lo más pronto posible’. Por otra parte, manifestó su intención de iniciar una flexibilización cuantitativa a mayor escala en enero de 2014. Filipinas, a pesar del repunte del crecimiento del tercer trimestre (hasta el 7.1% anual, desde el 5.9% anual del segundo trimestre), recortó en octubre los tipos de interés hasta un mínimo histórico del 3.5%,

con el objeto de apoyar a sus exportadores y disuadir las entradas de capital que estaban dando como resultado una excesiva apreciación de su moneda.

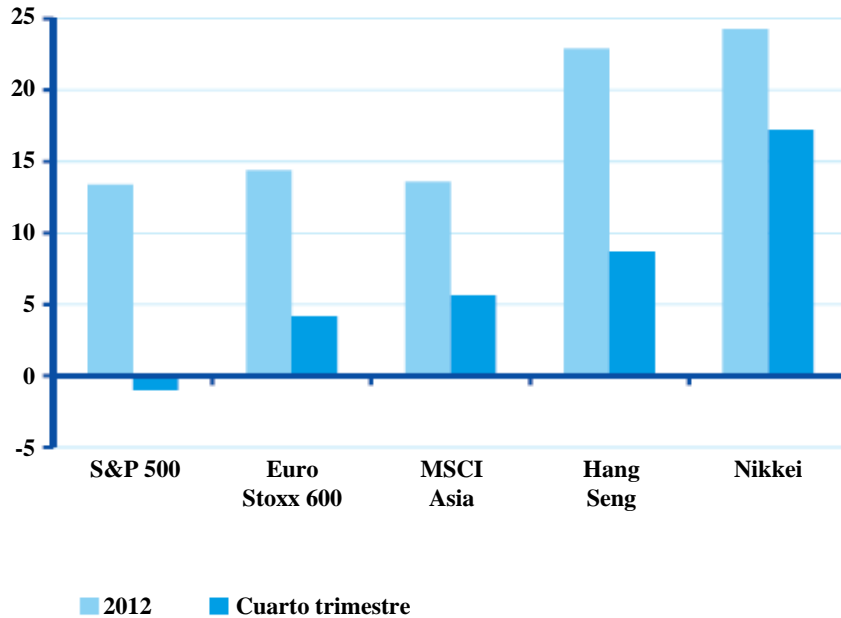
Australia ha recortado sus tipos de interés en un total de 175 pb desde noviembre de 2011 (gráfica: *Los bancos centrales adoptaron políticas de flexibilización en 2012*), en un período en que la economía ha estado marchando a un ritmo de ‘dos velocidades’: de un lado, la demanda interna se ha desacelerado, y del otro la minería y las exportaciones han experimentado una expansión como consecuencia del aumento de la demanda procedente de los países en desarrollo, en particular China. Aunque todo apunta a que el boom minero ha llegado a su tope, Australia pretende fomentar la actividad con tipos de interés más bajos, así como contrarrestar el fortalecimiento de su moneda, consecuencia de que se percibe como ‘divisa segura’ (Australia mantiene la nota AAA de las tres agencias de calificación más importantes).

**LOS BANCOS CENTRALES ADOPTARON POLÍTICAS DE FLEXIBILIZACIÓN EN 2012**  
-Porcentaje-



FUENTE: CEIC y BBVA Research.

**DURANTE EL CUARTO TRIMESTRE, LOS MERCADOS REGIONALES TUVIERON UN COMPORTAMIENTO DESTACADO. EL ÍNDICE DE ASIA DURANTE 2012 ESTUVO EN GENERAL AL MISMO NIVEL QUE EL DE LOS MERCADOS DESARROLLADOS**  
-Porcentaje-



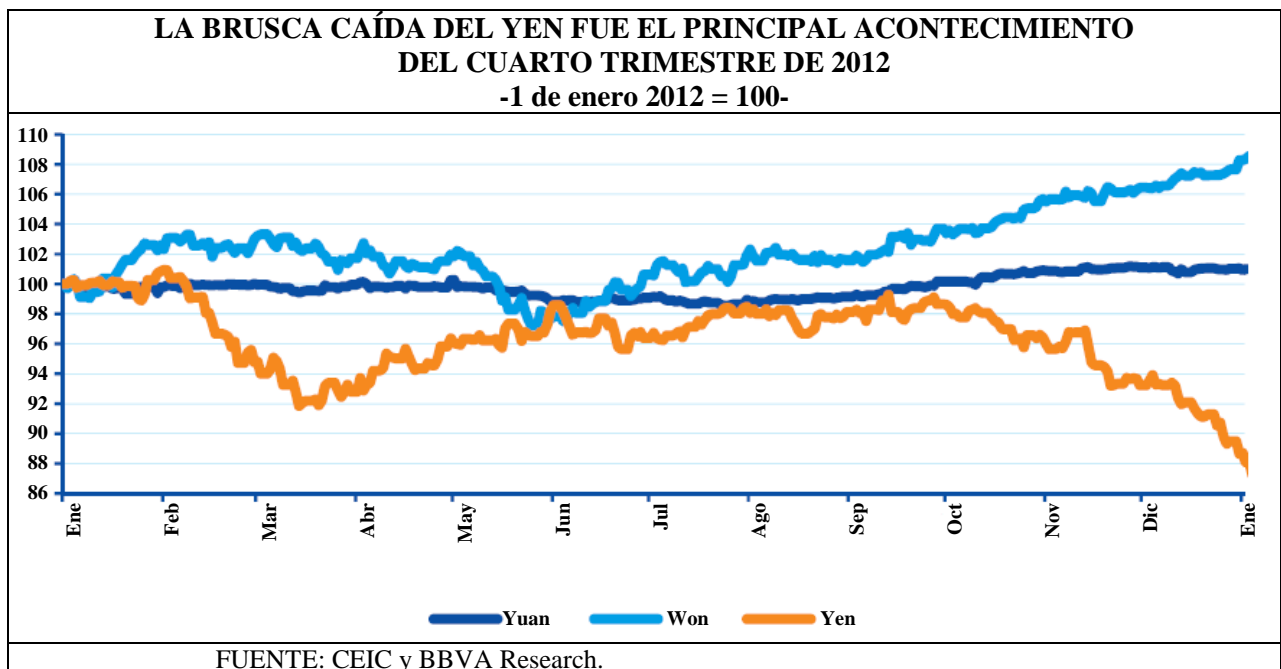
FUENTE: CEIC y BBVA Research.

### **Mercados asiáticos: sólido rendimiento en el cuarto trimestre**

Tras el excelente comportamiento de 2012, las bolsas asiáticas han continuado su avance en 2013 (gráfica: *Durante el cuarto trimestre, los mercados regionales tuvieron un comportamiento destacado. El índice de Asia durante 2012 estuvo en general al mismo nivel que el de los mercados desarrollados*). El repunte de China ha sido un elemento importante que alimentó la confianza de los inversionistas regionales, y el principal factor que ha empujado en índice Hang Seng de Hong Kong. Entre los países de la ASEAN destaca el índice de Filipinas, que a principios de febrero alcanzó un nuevo máximo histórico. Además de descontar un nuevo y sólido crecimiento económico, los mercados apuestan por la mejora de la calificación de Filipinas (en este momento, las tres grandes agencias sitúan a Filipinas apenas un nivel por debajo del grado de inversión). En Japón, los índices bursátiles iniciaron a mediados de noviembre un pronunciado incremento, después de que el entonces

primer ministro convocara nuevas elecciones, debido a las previsiones de depreciación del yen, pues se consideraba que sería favorable para los exportadores nacionales.

En lo que respecta a las divisas (gráfica: *La brusca caída del yen fue el principal acontecimiento del cuarto trimestre*), la pronunciada depreciación del yen ha alimentado expectativas de intervenciones en los mercados de divisas, especialmente en Corea (y también en Filipinas). Desde noviembre, el won coreano se ha apreciado en más del 20% frente al yen, lo cual ha provocado la alarma de los exportadores coreanos. En noviembre y diciembre, las autoridades coreanas decidieron cortar las presiones especulativas al recortar el límite de posiciones a futuros de los bancos extranjeros desde el 200 al 150% del capital, y desde el 40 al 30% para los bancos nacionales. En el otro extremo de este espectro encontramos a la rupia indonesia, cuyo comportamiento fue el peor de Asia durante 2012. A pesar de su solidez como destino de inversiones, el aumento del déficit por cuenta corriente y la preocupación que despierta el impulso de la reforma económica (al igual que en la India) han lastrado la moneda.



### **El nuevo gobierno de Japón pretende poner en marcha la economía**

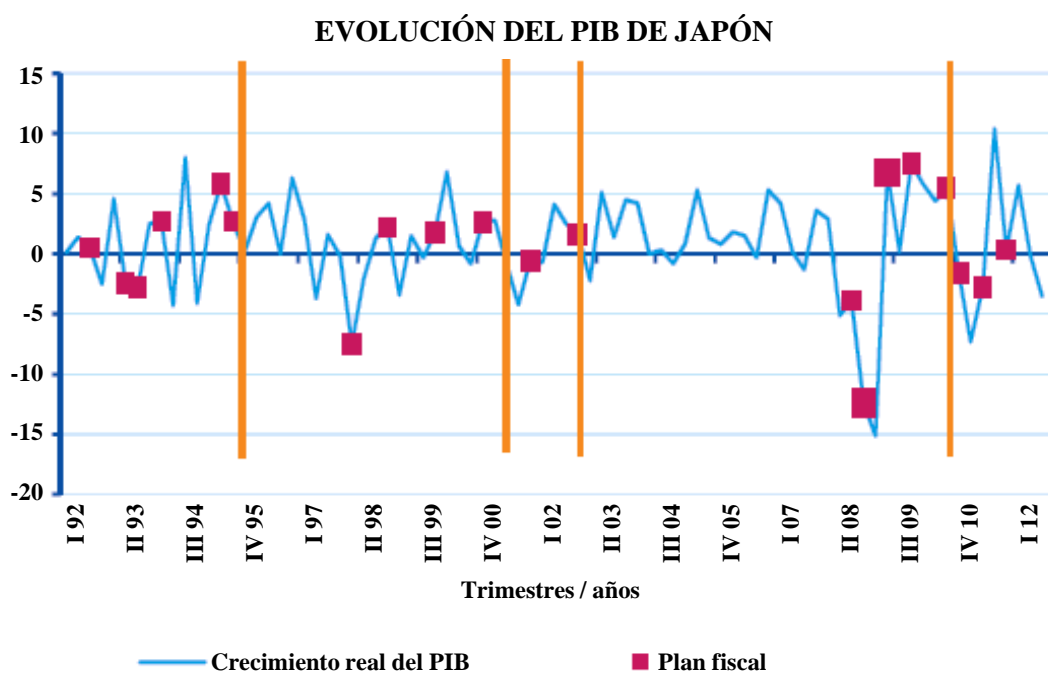
La economía japonesa experimentó el año pasado una brusca desaceleración. El PIB se contrajo durante tres trimestres consecutivos, con lo que el crecimiento total del año alcanzó apenas el 2.0%, pues tanto el consumo privado como las exportaciones cayeron por la debilidad de la demanda externa. Al mismo tiempo, la disputa con China por el archipiélago de Diaoyu/Senkaku ha supuesto un lastre adicional, ya que perjudicó tanto a los flujos comerciales como al turismo.

### **La victoria del PLD marca un cambio de rumbo**

En diciembre, el Partido Liberal Democrático (PLD) ganó las elecciones generales, lo que supuso un cambio significativo en la política económica. El nuevo primer ministro, ha anunciado un paquete de medidas fiscales y monetarias que acaben con la persistente deflación y reaviven el crecimiento económico. En el frente fiscal, a pesar del alto nivel de la deuda pública, el gobierno ha lanzado un plan de estímulo fiscal por valor de 10.3 billones de yenes, que se dedicarán fundamentalmente a obras públicas. Al mismo tiempo, en diciembre el Banco de Japón amplió su programa de compra de activos hasta aproximadamente 3 billones de yenes mensuales, y en enero anunció un objetivo de inflación más alto del 2%. Todo ello sumado a planes abiertos de compras de activos a partir de enero de 2014. Estas decisiones ya han influido tanto en el yen como en la confianza de los mercados: desde diciembre el tipo de cambio ha caído un 12% frente al dólar estadounidense, y el mercado de valores ha avanzado en más de un 20 por ciento.

