

# Situación económica

## China

Agosto de 2011  
Análisis Económico

- **El crecimiento del PIB de China se ha ido moderando a lo largo de 2011**, en línea con los esfuerzos de las autoridades para evitar el recalentamiento y conseguir un aterrizaje suave.
- **Sin embargo, los esfuerzos por enfriar la economía no han podido frenar el aumento de la inflación.** Como respuesta, se han tomado más medidas de ajuste en la política monetaria; y con la caída de los precios de los alimentos y de las materias primas, es bastante probable que la inflación descienda en lo que queda de año.
- **El ciclo de ajuste de la política parece estar acercándose a su fin.** Aunque nuestro escenario central anticipa una subida adicional de los tipos de interés, el aumento de los riesgos a la baja en el entorno externo podría hacer que las autoridades se mantengan a la espera.
- **Los riesgos de cara al futuro están ahora más equilibrados.** Los riesgos de recalentamiento se han moderado, mientras que los riesgos a la baja se han incrementado como consecuencia de la incertidumbre mundial. Si la demanda externa se debilita, la política tendrá margen para amortiguar sus efectos sobre el crecimiento interno.

## Índice

1. Resumen: la política se sitúa en el centro de la perspectiva económica.....	4
2. Moderación del crecimiento.....	6
3. Un aterrizaje suave.....	12
4. Los riesgos están más equilibrados.....	14
5. Tablas.....	15

Fecha de publicación: 10 de agosto de 2011

## Resumen

**El crecimiento económico de China se ha ido moderando a lo largo de 2011, en línea con los esfuerzos de las autoridades para evitar el recalentamiento y conseguir un aterrizaje suave.**

Bajo los efectos de una combinación de medidas monetarias y macroprudenciales, el crecimiento del PIB se ha moderado, pero con un apoyo fiscal que le da el impulso suficiente para mantener la estabilidad de la economía ante las dificultades externas. El resultado es que el crecimiento del PIB se ha desacelerado hasta el 9,7% a/a y el 9,5% a/a en el primer y el segundo trimestre respectivamente, unas cifras todavía fuertes pero por debajo del 10,3% registrado en el conjunto de 2010.

**Sin embargo, los esfuerzos por enfriar la economía no han podido frenar el aumento de la inflación.**

La inflación llegó al 6,5% a/a en julio, muy por encima del nivel de confort de las autoridades del 4%, impulsada por el gran aumento de los precios de los alimentos. Como respuesta, las autoridades han endurecido la política monetaria con nuevas subidas de los tipos de interés y de los coeficientes de reservas obligatorias durante todo el mes de junio y principios de julio. Además, han implementado medidas en el lado de la oferta para contener la subida de los precios de los alimentos.

**Mantenemos una perspectiva positiva para la economía china, en línea con nuestro escenario de aterrizaje suave y a pesar de que ha aumentado la fragilidad mundial.** Dado que el crecimiento del PIB del segundo trimestre se ha situado en línea con las expectativas y que los indicadores de alta frecuencia más recientes apuntan a una actividad sostenida aunque moderada, mantenemos nuestras previsiones del PIB en un 9,4% para 2011 y un 9,1% para 2012. Al mismo tiempo, elevamos nuestras perspectivas de inflación para 2011 hasta el 5,3% (promedio), basándonos en nuestras estimaciones de que la inflación ya ha llegado a su punto máximo y debería caer hasta el 4,0% a finales del año debido a la moderación de los precios de los alimentos y de las materias primas y a los efectos base favorables.

**El ciclo de ajuste de la política parece estar acercándose a su fin.** Nuestro escenario central anticipa un nuevo movimiento alcista de los tipos de 25 pb y posiblemente otra subida de 50 pb en el coeficiente de reservas obligatorias en lo que queda de año. Sin embargo, dado que se prevé una caída de la inflación y que los riesgos bajistas han aumentado debido a la incertidumbre del entorno externo, se reducen las probabilidades de que se tomen nuevas medidas de ajuste, como han señalado recientemente las autoridades.

**Por otro lado, creemos que se producirá una apreciación gradual de la moneda, en línea con nuestras previsiones anteriores.** Hasta la fecha, la apreciación del RMB se ha mantenido en línea con nuestras expectativas de apreciación anual del 4-5%. El gran superávit por cuenta corriente y el ritmo de la reciente acumulación de reservas crean el escenario propicio para una mayor apreciación.

**Los riesgos para las perspectivas están ahora más equilibrados que cuando publicamos nuestra actualización trimestral anterior el pasado mes de mayo.** En concreto, los riesgos de recalentamiento se han reducido como consecuencia de la moderación de las tendencias de crecimiento, mientras que los riesgos bajistas se han incrementado debido a las incertidumbres del entorno mundial. Aunque los mercados han mostrado en ocasiones su nerviosismo sobre la posibilidad de un aterrizaje brusco, consideramos que las probabilidades son remotas. Lo que sí es más probable es un escenario bajista por el debilitamiento de la demanda externa. Pero en caso de que se produjera, las autoridades tendrían margen político para amortiguar los efectos internos posponiendo nuevas medidas de ajuste monetario, desacelerando la apreciación de la moneda e implementando estímulos fiscales si es necesario.

**Nuestra perspectiva a medio plazo se basa en la previsión de un reequilibrio de la economía hacia la demanda interna, en particular hacia el consumo privado.** Esta previsión está en línea con las prioridades políticas del último plan quinquenal adoptado el pasado mes de marzo.

