

# Situación Económica

## China/Asia

Cuarto Trimestre de 2013  
Análisis Económico

- **Se prevé que el crecimiento mundial se acelerará en 2014, pero con riesgos a la baja** debido al enfrentamiento fiscal y a la retirada de los estímulos en EE. UU., a las persistentes incertidumbres de la UE y a las fragilidades financieras de China. Hemos rebajado nuestras perspectivas mundiales al 2,9% y al 3,6% en 2013-14 debido a que el crecimiento de las Economías Emergentes es más débil.
- **Las tendencias económicas de toda la región de Asia han seguido tomando rumbos diferentes.** El crecimiento ha repuntado en el Norte de Asia, especialmente en China y Japón, pero se ha debilitado en el resto de la región, sobre todo en la India y en Indonesia. Se prevé que el crecimiento regional aumentará en 2014 gracias a la mejora de la demanda externa.
- **En China, la mejora del impulso de crecimiento** ha dado lugar a unas perspectivas de crecimiento un poco más elevadas de lo que se había previsto anteriormente para el conjunto del año, un 7,7% en 2013 y un 7,6% en 2014. No obstante, persisten las preocupaciones a medio plazo debido a que el reequilibrio se ha retrasado y han seguido aumentando las fragilidades financieras.
- **Los riesgos con respecto a la situación regional** tienen su origen en las perspectivas de que se produzcan nuevas salidas de capitales con la reducción del QE y en la incertidumbre acerca de la sostenibilidad del impulso de crecimiento de China.

# Índice

Resumen .....	3
1. Crecimiento mundial: la recuperación mundial está en marcha con riesgos a la baja .....	5
2. Asia experimenta tendencias divergentes.....	7
Recuadro 1: ¿Puede el repunte de Japón compensar la desaceleración de China?.....	13
3. El crecimiento de China se estabiliza, pero a costa del aumento de las fragilidades financieras .....	15
Recuadro 2: Balance de la liberalización financiera de China .....	24
4. Un sólido escenario central en 2014, pero sujeto a más incertidumbres.....	26
5. El riesgo sigue a la baja .....	29
6. Tablas.....	30

**Fecha de publicación: 11 de noviembre de 2013**

## Resumen

**Las tendencias económicas de la región de Asia han seguido tomando rumbos diferentes.** El crecimiento ha repuntado en el Norte de Asia, especialmente en China y Japón, pero se ha debilitado en el resto de la región, sobre todo en la India y en Indonesia. En estos dos últimos países la divergencia se ha exacerbado por la volatilidad de los flujos de capitales debido a las anteriores expectativas de reducción del QE, lo que ha su vez ha puesto de manifiesto debilidades estructurales que se plasman en los déficits por cuenta corriente y en la fragilidad del clima de inversión.

**La confianza de los mercados regionales y los resultados de crecimiento han mejorado con el retraso en la reducción del QE, el repunte del impulso de crecimiento de China y las recuperaciones continuadas en EE. UU. y la UE.** El retraso en la reducción del QE y la resolución (temporal) del debate sobre el techo de deuda de EE. UU. han contribuido a aliviar las presiones financieras de la región y han dado un respiro a los responsables de la política de varios países para poder asumir nuevos ajustes políticos y reformas estructurales. No obstante, las economías con déficits por cuenta corriente y que dependen de las entradas de cartera, como la India e Indonesia, siguen siendo vulnerables al renacimiento de las presiones externas una vez que comience la reducción del QE, posiblemente a comienzos de 2014.

**En Japón, la evolución de la economía ha sido en general positiva.** El impulso de crecimiento ha seguido mejorando con la ayuda de los estímulos fiscales y monetarios de las que se conocen como políticas "Abenómicas". La inversión no residencial, que ha sido el ingrediente que faltaba hasta ahora, se ha acelerado recientemente y contribuye al repunte del gasto privado y de las exportaciones. Tras un prolongado periodo de deflación, el índice general de precios se ha mantenido en positivo desde junio, si bien lejos del objetivo del 2% fijado por el Banco de Japón para finales de 2014. Ahora la prioridad es implementar reformas estructurales audaces para impulsar el crecimiento a largo plazo, ya que sin esas reformas las políticas fiscales y monetarias fracasarían.

**De acuerdo con lo manifestado en nuestras recientes previsiones trimestrales, nuestro escenario central sigue contemplando una mejora gradual en el crecimiento dado que se espera un fortalecimiento del entorno exterior.** Sin embargo, las revisiones a la baja efectuadas en las perspectivas de crecimiento de la India (4,2% en 2013 y 4,6% en 2014) y de Indonesia (5,6% en 2013 y 5,8% en 2014) contrarrestan con creces las pequeñas mejoras de Japón (1,9%) y China (7,7%) en 2013; así, el resultado son unas perspectivas de crecimiento un poco más bajas para el conjunto de la región si las comparamos con nuestra última actualización trimestral. Las perspectivas de inflación siguen siendo favorables, excepto en la India y en Indonesia, donde sus respectivos bancos centrales han subido los tipos de interés para contener las presiones de depreciación de la moneda y frenar las expectativas de inflación.

**En China, la anterior ola de pesimismo acerca de las perspectivas de crecimiento a corto plazo ha dado paso al optimismo en la creencia de que el objetivo de crecimiento del 7,5% establecido por las autoridades para 2013 se alcanzará fácilmente.** La mayor claridad de la política, la implementación de "mini estímulos" y la mejora de la demanda externa han llevado a un repunte de la inversión privada en el sector manufacturero, así como a una mejora del impulso de crecimiento. Tras tocar fondo en el 7,5% a/a en el 2T, el crecimiento del PIB subió al 7,8% a/a en el 3T, y el impulso se mantiene en el 4T. Ahora se prevé que el crecimiento anual llegará al 7,7% en 2013, en comparación con el 7,6% previsto anteriormente; nuestras previsiones para 2014 se mantienen sin cambios en el 7,6%.