No es la primera vez que el gobierno de Japón intenta estimular la economía aplicando políticas monetarias y fiscales agresivas. Desde 1990, cuando se iniciaron las llamadas “décadas perdidas”, ha probado numerosas medidas.

En los últimos años, los diversos gobiernos japoneses han introducido otros grandes planes de estímulo fiscal para impulsar el crecimiento (gráfica: *Evolución del PIB de Japón*). Los dos más importantes se implementaron después de la crisis financiera de 2008, y cada uno superó el 12% del PIB. Estos planes se centraron en dos componentes fundamentales: inversión en proyectos de obras públicas e infraestructuras sociales, y avales crediticios e incremento de las líneas de crédito a bancos para préstamos a pequeñas y medianas empresas (Pymes) y al sector de la vivienda.



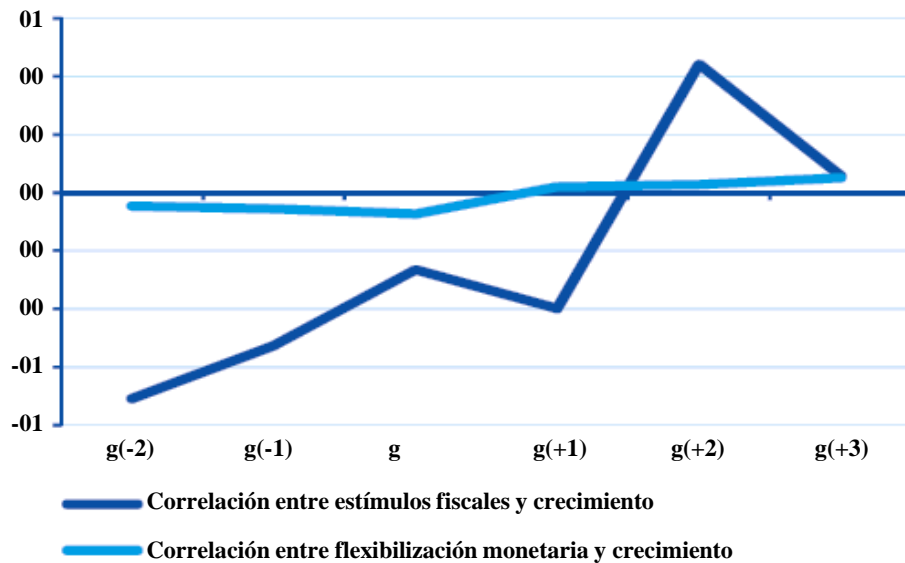
Nota: la línea vertical indica un período de compras monetarias.  
 FUENTE: CEIC y BBVA Research.

Ya en 1999, el Banco de Japón había bajado su tipo de interés básico hasta prácticamente cero, y se recurrió a medidas de flexibilización no convencionales, como la compra de activos a gran escala después del estallido de la burbuja de las punto com. La cuantía de los bonos y letras del tesoro adquiridos volvió a incrementarse significativamente después de la crisis financiera. A pesar de estas

iniciativas, es de destacar que fracasaron claramente en salir de la deflación o en debilitar el yen (posiblemente debido a sus características de moneda refugio).

Las estimaciones de BBVA Research muestran que las repercusiones de las medidas fiscales japonesas son importantes, como puede verse en la correlación entre la magnitud del plan y la tasa de crecimiento del PIB (gráfica: *Correlaciones entre el crecimiento y las medidas de estímulo*), que se reflejará con un retraso de dos trimestres desde la fecha del anuncio. También es de destacar que, quizá contrariamente a las expectativas, la flexibilización monetaria mantiene una correlación mucho menor con la tasa de crecimiento.

#### CORRELACIONES ENTRE EL CRECIMIENTO Y LAS MEDIDAS DE ESTÍMULO



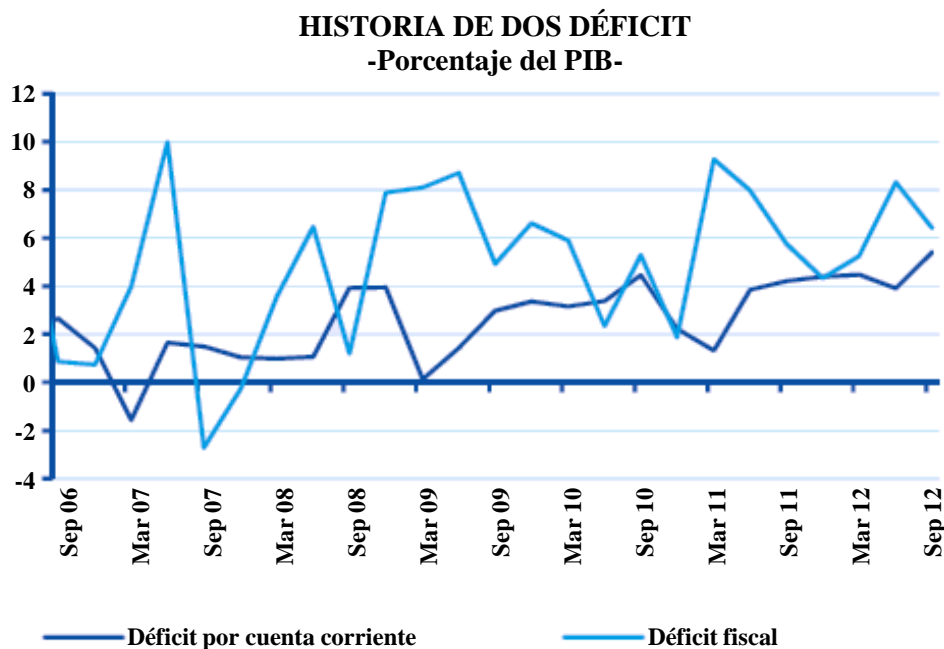
FUENTE: CEIC y BBVA Research.

#### La India: tiempo de volver a empezar

2012 ha sido un año difícil para la economía india, ya que el PIB real registró en el tercer trimestre su mínimo de una década, un 5.4% anual, en tanto que la inflación del IPM se ha mantenido elevada, en torno al 7.0%. El atasco de su política interna y



las continuas dificultades externas han desacelerado el crecimiento. Su errática política fiscal (gráfica siguiente) impidió que el Banco de la Reserva de la India (BRI) bajase los tipos de interés en 2012, cuando otros bancos centrales lo hacían. Estos persistentes resbalones fiscales lastraron las iniciativas para reducir el déficit por cuenta corriente (que alcanzó un récord del 5.4% del PIB en el tercer trimestre de 2012), y mantuvieron relativamente alta la deuda pública (del gobierno central) en un 70% del PIB. En este contexto, las alertas de las agencias de calificación sobre posibles revisiones a la baja a la categoría de 'basura' incrementaron las presiones para que el gobierno indio agilizase las reformas fiscales y las reformas en materia de inversión.



FUENTE: CEIC y BBVA Research.

En consecuencia, durante el último trimestre las autoridades anunciaron diversas medidas políticas para estimular un crecimiento en desaceleración y evitar la posible recalificación a la baja de sus títulos soberanos. Estas iniciativas han incluido: 1) permitir la inversión extranjera directa en los sectores minorista multimarcas, de

aviación civil, de difusión y de electricidad; 2) constituir un comité gubernamental para agilizar la aprobación de proyectos de inversiones; 3) diferir las normas de fiscalidad regresiva aplicadas a las entradas de capitales extranjeros; 4) aprobar reformas bancarias con el objetivo de ampliar la presencia de la banca extranjera en la India y facilitar la inclusión financiera, la captación de capitales por los bancos y la mejora del cumplimiento normativo. Por otra parte, el Banco de Reserva de la India elevó los límites a la inversión extranjera en el mercado de bonos local, así como sobre los préstamos comerciales extranjeros. También bajó la proporción de reservas para facilitar la entrada de capitales extranjeros y mitigar la escasez de liquidez interna.

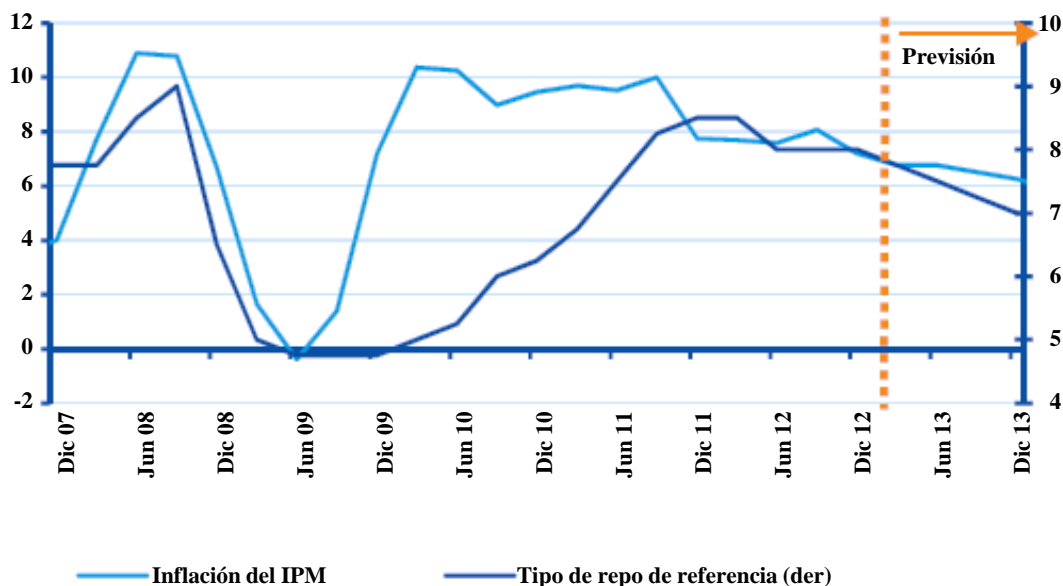
Por otra parte, las autoridades también adoptaron medidas positivas hacia la consolidación fiscal, como 1) la desregulación parcial de los precios regulados de los combustibles, en especial el gasóleo, 2) el lanzamiento de un mecanismo de transferencia directa para mejorar la eficacia de las subvenciones, transferencias y pagos de previsión social, 3) la búsqueda de un consenso para la implementación de un impuesto nacional a los bienes y servicios (IBS) que sustituirá al IVA existente, y 4) la reducción de las subvenciones a los pasajeros del ferrocarril.

A pesar de estas medidas positivas, el gobierno todavía debe hacer mucho más. La desaceleración del crecimiento del PIB y la anémica rentabilidad de las empresas han lastrado el total de los ingresos (un 14% anual, frente al 23% presupuestado), en tanto que el gasto no planificado (que incluye intereses y subvenciones) ha sobrepasado el objetivo (12% anual, frente al 9%). Basándonos en las actuales tendencias, prevemos un modesto desbordamiento del déficit del ejercicio 2013, que alcanzará el 5.7% del PIB.

Dicho esto, el compromiso del gobierno de continuar implementando mejoras a pesar de los obstáculos políticos contribuirá a mitigar los riesgos para la estabilidad

macroeconómica, con lo que la India conseguirá tiempo para evitar una rebaja de la calificación y, al mismo tiempo, mejorar la confianza de los inversionistas. De cara al futuro, con la tendencia a la baja de la inflación (gráfica siguiente), se prevé un recorte adicional de 75 pb en el tipo repo hacia finales de 2013, con lo que el tipo de referencia se situará en el 7.0%. También consideramos que el PIB real de la India crecerá, alcanzando un 6.5 y un 6.9% anual en 2013 y 2014, respectivamente, empujado por la recuperación del consumo privado y la demanda de inversiones. La continuidad de las reformas fiscales y de inversiones es fundamental para que la política monetaria ayude a fomentar el crecimiento sin avivar los riesgos de inflación. En este contexto, el debate de los presupuestos en el Parlamento, que comienza el 21 de febrero, es muy importante porque supondrá la aprobación de la propuesta de un aumento de la inversión extranjera directa en seguros y pensiones, así como un presupuesto más ajustado para 2014.

**LA INFLACIÓN FRENADA PROMOVERÁ MÁS RECORTES DE LOS TIPOS DE INTERÉS**  
 -Porcentaje-



FUENTE: CEIC y BBVA Research.

