

Situación China

Primer trimestre 2013
Análisis económico

- **Las perspectivas económicas mundiales mejoran** debido a la disminución de los riesgos de eventos excepcionales en Europa, al acuerdo alcanzado en EE.UU. para evitar el llamado “abismo fiscal” y a la solidez de las economías emergentes. En nuestra opinión, el crecimiento mundial avanzará desde el 3,2% en 2012 al 3,6% en 2013.
- **Tras desacelerarse más de lo esperado en el tercer trimestre de 2012, la economía de China ha ganado velocidad.** El crecimiento a/a del 4T alcanzó el 7,9%, con lo que 2012 se cerró con un avance del 7,8%. De este modo se ha evitado un aterrizaje brusco. Para 2013 preveemos un crecimiento del 8,0%, una ligera revisión al alza con respecto a nuestros anteriores pronósticos.
- **La nueva dirección china ha indicado que en 2013 mantendrá una política macroeconómica favorecedora del crecimiento,** tras asumir el poder en marzo. No obstante, con la inflación y la fragilidad financiera en aumento, creemos que las políticas macroeconómicas generales se aplicarán de forma prudente durante el próximo año, sin nuevos recortes de los tipos de interés.
- **Lo más probable es que en 2013 continúe la modesta apreciación de la moneda.** El crecimiento está bajo control, la balanza de pagos sigue arrojando superávit y está previsto que las entradas de capitales se incrementen. Lo más probable es que las autoridades posibiliten una modesta revalorización del RMB frente al dólar, con lo que el tipo de cambio acabará en 2013 en torno a 6,10 RMB/USD.

Índice

Resumen.....	3
1. Perspectivas mundiales: mejora de la confianza y reducción de riesgos excepcionales	4
2. Se ha evitado un aterrizaje brusco gracias a que el crecimiento cobra ímpetu.....	7
Recuadro 1: ¿La desaceleración de China en 2012 fue cíclica o estructural?.....	13
3. Mejores perspectivas económicas.....	18
Recuadro 2: Las medidas más recientes en la liberalización de las cuentas de capital	21
4. Los riesgos están más equilibrados.....	22
5. Tablas.....	23

Fecha de publicación: 20 de febrero de 2013

Resumen

Tras una desaceleración del crecimiento en 2012 que fue más profunda y prolongada de lo previsto, la economía China ya pasó lo peor. El crecimiento repuntó hasta el 7,9% a/a en el 4T, después de tocar fondo con el 7,4% del 3T, consecuencia de los estímulos, de la recuperación del sector inmobiliario y de la estabilización de las exportaciones. Como resultado, el crecimiento anual alcanzó el 7,8%, inferior al año anterior (9,3%), aunque todavía bastante por encima del objetivo del gobierno, el 7,5%.

Los recientes indicadores de actividad apuntan a que el impulso de recuperación continúa durante 2013. En particular, han repuntado la producción industrial y los índices PMI. Por lo que respecta a la demanda, las ventas minoristas han venido aumentando constantemente desde julio, lo cual es coherente con el repunte del consumo privado y un nuevo aumento de la ratio consumo/PIB. También se han estabilizado la demanda externa y las exportaciones.

En consecuencia, hemos revisado al alza nuestras estimaciones de crecimiento para 2013, situándolo en el 8,0%. Se trata de una revisión modesta (frente al 7,9% de nuestra [Situación China](#) anterior), ya que prevemos que el impulso se enfriará en el segundo semestre a medida que se vayan retirando gradualmente los estímulos. Lo que sostendrá el crecimiento será la continuidad de la demanda de consumo, apoyada por los recortes de impuestos y el aumento de la renta de las familias. El crecimiento de las inversiones mermará ligeramente, aunque seguirá sosteniendo la demanda gracias a la continuidad del gasto público en vivienda social y en infraestructuras.

La inflación aumenta, aunque se mantiene en cifras manejables. Tras tocar fondo con el 1,7% a/a de octubre, la inflación subió al 2,5% a/a en diciembre, empujada por la demanda, los precios de los alimentos y los efectos básicos (posteriormente cayó al 2,0%, por los efectos básicos correspondientes al Año Nuevo chino). Las cifras finales de 2012 se situaron por debajo de las expectativas anteriores, y dentro del objetivo del gobierno (4,0%). Esperamos que la inflación aumente gradualmente en 2013 a medida que repunte el crecimiento, y prevemos que alcanzará el 3,8% hacia finales de 2013.

Todo apunta a que habrá continuidad política tras la transición a la nueva dirección, en marzo. El nuevo equipo ha hecho saber que en 2013 mantendrá una línea de apoyo al crecimiento, signada por “una política monetaria prudente y una política fiscal proactiva”. Sobre la base de recientes declaraciones y crónicas, esperamos que el objetivo oficial de crecimiento para 2013 se mantendrá en el 7,5%, y que el objetivo de inflación se bajará al 3,5% desde el 4,0% del año pasado. En cuanto al largo plazo, lo más probable es que la nueva dirección haga hincapié en la calidad del crecimiento y que mantenga en ritmo de reformas económicas para impulsar la productividad, mejorar el bienestar social y facilitar el reequilibrio económico.

No obstante, con el gradual aumento de las presiones inflacionarias y la fragilidad financiera, creemos que las políticas macroeconómicas generales se aplicarán de forma prudente durante el próximo año. En particular, no prevemos nuevos recortes de tipos de interés, y las nuevas reducciones del CRO dependerán de las condiciones de liquidez internas. Dicho esto, el ritmo de crecimiento del crédito bancario posiblemente se mantendrá al mismo nivel que en 2012. En el frente fiscal, esperamos que el gobierno central anuncie en marzo un presupuesto que promueva el crecimiento, con un objetivo de déficit de aproximadamente el 2% del PIB.

También es muy probable que en 2013 continúe la modesta apreciación de la moneda. Con la balanza de pagos todavía en superávit y con las proyecciones de aumento de la demanda externa y las entradas de capitales, creemos que las autoridades posibilitarán una nueva y modesta apreciación del RMB frente al dólar, hasta situarlo en una paridad de aproximadamente 6,10 RMB/USD hacia finales de 2013; es decir, un 2% con respecto al nivel actual. Obviamente, esta previsión está sujeta a riesgos, en especial como consecuencia de la reciente depreciación del yen. También es posible que la flexibilidad de la divisa se incremente en el transcurso del año.

Con el repunte del crecimiento y la mejora del entorno global, los riesgos a corto plazo se han equilibrado más que en los trimestres anteriores. Aunque persisten los riesgos de retroceso como consecuencia de la incertidumbre de la situación global y del aumento de la

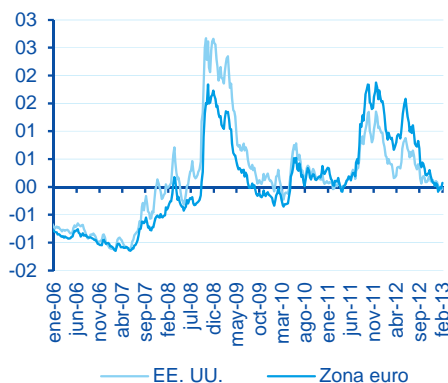
fragilidad financiera interna, también pueden producirse sorpresas favorables en las cifras de crecimiento interno y externo.

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

Antes de centrarnos en Asia, examinaremos la [Situación Global](#). Los lectores que deseen ir directamente a las secciones de Asia pueden hacerlo pasando a la [página 7](#).

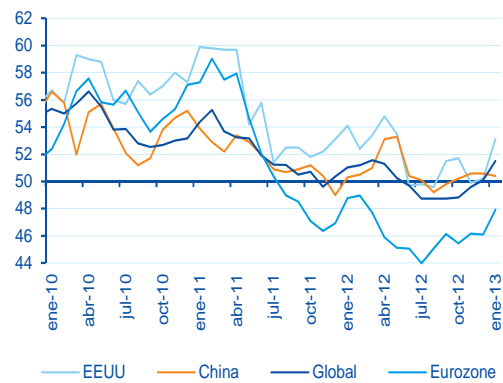
En los últimos tres meses se han reducido las amenazas para las perspectivas económicas mundiales, lo que ha provocado una corriente de renovado optimismo. Las tensiones financieras han disminuido hasta sus niveles más bajos en dos años (Gráfico 1), especialmente en Europa, y han salido beneficiadas casi todas las clases de activos. También se ha producido un incremento en la confianza de consumidores y empresas que se ha extendido por las distintas regiones (Gráfico 2). Sin embargo, todavía no ha habido ningún cambio significativo en la actividad económica. Según nuestras estimaciones, el PIB mundial en 2012 creció un 3,2%, por debajo del 3,9% de 2011. Los datos más recientes indican que el PIB mundial podría estar acelerándose, aunque se parte de niveles bajos.

