

Situación China

Cuarto trimestre de 2011
Análisis Económico

- **El crecimiento del PIB chino se ha moderado tras los esfuerzos por evitar el recalentamiento y por encaminar la economía hacia un aterrizaje suave.** La demanda interna y la producción se mantienen fuertes y el ritmo de la desaceleración ha seguido el compás de un aterrizaje suave.
- **Sin embargo, los obstáculos provenientes del exterior han ido en aumento y hemos rebajado las previsiones de crecimiento a causa de una demanda externa más débil.** En estos momentos, la inflación se está moderando, aunque parte de niveles muy altos, y anticipamos una caída adicional en próximos meses.
- **Con una inflación en moderación y unos riesgos bajistas en aumento, se está poniendo a punto una combinación de políticas de apoyo al crecimiento.** Mientras nuestro escenario de referencia no anticipa cambios en los tipos de interés, se está produciendo una moderación selectiva que podría incorporar recortes en los coeficientes de reservas obligatorias. Asimismo, existe la posibilidad de que se ralentice la apreciación de la moneda.
- **Los riesgos para estas perspectivas están ahora más inclinados a la baja.** Los riesgos principales surgen de la incertidumbre respecto a la situación global, exacerbada por la acentuación de la fragilidad financiera interna. Las probabilidades de que se produzca un aterrizaje brusco han aumentado, aunque siguen siendo escasas.

Índice

1. Situación global: desaceleración con riesgos bajistas.....	4
2. Una moderación que apunta hacia un aterrizaje suave.....	6
3. Un aterrizaje suave con políticas de apoyo.....	14
4. Los riesgos sobre el consumo privado se inclinan a la baja.....	16
5. Tablas.....	17

Fecha de publicación: 10 de noviembre de 2011

En resumen

El impulso positivo del crecimiento se ha ralentizado tras los esfuerzos materializados a través de políticas por parte de las autoridades durante gran parte del año para evitar un sobrecalentamiento y encaminar la economía hacia un aterrizaje suave. La demanda interna y la producción se mantienen razonablemente fuertes y el ritmo de la desaceleración ha ido al compás de un aterrizaje suave. Sin embargo, la intensificación de las tormentas originadas por la crisis de la deuda europea y el lento crecimiento en EE. UU., además de la fragilidad financiera interna, han incrementado los riesgos bajistas.

Al objeto de reflejar las repercusiones de la situación externa más debilitada, hemos rebajado modestamente nuestras proyecciones para la totalidad del año desde la actualización del pasado trimestre para 2011 y 2012 hasta un 9,1 % y un 8,6% (desde los 9,4% y 9,1% anteriores). El PIB del tercer trimestre se ralentizó hasta llegar al 9,1% interanual en el 2T y otros indicadores de alta frecuencia se están moderando para seguir el compás de un aterrizaje suave. Con las exportaciones a la baja, prevemos que el crecimiento del cuarto trimestre seguirá con su tendencia moderada, encaminándose al 8,4%, y que irá aumentando gradualmente durante 2012 según vaya mejorando la situación en el exterior.

Resulta esperanzador que la inflación esté dando algún respiro que otro. Durante gran parte del año, la inflación se ha convertido en el principal motivo de preocupación en las políticas; llegó a repuntar hasta un 6,5% a/a en julio. Desde entonces, la inflación interanual se ha moderado a causa de la bajada en los precios de la alimentación y de las materias primas, así como de los efectos base. Pero con un 5,5% a/a a fecha de octubre, se mantiene por encima del 4%, nivel aceptable para las autoridades. De esta forma, la inflación representa un límite para la flexibilización de la política monetaria. Esperamos que la inflación siga moderándose durante lo que queda de año, hasta situarse en torno al 4% a/a para finales de diciembre, y que se mantenga a esos niveles durante 2012.

Con una inflación que se modera y unos riesgos bajistas en aumento, se está poniendo a punto una combinación de políticas de apoyo al crecimiento. Hasta la mitad de 2011, la postura monetaria se endureció a través de aumentos en tipos de interés y coeficiente de reservas obligatorias con el fin de contener el crédito, reducir la inflación y evitar los riesgos del sobrecalentamiento. Con la moderación del crecimiento y el aumento de los riesgos por la situación exterior, se paralizaron las políticas de endurecimiento en julio. Las autoridades han dado a entender recientemente que es necesario realizar ajustes precisos en las políticas para apoyar el crecimiento y, en estos momentos, se están preparando formas selectivas de flexibilización para aliviar el estrés financiero y para garantizar un flujo de crédito adecuado para las PYMES. En el sector de la propiedad, se mantienen firmemente implantadas las medidas macroprudenciales dirigidas a contener el ritmo de aumento de los precios.

Es posible que la flexibilización monetaria se relaje en lo que respecta a los coeficientes de reservas obligatorias para los bancos pequeños, con recortes más amplios en dichos coeficientes probablemente a comienzos de 2012, así como con una ralentización en la apreciación monetaria. A menos que se produzca un deterioro adicional en el exterior, no anticipamos recortes en los tipos de interés. Contamos con que continúe la apreciación gradual frente al dólar estadounidense, que se situará entre el 3 y 5% el próximo año. Sin embargo, el ritmo podría ralentizarse para acercarse a la cifra menor de esta horquilla o quizás incluso por debajo debido a las turbulencias en el panorama exterior.

Se han acentuado diversos puntos débiles financieros, aunque los riesgos se mantienen abordables. En el sector inmobiliario, se están moderando los aumentos de precios tras la implementación de medidas macroprudenciales a lo largo del pasado año. Mientras tanto, los gobiernos locales se las siguen arreglando con el crecimiento de la deuda contraída durante el plan de estímulo fiscal de 2008-09. Las tensiones financieras asociadas a una aceleración del préstamo del sistema bancario en la sombra han salido recientemente a la superficie; ahora, las autoridades están tomando medidas para evitar un déficit de liquidez y una repercusión en la economía global.

El sobrecalentamiento ha dejado de ser el principal motivo de preocupación en las políticas y el balance de los riesgos se inclina ahora a la baja. Los principales riesgos para la previsión de crecimiento a corto plazo en China se asocian a la incertidumbre en el panorama mundial por la intensificación de la crisis de la deuda en Europa y la atonía del crecimiento en EE. UU. Los riesgos que conlleva un aterrizaje brusco se han incrementado, pero siguen siendo escasos desde nuestra perspectiva, ya que la demanda interna subyacente sigue siendo fuerte y hay aún sitio para políticas de estímulo, si fuera necesario, al objeto de amortiguar el impacto sobre el crecimiento de un deterioro en el entorno global.