**Esperamos que la amplia combinación de políticas de China se mantenga sin cambios, aunque con una ligera tendencia al ajuste para desacelerar el crecimiento del crédito y reducir las fragilidades financieras.** No se prevén cambios en los tipos de interés a lo largo de 2014, y seguimos esperando que el RMB se sitúe al nivel de 6,10 por USD a finales de 2013, momento a partir del cual seguirá apreciándose en torno a un 2-3% al año.

Sin embargo, han surgido preocupaciones por la sostenibilidad del repunte ya que hay indicios de que el reequilibrio se ha pospuesto y de que las fragilidades financieras han seguido creciendo. El crédito del sistema bancario en la sombra ha seguido creciendo con rapidez y ha dado lugar a que los niveles de deuda de las empresas y de la administración pública local sean más elevados. Los incrementos del precio de la vivienda también han repuntado a un ritmo alarmante. Estas fragilidades financieras plantean un límite para seguir flexibilizando la política y dan prioridad a las reformas para garantizar un equilibrio de crecimiento más saludable a medio plazo.

Los riesgos para las perspectivas regionales se derivan de la posibilidad de que se renueve la volatilidad y se endurezcan las condiciones financieras cuando los inversores evalúen el momento y la magnitud de la reducción de los estímulos por parte de la Reserva Federal. Además, dada la incertidumbre sobre la sostenibilidad del repunte en China, una desaceleración en 2014 y en años posteriores podría ser un lastre para el crecimiento de la región.

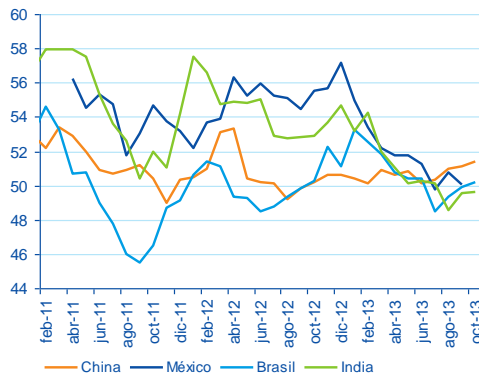
# 1. La recuperación mundial está en marcha con riesgos a la baja

Antes de centrarnos en Asia y en China, examinaremos brevemente la *Situación Global*. Los lectores que deseen ir directamente a las secciones de Asia pueden hacerlo pasando a la página 6.

## Una valoración económica positiva sobre la caída de la aversión al riesgo

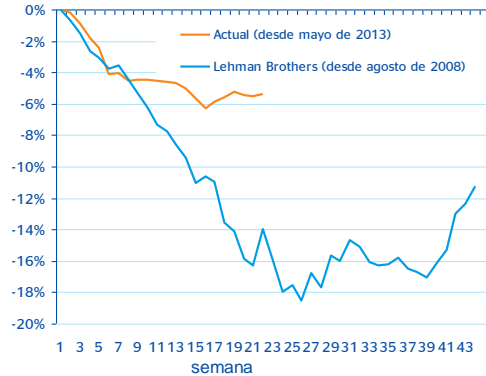
Los indicadores de confianza y de actividad han seguido mejorando en las economías avanzadas, y han dejado de deteriorarse en las principales economías emergentes como China (Gráfico 1). También se ha producido un descenso de la volatilidad financiera y de los flujos de salida de capitales en los mercados emergentes (Gráfico 2), en ambos casos como resultado del retraso de la esperada reducción de estímulos de la Fed y de la mejora de las perspectivas de crecimiento de China a corto plazo. Además, el final de la recesión en la zona euro y el acuerdo fiscal (temporal) en EE. UU. han mantenido las aversión al riesgo en niveles relativamente bajos en los mercados financieros.

Gráfico 1  
**Los índices PMI manufactureros han dejado de deteriorarse en los mercados emergentes**



Fuentes: Haver y BBVA Research

Gráfico 2  
**Las salidas de los bonos y la renta variable de los mercados emergentes se han estabilizado**



Fuentes: EPFR y BBVA Research

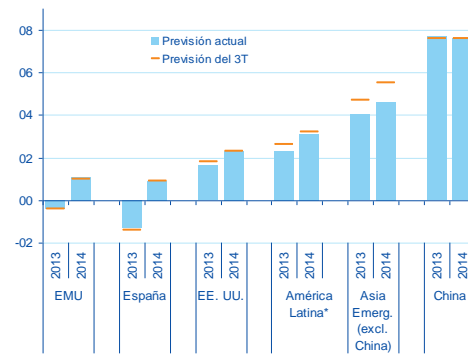
Como se describe detalladamente en nuestro informe *Situación Global*, la economía mundial creció cerca de un 3% en 2013, algo menos de lo previsto anteriormente, como consecuencia de las revisiones a la baja del crecimiento de EE. UU., México y algunas de las economías emergentes de Asia (Gráficos 3 y 4). No obstante, mantenemos nuestras previsiones de que habrá un repunte del crecimiento en 2014 y 2015, que ahora estimamos que será en torno al 3,5% y al 4%, respectivamente. Este es un escenario de recuperación limitada que se apoyará relativamente más en las economías avanzadas que, con la excepción de Japón, deberían crecer en 2014 y 2015 con más fuerza que en 2013, y con las aportaciones sostenidas de las economías emergentes de Asia y América Latina.

Gráfico 3  
El crecimiento mundial se recupera, pero sigue siendo débil...