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras del BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Indicador de confianza (índice de gerentes de compras)



Fuentes: CEIC y BBVA Research

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

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

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

Estados Unidos no se precipitó al abismo. A pesar de la caída del PIB en el 4T12 (-0,1% en términos anualizados), el panorama subyacente es más favorable. El crecimiento del consumo se ha mantenido bastante estable en los últimos trimestres, con un promedio solo ligeramente por debajo de los niveles de crecimiento anteriores a la crisis. Al mismo tiempo, el sector de la vivienda ha tomado impulso.

El acuerdo fiscal alcanzado al iniciarse el año fue bien recibido en los mercados. Con él se evita un mayor lastre sobre la economía y se contribuye a mejorar la sostenibilidad de la deuda pública de EE. UU. No obstante, el acuerdo no dio respuesta a dos posibles fuentes de incertidumbre. En primer lugar, el gran recorte del gasto sigue programado para hacerse efectivo a comienzos de marzo. Si se implementa, habrá un lastre adicional sobre la economía de aproximadamente un 0,8% del PIB. En segundo lugar, no se llegó a un acuerdo permanente sobre el techo de deuda, aunque posteriormente se suspendió el techo hasta mediados de mayo. Por consiguiente, en las próximas semanas habrá más negociaciones para evitar una brusca contracción de la economía en 2013 y, al mismo tiempo, contribuir a la sostenibilidad fiscal. Sin embargo, no es probable que se llegue a un gran acuerdo mientras los responsables políticos sigan dando largas y no lleguen a un compromiso bipartidista.

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

Por último, el programa de Transacciones Monetarias Directas (OMT por sus siglas en inglés) del BCE parece estar teniendo efectos duraderos como respaldo real, evitando el aumento de las tensiones financieras, aunque ni España ni Italia (los candidatos más probables) hayan pedido aún su activación. Esa situación podría continuar, pues tanto los gobiernos de los países centrales como de los países periféricos carecen de incentivos para someterse a tal proceso. Con la rentabilidad de los bonos españoles entre el 5 y el 5,5% y el de los italianos entre el 4 y el 4,5%, es difícil pensar que la situación financiera de la deuda soberana es insostenible, en particular si tenemos en cuenta los costes políticos que tendría un rescate desde el punto de vista de los políticos que están al cargo.

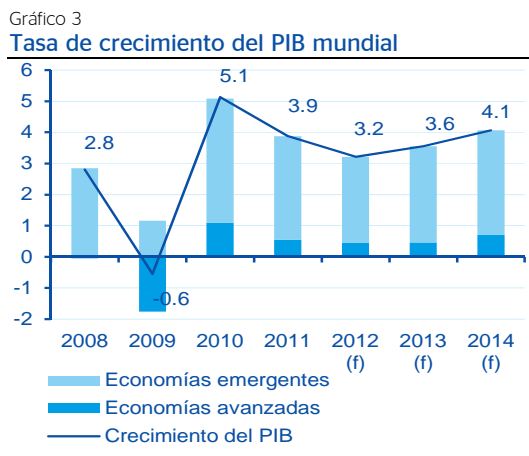
Nuestro escenario central sigue siendo una recuperación suave

A pesar de que se han reducido los riesgos de cola, las mejoras de los fundamentos económicos han sido difíciles de alcanzar. Por consiguiente, el escenario más probable para la situación global sigue siendo una recuperación suave. Aunque EE. UU. ha evitado caer en el abismo fiscal, los políticos estadounidenses aún tienen que ponerse de acuerdo en asuntos clave, incluidos el gran recorte del gasto previsto y el techo de deuda, y la política fiscal de 2013 será más restrictiva y exprimirá la renta de las familias. Puede que el sector inmobiliario se esté recuperando, pero el proceso de desapalancamiento sigue en curso y el sector exterior está lejos de ser boyante. Por tanto, mantenemos nuestras perspectivas para la economía de EE. UU., aunque hay potencial para sorpresas favorables. En 2013 esperamos que la economía de EE. UU. crezca un 1,8% (por debajo del 2,2% de 2012) y un 2,3% en 2014.

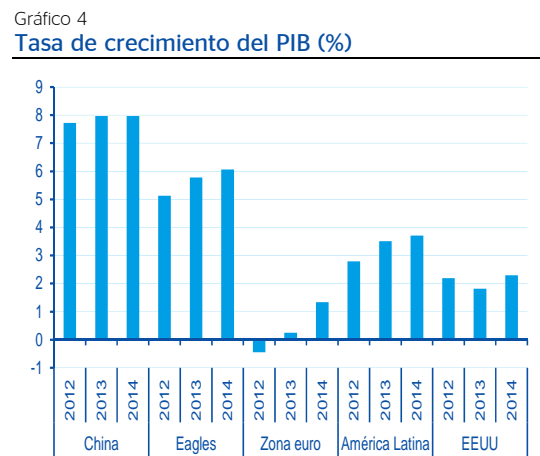
En la zona euro, puede que los riesgos de cola hayan desaparecido, pero la periferia sigue sumida en la recesión, arrastrada por la consolidación fiscal y por las condiciones de financiación. Algunas economías todavía se enfrentan al desapalancamiento y a la austeridad fiscal. Sin embargo, los indicadores adelantados en Alemania y en otros países centrales apuntan a mejores perspectivas a comienzos de 2013. Por tanto, en líneas generales

mantenemos nuestra previsión de que en la zona euro habrá un repunte de tan solo un 0,3% en 2013 (después de una contracción del 0,5% en 2012), y un incremento del 1,3% en 2014.

China es posiblemente la economía donde las perspectivas están más claras a corto plazo. Hemos revisado nuestras previsiones ligeramente al alza y consideramos que es probable que China crezca un 8% en 2013 y 2014. La fortaleza de la economía china y la solidez de la economía estadounidense jugarán un papel importante para apoyar la demanda de la mayoría de los países emergentes. En el conjunto de América Latina, hemos revisado nuestras previsiones ligeramente a la baja a causa de la mayor debilidad de las situaciones de Brasil y Argentina. En 2013, las economías de América Latina crecerán un 3,5%, mientras que en 2014 lo harán a una tasa del 3,7%, con lo cual se acercarán a su crecimiento potencial. Por su parte, Asia Emergente mostrará un crecimiento más robusto, y su ritmo se acelerará hasta el 6,6% en 2013, por encima del 6,1% de 2012.



Fuentes: CEIC y BBVA Research



Fuentes: CEIC y BBVA Research

La incertidumbre que rodea las perspectivas mundiales sigue siendo elevada y se inclina a la baja pero, por primera vez en tres años, también cabe la posibilidad de sorpresas al alza. La zona euro entraña el mayor riesgo, y las tensiones financieras podrían regresar por distintas razones. La periferia de Europa podría incumplir sus objetivos fiscales actuales. Si los gobiernos reaccionan con más austeridad, la contracción podría ser más intensa. Sin embargo, este riesgo es bajo, pues la Comisión Europea ha dejado claro que no se impondrán más ajustes sobre estos países si los objetivos no se cumplen debido a factores cíclicos. Al mismo tiempo, esa contingencia podría agitar los mercados y provocar peticiones de rescate. En este aspecto, aunque el BCE parece preparado para intervenir, cualquier posible discusión entre los países centrales y los periféricos sobre la condicionalidad sería una fuente potencial de inestabilidad. También hay otros factores que pueden jugar un papel importante, como los detalles del rescate bancario de Chipre, aún por fijarse, o acontecimientos políticos como las elecciones italianas. Si las tensiones financieras se incrementaran como consecuencia de uno o de varios de estos activadores, la zona euro continuaría en recesión en 2013.

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

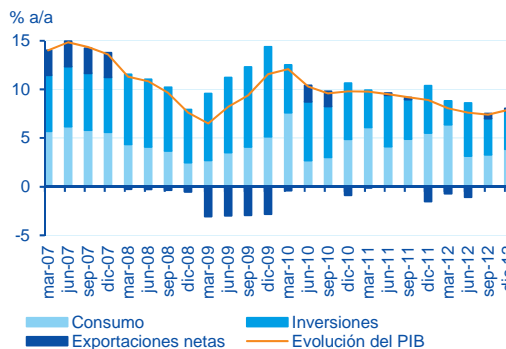
2. Se ha evitado un aterrizaje brusco gracias a que el crecimiento cobra ímpetu

Tras persistentes temores de un aterrizaje brusco durante la mayor parte de 2012, cuando el crecimiento se desaceleró más, y durante más tiempo, que el originalmente previsto, la economía china pasó lo peor gracias a los efectos de los estímulos, la recuperación del sector inmobiliario y la estabilización de las exportaciones. Aunque el crecimiento anual del 7,8% fue el más bajo desde 1999 (aunque todavía por encima del objetivo oficial para 2012, del 7,5%), el impulso se recuperó notablemente en el 4T del año como consecuencia de los recortes de los tipos de interés a mediados de 2012, y al incremento gradual del gasto público. Prevemos que el PIB crecerá en 2013 en torno al 8,0%: por inducción de las políticas de estímulo en el primer semestre, que gradualmente darán paso a una trayectoria más autosostenible (aunque menos vigorosa) en el segundo, apoyada por la mejora del consumo y la demanda externa. Lo más importante es que los nuevos líderes, que asumirán el poder en marzo, han dado a entender que mantendrán la continuidad en materia de políticas de estímulo y reformas económicas.