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

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

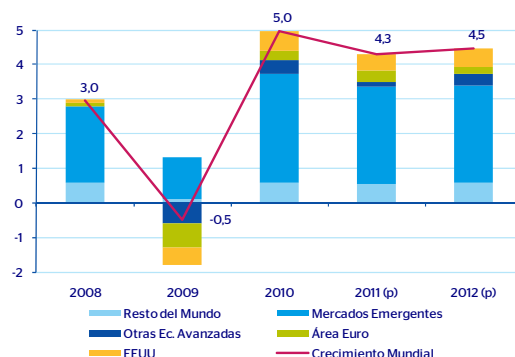
La economía mundial experimentó una ligera desaceleración en la primera mitad del año, principalmente en EE.UU., aunque también en algunos países emergentes. No obstante, debido a que los factores que subyacen en la desaceleración son en su mayoría temporales por naturaleza (altos precios del petróleo,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

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

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

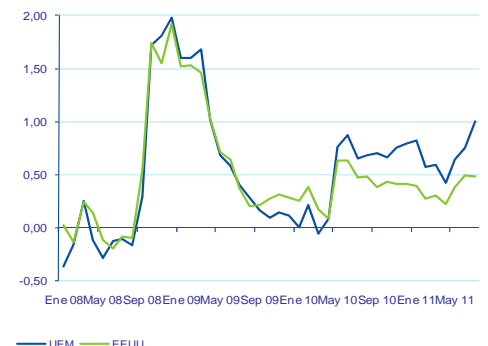
Finalmente, en las economías emergentes, las preocupaciones de recalentamiento han cedido ligeramente ya que las medidas de endurecimiento continúan ralentizando gradualmente el crecimiento en Asia y Latinoamérica, aunque las políticas fiscales permanecen todavía mayoritariamente en un nivel acomodaticio,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

Gráfico 1  
**Crecimiento del PIB global**



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2  
**BBVA Índice de Stress Financiero**



Fuente: BBVA Research

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

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

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

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

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

Hasta que no se adopten estas cuatro medidas, Europa se enfrentará a elevados diferenciales soberanos (no sólo en el caso de los países periféricos europeos) y a una mayor reestructuración de la deuda en el futuro. Mientras, Europa seguirá siendo objeto de "accidentes" debido a la fatiga por las reformas o a la fatiga por los rescates, lo que generaría una reestructuración de la deuda desordenada que podría tener un impacto mundial.

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

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

### **La política también es clave en muchos países en Latinoamérica.**

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

### **Las preocupaciones por el recalentamiento ceden en economías emergentes**

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

## 2. Moderación del crecimiento

Durante la primera mitad de 2011, las autoridades chinas han seguido tomando medidas para evitar el recalentamiento y dirigir la economía hacia un aterrizaje suave. Bajo los efectos de una combinación de medidas monetarias y macroprudenciales, el crecimiento del PIB se ha moderado, pero el apoyo fiscal ofrece el impulso suficiente como para mantener la estabilidad de la economía ante las dificultades externas derivadas del aumento de los precios del petróleo y las materias primas y del impacto del terremoto de Japón. Estos esfuerzos, sin embargo, no han podido evitar que la inflación subiera muy por encima de la zona de confort de las autoridades. Además, los mercados siguen nerviosos acerca de los riesgos de una desaceleración más abrupta, especialmente en vista del aumento de los riesgos para la economía mundial.

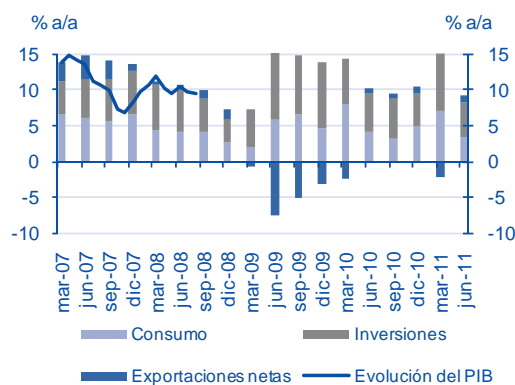
Pese a estos riesgos, mantenemos nuestra previsión del PIB para todo el año en el 9,4% para 2011 y el 9,1% para 2012. El crecimiento del segundo trimestre se situó en línea con nuestras previsiones anteriores del 9,5% a/a y las perspectivas para el escenario central siguen prácticamente sin cambios. No obstante, hemos revisado al alza nuestra previsión de inflación media para 2011 hasta el 5,3% (desde el 4,9% previsto anteriormente) debido a que el resultado de junio fue superior a lo esperado y el impulso inflacionista se transfiere al tercer trimestre.

### La moderación del 2T está en línea con un escenario de aterrizaje suave

El crecimiento del PIB se desaceleró en el segundo trimestre hasta el 9,5% desde el 9,7% (por encima de lo previsto) registrado en el 1T. La desaceleración se debe principalmente al debilitamiento del consumo y de la inversión (Gráfico 3). Según nuestras estimaciones, el crecimiento intertrimestral se desaceleró en el 1T del 2,3% al 2,1% desestacionalizado (aunque las cifras recientemente publicadas sobre el crecimiento en términos desestacionalizados muestran un pequeño repunte en el segundo trimestre hasta el 2,2% desde el 2,1% del 1T). En la primera mitad del año, los principales factores que contribuyeron al crecimiento fueron el consumo y la inversión (4,6 y 5,1 puntos porcentuales respectivamente); las exportaciones netas hicieron una pequeña aportación negativa, lo que contrasta con la gran contribución positiva de 2010 y es coherente con el actual reequilibrio de la economía hacia la demanda interna.