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

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

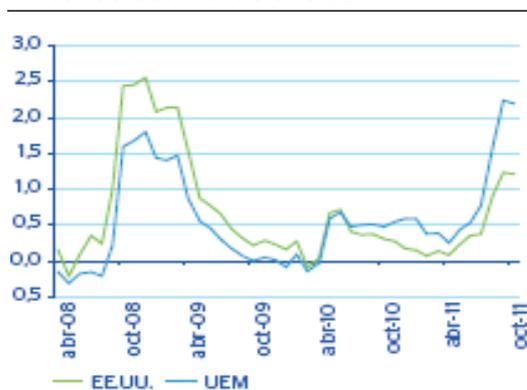
Las perspectivas dependen de la resolución de la crisis de la deuda europea.

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

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

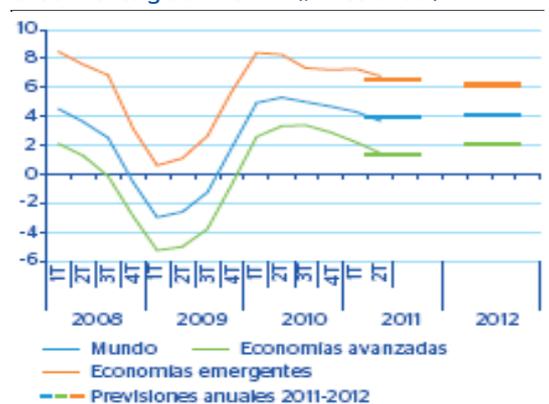
Estas tasas de crecimiento siguen siendo robustas, pero los riesgos están fuertemente sesgados a la baja y a corto plazo dependerán de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto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

Chart 1
Índice de estrés financiero del BBVA



Fuente: BBVA Research

Chart 2
Crecimiento global del PIB (% interanual)



Fuente: FMI y BBVA Research

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

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

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

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

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

Los emergentes mantienen su aterrizaje suave, pero con problemas externos

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

2. Una moderación que apunta hacia un aterrizaje suave

Tras los esfuerzos materializados a través de políticas por parte de las autoridades durante gran parte del año para evitar un sobrecalentamiento y encaminar la economía hacia un aterrizaje suave, el impulso positivo del crecimiento se ha ralentizado. La demanda interna y la producción se mantienen razonablemente fuertes y el ritmo de la desaceleración ha seguido el compás de un aterrizaje suave. Sin embargo, la intensificación de las turbulencias en el panorama exterior y el anuncio de una fragilidad financiera interna han avivado los temores entre algunos analistas de que se produzca un aterrizaje brusco, lo cual seguimos contemplando como una posibilidad remota.

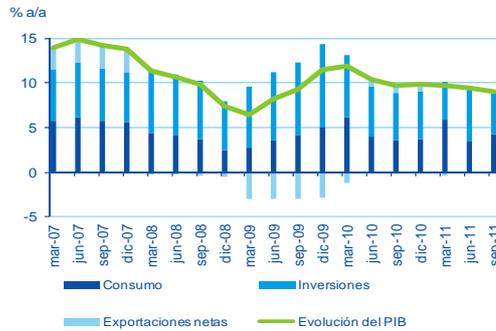
Al objeto de reflejar las repercusiones de la situación externa más debilitada, hemos rebajado modestamente nuestras proyecciones para la totalidad del año desde la actualización del pasado trimestre para 2011 y 2012 hasta un 9,1% y un 8,6%, respectivamente (desde los 9,4% y 9,1% anteriores). Las revisiones son relativamente modestas, teniendo en cuenta nuestro punto de vista, tal como se describió anteriormente, respecto a que la economía se dirija hacia un aterrizaje suave. Resulta esperanzador que la inflación, por su parte, esté dando algún respiro que otro. Dicho esto, los riesgos bajistas han aumentado, lo cual provoca que las autoridades hayan puesto a la espera otras medidas restrictivas y que anuncien que están preparadas para implementar políticas con "ajustes precisos" de apoyo al crecimiento, en particular, en caso de que se materialicen los riesgos bajistas en el panorama mundial.

Moderación de los indicadores de actividad por el endurecimiento de las políticas y las turbulencias externas

El crecimiento del PIB se desaceleró en el segundo trimestre hasta el 9,1% desde el 9,5% a/a en el 2T a causa del debilitamiento en la inversión y las exportaciones netas (Gráfico 3). En el plano trimestral (desestacionalizado, no anualizado), nuestras proyecciones sugieren que el crecimiento se vio moderado hasta un 2,0% en el 3T desde el 2,3% del 2T (las cifras oficiales respecto al crecimiento trimestral muestran igualmente un ligero descenso en el 3T hasta un 2,3%, partiendo del 2,4% del 2T). La tendencia del PIB se ha mostrado coherente con nuestro indicador de actividad real (Gráfico 4). El debilitamiento de la inversión (que contribuyó en 5,0 puntos porcentuales al crecimiento del PIB hasta la fecha en el 3T) se debió al endurecimiento del crédito a través de las políticas y al menor gasto público en infraestructura (como en ferrocarriles). Por su parte, la aportación del consumo se vio incrementada hasta 4,5 puntos porcentuales hasta la fecha, lo cual es un reflejo de la sólida demanda interna, mientras que la contribución de las exportaciones netas fue ligeramente negativa por la demanda externa.

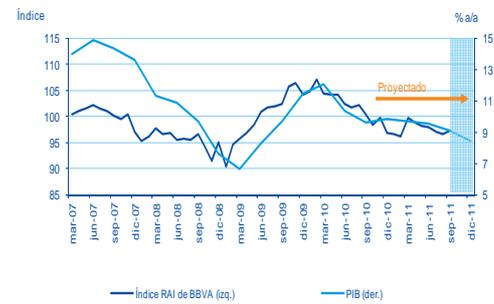
Los indicadores recientes de alta frecuencia son en su generalidad coherentes con las tendencias del PIB. En particular, el índice de gerentes de compras (PMI) también se ha moderado, pero ha oscilado por encima de la zona crítica de expansión de 50 puntos (Gráfico 5). Asimismo, la producción industrial se ha mantenido sólida, coincidiendo en líneas generales con las expectativas. En lo que respecta a la demanda, el crecimiento de las ventas minoristas y de vehículos se mantuvo estable (Gráfico 6), y la inversión en activos fijos (en lo que va de año) no perdió su posición alcista del 24,9% a/a, pese a que su tendencia es a la baja. La reciente tendencia del crecimiento de las exportaciones no resulta tan estimulante: pese a que mantuvieron una posición sólida durante gran parte del año, las exportaciones comenzaron a dar muestras de debilidad importante en septiembre, a causa de una caída en la demanda por parte de Europa, EE. UU. y Japón.