El crecimiento repunta gracias a las políticas de apoyo y a la estabilización de las exportaciones

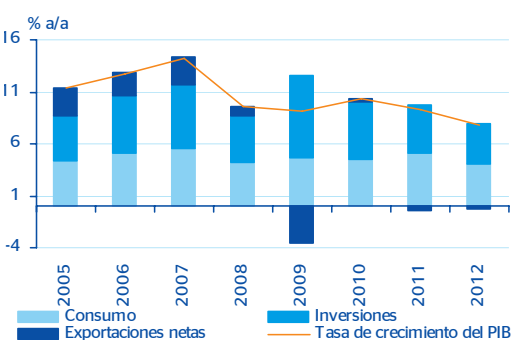
El crecimiento del PIB repuntó hasta el 7,9% a/a en el 4T tras tocar fondo (7,4%) el trimestre precedente, con lo que el crecimiento anual se quedó en el 7,8% (Gráficos 5 y 6). En términos secuenciales, según las cifras oficiales, el crecimiento trimestral de hecho retrocedió, hasta el 2,0% desestacionalizado (8,2% anualizado), desde el 2,1% del 3T (8,7% anualizado). Sin embargo, los datos secuenciales son menos fiables, considerando su calidad y los problemas de ajuste estacional. En todo 2012, el consumo interno (incluyendo el público) fue el principal aportador al crecimiento (4,1 puntos), seguido de las inversiones (3,9 puntos). Las exportaciones netas supusieron un lastre (-0,2 puntos) por segundo año consecutivo. En cuanto a la producción, el crecimiento fue más rápido en el sector servicios, lo que conllevó un aumento de su volumen dentro de la economía: ahora genera el 44,6% del PIB, frente al 43,4% de 2011 (Gráfico 7).

Gráfico 5
La desaceleración del PIB tocó fondo el 3T...



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 6
... lo cual ha conllevado un crecimiento del 7,8% en 2012



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Lo interesante de las cifras finales de 2012 es que, por primera vez en más de una década, el crecimiento no llegó al 8%. Esta desaceleración refleja una combinación de factores cíclicos y estructurales (véase el Recuadro 1), y estos últimos tienen que ver con un gradual descenso del potencial de crecimiento del país.

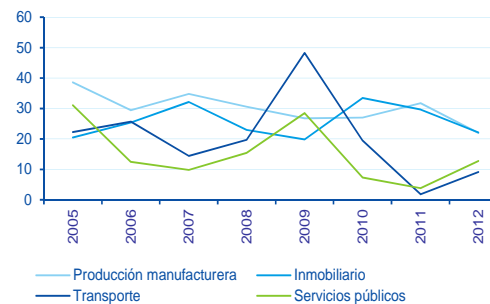
Desde una perspectiva cíclica, el repunte del crecimiento experimentado en el 4T se debió principalmente a los estímulos, sobre todo al hincapié en las inversiones públicas en infraestructuras (Gráfico 8). Entretanto, las políticas de impulso de la renta de las familias y del consumo, sumada a una tasa de paro urbano estable (4,1% en 2012), han sustentado el consumo (Gráficos 9 y 10). La estabilización de la demanda de exportaciones, hacia finales de año, contribuyó a asegurar que las exportaciones netas resultasen un lastre menor para el crecimiento que el año pasado.

Gráfico 7
La cuota del sector servicios aumenta



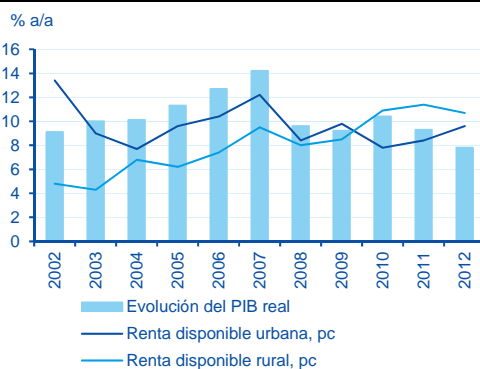
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
Las inversiones en infraestructuras sostienen el crecimiento



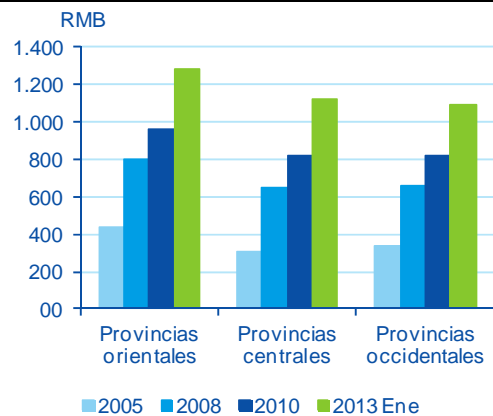
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 9
La renta disponible supera el crecimiento del PIB



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 10
El salario mínimo crece rápidamente

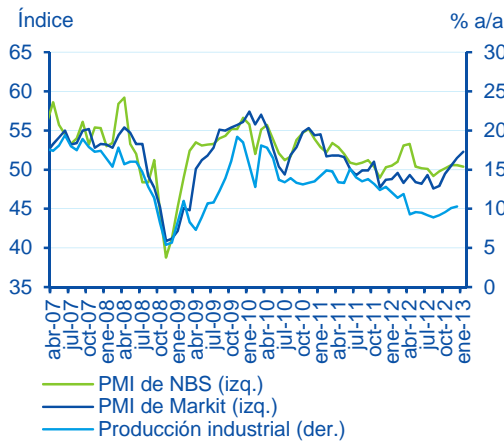


Fuentes: CEIC y BBVA Research

Los más recientes indicadores de alta frecuencia apuntan a que el impulso continuará en 2013, incluyendo la producción industrial y los índices PMI (Gráfico 11). A propósito de estos últimos, apuntan a que el ciclo de liquidación de existencias posiblemente ha tocado fondo, lo cual incrementa las probabilidades de nuevos incrementos de la producción, que posiblemente mejoren la confianza de los mercados (Gráfico 12).

Por lo que respecta a la demanda, el aumento de las ventas minoristas ha sido continuo después de tocar fondo en julio (Gráfico 13). De hecho, el crecimiento del consumo total fue el único componente de la demanda que se aceleró en 2012, y su porcentaje en el PIB ha comenzado a crecer desde 2011 (Gráfico 14), señal del largamente esperado reequilibrio. Por contraste, el comportamiento de las inversiones tuvo sus altibajos en 2012. Sin embargo, fue favorable desde mediados de año, cuando el sector inmobiliario se recuperó y aumentó el gasto en infraestructuras (transportes y servicios públicos).

Gráfico 11
Mejora de la producción industrial y de los índices PMI



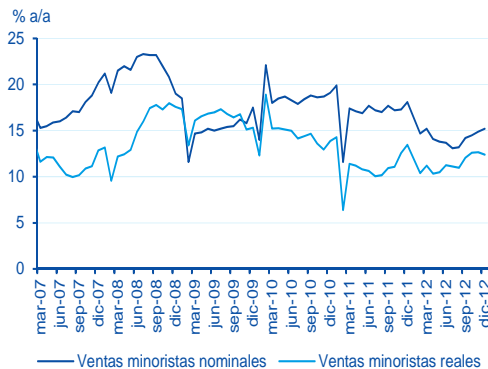
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 12
Recuperación de las bolsas al reforzarse la confianza



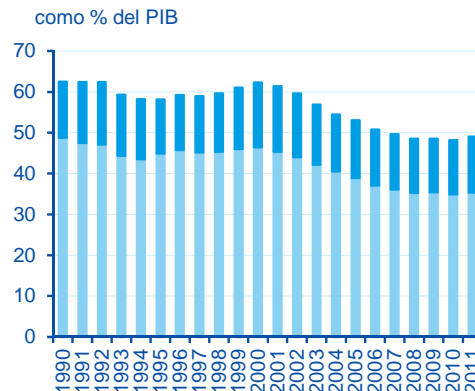
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 13
Buen comportamiento de las ventas minoristas



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 14
Aumenta la ratio consumo/PIB