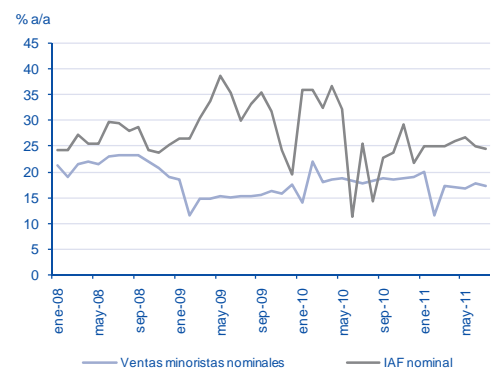
Hasta ahora, la tendencia a la moderación es alentadora, ya que se ha producido de forma gradual y los indicadores de crecimiento subyacente siguen siendo sólidos. Por ejemplo, los indicadores de actividad hasta julio muestran que las ventas minoristas se mantienen estables y las ventas de automóviles han experimentado un repunte (Gráfico 4). La inversión en activos fijos urbanos también se ha mantenido en un nivel superior al 25% a/a gracias a las actividades de las empresas propiedad del estado, que han servido para contrarrestar la desaceleración de la inversión de las empresas privadas a medida que se ha retirado parte del programa de subvenciones. En el lado de la oferta, la producción industrial también se ha mantenido sólida, coincidiendo en líneas generales con las expectativas del mercado. Y el índice de gerentes de compras (PMI) también se ha moderado, pero a un ritmo gradual, manteniéndose muy por encima de la zona crítica de expansión de 50 puntos (Gráfico 5).

Gráfico 3  
**El crecimiento del PIB ha sido impulsado por la fuerte demanda interna**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

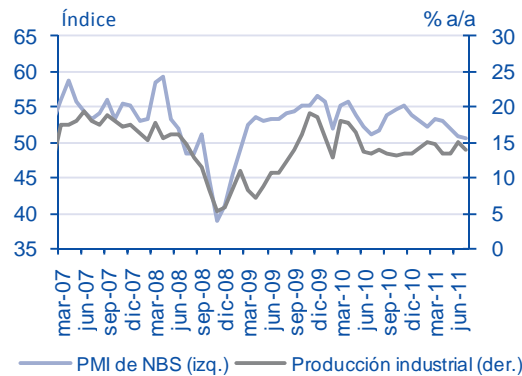
Gráfico 4  
**Los indicadores de inversión y consumo se sostienen**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

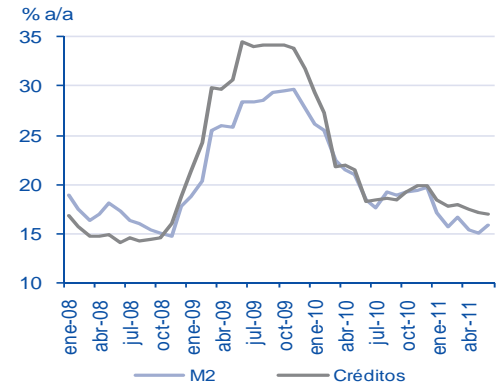
En cuanto a la política monetaria, el crecimiento del crédito y de la M2 está en general en línea con los objetivos de las autoridades (Gráfico 6). Los préstamos nuevos ascendieron en junio a 633.900 millones de RMB, por encima de los 551.600 millones de RMB de mayo, lo que implica un crecimiento interanual del crédito del 16,9%. Dicho esto, los préstamos nuevos de la primera mitad del año ascendieron a 4,2 billones de RMB, en línea, en términos generales, con lo que creemos que será el objetivo (no anunciado) de las autoridades para todo el año: 7,0-7,5 billones de RMB.

Gráfico 5  
**La moderación del PMI apunta a una desaceleración saludable**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6  
**El crecimiento del crédito y de la M2 está en términos generales en línea con los objetivos oficiales**



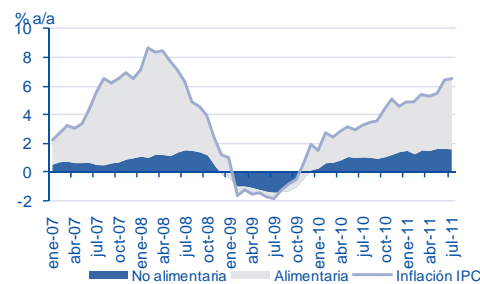
Fuentes: CEIC y BBVA Research

**Reto nº 1: el aumento de la inflación**

Una vez que el crecimiento se modera en línea con un aterrizaje suave, la inflación sigue siendo la preocupación predominante en la política monetaria. Continuando su tendencia alcista desde finales de 2009, los precios al consumo se han acelerado en el segundo trimestre y en junio llegaron al 6,4% a/a (Gráfico 7), por encima de las expectativas y el nivel más alto registrado en casi 3 años. Sin embargo, gran parte de este repunte se debe a los efectos base, ya que se ha producido cierta moderación en la inflación en términos intermensuales.

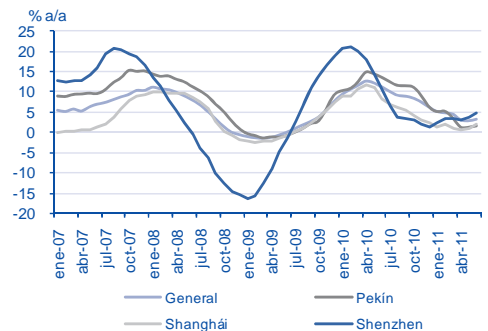
El incremento de la inflación interanual refleja una combinación de aumento de los precios de los alimentos, condiciones de liquidez laxas y efectos base. El aumento de los precios de los alimentos ha sido un motor clave de la inflación durante varios trimestres y fue especialmente pronunciado en junio y julio, cuando la inflación alimentaria aumentó más de un 14% a/a, debido principalmente al aumento de los precios del cerdo impulsado por la oferta. La inflación de los precios mayoristas también se mantiene elevada (7,5% a/a en julio) debido en parte a los precios más altos de las materias primas. Creemos que es probable que la inflación haya llegado a su nivel máximo a corto plazo. Por tanto, los precios de los alimentos deberían reducirse en breve a medida que desaparezcan los problemas de oferta y entren en acción los efectos base favorables, especialmente a partir de septiembre.

Gráfico 7  
**La inflación ha alcanzado nuevos máximos debido al incremento de los precios de los alimentos**



Fuente: estimaciones del CEIC y BBVA Research

Gráfico 8  
**El aumento de los precios inmobiliarios se modera**



Fuentes: CEIC y SEE del BBVA.