Fuentes: BBVA Research y FMI

Gráfico 4  
...con rebajas a las previsiones de crecimiento de los mercados emergentes



\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela.  
Fuente: BBVA Research

## Los riesgos se inclinan a la baja, pero menos que antes

Persisten los riesgos de una "salida desordenada" del programa de flexibilización cuantitativa de la Fed, que se prevé que comenzará a principios de 2014, lo que conllevaría un incremento "excesivo" de los tipos de interés a largo plazo en EE. UU. En ese caso, se desaceleraría una recuperación mundial que ya de por sí es moderada, especialmente en la zona euro, donde persiste la debilidad derivada de la fragmentación financiera, de las reformas todavía pendientes en el sector bancario y de la longitud y la profundidad de la recesión que está acabando. Otro riesgo relacionado con EE. UU. es la resolución a corto plazo de la negociación presupuestaria y el techo de deuda, que volverán a retomarse en unas semanas. El débil crecimiento en las economías de los mercados emergentes, especialmente en China, plantea otro riesgo para la economía mundial. En el caso de la economía china, aunque nuestras perspectivas de crecimiento no han cambiado, hay riesgos al acecho en 2014 y más adelante debido al aumento de las fragilidades financieras y a la necesidad de hacer reformas para mantener el crecimiento a medio plazo, pero que podrían tener efectos negativos sobre el crecimiento a corto plazo.

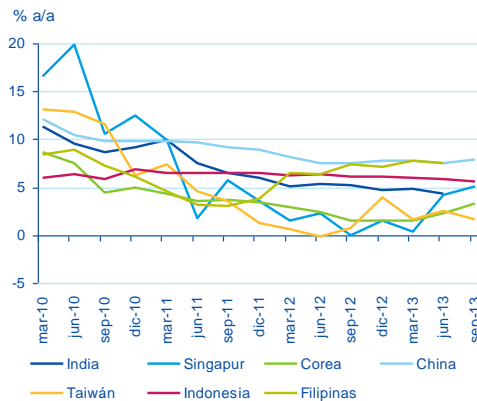
Por último, las posibilidades de que resurja la crisis del euro sigue siendo un riesgo importante. Dicho esto, uno de los elementos más positivos de la situación actual es el cambio de percepción sobre la zona de la moneda europea, en vista de los recientes avances que se han producido en la vía hacia la unión bancaria. La vuelta al crecimiento, la eficaz flexibilización de la política a corto plazo y la confianza en el papel del BCE como garante de la estabilidad monetaria han contribuido a este cambio. Sin embargo, para sostener la confianza de los mercados, las autoridades tendrán que seguir haciendo progresos en el fortalecimiento de la unión monetaria, y en particular de la unión bancaria, con medidas que también refuercen la sostenibilidad de la deuda pública a medio plazo.

En resumen, en nuestro escenario central, la mejora de la confianza debería reflejarse en un crecimiento más sólido del PIB a partir de la segunda mitad de 2013. No obstante, la clave para mejorar la confianza de hogares y empresas, reducir las tensiones de los mercados financieros y sostener la recuperación mundial dependerá de cómo se implementen y se coordinen las políticas económicas de EE. UU., Europa y China.

## 2. Asia experimenta tendencias divergentes

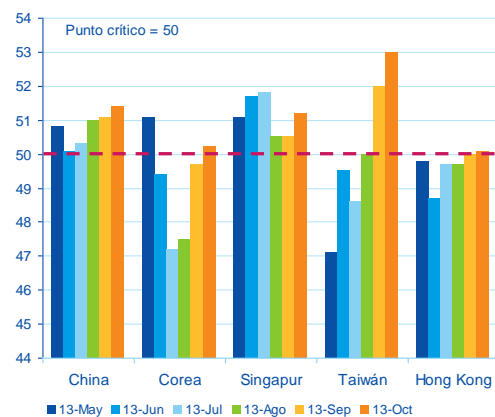
En los últimos trimestres, el desempeño económico de la región de Asia ha seguido tomando rumbos diferentes. Esta tendencia se ha agravado con la volatilidad de los flujos de capital como consecuencia de las anteriores expectativas de reducción del QE, lo que a su vez ha revelado debilidades estructurales, sobre todo en la India y en Indonesia, y ha dado lugar a una mayor debilidad en la inversión y en el crecimiento del PIB de esas economías (Gráfico 5). En el otro extremo del espectro, el crecimiento de Japón y Filipinas se ha acelerado gracias a los estímulos de la política interna y a la renovada confianza de los mercados en sus perspectivas a corto plazo. Por otro lado, las condiciones económicas del Norte de Asia, especialmente en Corea y Taiwán, han sido relativamente sólidas gracias a las políticas económicas de apoyo y a que ha mejorado la demanda externa de bienes de consumo en las economías avanzadas. A nivel más general, el repunte del crecimiento del PIB en China, tal como describimos con más detalle en la Sección 3, ha disipado la preocupación por un aterrizaje brusco y ha contribuido a apoyar los flujos comerciales y el impulso de crecimiento de la región (Gráfico 6).

Gráfico 5  
**El crecimiento del PIB se debilitó en la India y en Indonesia en el 3T, pero ha repuntado en el resto de la región...**



Fuentes: Haver y BBVA Research

Gráfico 6  
**...mientras que los PMI de producción manufacturera muestran indicios de mejora**