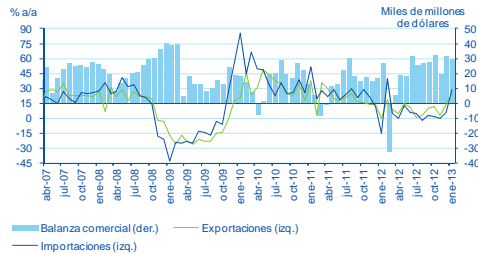


Fuentes: CEIC y BBVA Research

A pesar de la debilidad de la economía global, las exportaciones empezaron a estabilizarse el 4T, avanzando un 9,4% a/a desde el 4,4% del 3T (9,1% a/a el 1S 2012) (Gráfico 15). Lo que sostuvo las exportaciones fue la solidez del intercambio comercial intrarregional, sobre todo la demanda de los países de la ASEAN (29,7% a/a el 4T), y una modesta mejora de la demanda desde EE.UU. (5,4% a/a el 4T). Por contraposición, las exportaciones a Europa y Japón siguieron retrocediendo: un -7,9% y un -3,5% a/a, respectivamente, en el 4T (Gráfico 16). Entretanto, en el cuarto trimestre también se recuperaron las importaciones gracias a la mejora de la demanda interna: avanzaron un 2,8% a/a desde el 1,4% del trimestre precedente. Las importaciones de materias primas se recuperaron¹ (Gráfico 17), al igual que las procesadas. En cuanto al total de 2012, las exportaciones e importaciones se desaceleraron hasta el 7,9% y el 4,3%, respectivamente, desde el 20,3% y el 24,9% de 2011, lo que destaca las repercusiones de la crisis mundial. Como resultado de estas tendencias, el superávit comercial llegó a los 231.000 millones de USD (desde los 155.000 de 2011), y la balanza por cuenta corriente siguió estrechándose hasta el 2,6% del PIB, un brusco retroceso desde su máximo en 2010: el 10,1% (Gráfico 18).

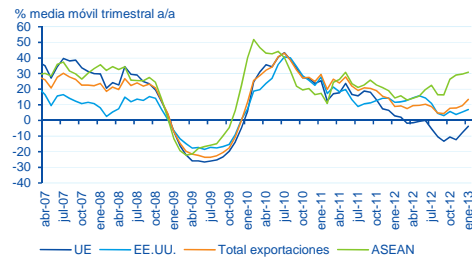
¹: Consulte información más detallada acerca de la demanda de materias primas de China en Observatorio Económico, "What do China's growth outlook and policy outlook mean for commodity demand?" 30 de noviembre de 2012.

Gráfico 15
El crecimiento de las exportaciones parece estabilizarse



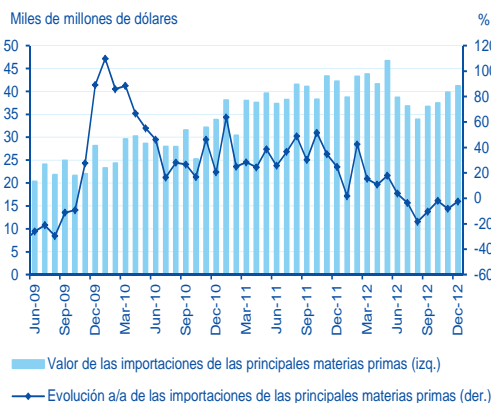
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 16
Las exportaciones a la UE y a Japón no levantan cabeza



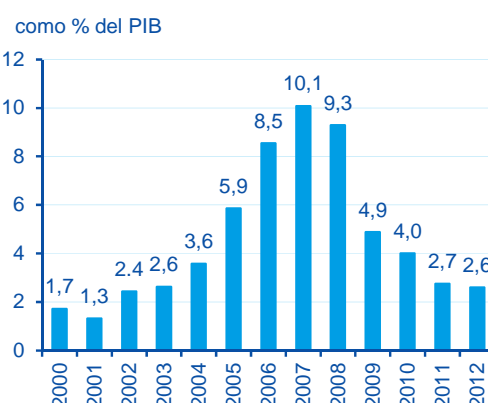
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 17
Las importaciones de materias primas aumentan debido a la fuerte demanda interna



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 18
El superávit por cuenta corriente se ha reducido

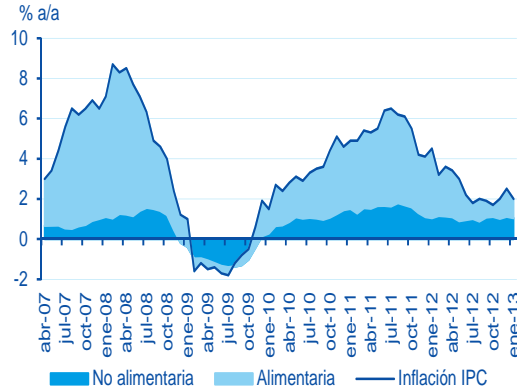


Fuentes: CEIC y BBVA Research

Las presiones inflacionistas siguen siendo moderadas, aunque repuntan

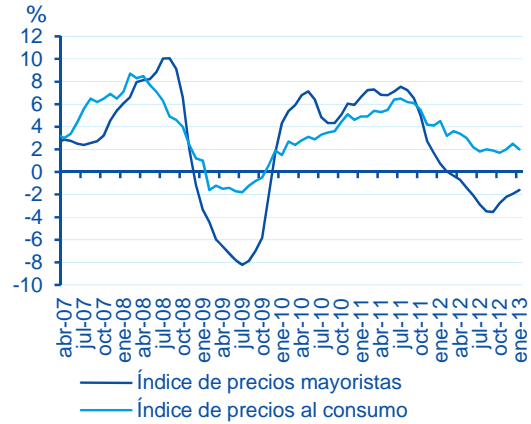
Tras la desaceleración del crecimiento económico durante los tres primeros trimestres del año, la inflación general bajó mucho más de lo que se esperaba, quedando en octubre en el 1,7% a/a (Gráfico 19). Desde entonces, la inflación se ha incrementado ligeramente debido al aumento de la demanda y de los precios de los alimentos, así como a los efectos básicos. No obstante, con apenas un 2,0%-2,5% en diciembre y enero, se encuentra lejos del objetivo de las autoridades, el 4,0%. Entretanto, la inflación mayorista sigue negativa (-1,6% a/a en enero), aunque también ha repuntado debido al aumento de los precios de las materias primas (Gráfico 20).

Gráfico 19
En octubre la inflación tocó fondo...



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 20
... y los precios mayoristas comenzaron a repuntar



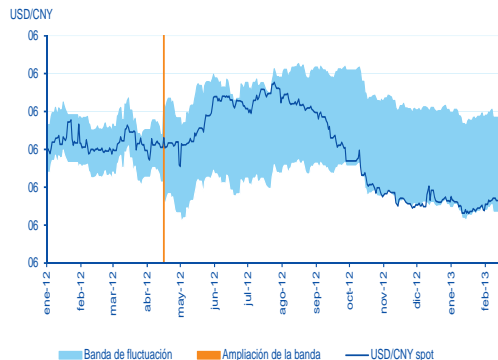
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Ha continuado la moderada apreciación de la moneda

En todo 2012, el RMB se apreció solamente un 1% frente al USD, un ritmo más lento que la apreciación del 2-3% que originalmente se esperaba. No obstante, la apreciación se hizo notar a la luz de la continua debilidad de la demanda externa. El ritmo de apreciación del RMB fue especialmente rápido entre julio y noviembre (Gráfico 21), cuando las fuerzas del mercado empujaron persistentemente al tipo al contado hacia el extremo superior de la banda de fluctuación (que en abril pasado se amplió a +/- 1,0%), y el cambio fijo del BPdC se fue situando en niveles progresivamente más elevados. En consecuencia, y considerando la relativa fortaleza del USD en 2012, el RMB se apreció en términos reales durante el curso del año (Gráfico 22). Sin embargo, las expectativas de una nueva apreciación son bastante moderadas, tal y como lo indican los tipos a futuro del RMB offshore, que continuarán descontando la depreciación (Gráfico 23).

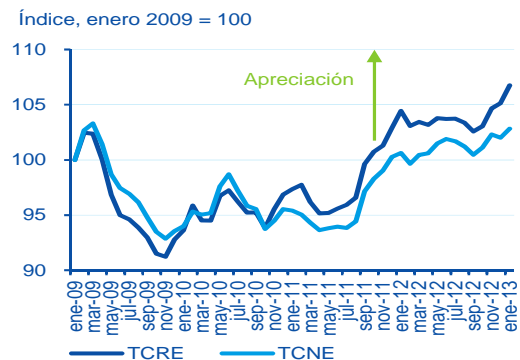
Más recientemente, el RMB se ha estabilizado, e incluso debilitado, frente al USD. Posiblemente como respuesta a la brusca depreciación del yen. Coherente con la moderada apreciación durante el año, la acumulación de reservas se ha estabilizado, incrementándose en 100.000 millones de USD hasta situarse en los 3,3 billones de USD a finales de 2012, ya que el superávit comercial y las entradas netas de IED fueron contrarrestadas por las salidas netas de cartera (Gráfico 24).

Gráfico 21
El RMB se mantiene estable frente al USD tras el brusco incremento del 25...