## Reto nº 2: frenar el incremento de los precios inmobiliarios

Además de la creciente inflación, frenar los riesgos de burbujas inmobiliarias es una de las preocupaciones actuales de la política. Como indicábamos en nuestro reciente informe anual [Situación inmobiliaria](#), el aumento de los precios inmobiliarios ha seguido moderándose bajo los efectos de las medidas de enfriamiento adoptadas por el gobierno. Entre otras, se han puesto en marcha medidas para absorber liquidez, restringir el crédito e intensificar las medidas macroprudenciales. En Shanghai y Shenzhen se ha introducido un impuesto sobre la propiedad a modo de prueba. A lo largo de los primeros siete meses del año, los gobiernos locales, especialmente los de algunas grandes ciudades que están sometidos a una presión creciente por parte del gobierno central, han establecido sus propios objetivos de precios de la vivienda y han implementado medidas directas que incluyen la imposición de restricciones sobre las compras. Las autoridades también han intensificado sus esfuerzos por construir viviendas asequibles. A nivel nacional, según los datos del NBS, estimamos que el incremento del precio de las propiedades residenciales ha caído desde el 5,0% a/a en el 1T hasta el 3,2% a/a en el 2T, continuando así la tendencia general a la moderación que viene registrándose desde el año pasado (Gráfico 8).

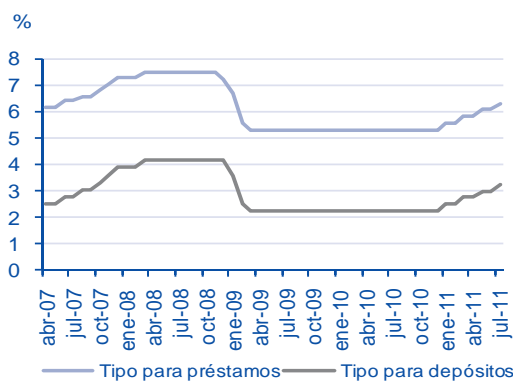
Nuestra estimación del grado de sobrevaloración de los precios actuales en relación con los fundamentos se ha reducido en comparación con nuestra valoración del año pasado, lo que se debe tanto a las mejoras efectuadas en nuestras técnicas de estimación, como a que el aumento de los precios reales se ha moderado. Además, el aumento que se ha producido en los precios de China en los últimos años no parece preocupante en comparación con las burbujas del ámbito internacional (EE. UU., España y Japón) y en vista de las fuertes perspectivas de crecimiento del PIB de China a medio plazo.

Pero a pesar de la saludable moderación del mercado inmobiliario, pueden existir bolsas de fuerte sobrevaloración en determinados sectores y ciudades. Desde hace ya algún tiempo, los precios están subiendo con mayor rapidez en las ciudades más pequeñas donde las medidas de enfriamiento no son tan estrictas como en las principales ciudades.

## Una mezcla de políticas de ajuste monetario y políticas fiscales que apoyan el crecimiento

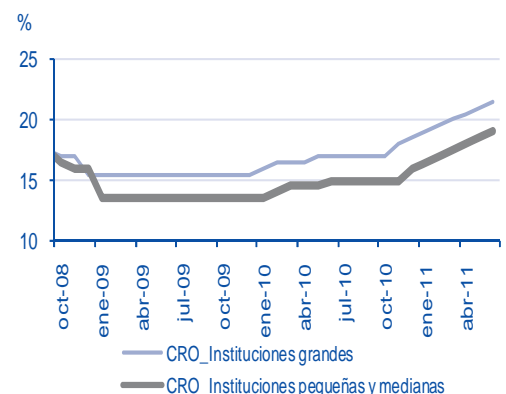
Las autoridades han seguido tomando medidas de ajuste monetario para controlar la inflación y evitar el recalentamiento. A comienzos de julio los tipos de interés subieron por quinta vez desde el pasado mes de octubre (Gráfico 9). Para retirar la liquidez, el BPdC también ha seguido aumentando el coeficiente de reservas obligatorias (CRO), de hecho con periodicidad mensual durante la primera mitad de 2011, lo que ha elevado el CRO de los grandes bancos comerciales hasta el 21,5%, su máximo histórico (Gráfico 10). Además, las autoridades endurecieron en junio la normativa sobre las ratios préstamo-depósito de los bancos al exigirles que informen de su ratio media diaria mensualmente en vez de hacerlo cada trimestre. Las medidas de ajuste, combinadas con normativas más estrictas, han restringido las condiciones de liquidez, como se ha visto en unos tipos repo interbancarios más altos y más volátiles (Gráfico 11). Dada la moderación del crecimiento y el aumento de los riesgos bajistas debido a la incertidumbre de las perspectivas externas, las autoridades han mostrado recientemente indicios de desacelerar el ritmo de ajuste monetario.

Gráfico 9  
**La subida en julio de los tipos de interés se suma a las cuatro subidas efectuadas desde octubre...**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 10  
**... con incrementos mensuales en el coeficiente de reservas obligatorias (CRO) hasta junio**

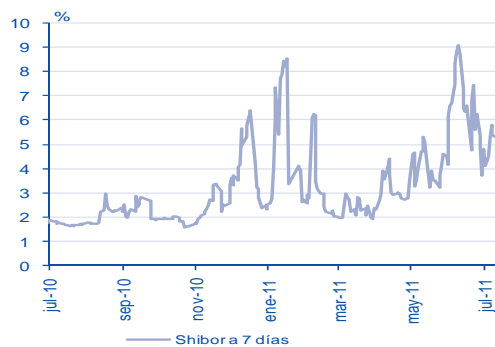


Fuentes: CEIC y BBVA Research



Tal como se esperaba, los mercados financieros han reaccionado de forma negativa a las medidas de ajuste y las tendencias bajistas se han agravado recientemente por la venta global. Los mercados bursátiles de China siguieron mostrando un rendimiento bajo en el segundo trimestre (Gráfico 12). La confianza de los mercados ha sido frágil, oscilando a veces entre la inquietud por un aterrizaje brusco y la inquietud por el recalentamiento. Como hemos observado antes, el aumento de la aversión al riesgo y el sentimiento desfavorable del mercado han aumentado las presiones bajistas sobre los mercados bursátiles chinos.