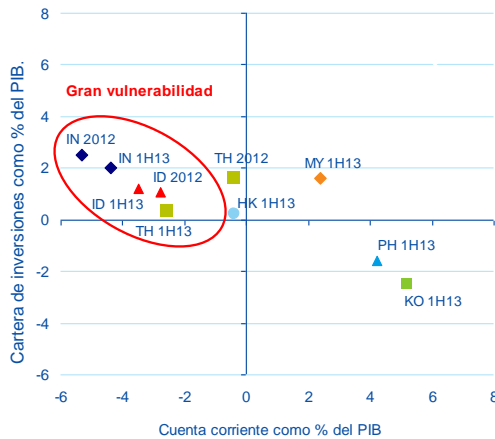


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

### La India e Indonesia consiguen cierto margen de maniobra

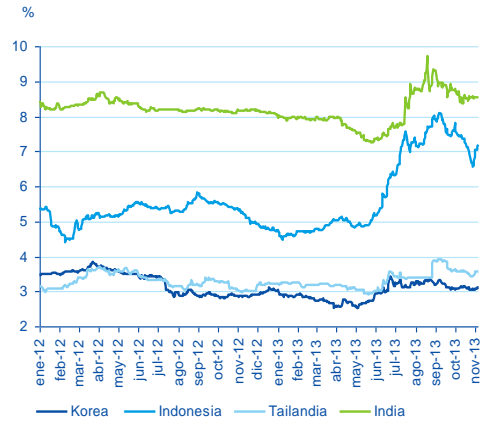
El reciente retraso en la reducción del QE y la resolución del debate sobre el techo de deuda de EE. UU. ha contribuido a aliviar las presiones financieras de la región y ha dado un respiro a los responsables de la política para poder asumir nuevos ajustes políticos y reformas estructurales. Las economías con déficits por cuenta corriente y que dependen de las entradas de cartera, como la India e Indonesia, y en menor medida Tailandia, siguen siendo los más vulnerables al renacimiento de las presiones externas una vez que comience la reducción del QE en EE. UU. (Gráficos 7 y 8). Reconociendo la situación, los responsables políticos de la India e Indonesia se han mostrado especialmente activos en subir los tipos de interés y en adoptar otras medidas políticas para recortar sus déficits por cuenta corriente y atraer flujos de inversión extranjera.

Gráfico 7  
**La India e Indonesia son los más expuestos a frenazos bruscos...**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8  
**...y el endurecimiento de las condiciones financieras ha aumentado los costes de endeudamiento del gobierno**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

En respuesta a las presiones bajistas sobre la moneda (se alcanzó el mínimo de 68,8 rupias por USD a finales de agosto), el Banco de Reserva de la India tomó una serie de medidas a principios de julio, entre las que se incluyeron el ajuste de la liquidez a corto plazo, el suministro directo de dólares a las empresas petroleras del sector público, la restricción de las salidas de capitales de los residentes, la apertura de una ventana de swap para atraer depósitos en dólares de indios no residentes y la flexibilización de las normas del endeudamiento externo. Las medidas también incluyeron la reducción del déficit por cuenta corriente (previsto al 4,2% del PIB en 2013) a través del freno a las importaciones de oro y la atracción de entradas de capitales mediante el aumento de los límites sobre la inversión extranjera en sectores clave como el comercio multimarca. Posteriormente y con el fin de abordar las presiones inflacionistas, el BRI, bajo el mandato de su nuevo gobernador, Raghuram Rajan, implementó subidas consecutivas de los tipos de interés en septiembre y octubre, y moderó al mismo tiempo la liquidez de la rupia dando marcha atrás en algunas de las medidas adoptadas en agosto.

Las políticas del BRI al mando de su nuevo gobernador han mejorado la credibilidad del banco central entre los participantes del mercado y, junto con el respiro que le ha dado el retraso de la reducción del QE, la rupia se ha estabilizado en torno a las 61-62 rupias por USD, bastante lejos de sus mínimos anteriores. Sin embargo, en vista de que el crecimiento se ha desacelerado hasta un decepcionante 4,4% a/a en el 2T 2013, la clave para conseguir un impulso de la confianza más duraderos será hacer reformas estructurales audaces para reducir las subvenciones de los combustibles, mejorar la adquisición de tierras para el desarrollo de las infraestructuras y abrir sectores adicionales a la inversión extranjera.

En Indonesia para contener la inflación, que se había disparado en junio con el incremento de los precios regulados de los combustibles, el banco central subió los tipos de interés en 150 pb acumulados de junio a septiembre, antes de hacer una pausa en octubre cuando la inflación se moderó y la moneda se estabilizó en torno a 11.000-11.500 rupias indonesias por USD. Por otro lado, a finales de agosto el gobierno anunció un paquete de medidas políticas para tratar el déficit por cuenta corriente (que se ha ampliado hasta el nivel inesperadamente elevado del 4,4% del PIB en el 2T) y frenar la inflación, que en julio alcanzó el máximo del 8,6% a/a. El objetivo principal del paquete fue reducir el déficit por cuenta corriente y poner freno a las presiones cambiarias mediante la reducción de las importaciones de combustible (a través de la promoción de productos biodiésel generados internamente) y la eliminación de cuotas en las exportaciones de minerales. También se buscó dar apoyo al



impulso de crecimiento a través de incentivos fiscales para los sectores intensivos en mano de obra, moderar las presiones inflacionistas mediante la eliminación de las cuotas de importación en carne de vacuno y productos hortofrutícolas e incrementar la inversión dinamizando los permisos y revisando la lista de inversión negativa.

Aunque parece improbable que el paquete por sí mismo resuelva las presiones sobre la moneda, algunas de las medidas suponen un grato cambio con respecto a las políticas proteccionistas implementadas a largo del año pasado. Al igual que en la India, una combinación de medidas políticas y retraso de la reducción del QE ha logrado disminuir las presiones externas y da tiempo para que el banco central y el gobierno emprendan medidas adicionales que refuercen la confianza de los inversores.

## Japón sigue obteniendo resultados brillantes, pero con retos riesgos de cara al futuro

Gracias a las políticas "Abenómicas" de estímulos fiscales y monetarios se ha producido un repunte en el impulso de crecimiento del PIB, que, con el apoyo del gasto privado y las exportaciones, registró en el 2T un incremento del 3,8% anualizado y desestacionalizado después de registrar un incremento del 4,1% en el 1T. Aunque el consumo privado se debilitó en el 2T, la inversión no residencial, que hasta ahora había sido el ingrediente que faltaba en el repunte económico, se aceleró notablemente. En líneas generales, los últimos indicadores de alta frecuencia correspondientes a las exportaciones, la producción industrial y las ventas minoristas también han ido avanzando en la dirección correcta. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación han repuntado, y tras un prolongado periodo de deflación, el índice general de precios se ha mantenido en positivo desde junio y llegó al 1,1% a/a en septiembre tras las continuas subidas de los precios de la energía. No obstante, la inflación todavía está lejos del objetivo del 2% marcado por el Banco de Japón para finales de 2014.