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



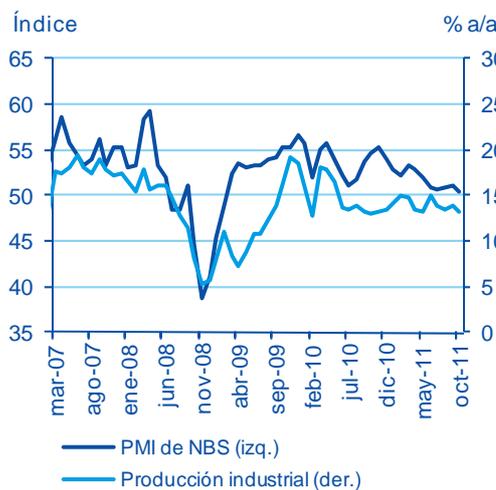
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 4
Moderación gradual para el RAI



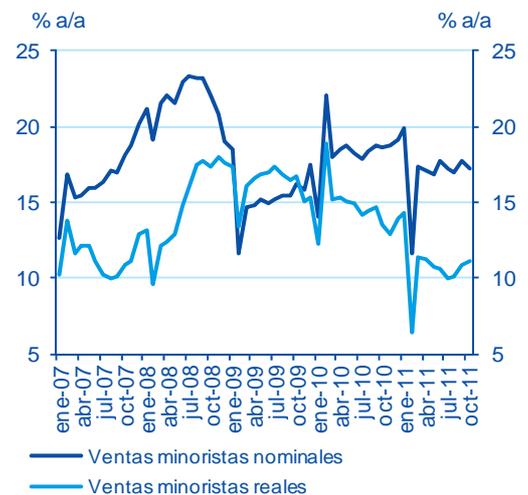
Fuente: estimaciones del CEIC y BBVA Research

Gráfico 5
La moderación del PMI apunta a una desaceleración saludable



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6
Las ventas minoristas mantienen su fuerza



Fuentes: CEIC y BBVA Research

En cuanto a la política monetaria, el crecimiento del crédito y de la M2 siguen cayendo, en general, en línea con los objetivos de las autoridades (Gráfico 7). El crecimiento de la M2 sufrió un traspés inesperado en el 3T, muy probablemente a causa de un cambio de dirección de los depositantes que se alejan de los bancos a causa de los tipos de interés de unos depósitos reales que no salían de la zona negativa, para orientarse hacia productos de gestión patrimonial con más rendimiento que no se incluyen en la M2. Los préstamos nuevos en septiembre se ralentizaron, lo que implica un crecimiento interanual del crédito del 15,9%, ligeramente por debajo del 16,9% de junio. Los préstamos nuevos acumulados en los primeros tres trimestres del año ascendieron a 5,7 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 7

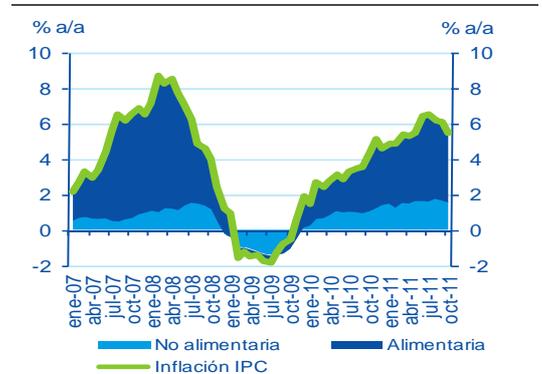
El crecimiento del crédito y de la M2 se ha moderado



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8

La inflación alcanza máximos



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Desafíos políticos

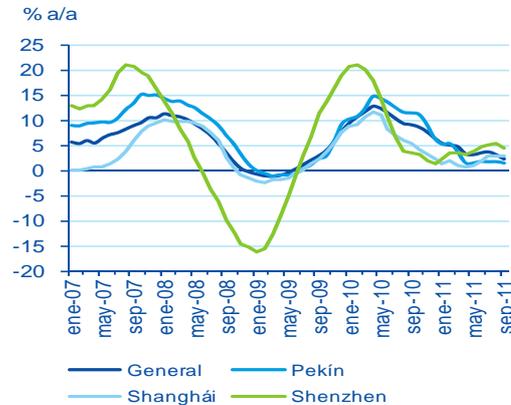
Hasta la mitad de 2011, la postura política se estaba endureciendo a través de aumentos en tipos de interés y coeficiente de reservas obligatorias con el fin de contener el crédito, reducir la inflación y evitar los riesgos del sobrecalentamiento. Sin embargo, con un crecimiento ralentizado debido a la debilitación de la demanda externa y los riesgos bajistas para el crecimiento en aumento, el endurecimiento de las políticas lleva desde julio en espera. De hecho, las formas selectivas de flexibilización política ya están de camino para aliviar el estrés financiero y garantizar un flujo adecuado del crédito hacia las PYMES. En el sector de la propiedad, se mantienen firmemente implantadas las medidas macroprudenciales dirigidas a contener el ritmo de incremento de los precios.

Inflación moderada pero aún elevada

La inflación se ha moderado pero sigue siendo elevada en términos interanuales y por encima del 4%, nivel aceptable para las autoridades. De esta forma, la inflación supone un límite para la flexibilización de la política monetaria. Tras tocar un máximo del 6,5% a/a en julio, la inflación se ralentizó hasta llegar a un 5,5% a/a en octubre (Gráfico 8). La moderación se originó principalmente por un relajamiento de los precios en alimentación, así como de los efectos base. En el plano secuencial, la inflación se ha moderado, hasta un 0,2% a/a (desestacionalizado) en octubre, desde un 0,8% intermensual en junio cuando la inflación estaba en su momento álgido.

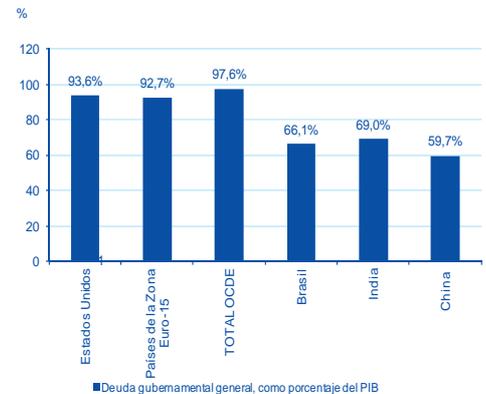
Por componentes, los precios de los alimentos no dejan de ser el motor de la inflación. Tras alcanzar un máximo del 14,8% a/a en julio, los precios de los alimentos se moderaron durante tres meses consecutivos, hasta llegar al 11,9% a/a en octubre; en gran medida, la caída es debida a los descensos de los precios del cerdo impulsada por la oferta. La inflación de los precios mayoristas, consecuencia de los precios a la baja de las materiales primas, experimentó asimismo un descenso tras llegar a un máximo del 7,5% a/a en julio, hasta tocar el 5,0% en octubre. Respecto a las tendencias actuales, la inflación se muestra favorable a seguir cayendo, hasta aproximadamente un 4% para finales de diciembre.