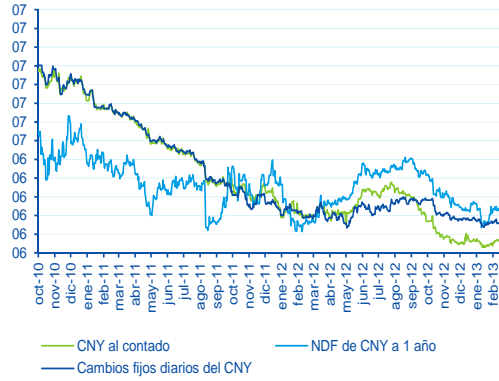
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 22
... y se ha apreciado en términos efectivos



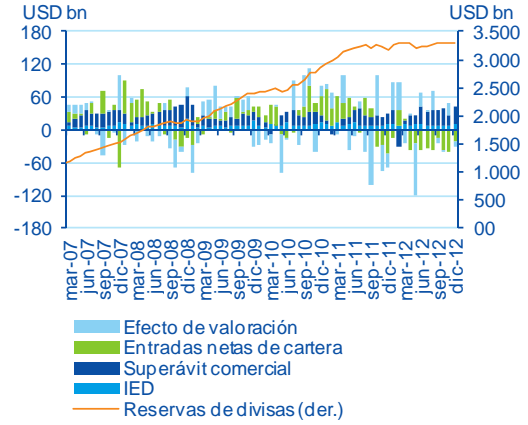
Fuentes: BPI, CEIC y BBVA Research

Gráfico 23
Los NDF en RMB todavía descuentan la depreciación



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 24
Desaceleración de la acumulación de reservas por la salida de capitales



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Recuadro 1: ¿La desaceleración de China en 2012 fue cíclica o estructural?

Aunque todavía está dentro de los objetivos oficiales, la tasa de crecimiento del PIB chino en 2012 —el 7,8%— fue la más baja desde 1999. Además, el descenso del crecimiento fue relativamente brusco si lo comparamos con la media del 9,6% durante el difícil período de 2008 a 2011, signado por la crisis financiera global. Aunque las cifras finales de 2013 se situaron por encima del objetivo oficial, y a pesar de que evitó un aterrizaje brusco, es natural que la magnitud de la desaceleración tras un período prolongado de rápido crecimiento plantee el interrogante de qué parte de esta situación fue cíclica, y qué parte estructural. La respuesta es importante no solamente para elaborar proyecciones de las perspectivas económicas, sino también para que los responsables políticos puedan decidir si impulsar el crecimiento mediante medidas de estímulo a corto plazo, o bien dejar que el crecimiento aminore.

Una combinación de factores estructurales y cíclicos

En nuestra opinión, el motivo del reciente brusco descenso del crecimiento es principalmente cíclico, aunque también entran en juego factores estructurales. Basamos esta conclusión en un marco de contabilización del crecimiento estimado desde 1980 hasta 2020 (Tabla 1).

Tabla 1

Desglose de la desaceleración

%	2008	2009	2010	2011	2012
(1) Crecimiento real	9,6	9,2	10,4	9,3	7,8
(2) Crecimiento potencial	9,9	9,5	9,1	9,0	8,8
(3) Variación del crecimiento anual	4,6	-0,4	1,2	-1,1	-1,5
(4) Variación del crecimiento potencial	0,2	-0,4	-0,4	-0,1	-0,2
(5) Cíclico=(3)-(4)	4,4	0,0	1,6	-1,0	-1,3
(6) Brecha de producción	1,7	0,1	1,4	1,6	0,7
(7) Inflación	6,0	-0,7	3,3	5,4	2,6
(8) Desempleo	4,2	4,3	4,1	4,1	4,1

Fuente: BBVA Research

Utilizando nuestras estimaciones de potencial de crecimiento, observamos que, en 2012, los factores cíclicos (línea 5 de la tabla) supusieron -1,3 puntos de la desaceleración, y que los factores estructurales (línea 4 de la tabla) solamente -0,2 puntos. Nuestra conclusión es que la desaceleración de 2012 ha sido fundamentalmente cíclica.

Brecha de producción y lagunas en el empleo

Otro interrogante es por qué las cifras de empleo se han mantenido tan bien a pesar de la desaceleración cíclica del crecimiento. Aunque los problemas de calidad de los datos y de medición pueden ser un factor importante, en este caso nos concentraremos en el papel de la brecha de producción. Como puede verse en la tabla, nuestras estimaciones de la brecha de producción fueron positivas durante el período de 2008 a 2012, lo cual implica que los niveles de producción se situaron efectivamente por encima de

la capacidad productiva no inflacionaria de China. Para suprimir la brecha positiva, la producción debería haber caído por debajo del potencial durante un período suficiente, que es lo que está ocurriendo ahora. Creemos que la brecha se cerrará en 2013.

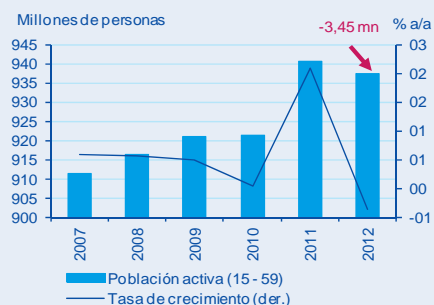
Crecimiento a mayor plazo: el papel del descenso demográfico y de la urbanización

Si hablamos de un horizonte de tiempo más prolongado, vemos factores estructurales detrás de la prevista desaceleración del crecimiento. Para evaluar el potencial de crecimiento de China a mayor plazo, es importante evaluar las perspectivas de crecimiento del mercado laboral, lo que en China suele denominarse “dividendo demográfico”. En este aspecto, los datos más recientes no son alentadores: la población activa de China (15-59 años) se contrajo por primera vez en 2012 (Gráfico 25). En resumen: China ya no puede apoyarse en el crecimiento de la masa laboral para su crecimiento a largo plazo.

Un segundo factor importante es la urbanización, que supone inversiones en infraestructuras y viviendas, y cifras más elevadas de renta per cápita y de consumo. La urbanización rápida suele estar asociada a tasas de crecimiento del PIB altas. La ratio de urbanización de China (el porcentaje de población que vive en las ciudades) subió en 2012 hasta el 52,6%, tras sobrepasar el ecuador del 50% en 2011. Incluso sin mucho movimiento, a esta relación todavía le queda mucho por subir (Gráfico 26).

Gráfico 25

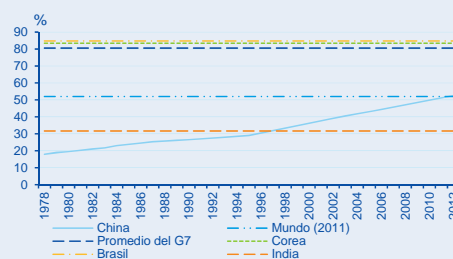
La población activa disminuyó en 2012



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research.

Gráfico 26

Continúa la urbanización china



Notas: todos los datos corresponden a 2012, salvo los del nivel mundial (2011)

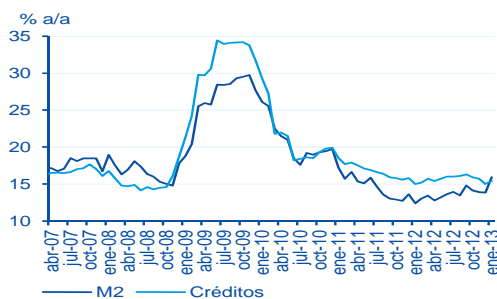
Fuentes: Banco Mundial, CEIC, Haver y BBVA Research

La relajación de las normas de crédito sustenta el repunte del impulso de crecimiento

Aunque el crédito de la banca formal y la evolución de la M2 se han mantenido relativamente sin cambios (Gráfico 27), en general la política monetaria ha favorecido el crecimiento. En particular, durante 2012 los nuevos créditos en RMB ascendieron a 8,2 billones, lo cual se sitúa dentro de los objetivos oficiales y se ajusta a las previsiones de 8,0 a 8,5 billones de RMB. Sin embargo, lo más significativo es que diversas formas de financiación no bancaria han experimentado un crecimiento más rápido. En consecuencia, en 2012 la “financiación social total” (FST) –un parámetro más amplio de medición del crédito que incluye formas bancarias y no bancarias– se disparó en un 22,9%, empujada por créditos fiduciarios y la emisión de bonos empresariales (Gráfico 28).

Gráfico 27

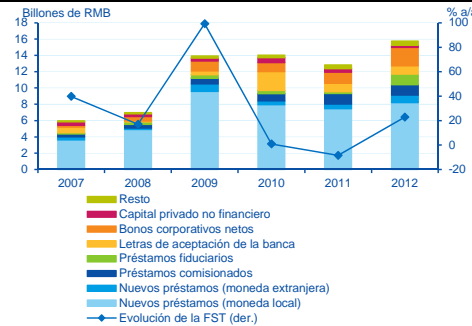
Aunque el crecimiento del crédito bancario y de la masa monetaria M2 se mantiene plano...