### **3. El impulso del crecimiento debería continuar mejorando**

En línea con el anterior informe *Situación Asia* publicado el pasado mes de noviembre, el escenario central prevé una mejora del impulso de crecimiento en 2013. El incremento del crecimiento chino ya está teniendo consecuencias favorables para el resto de la región. Las continuas medidas monetarias favorables (especialmente, entre otros, en Japón), sumadas a una mejora gradual del entorno mundial, sostendrán el repunte. En consecuencia, salvo algunas excepciones (Japón, Australia y unos pocos países de la ASEAN que experimentaron un crecimiento excepcionalmente alto en 2012), prevemos un mejor crecimiento en 2013 (cuadro: *Previsiones macroeconómicas: Producto Interno Bruto*), y se espera que seguirá repuntando en 2014 en casi todas las economías. Con este repunte del crecimiento, lo más probable es que la inflación aumente en la mayoría de las economías, aunque dentro de niveles manejables. Esto dará margen para flexibilizar las políticas económicas si fuese necesario como medida de protección contra riesgos externos.

#### **Repunte del impulso de crecimiento en 2013-2014**

En general, las previsiones de crecimiento de BBVA Research casi no han variado desde su boletín del pasado noviembre. En lo que respecta al Pacífico asiático, cree que el crecimiento avanzará un 5.6% en 2013 (desde el 5.2% de 2012) y un 5.8% en 2014, sustentado por la continuidad del crecimiento de China (en torno al 8.0% en 2013 y 2014). Nuestras revisiones al alza más importantes de cara a 2013 corresponden a Japón (al 1.7% desde el 1.2% anterior) como consecuencia de las medidas de estímulo del nuevo gobierno, y a Filipinas (al 5.9% desde el 5.0%), gracias a una demanda interna más sólida de lo esperado. Las revisiones a la baja más significativas para 2013 corresponden a la India (6.5%, desde el 6.7% anterior) debido a los continuos atascos en la implementación de sus políticas, y a Corea (2.7%, desde el 2.9%) por el estancamiento de sus exportaciones y de su demanda interna.

**Todo apunta a que la inflación crecerá, aunque se mantendrá manejable.**

Es muy probable que la inflación haya tocado fondo, tras alcanzar mínimos de muchos años en el tercer y cuarto trimestre de 2012. De cara al futuro, se cree que las entradas de capitales aumentarán, lo cual supondrá presiones de demanda como consecuencia del aumento del PIB (ver cuadro: *Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)*). A grandes rasgos, esto es coherente con las previsiones anteriores de BBVA Research, por lo que no han variado significativamente sus perspectivas de inflación para 2013 o 2014. Cree que repuntará en Indonesia en los próximos meses, y podría llegar hasta un nivel próximo al límite superior del objetivo del 5.5%, en especial si aumentan las tarifas eléctricas, como actualmente se espera. Por otra parte, la continua debilidad de la rupia podría exacerbar más la inflación indonesia.

**Las perspectivas en materia de política monetaria son heterogéneas, y no se prevé cambios en la fiscal**

Tras una ronda de recortes de los tipos de interés en 2012, BBVA Research cree que la mayoría de los bancos centrales no implementarán cambios en el primer semestre de 2013 (cuadro: *Previsiones macroeconómicas: tipos de referencia (fin de período)*). Sin embargo, prevé nuevos recortes de tipos en la India (75 pb) y Corea (25 pb en el primer semestre). Y aunque todavía no lo ha incorporado a su escenario, no descarta un nuevo recorte en Australia, considerando su baja inflación y la fragilidad de los sectores no mineros. En el otro extremo del espectro, ha descartado el recorte de tipos que preveía anteriormente en China, basándose en los indicios de que la economía se recupera y en la preocupación que despierta el aumento del precio de la vivienda. En cuanto a los países de la ASEAN, es posible que se produzcan riesgos de recalentamiento en el transcurso del año, lo cual requerirá un movimiento alcista de los tipos antes del cierre del año.

Con las excepciones de Japón y Corea, no prevé estímulos fiscales a gran escala en 2013. Las autoridades de Corea parecen dispuestas a implementar nuevas medidas fiscales que fomenten el crecimiento, como parte de las políticas económicas del presidente Park, que harán hincapié en los proyectos de previsión social y en las infraestructuras. En otros países, el presupuesto de Indonesia para 2013 es un ejemplo de prudencia. Prevé un déficit del 1.6% del PIB, tras unos resultados de entre el 1.7% y el 2.0% en 2012. También se recurrirá a medidas tributarias: el gobierno de Tailandia buscará generar demanda interna mediante una política de exención de impuestos a quienes compren su primer vehículo, en tanto que Malasia posiblemente baje el impuesto sobre la renta y aumente el salario mínimo. Sin embargo, sus medidas están limitadas por el alto déficit fiscal del país (5.0% en 2013, según estimaciones de BBVA Research). Se verá restricciones similares en la India, donde las recientes iniciativas de implementación de unas reformas políticas muy necesarias están permitiendo a las autoridades abordar los déficit crónicamente altos del país.

**Las divisas asiáticas (salvo la japonesa) están sometidas a presiones de apreciación provocadas por las entradas de capitales**

La disminución generalizada de la aversión al riesgo global y las buenas perspectivas de crecimiento de Asia están atrayendo capitales hacia la región. Esto continuará ejerciendo presiones alcistas sobre las monedas, en especial durante la segunda mitad de 2013 (cuadro: *Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (fin de período)*). Lo más probable es que continúe la actual tendencia de depreciación del yen, lo que podría generar tensiones con sus socios comerciales y provocar que algunos bancos centrales se resistan a la apreciación interviniendo en el mercado de divisas. Al mismo tiempo, se cree que las autoridades chinas permitirán una modesta apreciación en 2013, de aproximadamente el 2-3%, frente al dólar estadounidense.

#### 4. Los riesgos están ahora más equilibrados

Tras varios trimestres de hacer hincapié en los riesgos bajistas para sus previsiones, de acuerdo con BBVA Research los riesgos están más equilibrados. Como ha destacado en *Situación global*, los riesgos de cola para la economía mundial se han alejado, aunque no se han eliminado. Además, China ha conseguido evitar un aterrizaje duro, lo cual es positivo para la confianza, tanto a nivel global como regional. En caso de que se materializasen nuevos riesgos para el entorno exterior, ahora hay margen para adoptar nuevas medidas de amortiguación en la mayoría de las economías asiáticas.

Dentro de la región, los riesgos a la baja se derivan de problemas geopolíticos, en especial del actual enfrentamiento entre China y Japón. Las tensiones con Corea del Norte siguen siendo una amenaza perenne, como lo demuestran sus recientes pruebas nucleares. A nivel macroeconómico, se ven riesgos de tensiones de divisas en el marco de una depreciación continua del yen. En esta situación, las entradas de capitales previstas como consecuencia de la liquidez mundial y de las perspectivas de un fuerte crecimiento de la región podrían complicar más la gestión monetaria. Podrían surgir riesgos de burbujas de activos desestabilizadoras (como en el mercado inmobiliario de Hong Kong) y riesgos de la inflación. También será necesario vigilar atentamente el impulso de las reformas en la India.

También existen riesgos alcistas. Un crecimiento más importante del previsto en Estados Unidos de Norteamérica y en China podría dar lugar a que en las exportaciones se produzca un repunte más sólido de lo que se prevé actualmente. De hecho, una fuerte demanda interna y unas políticas macroeconómicas flexibles ya despiertan preocupación por un posible recalentamiento de algunas economías de los países de la ASEAN, sobre todo Indonesia y Filipinas. Por último, en algunos países será necesario vigilar el rápido aumento del crédito, ya que podría convertirse en una carga para los particulares y los balances empresariales, con las consiguientes repercusiones negativas para la calidad de los activos en los próximos años.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS, PRODUCTO INTERNO BRUTO**  
**-Tasas de crecimiento, porcentaje anual-**

	2010	2011	2012	2013 <sup>p/</sup>	2014 <sup>p/</sup>
Estados Unidos de Norteamérica	2.4	1.8	2.2	1.8	2.3
Unión Económica y Monetaria	1.9	1.5	-0.5	0.3	1.3
Pacífico Asiático	8.2	5.7	5.2	5.6	5.8
Australia	2.4	2.2	3.5	3.0	3.4
Japón	4.4	-0.7	2.0	1.7	1.7
China	10.4	9.3	7.8	8.0	8.0
Hong Kong	7.0	5.0	1.4	3.5	4.0
India	8.9	7.5	5.4	6.5	6.9
Indonesia	6.1	6.5	6.2	6.3	6.8
Corea	6.2	3.6	2.0	2.7	4.0
Malasia	7.2	5.1	5.2	4.8	5.0
Filipinas	7.6	3.9	6.6	6.0	5.6
Singapur	14.5	5.0	1.5	2.3	4.0
Taiwán	10.8	4.1	1.2	3.5	4.2
Tailandia	7.8	0.1	6.4	4.5	5.2
Vietnam	6.8	5.9	5.0	5.8	6.3
Asia (excl. China)	6.7	3.4	3.6	4.0	4.4
Mundo	5.1	3.9	3.2	3.6	4.1

p/ Previsiones

FUENTE: CEIC y BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS, INFLACIÓN**  
**-Promedio-**

<b>(Tasas de crecimiento, porcentaje anual)</b>	2010	2011	2012	2013 <sup>p/</sup>	2014 <sup>p/</sup>
Estados Unidos de Norteamérica	1.6	3.1	2.0	2.1	2.2
Unión Económica y Monetaria	1.6	2.7	2.5	1.6	1.5
Pacífico Asiático	3.6	4.8	3.0	3.3	3.5
Australia	2.8	3.4	1.8	2.9	2.5
Japón	-0.7	-0.3	0.0	0.1	0.7
China	3.3	5.4	2.6	3.3	4.0
Hong Kong	2.3	5.3	4.0	4.2	3.7
India	9.8	9.2	7.5	6.6	5.6
Indonesia	5.1	5.4	4.6	5.1	5.5
Corea	3.0	4.0	2.2	2.6	3.3
Malasia	1.7	3.2	1.7	2.6	2.7
Filipinas	3.8	4.4	3.2	3.5	4.0
Singapur	2.8	5.2	4.5	3.4	4.0
Taiwán	1.0	1.4	1.9	1.8	1.9
Tailandia	3.3	3.8	3.0	3.4	2.9
Vietnam	10.0	18.1	9.3	8.2	8.3
Asia (excl. China)	3.7	4.3	3.3	3.3	3.2
Mundo	3.8	5.2	4.1	3.9	3.9

p/ Previsiones

FUENTE: CEIC y BBVA Research.



**PREVISIONES MACROECONÓMICAS, TIPOS DE CAMBIO**

**-Fin de período-**

		2010	2011	2012	2013 <sup>p/</sup>	2014 <sup>p/</sup>
Unión Económica y Monetaria	USD/EUR	1.34	1.30	1.32	1.32	1.33
Australia	USD/AUD	1.02	1.02	1.04	1.09	1.10
Japón	JPY/USD	81.1	76.9	86.75	100.0	104.0
China	CNY/USD	6.61	6.30	6.23	6.10	5.95
Hong Kong	HKD/USD	7.77	7.77	7.75	7.80	7.80
India	INR/USD	44.7	53.1	55.0	52.5	52.0
Indonesia	IDR/USD	8 996	9 069	9 793	9 400	9 200
Corea	KRW/USD	1 126	1 152	1 064	1 060	1 000
Malasia	MYR/USD	3.06	3.17	3.06	2.90	2.80
Filipinas	PHP/USD	43.8	43.8	41.0	40.0	39.0
Singapur	SGD/USD	1.28	1.30	1.22	1.20	1.19
Taiwán	NTD/USD	29.3	30.3	29.0	28.7	28.2
Tailandia	THB/USD	30.1	31.6	30.6	30.0	29.5
Vietnam	VND/USD	19 498	21 034	20 840	22 000	22 000

p/ Previsiones

FUENTE: CEIC y BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS, TIPOS DE REFERENCIA**

**-Fin de período-**

Porcentaje	Actualmente	2011	2012	2013 <sup>p/</sup>	2014 <sup>p/</sup>
Estados Unidos de Norteamérica	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Unión Económica y Monetaria	1.00	1.00	1.00	0.75	1.25
Australia	3.00	4.25	3.00	3.25	4.00
Japón	0.10	0.08	0.10	0.10	0.10
China	6.00	6.56	6.00	6.00	6.50
Hong Kong	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
India	7.75	8.50	8.00	7.00	6.50
Indonesia	5.75	6.00	5.75	5.75	6.00
Corea	2.75	3.25	2.75	2.75	3.25
Malasia	3.00	3.00	3.00	3.25	3.50
Filipinas	3.50	4.50	3.50	3.50	4.25
Singapur	0.40	0.45	0.40	0.40	0.40
Taiwán	1.88	1.88	1.88	1.88	2.13
Tailandia	2.75	3.25	2.75	3.50	3.50
Vietnam	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00

p/ Previsiones

FUENTE: CEIC y BBVA Research.