Gráfico 9
Los precios inmobiliarios se moderan gradualmente



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 10
La deuda gubernamental general es relativamente baja



Fuente: estimaciones del BPdC y BBVA Research

A la búsqueda del equilibrio: contener los precios inmobiliarios a la vez que se evita un aterrizaje brusco

Tal como se indicaba en nuestra publicación anual [Situación Inmobiliaria](#)¹, los aumentos en el precio de la propiedad residencial se han ido moderando gradualmente bajo la influencia de las medidas dirigidas a endurecer el crédito y a restringir la compra especulativa de viviendas. A nivel nacional, según los datos oficiales del NBS, estimamos que el ritmo de los incrementos en los precios siguen relajándose, desde el 3,2% a/a en el 2T hasta el 3,0% en el 3T, lo cual se suma a la tendencia general a la moderación que viene registrándose desde el año pasado (Gráfico 9). En términos mensuales, los precios en el ámbito nacional se han mantenido sin variaciones desde agosto. Sin embargo, 17 ciudades han registrado caídas en los precios en el mes de septiembre y un índice del sector privado (Sistema de índices inmobiliarios de China) que cubre 100 ciudades muestra descensos generalizados mensuales en los últimos dos meses, de -0,23% en octubre.

Con el empeoramiento económico global y las medidas más restrictivas sobre la propiedad firmemente implantadas, los promotores inmobiliarios han estado supuestamente enfrentándose a dificultades financieras crecientes. Esto ha incrementado los riesgos de una caída más aguda de los precios y ha posicionado al sector como posible artífice de un aterrizaje brusco económico.² No obstante, las autoridades están emprendiendo medidas para contener tales problemas y evitar su extensión, las cuales incluyen la flexibilización de las restricciones sobre la financiación de los bancos con el fin de garantizar un flujo del crédito adecuado. Al mismo tiempo, sin embargo, han plantado cara sistemáticamente a las presiones para aliviar medidas de endurecimiento más generalizadas en el sector inmobiliario, lo cual es coherente con sus esfuerzos continuados por reducir el riesgo de las burbujas de precios de los activos y garantizar la asequibilidad de la vivienda. Esto último se ha visto potenciado por una intensificación del ambicioso programa de construcción de vivienda social del gobierno.

Gestión de la deuda pública estatal y local

Parte de la herencia del plan masivo de estímulo dirigido al desarrollo de infraestructuras de 2008-9 fue un aumento de la deuda pública local a través de préstamos a bancos mediante vehículos financieros de los gobiernos locales (LGFV). Calculamos que dicha deuda alcanza los 14,4 billones de RMB (2,2 billones de USD) (véase nuestro informe sobre [deuda pública local](#))³. Si se suman estas obligaciones (36,0% del PIB) al stock de deuda pública estatal del gobierno central (23,0% del PIB), se obtendría un total de deuda pública de un 59% del PIB (Gráfico 10), una bonita cifra que aún así es abordable dado el crecimiento previsto y los ingresos fiscales.

Parece que el gobierno es plenamente consciente de los pasivos contingentes que se crearon con el aumento de la deuda pública local y ha impuesto restricciones sobre el uso de los vehículos de

¹ "Situación Inmobiliaria en China" 11 de julio de 2011.

² A modo de ejemplo, la ciudad de Wenzhou, conocida por su próspero sector privado y confianza en los canales informales de financiación, recientemente ha informado sobre casos de quiebra generalizados debido al endurecimiento de las condiciones crediticias. Por orden del gobierno central, las autoridades locales en Wenzhou ha proporcionado políticas de apoyo para aliviar las dificultades financieras con el fin de evitar que se extienda la situación de crisis.

³ "Observatorio Bancario de China: ¿quién pagará la factura del estímulo fiscal de los gobiernos?" 21 de julio de 2011

financiación del gobierno local; por otra parte, más recientemente, ha permitido a ciertos gobiernos locales emitir bonos a modo de prueba para facilitar la refinanciación. A fin de cuentas, nuestra opinión es que un ordenamiento de la deuda del gobierno local implicaría una combinación de un rescate por parte del gobierno central y traspasos a fallidos bancarios durante unos cuantos años en el futuro. Hay posibilidades de que el aumento de la deuda pública local represente una importante barrera para el tamaño y composición de las futuras medidas de estímulo fiscal, si fueran necesarias, dirigidas a contrarrestar el temporal ocasionado por la ralentización de la economía global.

Reducir los riesgos que se plantean con los préstamos del sistema bancario en la sombra

La última fisura financiera que ha salido a la luz se refiere a los préstamos a través del sistema bancario en la sombra. El sistema se puede dividir en dos partes: los préstamos fuera de balance de instituciones financieras (bancos e instituciones fiduciarias) y las actividades de préstamo privado entre empresas no financieras o personas. Esta última puede tomar la forma de préstamos de la banca al gobierno (productos de gestión de activos), préstamos fiduciarios (préstamos entre empresas) y aceptación bancaria (que se puede utilizar como método de pago).

El sistema bancario en la sombra chino cuenta con una larga historia, pero recientemente los préstamos aumentaron cuando las autoridades tomaron medidas drásticas respecto a los préstamos en el sistema bancario formal (Gráfico 11). De esta forma, el crecimiento de los préstamos a través del sistema bancario en la sombra puede contemplarse como una forma de sortear las regulaciones en materia de requerimientos de capital y cuotas de préstamos.

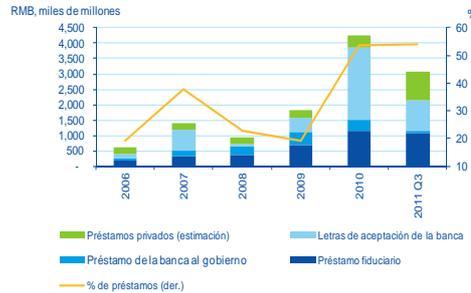
Para acabar con tales lagunas, las autoridades han comenzado a implementar medidas que incluyen solicitar a los bancos que traspasen sus elementos fuera de balance al balance e imponer requerimientos de capital a las instituciones fiduciarias. Se necesitará seguir trabajando, lo cual incluye mejorar la ejecución de estas nuevas regulaciones. Dada la magnitud global de estos préstamos, creemos que este tipo de préstamo no plantea ningún riesgo sistémico. Sin embargo, en la medida en que gran parte del préstamo de los bancos en la sombra se realiza al sector inmobiliario (en torno al 20% para los préstamos de la banca al gobierno, según datos la Asociación de instituciones fiduciarias), tal concentración podría provocar vulnerabilidades en el sector financiero en caso de corrección a la baja en los precios inmobiliarios. Las autoridades deberán asimismo controlar las condiciones de liquidez para garantizar que las empresas disponen de un acceso pertinente a la refinanciación y que la desviación de depósitos de los bancos hacia productos que ofrecen una mayor rentabilidad no desemboca en inestabilidad financiera.