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 28

... la “financiación social total” se ha acelerado

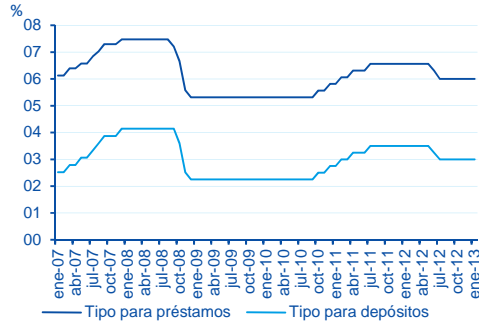


Fuentes: CEIC y BBVA Research

El incremento de la financiación no bancaria llega tras un período (2010-2011) durante el cual las autoridades intentaron frenar el ritmo de las actividades de préstamos de la banca en la sombra para contener los riesgos asociados. El reciente repunte muy posiblemente esté asociado con cierta flexibilidad, en un momento en que las autoridades pretenden acelerar el crecimiento del PIB, así como impulsar sus iniciativas a más largo plazo de desarrollar los mercados de capitales nacionales.

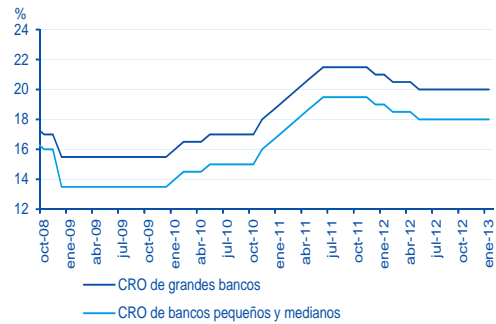
Los tipos de interés se han mantenido sin cambios desde los recortes de junio y julio de 2012, al igual que los coeficientes de reservas. La resistencia a nuevos recortes de tipos durante el segundo semestre de 2012 parece haberse debido a evitar la creación de burbujas de precios de activos, en especial en el sector inmobiliario (véase a continuación). Al mismo tiempo, el BPdC ha estado gestionando más activamente la liquidez a través de operaciones en el mercado abierto, como la reciente introducción de una nueva línea de liquidez a corto plazo, que ha conseguido estabilizar los tipos de interés interbancarios (Gráficos 31 y 32).

Gráfico 29
Los tipos de interés se han mantenido sin cambios desde julio...



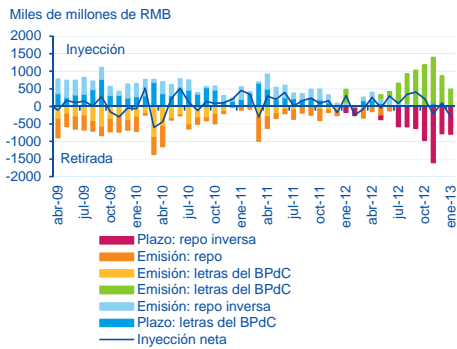
Fuentes: Wind y BBVA Research

Gráfico 30
... al igual que los coeficientes de reservas



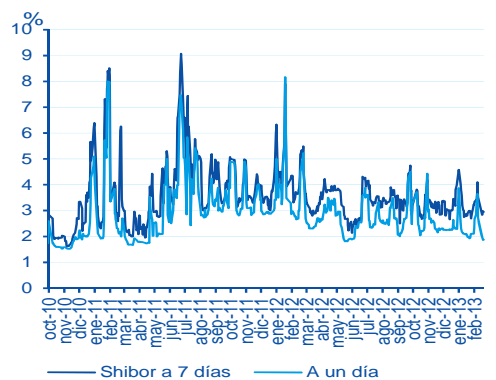
Fuentes: Wind y BBVA Research

Gráfico 31
El BPdC se ha mostrado más activo en la gestión de la liquidez a través de operaciones en el mercado abierto...



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 32
... con las que se ha conseguido estabilizar los tipos interbancarios

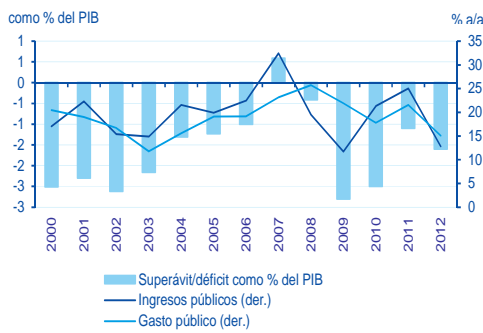


Fuentes: Wind y BBVA Research

El gasto fiscal impulsa la actividad mediante gasto en infraestructuras

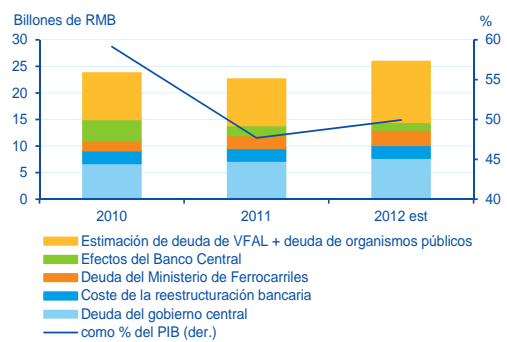
La política monetaria favorable al crecimiento ha estado acompañada de una política fiscal proactiva, consistente en recortes de impuestos selectivos y un incremento gradual del gasto en infraestructuras (Gráfico 33). Según nuestras estimaciones (tras contabilizar el 0,5% del PIB en concepto de transferencias de ingresos de 2011), el déficit fiscal preliminar trepó hasta el 1,6% del PIB, bastante por debajo del objetivo presupuestario del 2,1%, debido en gran medida a los ingresos superiores a los previstos, desde el 1,1% del PIB en 2011. Por otro lado, al igual que en 2009-2010, gran parte del apoyo fiscal ha procedido del gasto en infraestructuras de las administraciones locales, financiado mediante la emisión de bonos de los VFAL (Vehículos de financiación de las administraciones locales). El recurso a los préstamos de las administraciones locales ha conseguido promover el gasto en infraestructuras, aunque a expensas de aumentar la deuda de estas administraciones en 2012, que había retrocedido el año anterior (Gráfico 34).

Gráfico 33
El déficit del gobierno central aumentó en 2012 por la política fiscal de fomento



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 34
La deuda bruta del sector público aumentó en 2012



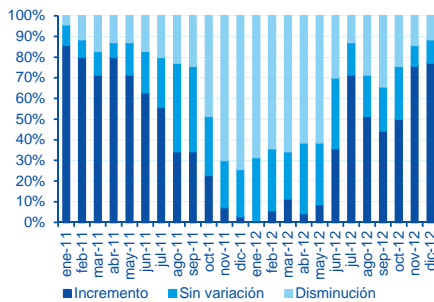
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Se recupera el sector inmobiliario

La gradual recuperación del sector inmobiliario ha sido un factor importante para el repunte general de la actividad económica. Aunque el gobierno ha mostrado firmeza en el mantenimiento de las actuales restricciones a las compras para evitar la especulación y permitir que la vivienda siga siendo accesible, la flexibilización de las condiciones crediticias y el aumento de la confianza de los inversores han provocado un repunte gradual de los precios de la vivienda (Gráficos 35 y 36). Según los datos oficiales de NBS, estimamos que los precios inmobiliarios se han incrementado en una media del 1,0% desde los mínimos alcanzados en mayo de 2012. Los datos también apuntan a un repunte de los volúmenes de ventas. Consulte información más detallada en [Situación Inmobiliaria en China 2012](#).

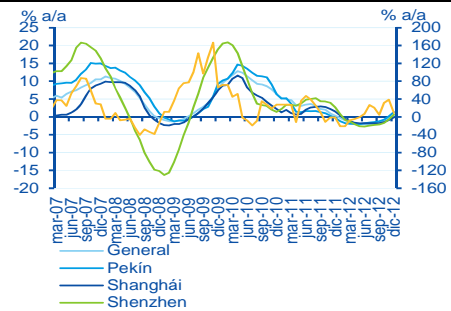
El actual programa de construcción de vivienda pública sigue siendo un importante pilar del gasto general en infraestructuras, y contribuye a mantener la accesibilidad a la vivienda. En línea con los objetivos del gobierno, en 2012 se inició la construcción de 7,81 millones de unidades (el objetivo eran 7 millones), y se terminaron 6,01 millones (frente a un objetivo de 5 millones). Para 2013, el gobierno tiene previsto iniciar 6 millones de unidades y acabar 4,6 millones.

Gráfico 35
En más ciudades aumenta el precio de la vivienda...