Los mercados financieros se han estabilizado después de experimentar una espectacular subida en los primeros seis meses tras la victoria de Abe en las elecciones de noviembre de 2012. Tras aumentar un 80% hasta mayo, el mercado de valores ha caído un 9% desde su nivel máximo. De forma similar, tras depreciarse un 30% frente al USD hasta el mes de mayo, el yen se ha mantenido en torno a 98 yenes por USD.

Es posible que la estabilización de los mercados financieros refleje el escepticismo sobre la sostenibilidad del repunte de Japón. De hecho, es probable que el crecimiento del PIB se haya ralentizado en la segunda mitad del presente año a medida que se han ido disipando los efectos de los estímulos fiscales y debido a que la demanda de exportaciones desde el resto de Asia se ha debilitado temporalmente. Bajo las políticas "Abenómicas", el interés de los mercados ha cambiado hacia la implementación de la "tercera flecha", es decir de reformas estructurales para impulsar las perspectivas de crecimiento a medio plazo. En ese sentido, es alentador que el gobierno tenga planes de proceder con el incremento previamente acordado de tres puntos porcentuales en el impuesto al consumo, que se situaría en el 8% en 2014. Para contrarrestar el efecto arrastre negativo a corto plazo, el gobierno piensa implementar un plan de estímulo fiscal de 5 billones de yenes en 2014, que consistirá en incentivos fiscales para la inversión, desgravaciones fiscales para las compras de vivienda, posibles recortes en el impuesto de sociedades y gasto no especificado (se esperan los detalles a finales de este año).

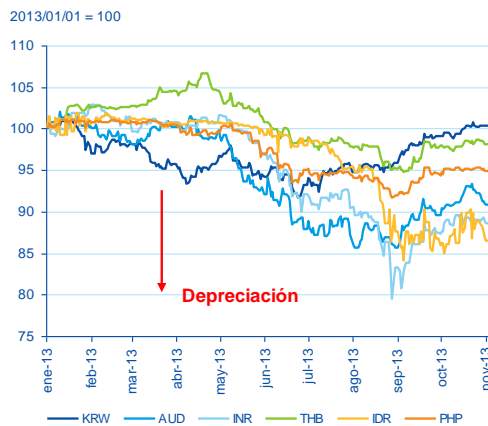
En un plano más general, el control que tiene la coalición gobernante sobre todo el Parlamento después de las últimas elecciones de la Cámara Alta celebradas el pasado mes de julio es una buena señal para la estabilidad política y en teoría debería incrementar la probabilidad de que se aprueben reformas adicionales en el periodo que tenemos por delante, incluida una apertura del sector agrícola, la mejora de la flexibilidad del mercado de trabajo y un plan creíble para la consolidación fiscal a medio plazo. Pero esos planes aún tienen que articularse plenamente y sin ellos lo más probable es que las políticas fiscales por sí solas fracasen. En ese escenario, los inversores podrían perder la confianza en la capacidad del gobierno para ocuparse de sus deudas, y más pronto o más tarde Japón se encontraría inmersa en una crisis de deuda y en una espiral económica descendente.

## En el resto de la región, el crecimiento está recibiendo el apoyo de las políticas internas y de la mejora de la demanda externa

Aunque los últimos resultados de crecimiento han sido decepcionantes en la India y en Indonesia, en el resto de la región el impulso de crecimiento ha mejorado por lo general gracias a las políticas de apoyo y a la mejora de la demanda externa. Sin embargo, el rendimiento es desigual. Tal como se describe detalladamente en la Sección 3, el crecimiento de China ha repuntado hasta el 7,8% a/a en el 3T después de tocar fondo en el 7,5% en el 2T y los últimos indicadores de actividad apuntan a que el impulso continúa en el 4T. Por otro lado sigue destacando Filipinas, cuya calificación por parte de las agencias especializadas ha mejorado hasta el grado de inversión. El crecimiento del PIB ha sido del 7,5% a/a en el 2T y del 7,7% a/a en el 1T gracias a la fuerte demanda interna alimentada por los bajos tipos de interés y por las entradas de remesas. Ahora están en curso las evaluaciones de los daños tras el demoledor tifón que azotó el área central el 8-9 de noviembre y queda por ver el impacto que tendrá dicho fenómeno sobre el crecimiento del PIB.

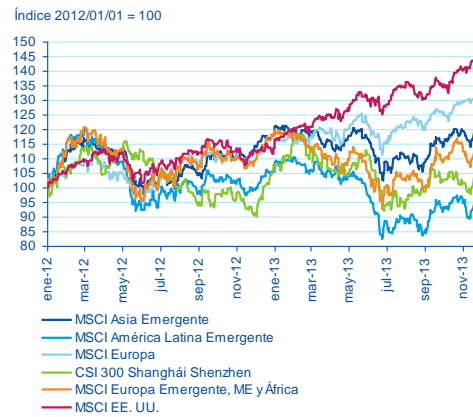
Sin embargo, en el resto de la región ASEAN el impulso se ha ido desacelerando, en especial para los productores de materias primas como Indonesia y Malasia, que han experimentado un efecto doblemente adverso por la bajada de los precios de las materias primas y por el endurecimiento de las condiciones financieras debido a las expectativas de reducción del QE. Por otra parte, el impulso de crecimiento de Corea se ha sostenido (3,3% a/a en el 3T) gracias a los efectos de los estímulos fiscales aplicados a comienzos del año y que los tipos de interés se han mantenido bajos. Corea capeó la volatilidad financiera derivada de las expectativas de reducción del QE excepcionalmente bien (Gráficos 9 y 10), pues los inversores consideraron que su economía era una especie de puerto seguro debido a la solidez de sus fundamentos y al éxito de los últimos años en la reducción de la deuda externa a corto plazo.