Gráfico 11  
**Los tipos de interés del mercado interbancario han aumentado debido a las medidas de ajuste**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 12  
**El mercado de valores de China ha seguido mostrando un comportamiento decepcionante**

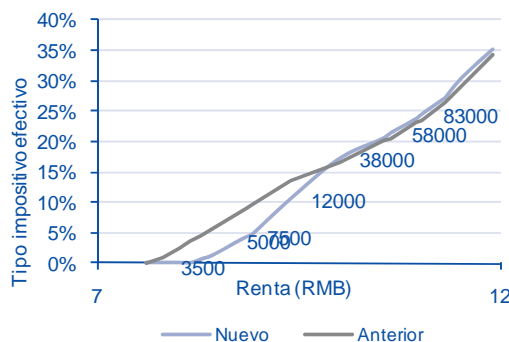


Fuentes: CEIC y BBVA Research

En general, las iniciativas de la política fiscal siguen apoyando el crecimiento. El umbral de los ingresos sujetos a imposición fiscal se elevará más de lo que se había previsto anteriormente (de 2.000 RMB a 3.500 RMB al mes) además de la reducción prevista en el número de tramos de 9 a 7, que entrará en vigor el 1 de septiembre. Los cambios tienen en parte como objetivo hacer que la estructura impositiva será más progresiva (Gráfico 13) con el fin de abordar la desigualdad de las rentas. Sin embargo, se prevé que el impacto general sobre el consumo y los ingresos será moderado debido a que los ingresos de China dependen relativamente poco de los impuestos sobre la renta (los ingresos fiscales del impuesto sobre la renta representan aproximadamente el 2,5% del PIB, según el Fondo Monetario Internacional) y debido también a los bajos índices de cumplimiento de las disposiciones fiscales, especialmente en los tramos de las rentas más altas.

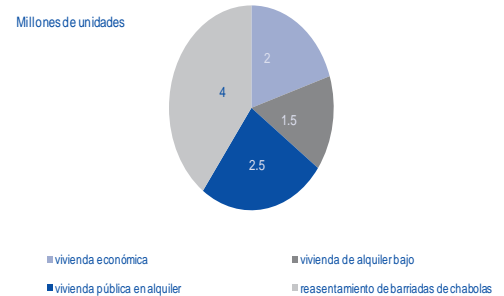
Como ya indicamos en nuestros informes anteriores, el eje del gasto público en 2011 se centra en el programa de vivienda asequible a gran escala, con la construcción de 10 millones de unidades (Gráfico 14). Según los informes oficiales, aproximadamente la mitad de la vivienda asequible empezó a construirse en la primera mitad del año.

Gráfico 13  
**Con la reforma tributaria aumenta la progresividad del plan impositivo**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 14  
**Programa de vivienda asequible a gran escala en construcción**

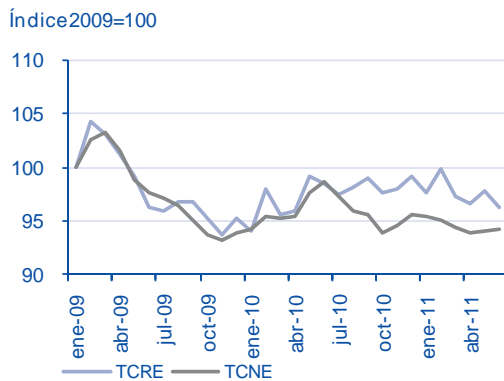


Fuentes: CEIC y BBVA Research

**Continúa la apreciación de la moneda a un ritmo gradual, mientras que las reservas se acumulan**

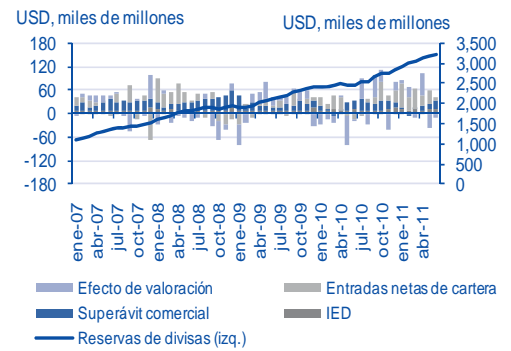
La apreciación gradual del RMB frente al dólar estadounidense ha continuado a un ritmo del 4-5% anual, tal como se había previsto. El aumento de la inflación interna ha supuesto una apreciación más rápida en términos efectivos reales, aunque en términos efectivos nominales la moneda se haya mantenido prácticamente invariable debido a la pérdida de valor del dólar estadounidense frente a otras monedas importantes (Gráfico 15). Por otra parte, la acumulación de las reservas de divisas se ha desacelerado en el segundo trimestre hasta situarse en 153.000 millones de USD en comparación con 197.000 millones de USD en el 1T, por lo que el total de las reservas llegó a un nuevo máximo de 3,19 billones de USD a finales de junio debido en parte a la desaceleración de la entrada de capital especulativo estimada como consecuencia del aumento de la aversión al riesgo global (Gráfico 16).