Puesta a punto de la combinación de políticas

Dado que los riesgos han pasado en el tercer trimestre del sobrecalentamiento a la debilitación de la demanda externa, el gobierno comenzó a apuntar la necesidad de una puesta a punto de la política actual y poner a la espera las medidas de restricción monetaria adicionales. Esta paralización se produjo tras una serie de subidas en los tipos de interés y aumentos en el coeficiente de reservas obligatorias que llegaron a un máximo de 21,5% para los grandes bancos comerciales (Gráficos 13 y 14). Estas medidas dieron como resultado condiciones de liquidez más restrictivas, tal como se refleja en los tipos repo interbancarios más volátiles (Gráfico 12). Los mercados financieros experimentaron un rendimiento inferior a causa de las medidas de ajuste, con una tendencia bajista amplificada por una aversión global al riesgo (Gráficos 15 y 16).

Gráfico 11

Aceleración de los préstamos de la banca en la sombra



Fuente: estimaciones del BPDc y BBVA Research

Gráfico 12

Aumento de los tipos interbancarios



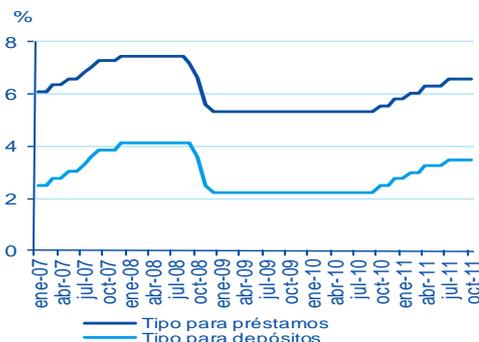
Fuentes: Wind y BBVA Research

Con una inflación en proceso de moderación y un aumento de los riesgos bajistas debido a la inestabilidad del panorama exterior, las autoridades vuelven a apuntar hacia la instauración de políticas de puesta a punto. En particular, el primer ministro Wen Jiabao apuntó en un discurso en octubre que el gobierno está listo para implementar políticas económicas de puesta a punto según sea necesario para apoyar el crecimiento. En esta línea, la Comisión Reguladora de la Banca de China recientemente desveló un conjunto de iniciativas políticas dirigidas a alentar a los bancos comerciales a que amplíen el crédito a las PYMES mediante un alivio en los requerimientos de capital respecto a los préstamos bancarios que se hubieran emitido a tales empresas. Asimismo, es posible que se establezcan medidas fiscales en el futuro.

El empuje del gasto público en 2011 fue el plan masivo para la vivienda asequible con 10 millones de unidades a construir durante el año, lo que equivaldría a 1,3 billones de RMB, aproximadamente el 2,8% del PIB. Tras un retraso en el programa, el ritmo de construcción tocó su máximo en el 3T cuando el gobierno central flexibilizó las restricciones de financiación a través de un incremento de las transferencias a los gobiernos locales. A finales de septiembre, había 9,86 millones de unidades en construcción, muy cerca de lograr el objetivo de construcción para la totalidad del año. El gasto en otras áreas de la infraestructura ha experimentado una ralentización, especialmente en lo que respecta al transporte, como consecuencia de una serie de accidentes en los ferrocarriles de alta velocidad recientemente inaugurados (Gráfico 17). No obstante, el desarrollo ulterior de las infraestructuras ferroviarias continua siendo un elemento principal objeto de apoyo fiscal.

Gráfico 13

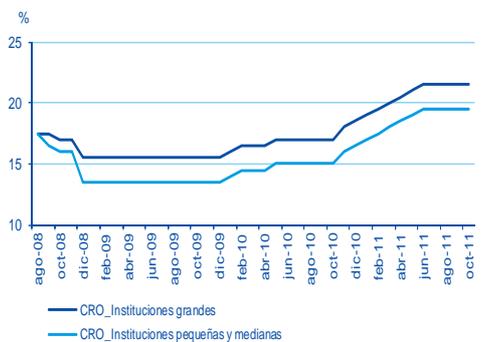
Las subidas en los tipos de interés finalizaron en julio...



Fuentes: CEIC y BBVA Research

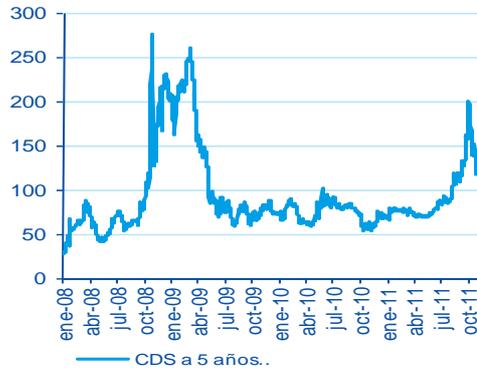
Gráfico 14

...sin incrementos ulteriores en el coeficiente de reservas obligatorias



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 15
Los precios del CDS en China se han incrementado por la aversión global al riesgo...



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

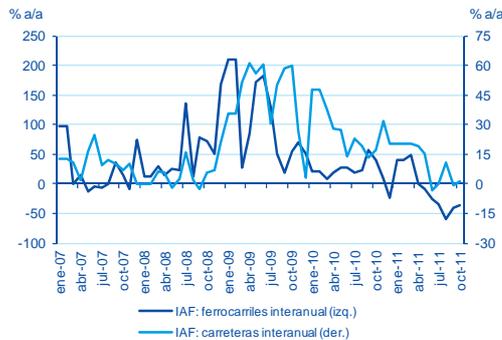
Gráfico 16
... y el rendimiento del mercado de valores ha sido inferior 2009/01/05 = 100



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

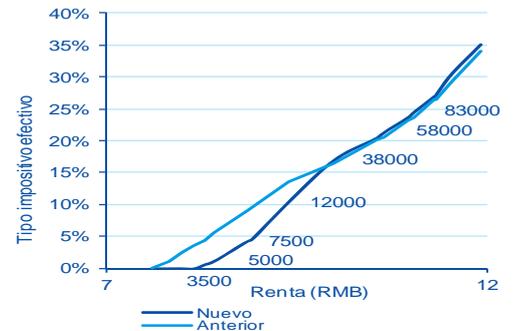
Las iniciativas de la política fiscal están asimismo encaminadas a impulsar el consumo privado. El 1 de septiembre se implementó una política en este sentido que estaba dirigida a elevar el umbral de la renta imponible de 2.000 RMB al mes hasta 3.500 RMB, junto con una reducción en el número de tramos de 9 a 7 (Gráfico 18). El resultado de estos cambios es una estructura impositiva más progresiva, dirigida a fomentar la igualdad de ingresos y también a estimular el consumo global.