Gráfico 9  
**El won coreano ha sido la moneda que mejor se ha comportado**



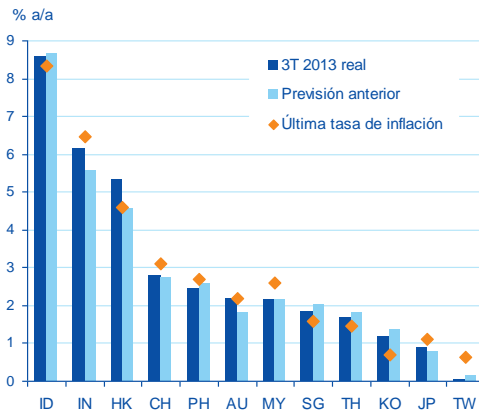
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 10  
**Los mercados bursátiles asiáticos se han recuperado en gran parte de la venta masiva que se produjo entre mayo y agosto**



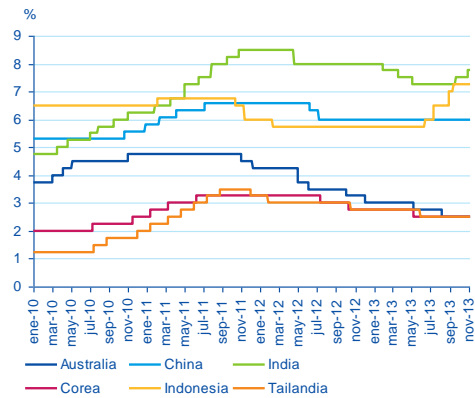
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 11  
**La inflación sigue siendo elevada en la India y en Indonesia, y está bajo control en el resto de la región**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 12  
**Las políticas monetarias siguen trayectorias divergentes**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

## Las políticas monetarias son divergentes

Con la excepción de la India y de Indonesia, que han ajustado sus políticas en los últimos meses, la mayoría de los bancos centrales de la región se han mantenido a la espera (Gráficos 11 y 12). Como hemos dicho anteriormente, el Banco de Reserva de la India ha subido su tipo repo de referencia en 50 pb, hasta situarlo en el 7,75% en movimientos alcistas continuos efectuados en septiembre y octubre para frenar las presiones inflacionistas (en septiembre la inflación del IPM y la inflación del IPC se situaron en el 6,5% a/a y el 9,8% a/a respectivamente). Por su parte, el Banco de Indonesia subió los tipos de interés en 150 pb acumulados de junio a septiembre, hasta situarlos en el 7,25% antes de la pausa de octubre, con el fin de contrarrestar las presiones bajistas sobre la moneda y de frenar la inflación tras haberse producido en junio un incremento del 40% en los precios regulados de los combustibles (la inflación del IPC se moderó en octubre hasta el 8,3% a/a después de haber llegado en agosto a su nivel máximo: un 8,8%). En cambio, en vista de la continuada debilidad de los sectores no relacionados con la minería y de que su moneda estaba demasiado fuerte, el Banco de Reserva de Australia recortó su tipo de referencia hasta situarlo en el mínimo histórico del 2,50% en agosto, lo que supone un recorte de tipos acumulado de 225 pb desde noviembre de 2011.

De cara al futuro, esperamos que las políticas monetarias mantengan una tendencia al ajuste en Indonesia y en la India hasta principios de 2014, dados sus actuales esfuerzos por contener la inflación y controlar sus déficits por cuenta corriente, sobre todo en previsión de un posible resurgimiento de las presiones externas debido a la reducción del QE. Por otro lado, consideramos que hay margen para que en Corea y Australia se recorten nuevamente los tipos de interés, pero no lo hemos contemplado en nuestro escenario central dadas las expectativas de mejora del crecimiento y el deseo de los responsables políticos de normalizar los tipos de interés.

## El menor crecimiento de la India y de Indonesia lastra nuestras perspectivas

De acuerdo con lo manifestado en nuestras recientes previsiones trimestrales, nuestro escenario central sigue contemplando una tendencia a la mejora gradual del impulso de crecimiento dado que se espera una mejora del entorno exterior (Tabla 3). Sin embargo, las revisiones a la baja efectuadas en las perspectivas de crecimiento de la India (4,2% en 2013%

y 4,6% en 2014%) y de Indonesia (5,6% en 2013 y 5,8% en 2014) compensan con creces las pequeñas mejoras de Japón (1,9%) y China (7,7%) en 2013; así, el resultado son unas perspectivas de crecimiento un poco más bajas para el conjunto de la región si las comparamos con nuestra última actualización trimestral.

Los riesgos para las perspectivas se derivan de la posibilidad de que se renueve la volatilidad y se endurezcan las condiciones financieras cuando los inversores evalúen el momento y la magnitud de la reducción de los estímulos por parte de la Reserva Federal. Además, dado que la sostenibilidad del repunte de China es aún incierto y que han aumentado las fragilidades financieras y los retos del reequilibrio, una desaceleración en 2014 y en años sucesivos podría ser un lastre para el crecimiento de la región.