Fuentes: NBS y BBVA Research

Gráfico 36
... a medida que se recuperan las ventas y los precios inmobiliarios



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

3. Mejores perspectivas económicas

Las autoridades han conseguido dirigir la economía hacia un aterrizaje suave. Para ello, han maniobrado por una línea muy fina entre prestar apoyo a la economía mediante la flexibilización de las políticas de crédito, aumentando gradualmente el gasto en infraestructuras, y tener cuidado de no exacerbar la fragilidad financiera interna, en forma de préstamos bancarios en la sombra y deuda de las administraciones locales.

En este contexto, y ante la debilidad del entorno económico mundial (que está mejorando), el principal interrogante a corto plazo es en qué medida el repunte económico es autosostenible. Aunque vemos indicios de que lo es —los indicadores de confianza mejoran, aumenta la inversión en el sector inmobiliario y está acabando el proceso de liquidación de existencias—, creemos que seguirá siendo necesario el apoyo político para sostener el crecimiento y situarlo dentro de los objetivos del gobierno (véase a continuación). En vista de las restricciones para nuevos estímulos como consecuencia de la fragilidad financiera interna y de una demanda externa que no termina de despegar, hemos revisado ligeramente al alza nuestras proyecciones de crecimiento para 2013, desde el 7,9% anterior a 8,0%, sobre la base de que el impulso de crecimiento se debilitará mínimamente en el segundo semestre a medida que se vaya retirando el apoyo oficial.

Continuidad política tras la transición a la nueva dirección

A medida que el proceso formal de transición se aproxima a su final, en marzo, el nuevo equipo directivo ha dado a entender que en 2013 mantendrá la continuidad de su política, signada por “una política monetaria prudente y una política fiscal proactiva”. Sobre la base de recientes declaraciones y crónicas, esperamos que el objetivo oficial de crecimiento para 2013 se mantendrá en el 7,5%, y que el objetivo de inflación se bajará al 3,5% desde el 4,0% del año pasado. En cuanto al largo plazo, lo más probable es que la nueva dirección haga hincapié en la calidad del crecimiento y que mantenga en ritmo de reformas económicas para impulsar la productividad, mejorar el bienestar social y facilitar el reequilibrio económico. Es de destacar que las políticas para facilitar la urbanización y abordar las desigualdades de renta han tomado renovada prominencia. Esto ha sido descrito en un nuevo marco de redistribución de la renta, publicado en enero, a través del aumento del salario mínimo, del refuerzo de la red de seguridad social, del incremento de la rentabilidad del ahorro liberalizando los tipos de interés, y exigiendo mayores pagos de dividendos a las empresas del Estado para que financien programas sociales. Posiblemente conozcamos más detalles del programa político en marzo, durante la reunión anual del parlamento nacional y los debates del presupuesto.

Se prevé que el crecimiento se estabilizará en 2013-2014

Apostando a que se mantendrán las políticas de apoyo al crecimiento, sobre todo en el primer semestre de 2013, creemos que el PIB avanzará hasta un 8,2% a/a en el 1S, seguido por una modesta desaceleración al 7,8% a/a en el 2S, a medida que se retiren gradualmente los apoyos. A medida que entorno exterior mejora y la demanda de exportaciones crece gradualmente, en esta situación tendríamos un crecimiento del orden del 8,0% en 2013 y en 2014 (Gráfico 37). El consumo interno y la inversión serían los principales aportadores al crecimiento: el primero se beneficiaría de los recortes de impuestos y de las medidas para incrementar la renta de las familias, en tanto que la segunda lo haría de las inversiones privadas en los sectores de producción manufacturera e inmobiliario, contrarrestando el pequeño retroceso del ritmo del gasto público en infraestructuras. Es posible que las exportaciones netas sigan lastrando el crecimiento, aunque menos que en años recientes, ya que el entorno exterior mejora.

La inflación ha tocado fondo, aunque probablemente seguirá bajo control

Creemos que la inflación subirá desde sus recientes mínimos, hasta el 3,3% (media del período) desde el 2,6% de 2012, a caballo de una demanda más sólida, del aumento de los precios de los alimentos y de la estabilización de los precios de las materias primas. Debido a los efectos básicos, es posible que la inflación interanual suba en los próximos meses por encima del 3%, y que cierre 2013 en el 3,8%. A posterior, consideramos que la inflación se estabilizará en torno al 4% en 2014, la media a largo plazo prevista. Con la inflación próxima, o ligeramente por encima, del nivel aceptable para las autoridades, en 2013 el margen para nuevos estímulos será bastante limitado.

Tabla 2

Escenario de referencia

	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
PIB (% a/a)	10,4	9,3	7,8	8,0	8,0
Inflación (promedio, %)	3,3	5,4	2,6	3,3	4,0
Balanza fiscal (% del PIB)	-2,5	-1,1	-1,6*	-2,0	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	4,0	2,7	2,6	2,8	3,5
Tipo de referencia (% fdp)	5,81	6,56	6,00	6,00	6,50
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,61	6,30	6,23	6,10	5,95

* resultados preliminares.

Fuente: BBVA Research

La política económica seguirá apoyando al crecimiento, aunque con mayor cautela

Con el gradual aumento de las presiones inflacionarias y la fragilidad financiera, creemos que las políticas macroeconómicas se aplicarán de forma prudente durante el próximo año. En particular, no prevemos nuevos recortes de tipos de interés, y las nuevas reducciones del CRO dependerán de las condiciones de liquidez internas. Dicho esto, creemos que el ritmo de crecimiento del crédito bancario será semejante al de 2012 (en torno al 10%), equivalente a un incremento en nuevos préstamos de 9 billones de RMB (desde 8,2 billones en 2012). Esperamos que el total de créditos y de financiación social total (que incluye préstamos bancarios, bonos corporativos, avales bancarios y préstamos fiduciarios) crecerá con mayor rapidez en 2013, situándose en el 20% frente al 22,9% de 2012.

En cuanto a la política fiscal, el gobierno anunciará un déficit fiscal para 2013 del 2% del PIB. Es superior al 1,6% del PIB en 2012 (resultados preliminares), siendo el objetivo para el año pasado del 2,1% del PIB (tras contabilizar el 0,5% del PIB en transferencias de ingresos del 2011). Lo más probable es que las características más salientes incluyan la continuidad del énfasis a medio plazo en la construcción de infraestructuras y de vivienda pública, junto con una reforma impositiva estructural para incrementar la renta de las familias y el consumo con el objeto de facilitar el reequilibrio económico a mayor plazo.

La moneda seguirá apreciándose en 2013

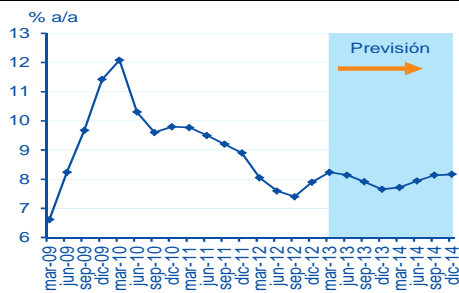
Con la balanza de pagos todavía en superávit y con las proyecciones de aumento de la demanda externa y las entradas de capitales, creemos que las autoridades posibilitarán una nueva y modesta apreciación del RMB frente al dólar, hasta situarlo en una paridad de aproximadamente 6,10 RMB/USD hacia finales de 2013; es decir, un 2% con respecto al nivel actual. Existen, claro está, riesgos de que no ocurra así, en especial a la luz de la reciente depreciación del yen, susceptible de provocar inquietud acerca de la competitividad de algunos de los sectores en los que China compite directamente con Japón, como el de electrónica de consumo.

También es posible que la flexibilidad de la divisa se incremente en el transcurso del año, más allá de la actual banda de fluctuación de +/-1%, que ya el año pasado se amplió desde +/-0,5%. Además, lo más probable es que en 2013 continúe la actual internacionalización del RMB, dado que las autoridades continúan promoviendo el uso de esta moneda para las liquidaciones comerciales y, cada vez más, para los flujos de inversión. Esto último podría incluir la introducción de más productos en RMB en los mercados offshore como vehículos para canalizar los flujos de RMB de vuelta a China continental. Consulte información más detallada acerca de la liberalización de las cuentas de capital en el Recuadro 2.

El potencial de crecimiento de China a largo plazo disminuye gradualmente

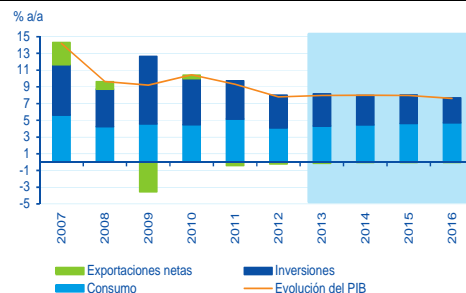
Como explicábamos en la edición del trimestre anterior de esta publicación, creemos que el potencial de crecimiento irá disminuyendo en el transcurso del tiempo, hasta situarse en el 7,0% en 2020 desde el 9,0% de 2011. Esta disminución se debe a la desaceleración del crecimiento del factor total de productividad, a un menor crecimiento de la mano de obra y a menores tasas de inversión (y, por consiguiente, menos capital), a medida que tiene lugar el reequilibrio de la economía china hacia mayores tasas de consumo (Gráfico 38).