Gráfico 15  
**La apreciación frente al USD se ha traducido en un menor movimiento en términos efectivos (ponderado por el comercio)**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 16  
**Las entradas de cartera se han debilitado por las condiciones adversas del mercado externo**



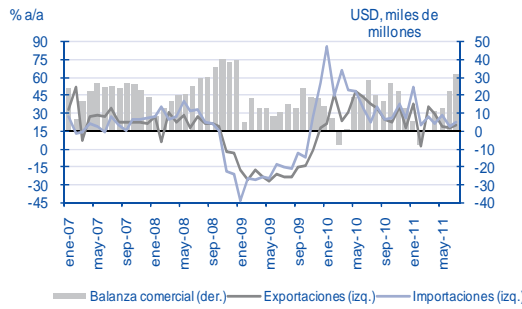
Fuentes: NBS, BIS y BBVA Research

Tras registrar un pequeño déficit en el primer trimestre, la balanza comercial volvió a mostrar superávit en el 2T, como se había anticipado (Gráfico 17). Tanto las exportaciones como las importaciones se mantuvieron fuertes en julio, con incrementos interanuales del 23,4% y del 26,9% respectivamente. El crecimiento de las exportaciones se ha producido en una base amplia, con un buen comportamiento en una gran variedad de productos. Por regiones, los incrementos de las exportaciones han sido generalizados, especialmente las exportaciones a otras economías emergentes que crecen con rapidez. Por otro lado, las exportaciones a EE. UU. y la UE muestran signos de desaceleración, debido probablemente a la lentitud de la demanda, aunque las exportaciones a la UE subieron con fuerza en julio, a la vez que se produjo un repunte en las exportaciones a Japón. El rápido crecimiento de las importaciones refleja el aumento de los precios de las materias primas y la fuerte demanda interna; las importaciones de julio se incrementaron hasta el 22,9% a/a desde el 19,3% a/a.

La demanda de importación de materias primas de China, de enorme interés para las economías exportadoras de materias primas de América Latina, se desaceleró en junio (últimos datos disponibles) hasta el 25,5% a/a desde el 38,5% a/a correspondiente a mayo (Gráfico 18). En concreto, los volúmenes de importación de hierro y petróleo sólo registraron un modesto crecimiento en los seis primeros meses de 2011, mientras que las importaciones de cobre llegaron incluso a caer (-23,8% a/a) durante el mismo periodo. Creemos que la desaceleración de dichas importaciones se debe a decisiones estratégicas de los compradores, que podrían estar esperando a que se reduzcan los precios de las materias primas, y no a que se haya producido una caída en la demanda subyacente, que se mantiene sólida. A un nivel más general, en nuestra opinión, las perspectivas de la demanda de materias primas por parte de China siguen siendo fuertes debido a que se mantiene el crecimiento y la inversión en infraestructuras.

Gráfico 17

**La balanza comercial ha vuelto al superávit**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 18

**Las importaciones de materias primas se han desacelerado**



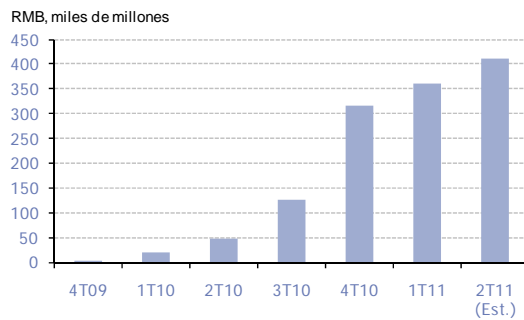
Fuentes: según datos de la CBRC y BBVA Research

**Continúa la internacionalización del RMB**

El impulso a favor de la internacionalización del RMB que se inició en junio de 2009 (véase el informe [Observatorio Económico: Liquidación comercial transfronteriza en RMB](#)) ha continuado a paso acelerado (Gráfico 19); en julio se pusieron en marcha una serie de iniciativas nuevas que permiten a las empresas extranjeras remitir RMB desde fuera del país a China continental en forma de IED con mayor periodicidad que hasta ahora. Aunque esta medida se encuentra aún en fase experimental y excluye a los sectores “bajo control y supervisión gubernamental” (como el sector inmobiliario, dados los esfuerzos de ajuste de las autoridades), se prevé que con el tiempo se ampliará. Esta política debería dar un impulso al mercado extraterritorial de bonos denominados en RMB (“Dim Sum”) y acelerar el ritmo de internacionalización de dicha moneda. Mientras tanto, los depósitos en RMB en Hong Kong, una de las mediciones clave del ritmo de internacionalización del RMB, han seguido aumentando constantemente hasta llegar a 554.000 millones de RMB, lo que supone un incremento del 22,6% con respecto al trimestre anterior. (Gráfico 20).

Gráfico 19

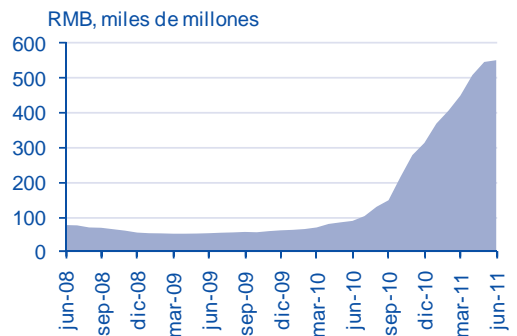
**El valor de las operaciones transfronterizas liquidadas en RMB ha aumentado de forma constante**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 20

**Los depósitos en RMB en Hong Kong se han incrementado rápidamente**



Fuentes: según datos de la CBRC y BBVA Research

### 3. Un aterrizaje suave

Dado que la demanda subyacente se mantiene boyante, esperamos que la moderación del impulso de crecimiento se produzca de forma gradual, en línea con un aterrizaje suave. Los resultados a lo largo del primer semestre del año han coincidido en líneas generales con las expectativas, por lo que mantenemos nuestras previsiones de crecimiento del PIB sin cambios en el 9,4% para 2011 y en el 9,1% para 2012. Dicho esto, los riesgos a la baja se han incrementado al aumentar la incertidumbre mundial.

En lo que respecta a la inflación, hemos elevado nuestra previsión para todo el año al 5,3% (promedio) desde el nivel del 4,9% previsto anteriormente. La revisión al alza se basa principalmente en que los resultados de los últimos meses han sido superiores a lo anticipado y esperamos que la inflación se modere durante el resto del año, a medida que bajen los precios de los alimentos y de las materias primas, entren en acción los efectos base favorables y surtan efecto las medidas de ajuste que se han adoptado recientemente.