Más allá de China, hay varios riesgos específicos de cada país. En Japón, la confianza de los mercados podría dar un giro si no llegan las reformas estructurales o si persisten las dudas sobre los planes del gobierno para conseguir la consolidación fiscal a medio plazo, aunque las dudas se han moderado gracias a la decisión de seguir con el aumento del impuesto al consumo en 2014. Aunque la volatilidad de los mercados financieros se ha calmado en Indonesia después de las subidas de los tipos de interés y de los esfuerzos que ha hecho el gobierno por contener el déficit por cuenta corriente, las presiones podrían resurgir una vez que se ponga en marcha la reducción del QE. De igual modo, podrían reanudarse las presiones en la India, que aún se enfrenta a dificultades para crecer debido al retraso del programa de reformas y tiene que hacer esfuerzos para tratar los déficits "gemelos", es decir, el déficit por cuenta corriente y el déficit fiscal. Por último, también debe seguirse de cerca el aumento de las tensiones políticas en Tailandia a causa de la propuesta de una ley de amnistía que podría allanar el camino para que Thaksin, el anterior primer ministro, volviera del exilio. Estas tensiones plantean riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento.

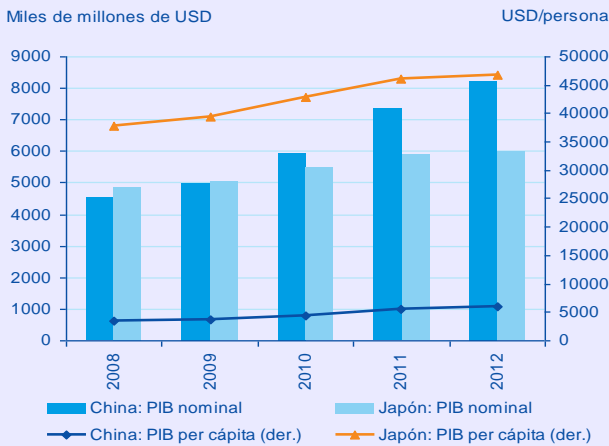
### Recuadro 1: ¿Puede el repunte de Japón compensar la desaceleración de China?

El crecimiento del PIB de China ha ido desacelerándose desde 2010, y dado que se prevé que el crecimiento potencial se desacelerará aún más, se han planteado cuestiones acerca del impacto que tendrá en sus socios comerciales y en el crecimiento mundial. En cambio, tras décadas de crecimiento nulo, hay un renovado optimismo con respecto a las perspectivas de crecimiento de Japón. Como segunda y tercera economía del mundo, respectivamente, es natural preguntarse si la desaceleración de China puede compensarse con un repunte en Japón.

#### El tamaño de la economía de China ha eclipsado a Japón

China superó a Japón y se convirtió en la segunda economía del mundo en 2010 (Gráfico 13), y la brecha ha seguido ampliándose desde entonces. De hecho, cabe esperar que la brecha siga aumentando en el futuro previsible dado que en los próximos años se espera que China crezca en torno al 7%, mientras que solo se prevé un crecimiento del 1 al 2% en Japón.

Gráfico 13  
PIB y PIB per cápita



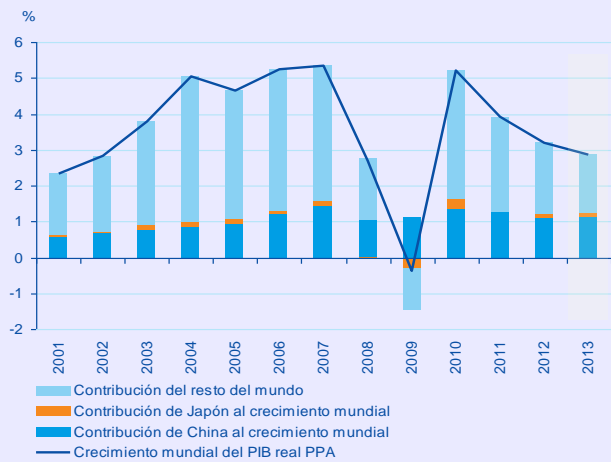
Fuentes: FMI y BBVA Research

#### La aportación de China al crecimiento mundial es mucho mayor

Dado el tamaño relativamente grande de la economía china y su rápido ritmo de crecimiento, su aportación al crecimiento mundial ha sido considerablemente mayor que la de Japón (Gráfico 14). De hecho, durante el periodo 2001-2002 China aportó un promedio de 1,0 pp al crecimiento mundial, en comparación con la aportación del 0,1 pp de Japón. En 2013, con unas previsiones de crecimiento del PIB del 7,7% para China y del 1,9% para Japón, estimamos que China aportará 1,1 pp al crecimiento mundial, en comparación con la aportación del 0,1 pp

de Japón. Esto significa que se requeriría un gran incremento en la tasa de crecimiento del PIB de Japón para poder compensar la desaceleración de China. Por cada punto porcentual que cayera la tasa de crecimiento de China, la tasa de crecimiento de Japón tendría que aumentar de 1,5 a 2,5 puntos porcentuales.

Gráfico 14  
La aportación de China al crecimiento mundial es mucho mayor que la de Japón



Fuentes: FMI y BBVA Research

#### Cuotas en el mercado de exportación mundial

Además de su mayor tamaño económico, China también importa mucho más que Japón. Por destino comercial (Tabla 1), China (incluido Hong Kong) absorbe el 23% del total de exportaciones de la región (excluidos China y Japón), más del doble que Japón, que absorbe aproximadamente un 10%; en lo que respecta a la UE, China y Japón absorben respectivamente el 10% y el 3% del total de las exportaciones; y cuanto a América Latina, absorben el 10% y el 2% respectivamente.

¿Cómo han cambiado estas cuotas en la primera mitad de 2013, periodo en el que el crecimiento de China se ha desacelerado mientras que el de Japón se ha acelerado? En contra de lo esperado, la cuota de China ha aumentado en Asia y América Latina mientras que la de Japón se ha reducido (véase la Tabla 1), lo que probablemente se deba al efecto de la depreciación del yen. Las cuotas de la UE cayeron en ambas economías. A medida que Japón implemente reformas estructurales para impulsar su potencial de crecimiento a largo plazo, cabe esperar que veamos un impacto positivo en las exportaciones de sus socios comerciales. Sin embargo, dada la diferencia de tamaño entre China y Japón, no es muy probable que

un repunte de Japón sea suficiente para compensar una desaceleración de China.