Gráfico 37
El crecimiento de 2013 va a desacelerarse tras alcanzar el máximo durante el 1T



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

Gráfico 38
A medio plazo, el consumo impulsará al crecimiento en una economía que busca reequilibrarse



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

Recuadro 2: Las medidas más recientes en la liberalización de las cuentas de capital

Tras un periodo de estancamiento en las reformas del sector financiero durante e inmediatamente después de la crisis financiera mundial de 2008-09, el proceso de liberalización parece que vuelve a tomar impulso (véase nuestro Observatorio bancario, [Balance de la liberalización financiera](#)). En particular, desde comienzos de 2012 las autoridades han lanzado un conjunto de medidas de reforma que incluyen pasos hacia la liberalización de los tipos de interés y una mayor flexibilidad en los tipos de cambio. Como siempre, estas medidas son incrementales y de naturaleza gradual. Además, el año pasado las autoridades pusieron en marcha dos programas piloto en Wenzhou (provincia de Zhejiang) y en Qianhai (provincia de Guangdong): el primero para permitir la entrada de capital privado al mercado bancario y una limitada cartera de inversiones exteriores a los particulares, y el segundo para facilitar flujos de capital transfronterizos entre Hong Kong y la provincia de Guangdong.

Tras publicar un plan quinquenal para el sector financiero el pasado mes de septiembre, la nueva dirección china ha dado a entender que seguirá adelante con las medidas de flexibilización. Entretanto, a principios de este año se han producido dos importantes avances en materia de cuentas de capital y del RMB, tal y como se describe a continuación.

Flujos de cartera: de inversores institucionales a individuales

A mediados de enero, el presidente de la Comisión China de Regulación de Valores (CSRC, por sus siglas en inglés), Guo Shuqing, habló públicamente de planes para ampliar hasta diez veces el Programa de Inversores Institucionales Extranjeros Cualificados (QFII) y el Programa de Inversores Institucionales Nacionales Cualificados (QDII) (Tabla 3). Esto se suma a planes previstos para este año de ampliar los programas QFII, QDII y RQDII (Inversores Institucionales Extranjeros Cualificados en RMB) a los inversores individuales como plan piloto. Estos programas constituyen los principales canales de los flujos de cartera transfronterizos bajo las estrictamente restringidas cuentas de capital de China.

Se espera que el lanzamiento de nuevos planes dirigidos a inversores individuales (QFII-2, RQFII-2 y QDII-2) será gradual, aunque supondrá más

oportunidades de negocio tanto para inversores institucionales nacionales como extranjeros, que están en posición de prestar servicios financieros transfronterizos a inversores individuales. En particular, el RQFII-2 apunta abrirse a los tenedores de RMB fuera de China –Hong Kong y Taiwán– en una apuesta por promover la internacionalización del RMB.

Tabla 3

Cuotas de los programas QFII, RQFII y QDII (finales de 2012)

		Número de instituciones	Cuota aprobada	Cuota utilizada
QFII	Miles de millones de dólares	169	80	37,4
RQFII	Miles de millones de RMB	24	270	67,0
QDII	Miles de millones de dólares	107	--	85,6

Fuentes: informes de prensa, Wind y BBVA Research

El primer préstamo transfronterizo en RMB en Qianhai

Por otra parte, a finales de enero un grupo de 15 bancos de Hong Kong emitieron, por primera vez, un crédito denominado en RMB de 2.000 millones a una empresa de China continental, situada en la región piloto de Qianhai. Por el momento, este tipo de préstamos transfronterizos en RMB solamente se permiten en la región piloto de Qianhai, y están sujetos a diversas limitaciones. Por ejemplo, el BPdC prohíbe el uso del producto de préstamos transfronterizos para inversiones en valores y derivados financieros, créditos fiduciarios, productos de gestión patrimonial y propiedades. No obstante, considerando el diferencial negativo de tipos de interés entre los mercados offshore y onshore, los créditos transfronterizos en RMB tienen un gran potencial de crecimiento, lo cual a su vez podría alimentar el desarrollo de mercados de RMB offshore en Hong Kong y otros centros financieros. Para más información, véase nuestro informe anual sobre la internacionalización de RMB: [La internacionalización del RMB avanza y las nuevas dificultades exigen medidas políticas](#).

4. Los riesgos están más equilibrados

Con el repunte del crecimiento y la mejora del entorno global, los riesgos a corto plazo se han equilibrado más que en los trimestres anteriores. Persisten los riesgos de retroceso como consecuencia de la incertidumbre de la situación global. Dicho esto, nuestras proyecciones de crecimiento para 2013 son conservadoras, considerando la solidez de los datos recientes, y bien podría haber sorpresas al alza en los resultados.

La fragilidad financiera interna sigue siendo motivo de inquietud. Tras disminuir en 2011 y principios de 2012, han vuelto a incrementarse con las medidas de estímulo del gobierno. Aunque el mercado inmobiliario residencial se ha estabilizado gracias al repunte de las ventas y las inversiones, el nivel de la deuda pública ha aumentado como consecuencia del gradual incremento del gasto en infraestructuras financiado por el sistema bancario en la sombra, en sí mismo una fuente de riesgo. Considerando su magnitud general, estas fragilidades son todavía manejables. Sin embargo, se trata de una fuente de potencial inestabilidad, incluso en el corto plazo, dada la importante cuota de préstamos recientes a las administraciones locales que deben liquidarse este año, y cualquier problema en el pago podría minar la confianza en el sistema financiero en general.

En lo que respecta al plano político, los riesgos de la transición de la dirigencia han desaparecido ahora que han sido elegidos los nuevos miembros del Comité Permanente del Politburó, así como el nuevo presidente y primer ministro. Tras el período de inestabilidad que se produjo el año pasado como consecuencia de las acusaciones de corrupción, el proceso de transición ha ido avanzando sin novedades, apoyado por señales creíbles de continuidad política. Aunque queda por ver si el ritmo de las reformas económicas y políticas se mantendrá, hasta el momento las perspectivas son promisorias.

Por último, el aumento de las tensiones geopolíticas sigue suponiendo un riesgo. Los conflictos de China con sus vecinos regionales han seguido intensificándose, especialmente con Japón por reclamaciones territoriales en los mares de la China Oriental y China Meridional, y están teniendo un notable efecto en el comercio y los flujos de inversión entre las dos economías. Estos conflictos han alimentado escaladas militares y tensiones políticas que, de no ser contenidas, no solamente podrían desviar recursos desde usos más productivos, sino que además podrían tener efectos perjudiciales más amplios en toda la región.

5. Tablas

Tabla 4
Previsiones macroeconómicas

	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
PIB (% a/a)	10,4	9,3	7,8	8,0	8,0
Inflación (promedio, %)	3,3	5,4	2,6	3,3	4,0
Balanza fiscal (% del PIB)	-2,5	-1,1	-1,6*	-2,0	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	4,0	2,7	2,6	2,8	3,5
Tipo de referencia (% fdp)	5,81	6,56	6,00	6,00	6,50
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,61	6,30	6,23	6,10	5,95

*resultados preliminares.
Fuente: BBVA Research

Tabla 5
Producto interior bruto

(Tasa de crecimiento a/a)	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
EE.UU.	2,4	1,8	2,2	1,8	2,3
UEM	1,9	1,5	-0,5	0,3	1,3
Pacífico asiático	8,2	5,7	5,2	5,6	5,8
China	10,4	9,3	7,8	8,0	8,0
Mundo	5,1	3,9	3,2	3,6	4,1

Fuente: BBVA Research

Tabla 6
Inflación (promedio)

(Tasa de crecimiento a/a)	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
EE.UU.	1,6	3,1	2,0	2,1	2,2
UEM	1,6	2,7	2,5	1,6	1,5
Pacífico asiático	3,6	4,8	3,0	3,3	3,5
China	3,3	5,4	2,6	3,3	4,0
Mundo	3,8	5,2	4,1	3,9	3,9

Fuente: BBVA Research

Tabla 7
Tipo de cambio (fin de período)

	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
UEM USD/EUR	1,34	1,30	1,32	1,32	1,33
China CNY/USD	6,61	6,30	6,23	6,10	5,95

Fuente: BBVA Research

Tabla 8
Tipo de referencia (fin de período)

	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
EE.UU.	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	1,00	0,75	1,25
China	5,81	6,56	6,00	6,00	6,50

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

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

George Xu

George.xu@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

Coordinación de América Latina

Juan Ruiz

Juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuate@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@bbva.com

México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

Análisis macroeconómico México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.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

Áreas globales:

Escenarios económicos

Julian Cubero

juan.cubero@bbva.com

Escenarios financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovación y procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.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

Datos de contacto**BBVA Research**

10/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. + 852-2582-3111; Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

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