Gráfico 17
Ralentización del gasto en infraestructuras para el transporte



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 18
Los recortes impositivos para los contribuyentes con menos renta dan como resultado una estructura más progresiva



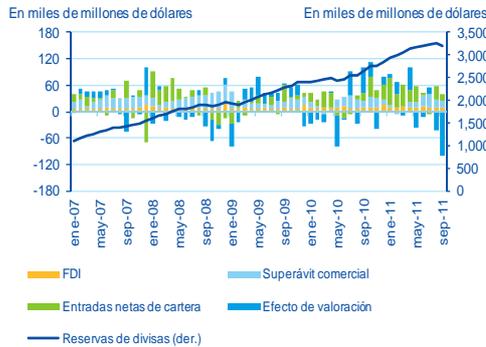
Fuentes: CEIC y BBVA Research

La apreciación de la moneda mantiene su ritmo gradual

La apreciación de la moneda frente al dólar estadounidense se mantiene a su ritmo anual de 4-5%, en línea con nuestras expectativas. Sin embargo, con la moderación de las entradas en el 3T, tal como se observa por la contención de la acumulación de reservas (Gráfico 19) y el aumento de los riesgos en la situación global, las expectativas de apreciación se han visto moderadas y han pasado al terreno negativo, con la cotización del CNH off-shore por vez primera en niveles por debajo del on-shore desde septiembre (Gráfico 21).

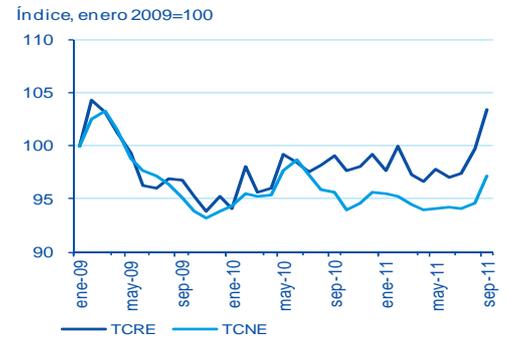
La apreciación gradual frente al dólar estadounidense desde mediados de 2010 no ha resultado ser suficiente, sin embargo, para finalizar en una apreciación ponderada por el comercio o en términos efectivos nominales. Por su parte, el tipo de cambio real efectivo ha experimentado cierta apreciación debido a la relativamente alta inflación china (Gráfico 20).

Gráfico 19
Las entradas de cartera se han debilitado por las condiciones adversas del mercado externo



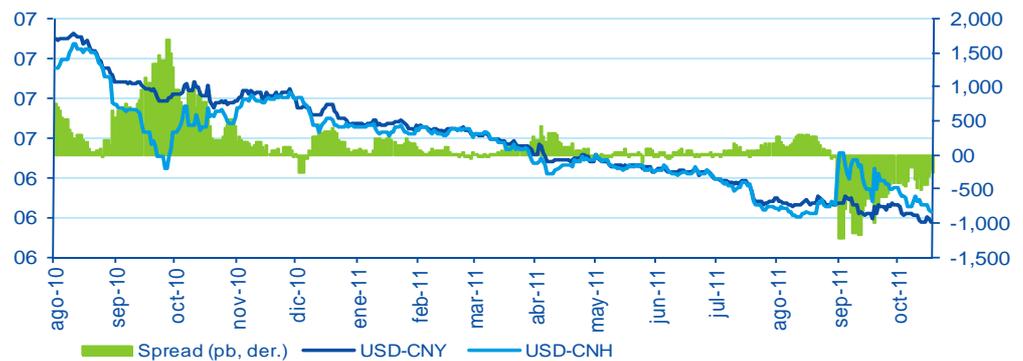
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 20
La apreciación frente al USD se ha traducido en un menor movimiento en términos efectivos



Fuentes: BIS, CEIC y BBVA Research

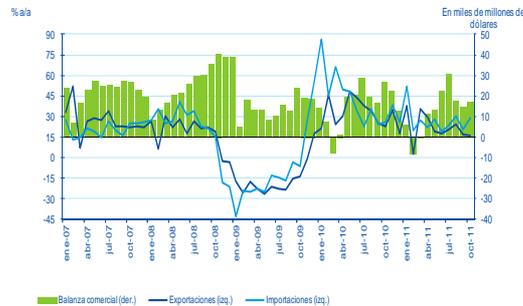
Gráfico 21
Cotización del CNH más depreciada que el CNY



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

La balanza comercial sigue gozando de un superávit considerable (Gráfico 22). Mientras que las exportaciones e importaciones se mantuvieron con fuerza durante la totalidad del 3T, en meses recientes, se han debilitado. Por ejemplo, el crecimiento de las exportaciones se ralentizó hasta llegar al 15,9% a/a en octubre desde un 20,6% en el 3T debido a la caída de la demanda externa, en particular por parte de la UE, que representa el mayor mercado exportador chino (20% del total de las exportaciones). Gracias a la fuerte demanda interna, las importaciones han mostrado gran solidez y se incrementaron en un 28,7% en octubre. Dicho esto, las importaciones de materias primas, un impulsor cada vez más importante en las tendencias globales de los precios, han mostrado fragilidad (Gráfico 23), pese a que el volumen de la demanda parece sólido y debería permanecer así con el apoyo de una inversión en infraestructuras adicional.

Gráfico 22
La balanza comercial sigue con superávit



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 23
Las importaciones de materiales primas se han ralentizado por la caída de precios



Fuentes: CEIC y BBVA Research

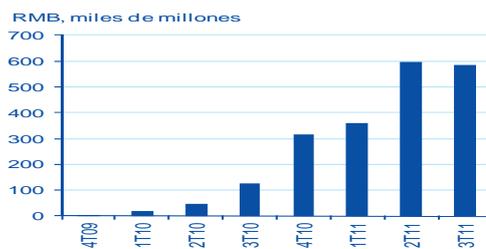
La inversión directa (IDE) en el exterior continúa en aumento

Según datos recientes, la inversión directa (IDE) en el exterior de China siguió creciendo con fuerza en 2011 (consulte [Observatorio Económico](#)⁴). En los primeros tres trimestres de 2011 la inversión directa (IDE) en el exterior no financiera, que supuso un 91,4% del total de dicho tipo IEDS, aumentó en un 12,5% a/a, alcanzado los 40.800 millones de USD. Este aumento de la inversión directa (IDE) en el exterior refleja la continuidad de la política de salida al exterior, cuya motivación oficial es asegurar los recursos energéticos y abrir una puerta para las empresas chinas en el extranjero. También podría reflejar los esfuerzos por aliviar las presiones de los altos niveles de divisas de China y extender la influencia internacional del país.