**Fuente de información:**

[http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/130218\\_Asia\\_Outlook\\_Q1\\_tcm346-378597.pdf?ts=132013](http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/130218_Asia_Outlook_Q1_tcm346-378597.pdf?ts=132013)

## **Perspectivas América Latina: gestionando el éxito (BBVA Research)**

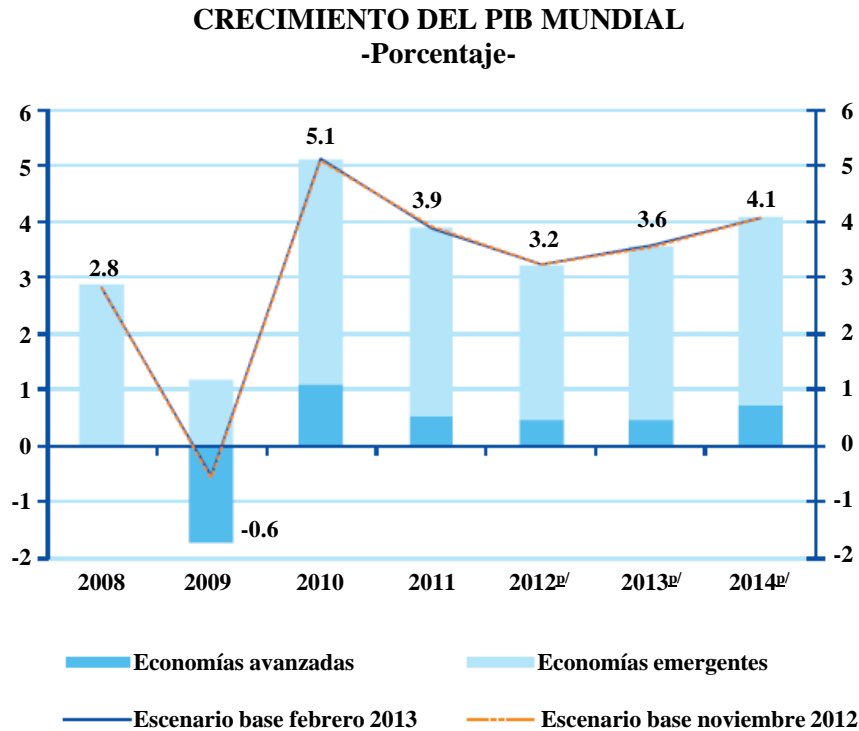
El 26 de febrero de 2013, la sección de Análisis Económico de *BBVA Research* dio a conocer el documento *Perspectivas América Latina: gestionando el éxito* el cual se presenta a continuación.

### **Principales mensajes**

1. La percepción del escenario económico global ha mejorado con la caída de las tensiones financieras, particularmente en Europa, y con el acuerdo para evitar por ahora el “abismo fiscal” en Estados Unidos de Norteamérica.
2. América Latina aumentará su crecimiento del 2.8% en 2012 a 3.6% en 2013 y 3.7% en 2014. De este modo, irá convergiendo hacia su potencial, impulsada por la demanda interna. Brasil aumentará su crecimiento hasta 4% en 2014.
3. Uruguay crecerá 4.2% en 2013 y 4.1% en 2014, apoyado en el consumo. La inflación se mantendrá como la principal preocupación y el peso continuará fuerte, aunque experimentará una ligera depreciación hacia delante.
4. La región deberá gestionar el éxito. Deberá encontrar fórmulas para moderar las presiones a la apreciación de los tipos de cambio vigilando posibles excesos internos derivados de la entrada de flujos de capitales.

## 1. Economía mundial: mejora la percepción del escenario económico global

### Mejora la percepción del escenario económico global



<sup>p/</sup> Previsiones.

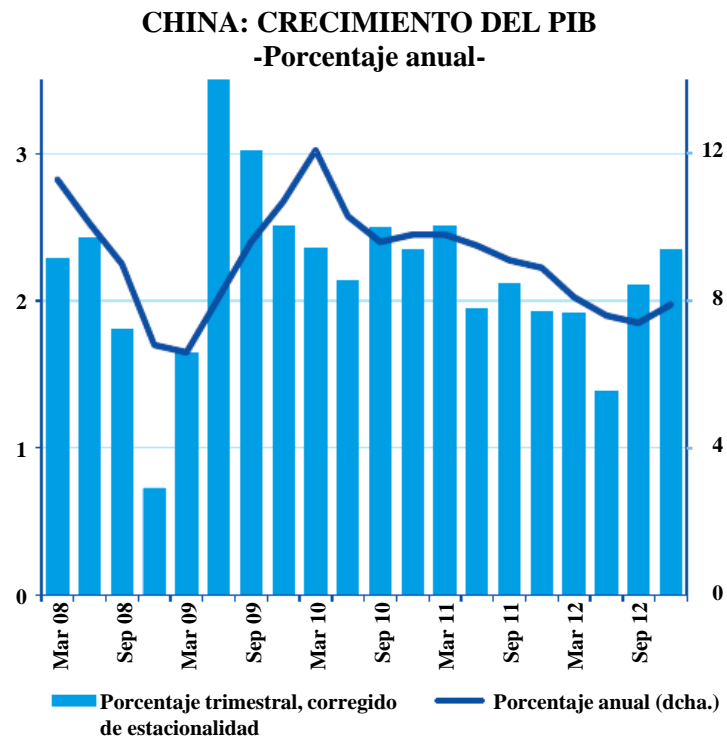
FUENTE: BBVA Research.

La mejora de la confianza se traducirá en una mejora de la actividad.

Los avances de gobernanza en Europa y acuerdos adicionales sobre el déficit fiscal en Estados Unidos de Norteamérica son condiciones necesarias para la recuperación.

Los escenarios de riesgo más extremo son menos probables ahora gracias a la reacción de las políticas económicas.

## Las economías emergentes mejoran sus expectativas



FUENTE: BBVA Research.

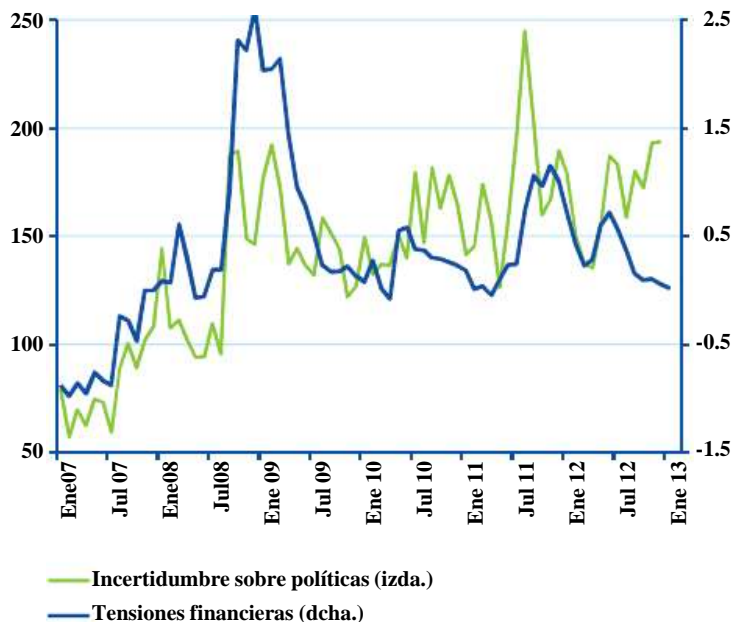
La mejora de las expectativas de la economía china es un factor de soporte de la economía mundial.

La inversión, respaldada por las políticas de estímulo, y las exportaciones al resto de Asia y Estados Unidos de Norteamérica están detrás de la reactivación del crecimiento en China.

A mediano plazo el consumo ha de tomar el relevo como soporte del crecimiento de China.

## Estados Unidos de Norteamérica resiste el impacto de la incertidumbre fiscal

**ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA RESISTE EL IMPACTO DE LA INCERTIDUMBRE FISCAL**



FUENTE: BBVA Research.

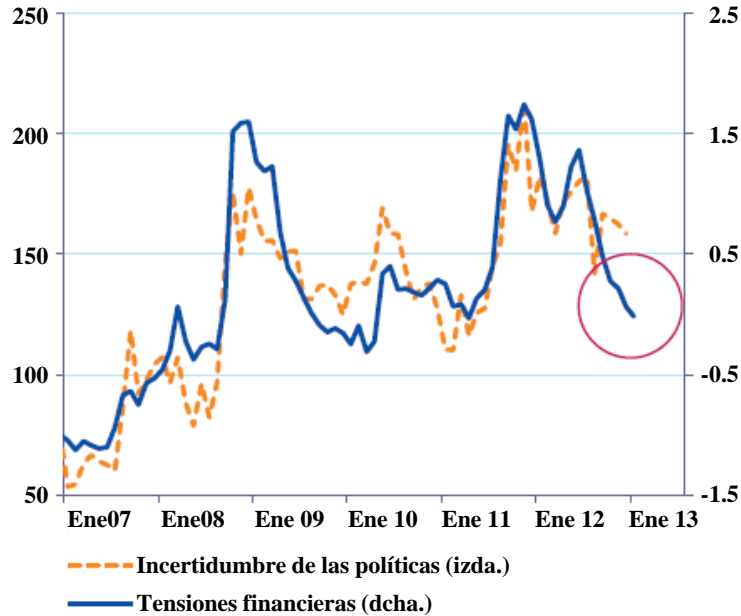
La incertidumbre sobre las políticas económicas no impide la reducción de las tensiones financieras ...

... lo que permite que el consumo privado mantenga crecimientos cercanos a los de antes de la crisis.

La extraordinaria expansión monetaria contrarresta el potencial impacto de la incertidumbre fiscal en el desempeño de la economía.

## Unión Económica y Monetaria (UEM): menor percepción de riesgo mientras se avanza hacia la unión bancaria

### EUROZONA: INDICADORES DE INCERTIDUMBRE ECONÓMICA



FUENTE: BBVA Research a partir de PolicyUncertainty.com.

### ¿Qué ha ocurrido desde el verano?

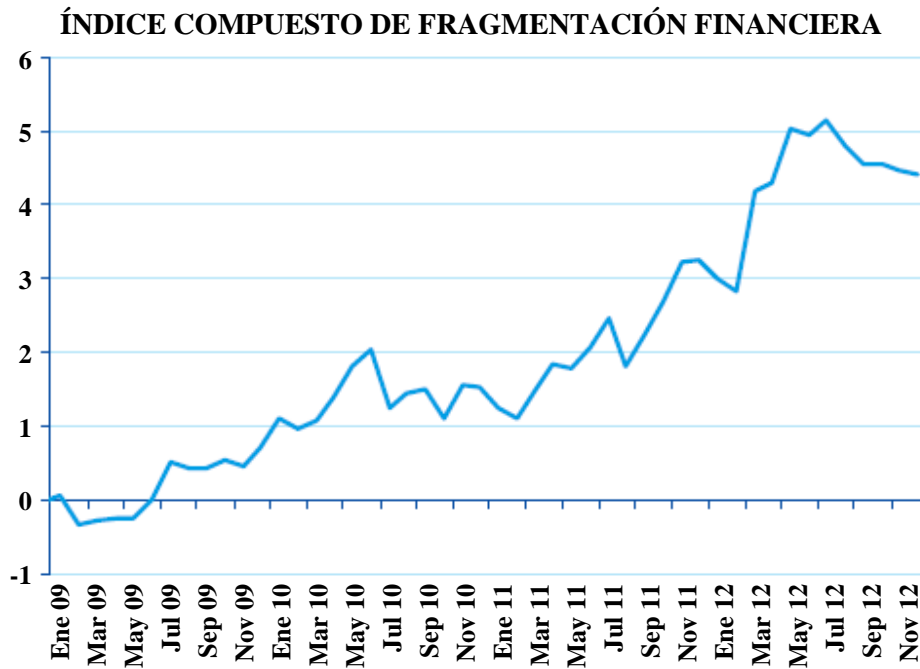
1. El Banco Central Europeo (BCE) se compromete a hacer “lo que sea necesario” para preservar el euro.
2. Segundo rescate de Grecia: movimiento contundente frente al riesgo de ruptura del euro.
3. Consejo de la Unión Europea (UE): decisivo y continuo movimiento hacia la unión bancaria.