Nuestro escenario central incorpora la posibilidad de que se efectúe un modesto ajuste monetario adicional que incluiría un nuevo movimiento alcista de los tipos de 25 pb y otra nueva subida de 50 pb en el CRO (Tabla 1), aunque nuestra convicción se ha debilitado un poco debido a la incertidumbre del entorno externo y a que las autoridades han señalado recientemente que podrían mantenerse a la espera hasta que haya indicios más claros sobre la salud de la economía mundial.

A medio plazo, sostenemos que los principales motores de crecimiento se inclinarán hacia la demanda interna, especialmente hacia el consumo privado. Las políticas que subyacen al nuevo plan quinquenal recientemente adoptado son coherentes con este reequilibrio y la política se ha centrado en impulsar las rentas de las familias y en asegurar el bienestar social. A tales efectos, prevemos que en general el eje de la política fiscal seguirá apoyando el crecimiento.

Tabla 1

#### Escenario central

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
PIB (% a/a)	9,6	9,2	10,3	9,4	9,1
Inflación (promedio, %)	5,9	-0,7	3,3	5,3	3,9
Balance fiscal (% del PIB)	-0,4	-2,8	-2,5	-2,0	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	9,9	6,1	4,6	4,5	4,5
Tipo de referencia (% fdp)	5,31	5,31	5,81	6,81	7,31
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,83	6,83	6,62	6,30	6,00

Fuente: BBVA Research

#### Persisten los riesgos inflacionistas

Es probable que el índice general de precios llegara a su punto máximo en julio. No obstante, prevemos que la inflación seguirá siendo elevada durante el resto del tercer trimestre, antes de caer aproximadamente al 4,0% a/a a finales del año como consecuencia de los efectos base favorables, la moderación de los precios de los alimentos y las materias primas y el efecto las recientes medidas de ajuste. En 2012 prevemos que se mantendrá en el rango del 4%, lo que dados los efectos base situaría el promedio de inflación de todo el año en el 3,9% a/a. Nuestras previsiones de inflación se basan en que las autoridades sigan haciendo esfuerzos para vigilar y controlar la oferta de crédito y la oferta monetaria en línea con sus objetivos.

#### La moneda continuará con su apreciación gradual debido a las entradas de capital externo

En lo que respecta al comercio exterior, creemos que el superávit por cuenta corriente seguirá siendo elevado durante el resto del año, aunque se reducirá como porcentaje del PIB, pasando del 5,2% de 2010 al 4,5% en 2011. La caída de la demanda externa crearía riesgos a la baja para nuestras previsiones. Si embargo, incluso con la desaceleración de las economías desarrolladas, debería seguir habiendo una fuerte demanda para las exportaciones en otras economías emergentes y la caída de los precios de las materias primas debería contribuir a limitar la cuenta de las importaciones.

Las autoridades han permitido una apreciación monetaria en línea con el ritmo anual del 4-5% que habíamos previsto, por lo que a finales de año el tipo de cambio será de 6,30 frente al dólar

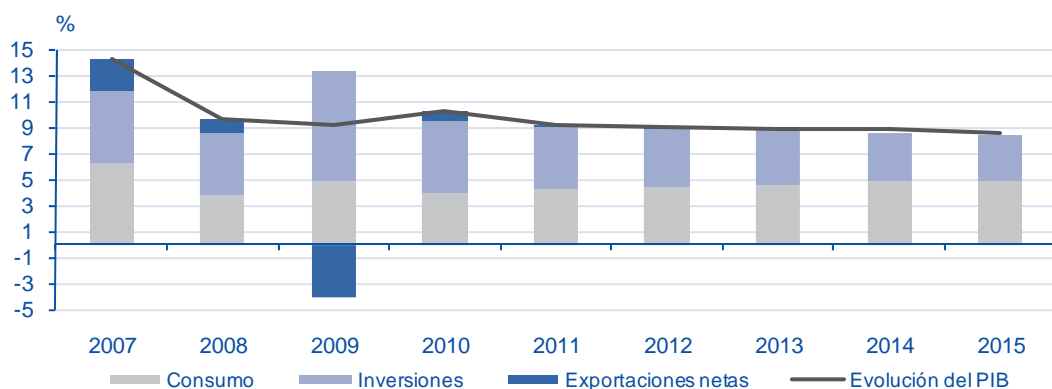
estadounidense (en comparación con el 6,42 actual). Además de facilitar el reequilibrio de la economía hacia la demanda interna, la mayor apreciación debería contribuir a frenar la inflación a través de dos vías: (i) directamente, al bajar los precios de las importaciones y (ii) indirectamente, al reducir el grado de intervención en el mercado de divisas y, por consiguiente, al reducirse las inyecciones de liquidez interna.

**La perspectiva a medio plazo se basa en la demanda interna y en un crecimiento moderado**

Nuestra perspectiva a medio plazo sigue incorporando un reequilibrio del crecimiento hacia la demanda interna, en especial hacia el consumo privado. Como ya hemos observado anteriormente, el reequilibrio se refuerza con los objetivos y las prioridades políticas adoptadas el pasado mes de marzo en el 12º Plan de desarrollo quinquenal (2011-2015 (véase el [Observatorio Económico: Nuevo plan quinquenal y presupuesto para sustentar el crecimiento de China](#)).

Entre los elementos clave de la perspectiva a medio plazo se incluyen el incremento de las rentas de las familias a través del aumento de los salarios y una gran inversión pública en la construcción de viviendas asequibles. Además, estimamos que el producto potencial caerá gradualmente hasta situarse en torno al 8,5% en 2015 debido a un descenso gradual de la acumulación de capital como consecuencia de las tasas de inversión más bajas y de una caída natural en la productividad total factorial.