La liquidación comercial e internacionalización del RMB siguen su curso pese a las turbulencias

Continúa el progreso de la internacionalización del RMB, con un cálculo preliminar del BPdC que muestra que la liquidación comercial transfronteriza en los tres primeros trimestres alcanzó 1.540.980 millones de yuanes o bien, el 8,9% del total de la actividad comercial (Gráfico 24). En julio de 2011, se emprendieron medidas para que las empresas extranjeras pudieran remitir RMB extraterritoriales a la China continental en forma de inversión directa (IDE) en el exterior con más regularidad, lo cual es fundamental a la hora de potenciar el atractivo de los RMB extraterritoriales. Mientras tanto, los depósitos en RMB en Hong Kong, una de las mediciones 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 25). Pese a este progreso, la internacionalización del RMB se enfrenta a turbulencias. El volumen comercial que se liquidó en RMB durante el 3T se niveló en comparación con el 2T, cuando las expectativas relativas a la apreciación de la moneda se vieron debilitadas en medio de un panorama global cada vez más incierto. Esto pone de manifiesto la naturaleza especulativa de gran parte de los depósitos denominados en RMB.

Gráfico 24
El valor de las liquidaciones de RMB se niveló en el 3T



Fuentes: según datos de del BPdC y BBVA Research

Gráfico 25
Los depósitos en RMB en Hong Kong se han incrementado rápidamente



Fuentes: HKMA, CEIC y BBVA Research

⁴“Observatorio Económico de China: aumenta la inversión directa (IDE) de China en el exterior” 12 de octubre de 2011

3. Un aterrizaje suave con políticas de apoyo

Pese a que han aumentado los riesgos bajistas por el deterioro de la perspectiva global, seguimos creyendo que la economía sigue el camino de un aterrizaje suave. Cabe destacar que la demanda interna se mantiene boyante y que hay cabida de sobra para desarrollar estímulos a través de políticas, llegado el caso, para amortiguar el efecto de una demanda externa más debilitada.

Modesta revisión a la baja para las previsiones de crecimiento

Considerando la debilitada situación exterior, hemos revisado nuestras proyecciones para 2011 y 2012 a la baja, hasta un 9,1% y un 8,6% respectivamente (desde un 9,4% y un 9,1% anteriores). Nuestra proyección para la totalidad del año 2011 se basa en una moderación adicional del crecimiento del PIB hasta un 8,4% a/a por el resultado del 9,1% a/a del 3T. Según nuestro escenario de referencia, anticipamos una tendencia alcista gradual durante 2012 según la combinación de políticas vaya prestando más apoyo al crecimiento y vaya mejorando la economía mundial.

Se espera una moderación de la inflación

Esperamos que la inflación se modere hasta un 4% a/a a finales de año, por un descenso en los precios de los alimentos y de las materias primas, así como por los efectos base favorables. Mientras que la proyección para finales de año se mantiene en su generalidad sin cambios con respecto a nuestras previsiones anteriores, incrementamos la proyección de la inflación (promedio) para la totalidad del año a un 5,3% (desde el 4,9% anterior) por los resultados superiores a los esperados en meses recientes. Esperamos que la inflación se mantenga en líneas generales plana en 2012, como consecuencia del resultado del 3,9% (promedio), en consonancia con nuestras previsiones anteriores.

Tabla 1

Escenario de referencia

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
PIB (% a/a)	9,6	9,2	10,4	9,1	8,6
Inflación (promedio, %)	5,9	-0,7	3,3	5,3	3,9
Balance fiscal (% del PIB)	-0,4	-2,8	-2,5	-1,5	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	9,1	5,2	5,2	4,4	4,5
Tipo de referencia (% fdp)	5,31	5,31	5,81	6,56	6,81
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,84	6,83	6,61	6,30	6,00

Fuente: BBVA Research

Puesta a punto de las políticas de apoyo al crecimiento

Nuestro escenario de referencia no incorpora cambios significativos en la política monetaria durante lo que queda de año, a parte de las medidas selectivas para garantizar un flujo de créditos adecuado hacia las PYME, lo cual podría incluir una reducción en los coeficientes de reservas obligatorias de los bancos pequeños. A medida que la inflación se modera, cabría esperar que se aplicara también una política de encaje a los grandes bancos, con recortes de 100 pb en el CRO para comienzos del 2012 con el fin de ampliar la liquidez para apoyar la demanda interna cara a las turbulencias provenientes del exterior. A partir de este punto, si se asume una mejora del panorama externo y el crecimiento interno repunta a lo largo del año, tal como en nuestro escenario de referencia, nos veríamos en posición de anticipar que los incrementos en el ciclo de tipos de interés volverían a producirse en el cuarto trimestre de 2012, con una subida de 25 pb, para evitar la reanudación de la inflación.

Es posible que se produzca una ralentización gradual de la apreciación de la moneda

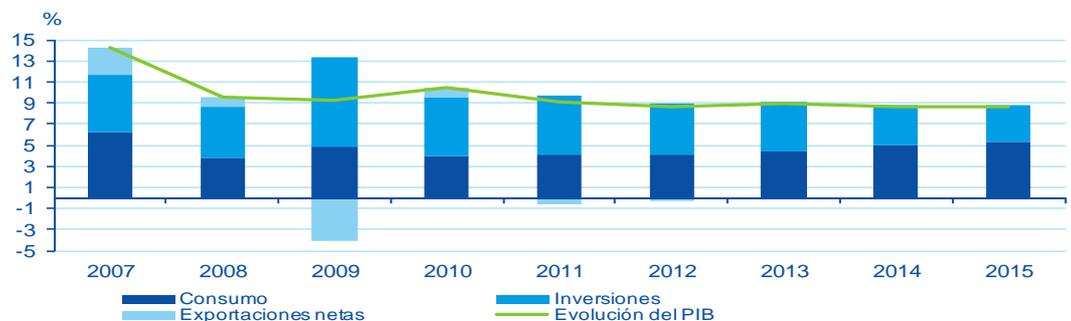
En cuanto al comercio exterior, estimamos que el superávit por cuenta corriente descenderá hasta aproximadamente un 4,5% del PIB en 2011 y 2012 puesto que una fuerte demanda interna conlleva un crecimiento sólido de las importaciones. Pese a que se espera que la demanda externa sea débil en las economías desarrolladas, se prevé un fuerte crecimiento adicional de los socios comerciales de los mercados emergentes que apoyará el crecimiento de las exportaciones a niveles razonables.

El ritmo de apreciación de la moneda hasta el momento en 2011 ha demostrado ser coherente con nuestras proyecciones para un RMB a 6,30 frente al dólar estadounidense para finales de año (desde aproximadamente 6,35 actualmente). A este ritmo (4-5%), la divisa se apreciará hasta 6,00 frente al dólar estadounidense para finales de 2012. Sin embargo, los riesgos bajistas en el panorama global indican que la apreciación de la moneda podría ralentizarse en torno al 3% o bien, paralizarse en caso de que se produjera un deterioro severo en el ámbito global, tal como ocurrió tras la crisis de Lehman.