Los flujos de capital retornan a Europa, y no solo a la periferia; las tensiones financieras se reducen.

## UEM: menor percepción de riesgo mientras se avanza hacia la unión bancaria

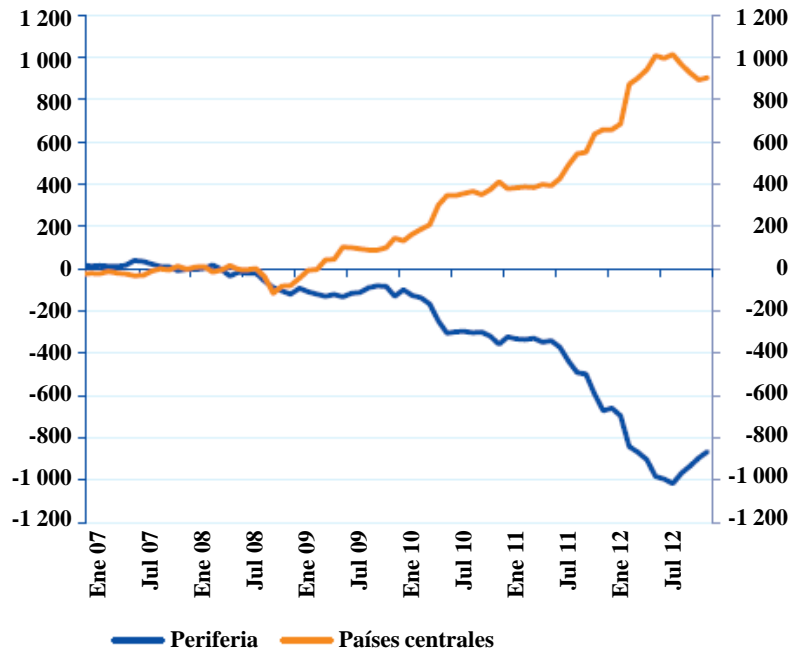
Unión fiscal	Unión bancaria
Tras la cumbre de diciembre, los avances en la unión fiscal han sido postpuestos	Regulación y supervisión única en 2014
El tratado de estabilidad y el llamado <i>Six Pack</i> parecen suficientes por el momento ...	Mecanismo de resolución única y recapitalización directa a desarrollar en 2013 ...
... sin compromisos con mutualización de deuda o controles adicionales de los presupuestos	... sin compromisos para la implementación de un fondo europeo de garantía de depósitos

## A pesar de los avances, la fragmentación financiera continúa siendo elevada



FUENTE: BBVA Research.

**BALANCE NETO CON EL EUROSISTEMA**  
**-Miles de millones de euros-**



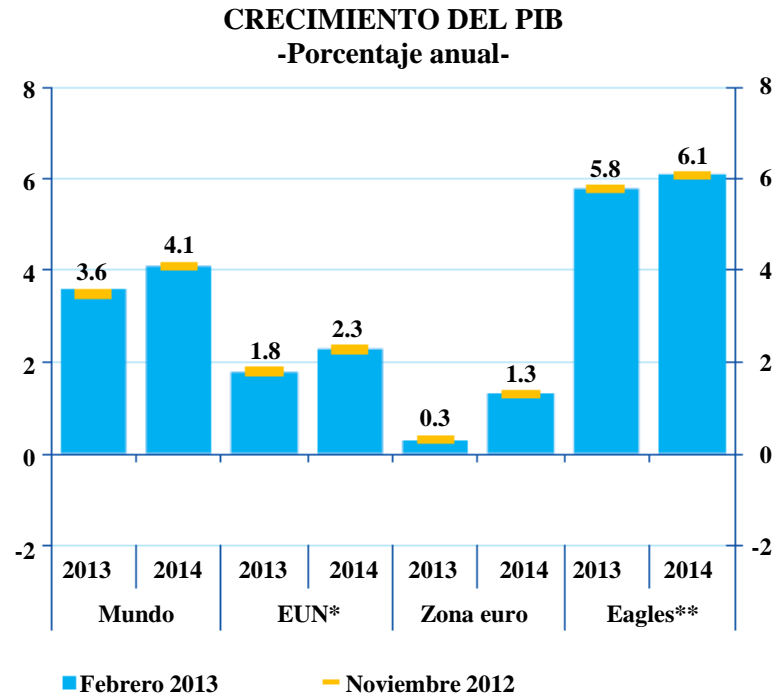
FUENTE: BBVA Research a partir de Bloomberg.

**Factores de riesgo del escenario global**





## El crecimiento seguirá siendo muy heterogéneo



\* Estados Unidos de Norteamérica.

\*\* Economías Emergentes y Líderes del Crecimiento (China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán).

FUENTE: BBVA Research.

## Un mundo a tres velocidades

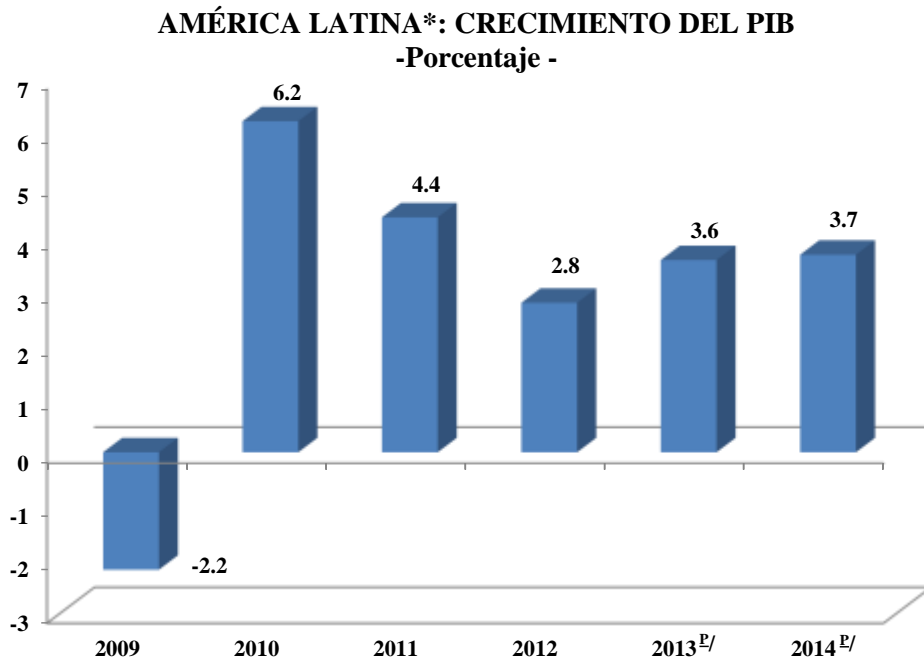
La elevada dispersión en los ritmos de crecimiento se mantiene.

Los EAGLEs han mostrado su resistencia frente a la crisis, reforzando el paradigma de “new normal”.

Zona euro: mejoran las expectativas pero la recuperación será lenta, heterogénea y vulnerable.

## 2. América Latina aumentará su crecimiento en 2013

La región aumentará su crecimiento de 2.8% en 2012 a 3.6% en 2013 y 3.7% en 2014



\* Promedio ponderado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Panamá, Paraguay, Perú, México, Uruguay y Venezuela.

<sup>p/</sup> Previsiones.

FUENTE: BBVA Research.

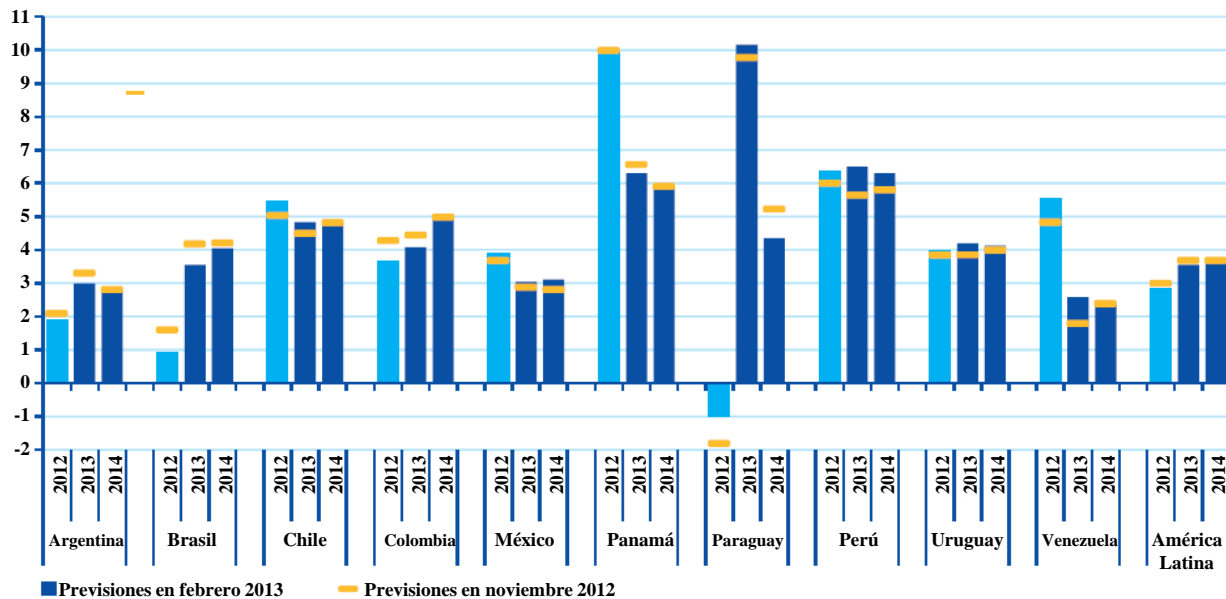
Gradual recuperación del crecimiento ya a partir del primer trimestre de 2013, por la recuperación de Brasil, Argentina y Colombia.

Convergencia al crecimiento potencial de la región, cercano al 4 por ciento.

El crecimiento continuará apoyándose en la robusta demanda interna y en altos precios de las materias primas.

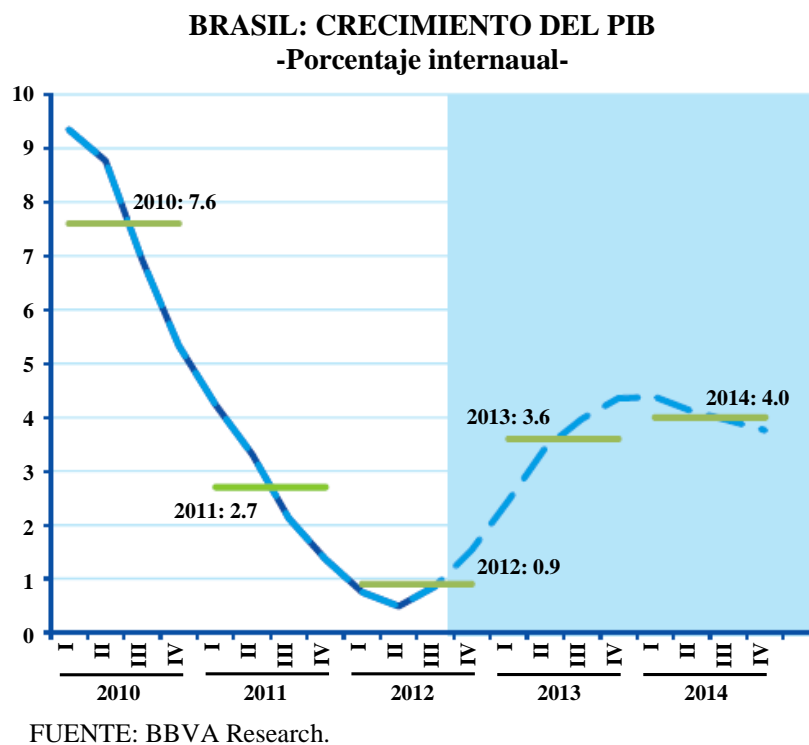
### Destacará el crecimiento en los países andinos, Paraguay, Panamá y Uruguay

**PAÍSES DE AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO DEL PIB 2012-2014**  
-Porcentaje -



FUENTE: BBVA Research.