Gráfico 21  
**Reequilibrio del crecimiento a medio plazo**



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

## 4. Los riesgos están más equilibrados

Aunque persisten los riesgos de recalentamiento, dichos riesgos se han reducido gracias a la moderación del crecimiento impulsada por las medidas políticas. Al mismo tiempo, los riesgos bajistas se han incrementado debido a las nuevas incertidumbres del entorno mundial. Estas tendencias han hecho que los riesgos, que se inclinaban anteriormente hacia el recalentamiento, estén ahora más equilibrados que en los últimos meses.

Con el fin de evitar las repercusiones del recalentamiento y los riesgos inflacionistas, las autoridades siguen vigilando la evolución de los precios inmobiliarios, mantienen la liquidez bajo control y han puesto freno al rápido crecimiento del crédito. Dados los riesgos para el entorno externo, prevemos que las autoridades actuarán con cautela antes de tomar nuevas medidas de ajuste monetario y estarán preparadas para adoptar medidas fiscales si son necesarias para impulsar el crecimiento. Estas últimas medidas podrían incluir la aceleración del ritmo de construcción de viviendas asequibles y del desarrollo de las infraestructuras.

Seguimos considerando que los riesgos de que se produzcan burbujas en los precios de los activos han disminuido dadas las recientes caídas experimentadas en el mercado de valores y las oportunas medidas de las autoridades para poner freno a la actividad especulativa en el mercado inmobiliario. Aunque persisten las presiones alcistas sobre los precios y ahora se están extendiendo a las ciudades más pequeñas, los aumentos de los precios inmobiliarios y los volúmenes de las operaciones de venta se han moderado en las ciudades más grandes.

Una preocupación constante para el mercado es la posibilidad de un aterrizaje brusco derivado de una caída abrupta de la inversión, algo que podría producirse si las autoridades cometen el error de hacer ajustes excesivos a través de la política monetaria y de las medidas macroprudenciales. En nuestra opinión, esos riesgos son pequeños dado el enfoque gradual y bien calibrado que las autoridades han adoptado en el ajuste de la política monetaria y el fuerte impulso de crecimiento subyacente. Si el entorno externo sigue debilitándose, las autoridades tienen un amplio margen para poner en marcha estímulos fiscales, y también podrían desacelerar el ritmo de ajuste monetario y la apreciación del tipo de cambio.

Una fuente importante de riesgo a medio plazo es alto nivel de endeudamiento de los gobiernos locales. Como ya dijimos en nuestro reciente [Observatorio Bancario](#), consideramos que el nivel de deuda sigue siendo manejable, aunque para resolver posibles problemas con los préstamos probablemente se requerirá una combinación de eventuales cancelaciones de los bancos y fondos del gobierno central. Como sucede con otros muchos riesgos importantes a los que se enfrenta la economía, las autoridades parecen ser conscientes de ellos y están actuando con prontitud para limitar su magnitud con medidas drásticas sobre los préstamos a través de los vehículos de financiación de los gobiernos locales y evaluando sus opciones para abordar los préstamos problemáticos.

## 5. Tablas

Tabla 1

### Previsiones Macroeconómicas

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
PIB (% a/a)	9,6	9,2	10,3	9,4	9,1
Inflación (promedio, %)	5,9	-0,7	3,3	5,3	3,9
Balance fiscal (% del PIB)	-0,4	-2,8	-2,5	-2,0	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	9,9	6,1	5,2	4,5	4,5
Tipo de referencia* (%)	5,31	5,31	5,81	6,81	7,31
Tipo de cambio* (CNY/USD)	6,83	6,83	6,62	6,30	6,00

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

### PIB

(tasa de crecimiento a/a)	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE. UU	0,4	-2,6	2,9	2,1	2,6
UEM	0,3	-4,0	1,7	2,0	1,3
Pacífico Asiático	5,6	3,7	8,0	6,2	6,7
China	9,6	9,2	10,3	9,4	9,1
Mundo	3,0	-0,6	4,9	4,2	4,4

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

### IPC

(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	2,7	1,8
Pacífico Asiático	5,7	0,3	3,6	4,8	3,6
China	5,9	-0,7	3,3	5,3	3,9
Mundo	6,1	2,2	3,7	4,8	4,1

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

### Tipo de cambio

		2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE. UU	EUR/USD	0,70	0,70	0,75	0,74	0,75
UEM	USD/EUR	1,50	1,40	1,34	1,36	1,33
China	CNY/USD	6,83	6,83	6,62	6,30	6,00

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

### Tipo de referencia

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE. UU	0,61	0,25	0,25	0,25	1,25
UEM	2,73	1,00	1,00	1,75	2,00
China	5,31	5,31	5,81	6,81	7,31

Fuente: BBVA Research

## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante. Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

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

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

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

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

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



**Este informe ha sido preparado por la Unidad de Asia, equipo de Economías Emergentes***Economista Jefe de Asia***Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

**Le Xia**

xia.le@bbva.com.hk

**Fielding Chen**

fielding.chen@bbva.com.hk

**Zhigang Li**

zhigang.li@bbva.com.hk

**Claire Chen**

claire.chen@bbva.com.hk

Con las aportaciones de:

*Análisis de Mercados***Richard Li**

richard.li@bbva.com.hk

**Daxue Wang**

daxue.wang@bbva.com.hk

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

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de economías emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

**Daxue Wang**

daxue.wang@bbva.com.hk

India

**Sumedh Deorukhkar**

deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación de América Latina

**Joaquín Vial**

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**

apuente@grupobbva.cl

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@provincial.com

México

**Adolfo Albo**

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis macroeconómico México

**Julian Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Regulaciones sobre el sistema financiero:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y política pública

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

*Estrategia de Cliente y de Mercado:***Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Renta Variable Global

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**

Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX

y materias primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriquez@grupobbva.com

**Datos de contacto****BBVA Research**

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. + 2582 3111

Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

Los informes de BBVA Research están disponibles en inglés, español y chino