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

A medio plazo, sostenemos que los principales motores de crecimiento se inclinarán gradualmente hacia la demanda interna, especialmente hacia el consumo privado (Gráfico 26). Sin embargo, este reequilibrio se producirá de forma muy gradual y necesitará el apoyo de las políticas subyacentes del décimo segundo plan quinquenal de China, cuyo principal interés es impulsar los ingresos en los hogares y garantizar el bienestar social (consulte el [Observatorio Económico](#)⁵). 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.

Gráfico 26
Reequilibrio del crecimiento a medio plazo



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

⁵ "Observatorio Económico de China: nuevo plan quinquenal y presupuesto para sustentar el crecimiento de China" 25 de marzo de 2011

4. Los riesgos sobre el consumo privado se inclinan a la baja

Los riesgos de sobrecalentamiento, que constituyeron el motivo principal de preocupación a comienzos de año, se han desvanecido al moderarse las tendencias de crecimiento e incertidumbre respecto al panorama mundial. El balance de riesgos se inclina ahora a la baja. De esta forma, la posibilidad de que se produzca un aterrizaje brusco (que se define popularmente como un crecimiento inferior al 6% durante dos o más trimestres) ha aumentado, pese a que seguimos creyendo que tales riesgos son abordables.

Mientras que han disminuido los riesgos de sobrecalentamiento, las autoridades siguen ocupándose de los persistentes efectos ocasionados por el rápido crecimiento en 2010 y 2011, principalmente la alta inflación y los incrementos en el precio de la vivienda. En estos momentos, la inflación se está moderando, pese a que se sitúa por encima de los niveles aceptables y como tal, sigue representado un freno para la flexibilización de la política monetaria. Esperamos que el gobierno sea prudente a ese respecto. Los incrementos en el precio de la vivienda también se han reducido, pero, tal como lo requiere la situación, las autoridades siguen supervisando las promociones y no muestran intención de flexibilizar sus medidas restrictivas.

El riesgo de que se produzca una caída abrupta en el mercado inmobiliario y en el sector de la banca en la sombra, estrechamente ligados, se ha visto incrementado. Si se produjera un ajuste bajista brusco en los precios inmobiliarios, podrían aparecer tensiones financieras en los promotores, lo cual conllevaría un aumento de los índices de morosidad y una repercusión en otros sectores de la economía. Sin embargo, consideramos que tales riesgos son escasos, considerando lo que se indica en nuestra evaluación de que solo habrá una sobrevaloración modesta de los precios. Por otra parte, la ralentización en el incremento de los precios viene inducida por las políticas, es decir, el gobierno puede ajustar con precisión sus medidas restrictivas en caso de que los riesgos bajistas en el mercado inmobiliario comiencen a materializarse.

Otra fuente de riesgo es el alto nivel de pasivos contingentes del gobierno central, especialmente la deuda pública local. Seguimos creyendo que una deuda de tal índole es abordable, aunque para resolver posibles problemas con los préstamos probablemente se requerirá una combinación de eventuales cancelaciones de los bancos y fondos del gobierno central.

El riesgo predominante para la situación de crecimiento proviene del panorama externo. En estos momentos, la demanda externa más debilitada ya ha provocado un descenso en el crecimiento de las exportaciones y las crecientes tensiones financieras en Europa enfrían el apetito de riesgo y de inversión. Pese a que la naturaleza relativamente cerrada de la cuenta de capital indica que el sistema bancario y mercados de capital internos de China están blindados frente a las secuelas directas de tales eventos, es probable que se produzca una onda expansiva a causa de las condiciones de financiación más restrictivas, tal como se vio con las caídas del mercado de valores y el descenso de OPV de las empresas chinas.

Sin embargo, si se materializan los riesgos a la baja, habrá sitio para un estímulo a través de políticas dirigido a apoyar el crecimiento y evitar un aterrizaje brusco. Mientras que el reciente aumento de la deuda pública local limita la libertad de acción de maniobras fiscales y no esperamos el despliegue de un plan fiscal de la magnitud del de Lehman, según nuestros cálculos habría cabida de sobra (junto con el apoyo de una flexibilización monetaria) para sostener un crecimiento por un encima del objetivo del 7% que se estableció en el plan de desarrollo quinquenal. Esto conllevaría un gasto adicional de 1 billón de RMB entre 2012-12. En tal caso, el déficit fiscal para 2012 se elevaría en un 1% del PIB, para llegar a un 2,8% del PIB, un nivel financiable a través de nueva emisión de deuda.

La articulación de un plan de estímulo se inclinaría probablemente más hacia el incremento de los ingresos de los hogares y la activación del consumo privado, junto con medidas de apoyo para las PYMES. Las iniciativas específicas tomarían la forma de recortes impositivos selectivos para PYMES, subvenciones al consumo adicionales y una aceleración del plan de vivienda pública que ya está en marcha. Además, en lo que respecta a la moneda, se requieren recortes más pronunciados en los coeficientes de reservas obligatorias y tipos de interés que aportarían un apoyo adicional al crecimiento en una situación bajista.

En el frente político, el próximo año será testigo de un cambio de líderes, con nuevos miembros en la Comisión Delegada Permanente de la Oficina de Asuntos Políticos, un organismo clave en la toma de decisiones, para el mes de octubre. En marzo de 2013, se elegirá presidente y primer

ministro, que sustituirán al actual presidente Hu Jintao y primer ministro Wen Jiabao. En cualquier caso, esos cambios harían al gobierno más proclive a utilizar medidas de estímulo para apoyar el crecimiento y mantener la estabilidad en 2012 antes de la transición en el poder.

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones Macroeconómicas

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
PIB (% a/a)	9,6	9,2	10,4	9,1	8,6
Inflación (promedio, %)	5,9	-0,7	3,3	5,3	3,9
Balance fiscal (% del PIB)	-0,4	-2,8	-2,5	-1,5	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	9,1	5,2	5,2	4,4	4,5
Tipo de referencia (% fdp)	5,31	5,31	5,81	6,56	6,81
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,84	6,83	6,61	6,30	6,00

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

PIB

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

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Tipo de cambio (fin de periodo)

		2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE. UU	EUR/USD	0,70	0,70	0,75	0,71	0,74
UEM	USD/EUR	1,50	1,40	1,34	1,40	1,35
China	CNY/USD	6,84	6,83	6,61	6,30	6,00

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Tipo de referencia (fin de periodo)

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE. UU	0,61	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	2,73	1,00	1,00	1,50	1,50
China	5,31	5,31	5,81	6,56	6,81

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 / 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

Zhigang Li

zhigang.li@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

George Xu

George.xu@bbva.com.hk

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

richard.li@bbva.com.hk

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

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de economías emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación de América Latina

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswald_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis macroeconómico México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y política pública

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

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

ant.pulido@grupobbva.com

Renta Variable Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX

y materias primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Datos de contacto**BBVA Research**

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. + 2582 3111

Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

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