**Brasil: recuperación de la actividad en 2013 sigue siendo el escenario más probable ...**

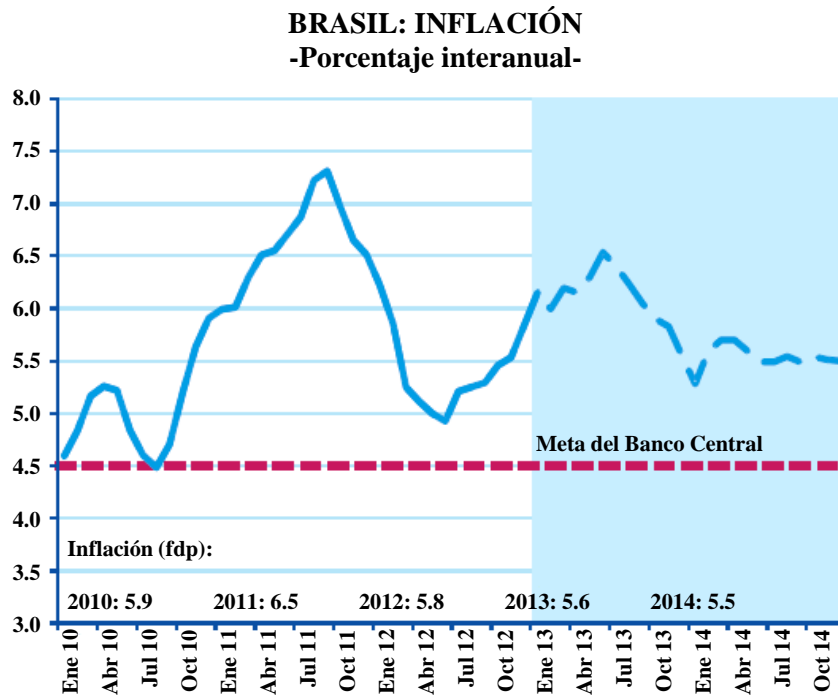


Sorpresas a la baja en el crecimiento en los últimos trimestres.

Recuperación —lenta y frágil— debe continuar en 2013.

Crecimiento potencial en 3.5% si se apuesta por programa de reformas.

**... pero es un escenario no exento de riesgos (internos)**



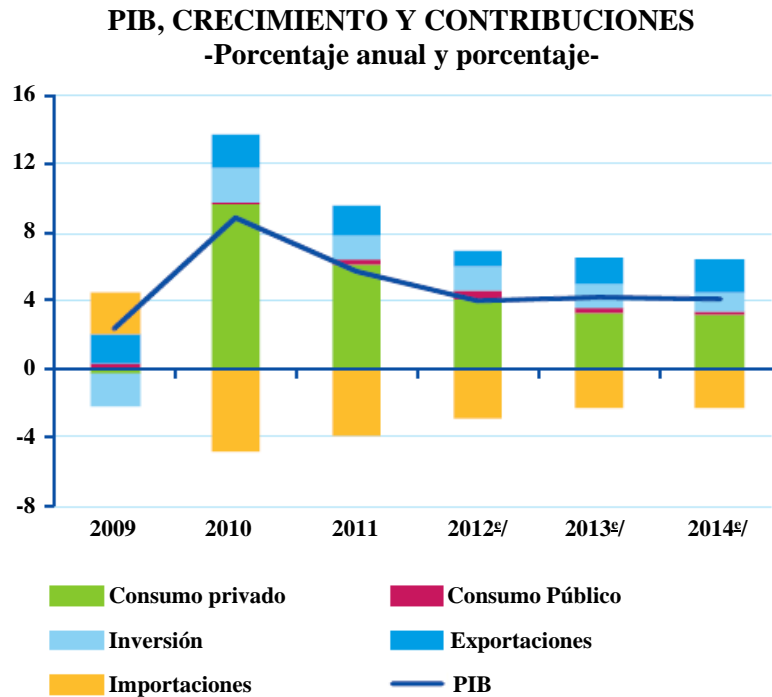
FUENTE: BBVA Research.

### Brasil: riesgos a las previsiones centrales

1. Inflación.
2. Agotamiento del modelo de crecimiento.
3. Intervencionismo y riesgo regulatorio.
4. Excesiva expansión del crédito (principalmente del crédito público).

### 3. Uruguay: crecimiento y flexión de la inflación

#### Uruguay: crecimiento del PIB converge al 4%, alrededor de su potencial



El consumo sigue como principal motor en la tracción de la actividad.

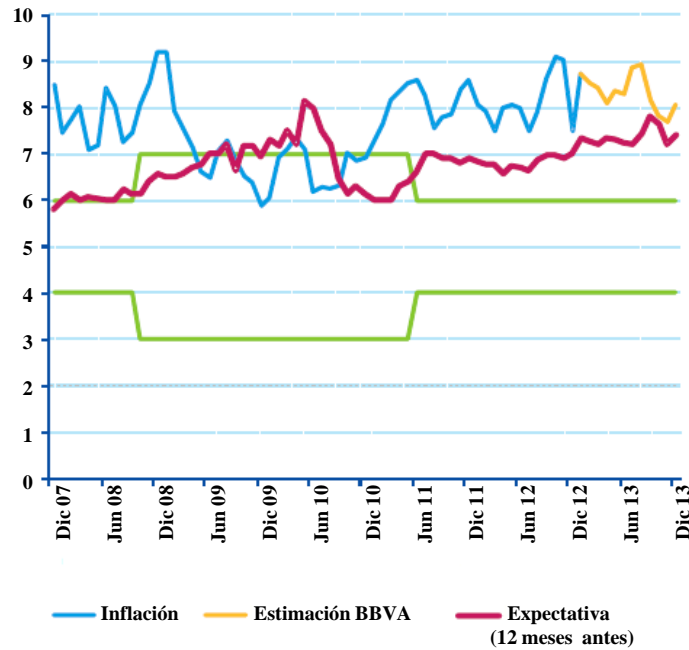
La demanda externa recupera en línea con Brasil y Argentina.

La inversión sigue creciendo, ubicándose en el 21% del Producto Interno Bruto (PIB).

El desempleo en mínimos. El mercado laboral coloca una restricción al PIB potencial.

## Inflación: la principal preocupación macroeconómica

**INFLACIÓN, EXPECTATIVAS Y BANDA OBJETIVO**  
-Variación porcentual anual-



FUENTE: BBVA Research.

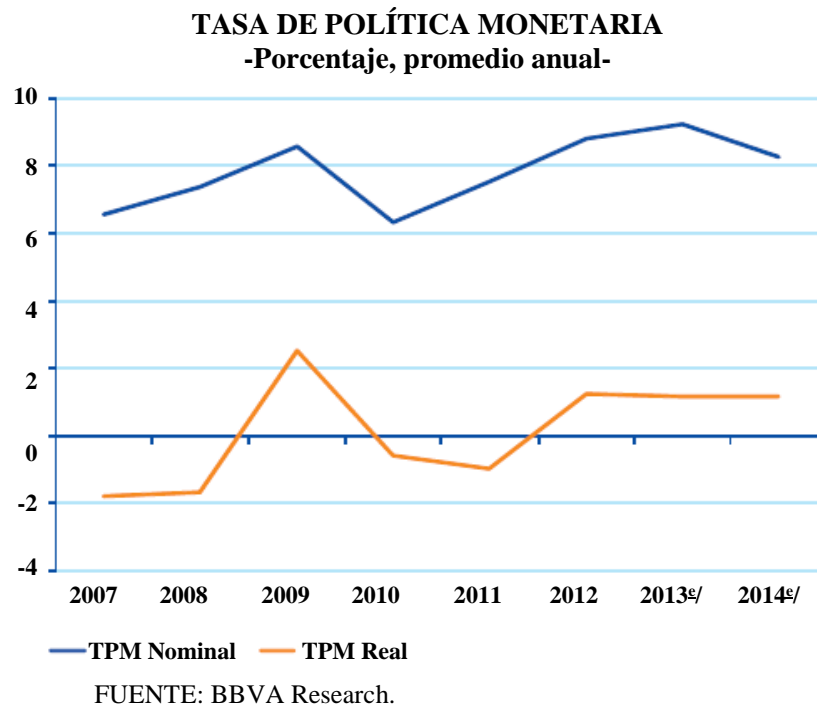
Inflación se mantendrá elevada y fuera del rango objetivo.

La fortaleza de la demanda interna, por el aumento de salarios reales, impulsa los precios.

Bajas esperadas en algunos alimentos mitigarían la inflación.

Las expectativas siguen fuera del objetivo, BBVA Research no descarta nuevo uso de medidas heterodoxas.

## Política Monetaria, en pausa durante 2013



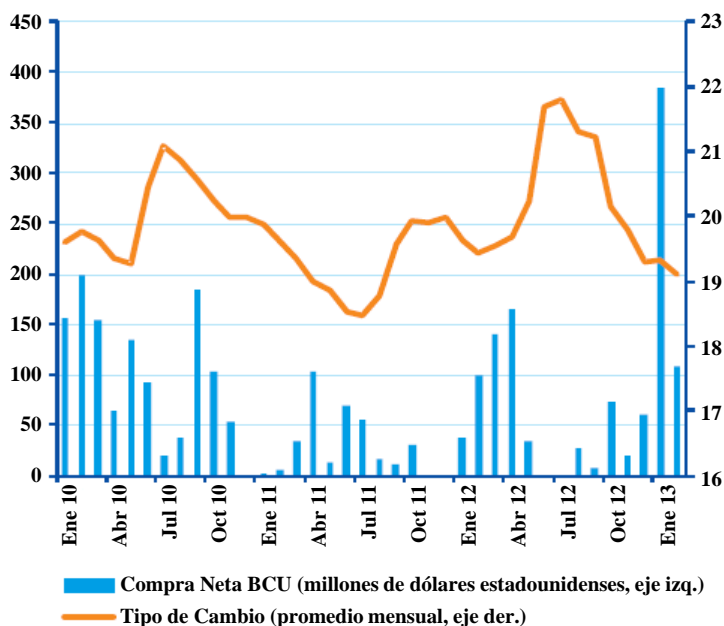
La tasa real se mantendrá en terreno positivo durante el próximo bienio.

La apreciación del Peso pone límite a una actitud más “hawkish” del Banco Central de Uruguay (BCU).



### Peso fuerte, ¿el precio del éxito?

INTERVENCIÓN FX Y TIPO DE CAMBIO NOMINAL



FUENTE: Bloomberg.

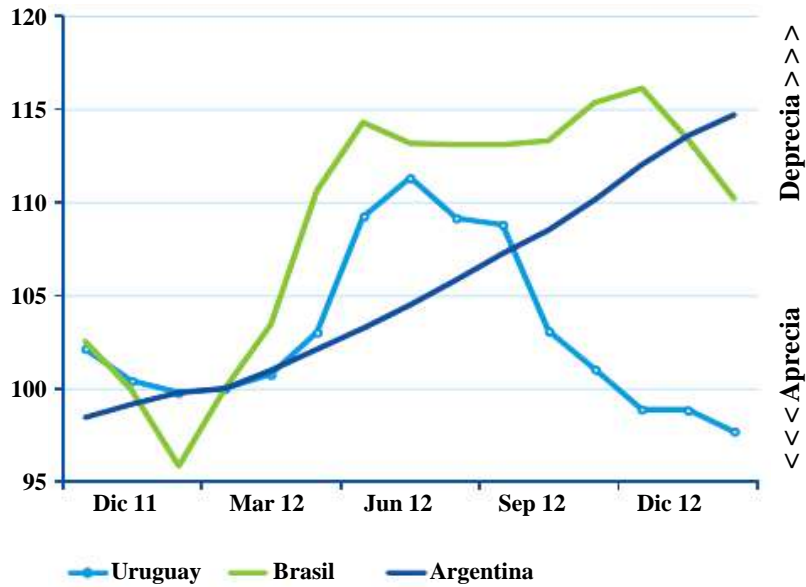
Elevada liquidez internacional y el Investment Grade estimulan la entrada de capitales.

El BCU, con récord de compras, trata de mitigar el dilema monetario sin grandes éxitos.

La mejoría en las condiciones internacionales mantendrá el atractivo del “carry trade”.

No se descarta la implementación de nuevas medidas macroprudenciales.

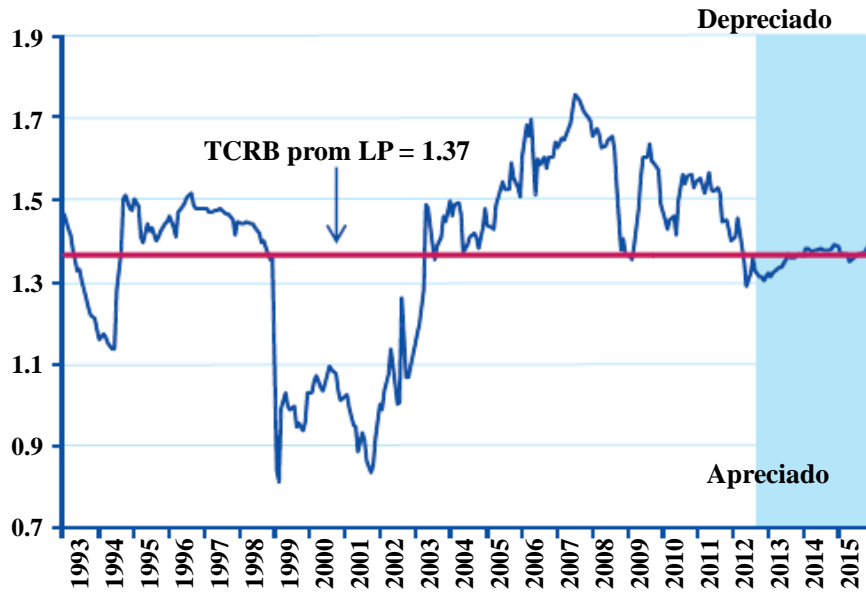
**EVOLUCIÓN TIPO DE CAMBIO NOMINAL**  
**-Promedio mensual, marzo 2012=100-**



FUENTE: Bloomberg.

Marcada apreciación nominal respecto a los socios comerciales.

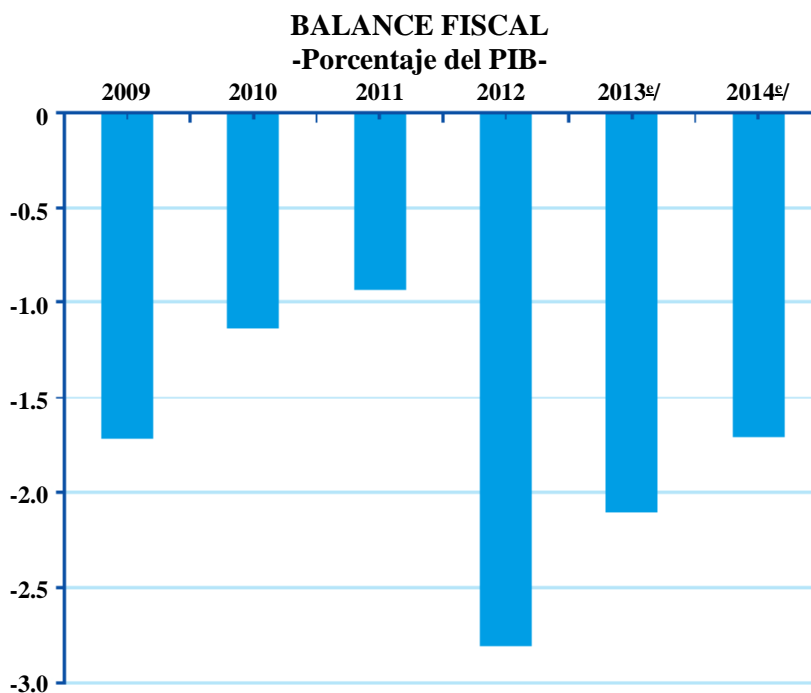
**EVOLUCIÓN TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL CON BRASIL**  
**-Promedio mensual, marzo 2012=100-**



FUENTE: Bloomberg, INE, IBGE.

Uruguay perdió competitividad con Brasil por la asimetría de política monetaria (TPM vs SELIC).

**Política fiscal acomodaticia**



FUENTE: MEF Uruguay y BBVA Research.

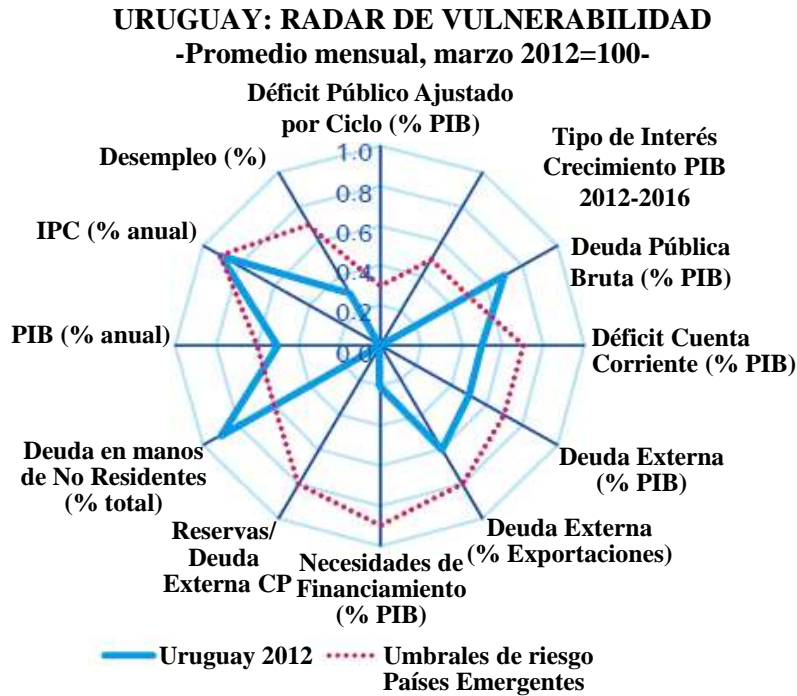
Impacto de la contención de precios regulados para moderar la inflación y alzas salariales.

El 2013 y 2014 mejora el resultado, pero se mantiene el sesgo expansivo.

El plan de pre financiamiento y el apetito por papeles de Uruguay aseguran el financiamiento de la brecha fiscal.

## Uruguay: escasa vulnerabilidad a choque externo

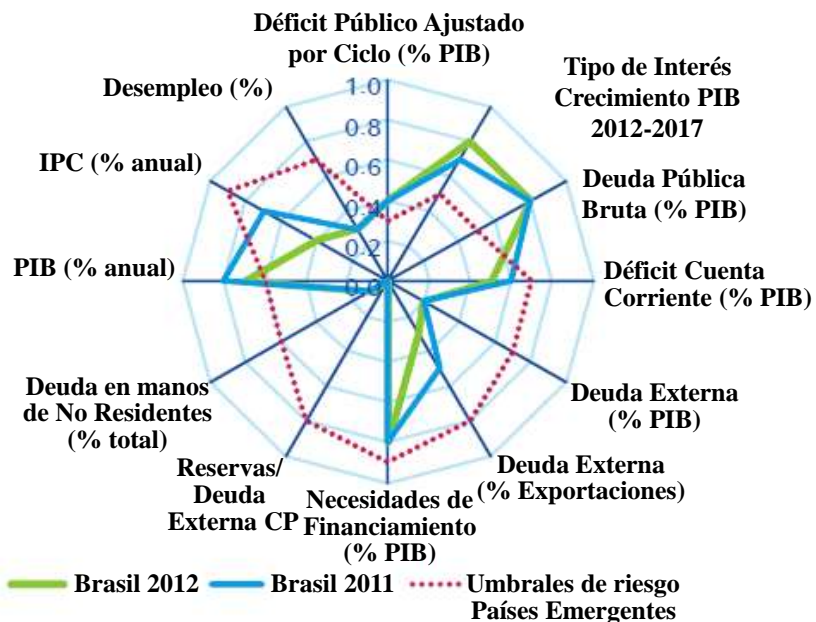
- Variables macroeconómicas por debajo del umbral de riesgo (luz amarilla en inflación).
- Indicadores de liquidez muestra muy baja vulnerabilidad (deuda de corto plazo y necesidades financieras).
- Solvencia externa: déficit en cuenta corriente y endeudamiento externo en niveles manejables.
- Se requiere continuar reduciendo la exposición del sector público como porcentaje del PIB y al sector externo.



FUENTE: BBVA Research y Haver.

### BRASIL: RADAR DE VULNERABILIDAD

-Promedio mensual, marzo 2012=100-

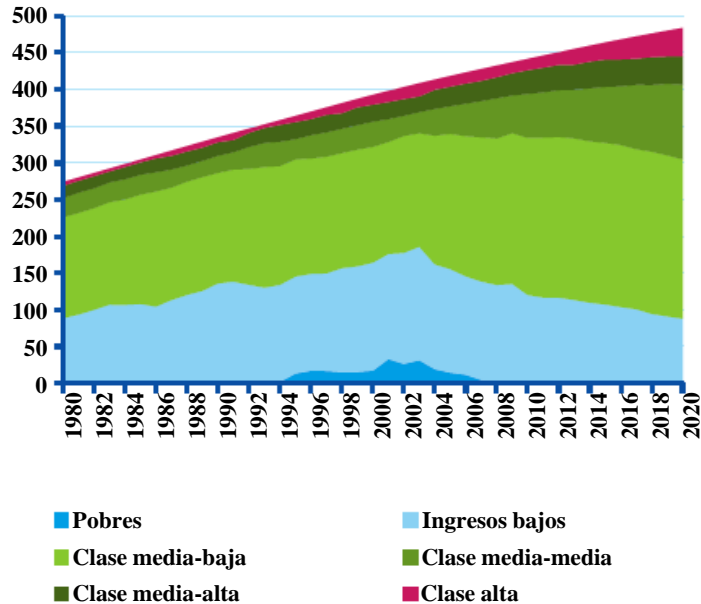


FUENTE: BBVA Research y Haver.

#### 4. Los retos de gestionar el éxito en Latam

##### El “nuevo normal” de América Latina: alto crecimiento y baja vulnerabilidad

**POBLACIÓN EN AMÉRICA LATINA POR RANGO DE PIB PER CÁPITA**  
-Millones de personas-



FUENTE: BBVA Research.

Menor vulnerabilidad económica: menores déficit fiscales y exteriores, menor deuda.

Mayor profundización financiera.

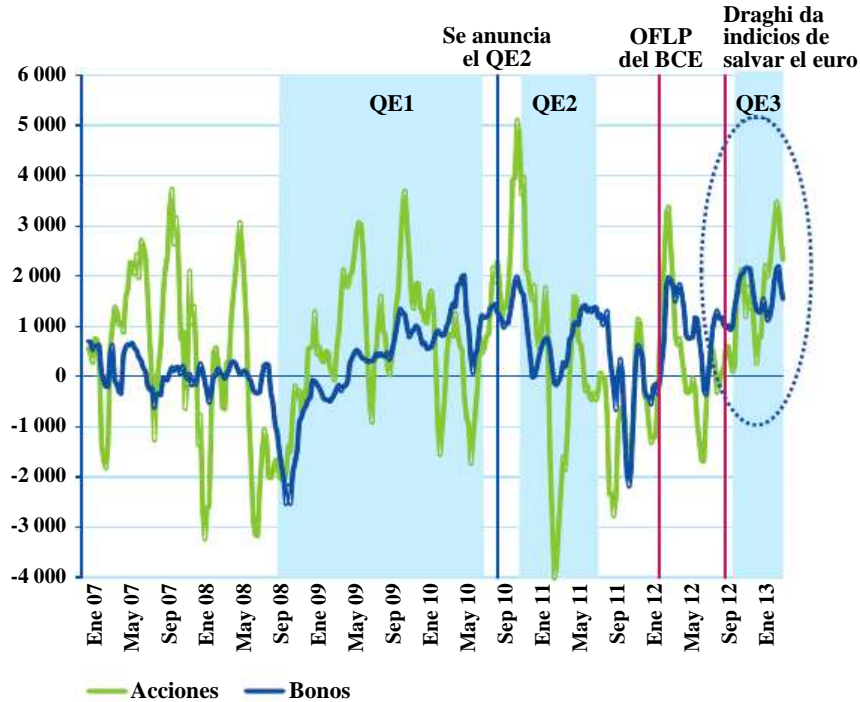
Mayor estabilidad institucional.

Consolidación de las clases medias: apoyo al proceso de reformas, la economía de mercado y barrera frente al populismo.

Círculo virtuoso entre aumento de renta per cápita, clases medias, apoyo a políticas prudentes y crecimiento.

**La región seguirá siendo muy atractiva para los inversionistas internacionales ...**

**FLUJOS DE ENTRADA DE CAPITAL A AMÉRICA LATINA**  
-Millones de dólares-



FUENTE: BBVA Research y EPFR.

**Flujos de entrada de capitales a América Latina**

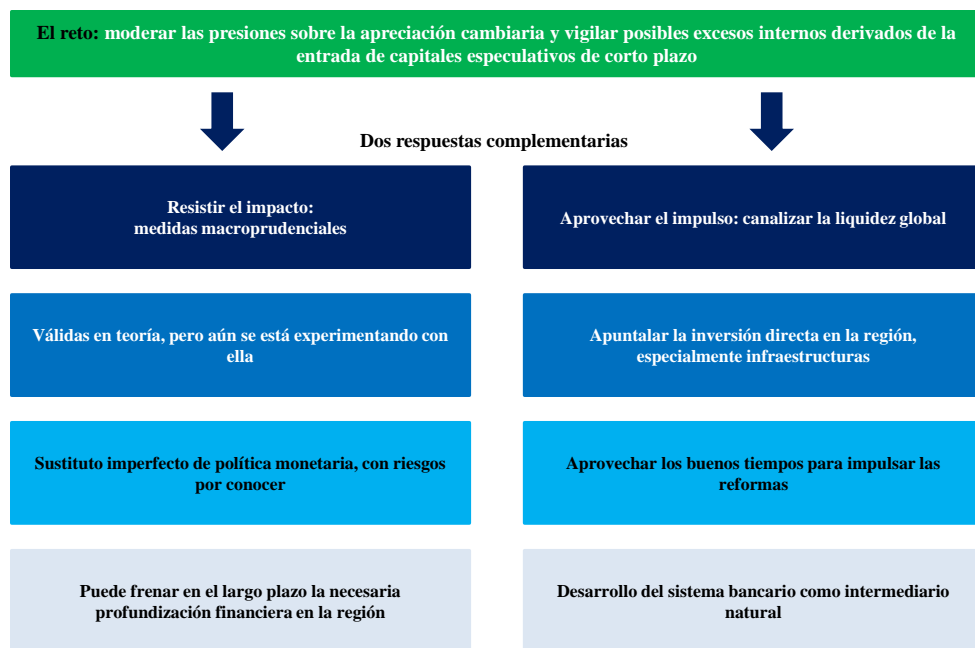
Expansión de liquidez en economías desarrolladas.

Alto crecimiento.

Baja vulnerabilidad.

Mayor flexibilidad cambiaria y apertura financiera que Asia.

**... lo que obligará a la región a gestionar el éxito**



### Principales mensajes

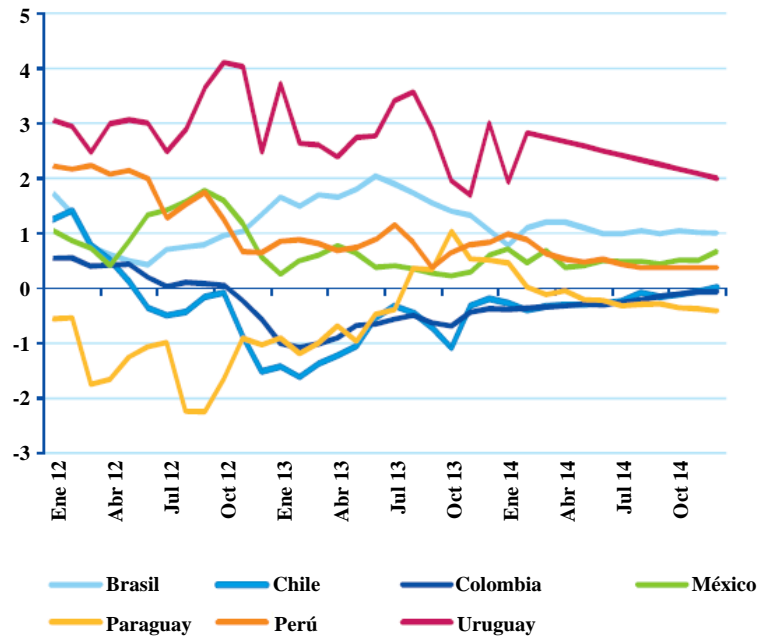
1. La percepción del escenario económico global ha mejorado con la caída de las tensiones financieras, particularmente en Europa, y con el acuerdo para evitar por ahora el “abismo fiscal” en Estados Unidos de Norteamérica.
2. América Latina aumentará su crecimiento del 2.8% en 2012 a 3.6% en 2013 y 3.7% en 2014. De este modo, irá convergiendo hacia su potencial, impulsada por la demanda interna. Brasil aumentará su crecimiento hasta 4% en 2014.
3. Uruguay crecerá 4.2% en 2013 y 4.1% en 2014, apoyado en el consumo. La inflación se mantendrá como la principal preocupación y el peso continuará fuerte, aunque experimentará una ligera depreciación hacia delante.
4. La región deberá gestionar el éxito. Deberá encontrar fórmulas para moderar las presiones a la apreciación de los tipos de cambio vigilando posibles excesos internos derivados de la entrada de flujos de capitales.



## Anexo 1: Inflación y tipos de interés en América Latina

**La inflación sigue bien anclada en los países andinos y en México. Aumentan las presiones en Brasil**

**INFLACIÓN EN PAÍSES CON OBJETIVOS DE INFLACIÓN**  
-Porcentaje interanual-



FUENTE: BBVA Research y Haver.

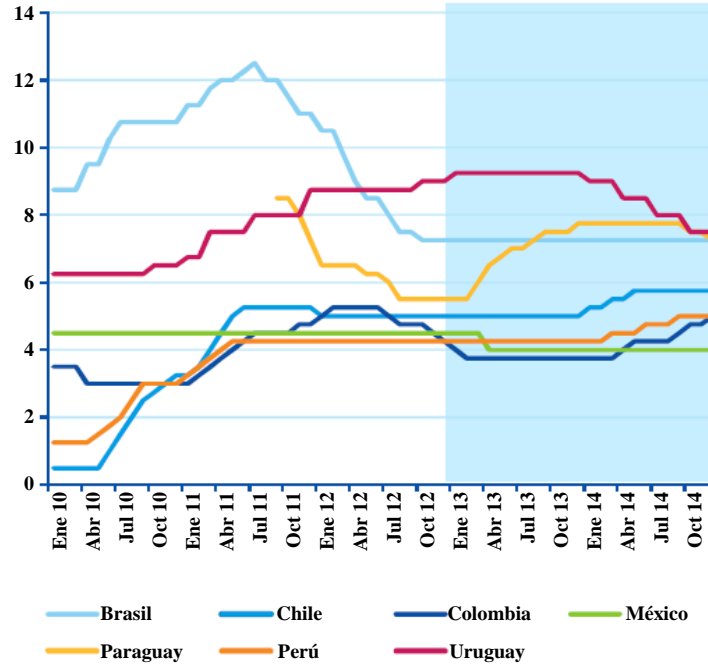
La inflación cerró 2012 dentro del rango meta en la mayoría de países, excepto Chile (por debajo) y Uruguay (por encima, pero a la baja).

La inflación se mantendrá dentro de los rangos objetivos en 2013 y 2014, salvo Uruguay.

En Brasil, las presiones inflacionarias seguirán acumulándose en 2013. Se mantendrá contenida por recorte de impuestos y manejo de precios administrados.

## Los bancos centrales se mantendrán en un compás de espera, salvo Colombia, México y Paraguay

### TIPO DE INTERÉS OFICIAL EN PAÍSES CON OBJETIVOS DE INFLACIÓN -Porcentaje-



FUENTE: BBVA Research y Haver.

Equilibrio precario entre incertidumbre aún sobre el exterior y fuerte demanda interna.

Tipos de interés estables en 2013 en Perú, Chile, Brasil y Uruguay.

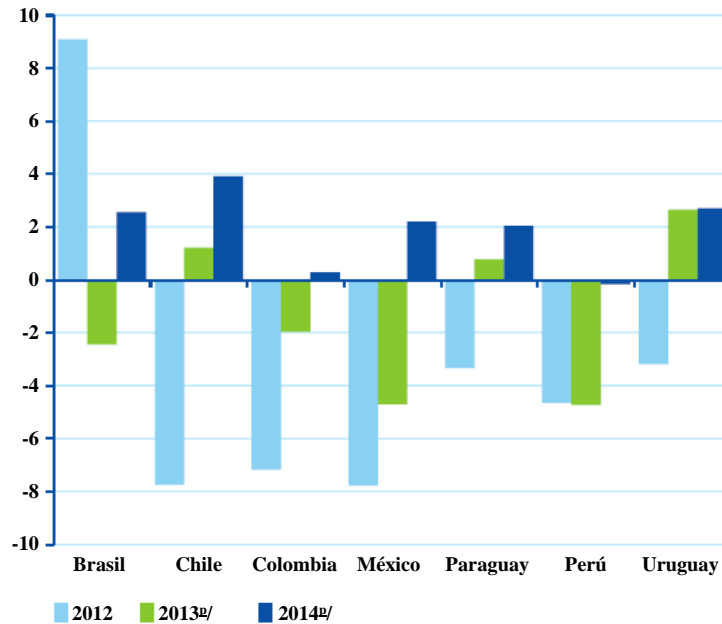
Reducción de tipos en México y Colombia por menores presiones inflacionarias.

Aumento en Paraguay para mantener inflación en el objetivo.

Política monetaria menos laxa en 2014, excepto en México, Brasil y Uruguay.

**Se retomará una leve tendencia a la apreciación de los tipos de cambio**

**VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR  
EN PAÍSES CON OBJETIVOS DE INFLACIÓN  
-Porcentaje enero-diciembre-**



FUENTE: BBVA Research y Haver.

Se retomará la senda de leve apreciación a medida que se vayan reduciendo más las tensiones financieras internacionales ...

Se mantendrá el activismo en varios países para moderar la apreciación.

Crecientes dilemas en algunos bancos centrales, como Perú, entre demanda interna robusta y presiones a la apreciación del tipo de cambio.

**Anexo 2: Previsiones Macroeconómicas para Uruguay****URUGUAY: PREVISIONES MACROECONÓMICAS**

	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
PIB (% anual)	2.4	8.9	5.7	4.0	4.2	4.1	4.0
Demanda Interna (% anual)	-1.7	11.6	7.5	5.7	4.6	4.2	4.2
Inflación (% anual, fdp)	5.9	6.9	8.6	7.5	8.0	7.0	5.6
Inflación (% anual, prom)	7.1	6.7	8.1	8.1	7.8	7.4	6.2
Tipo de Cambio (vs USD, fdp)	19.64	19.89	19.92	19.29	19.8	20.3	22.2
Tasa de Interés (% , fdp)	8.00	6.50	8.75	9.0	9.3	7.5	6.8
Resultado Fiscal (% PIB)	-1.7	-1.1	-0.9	-2.8	-2.1	-1.7	-1.2
Cuenta Corriente (% PIB)	-1.2	-1.9	-2.9	-3.8	-3.3	-3.0	-3.0

FUENTE: BBVA Research.

**Fuente de información:**

[http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/130226\\_Perspectivaslatamgestionandoexito\\_tcm346-379402.pdf?ts=632013](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/130226_Perspectivaslatamgestionandoexito_tcm346-379402.pdf?ts=632013)