Tabla 1

#### Exportaciones a China/HK frente a las de Japón

	Exportaciones a China/HK como % del total de las exportaciones		Exportaciones a Japón como % del total de las exportaciones	
	2012	1S 2013	2012	1S 2013
Pacífico Asiático	23,4	↑ 23,6	9,6	↓ 9,0
Corea	30,5	30,0	7,1	6,2
Singapur*	21,0	21,9	6,2	6,1
Taiwán	39,4	39,3	6,3	6,2
India	9,1	8,4	2,3	2,1
Indonesia	12,8	13,2	15,9	15,5
Malasia	16,9	16,3	11,8	11,6
Filipinas	21,0	19,3	19,0	20,3
Vietnam	14,6	15,2	11,9	9,9
Tailandia	17,4	17,1	10,2	10,0
Australia	30,6	35,5	19,3	18,1
UE 27	10,1	↓ 9,8	3,1	↓ 2,9
LATAM 7	10,2	↑ 10,7	2,4	2,4

\*NODX (exportaciones nacionales no relacionadas con el petróleo) de Singapur  
Fuentes: FMI, UN Comtrade, CEIC y BBVA Research

### 3. El crecimiento de China se estabiliza, pero a costa de un aumento de las fragilidades financieras

La anterior ola de pesimismo acerca de las perspectivas de crecimiento a corto plazo ha dado paso al optimismo en la creencia de que el objetivo de crecimiento del 7,5% establecido por las autoridades para 2013 se alcanzará fácilmente. La mayor claridad de la política, la implementación de "mini estímulos" y la mejora de la demanda externa han llevado a un repunte de la inversión privada en el sector manufacturero, así como a una mejora del impulso de crecimiento. Después de tocar fondo en el 7,5% a/a en el 2T, el crecimiento del PIB subió al 7,8% a/a en el 3T (Gráfico 15), y los últimos indicadores de actividad apuntan a que el impulso continúa en el 4T. Ahora, nuestras previsiones de crecimiento para el conjunto del año son un 7,7% en 2013, en comparación con el 7,6% previsto anteriormente. Nuestras previsiones para 2014 se mantienen sin cambios en el 7,6%.

Aunque la confianza en las perspectivas a corto plazo ha mejorado, ha surgido inquietud acerca de la sostenibilidad del repunte debido a los indicios de que el reequilibrio económico se ha pospuesto y no se ha impedido el aumento de las fragilidades financieras internas. En concreto, el repunte del crecimiento se ha basado en la inversión y en el crédito. El crédito del sistema bancario en la sombra ha seguido creciendo con rapidez y ha dado lugar a que los niveles de deuda de las empresas y de la administración pública local sean más elevados. Los incrementos del precio de la vivienda también han repuntado a un ritmo alarmante. Estas fragilidades financieras plantean un límite para seguir flexibilizando la política y dan prioridad a las reformas para garantizar un equilibrio de crecimiento más saludable a medio plazo. A ese respecto, se hará un seguimiento de la tercera sesión plenaria ahora en curso con el fin de conocer los planes de reforma del gobierno para la próxima década.

#### El impulso de crecimiento a corto plazo repunta gracias a la demanda interna

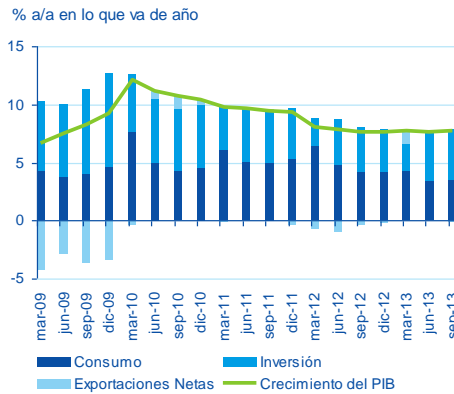
En términos secuenciales (desestacionalizados), según las cifras oficiales el crecimiento trimestral del PIB aumentó hasta el 2,2% (9,1% anualizado) desde el 1,9% registrado en el 2T (7,8% anualizado). El repunte parece haber sido impulsado por la demanda interna. Con los datos proporcionados por la Oficina Nacional de Estadísticas (NBS), estimamos que la aportación de la inversión al crecimiento asciende a 4,7 pp en el 3T, seguida por el consumo, con 3,7 pp y -0,5 pp de las exportaciones netas. La fuerte inversión se debió al gasto continuado en infraestructuras públicas, así como al repunte de la inversión privada en el sector manufacturero.

Además de la mejora de la demanda externa (véase más abajo), el repunte económico se ha hecho posible gracias a unas políticas fiscales y monetarias de apoyo. En materia fiscal, el gobierno implementó una serie de "mini" medidas de estímulo durante el tercer trimestre, incluidos el adelanto del gasto público en infraestructuras, la construcción acelerada de viviendas sociales y los incentivos para la inversión privada en proyectos y servicios de inversión pública. Estas medidas también incluyen reformas del impuesto sobre el valor añadido y reducción de impuestos para las PYMES, junto con la racionalización de la normativa aduanera para facilitar las exportaciones. En cuanto a la política monetaria, tras la restricción de liquidez del pasado junio, el banco central ha sido más activo a la hora de inyectar liquidez para mantener la estabilidad en el mercado interbancario, a pesar de los repuntes estacionales esporádicos. El banco central también ha fomentado los préstamos bancarios a las PYMES, las áreas rurales y las provincias del oeste. Aunque estas medidas han sido útiles para apoyar el crecimiento, quedan muy lejos de las anteriores rondas de estímulos,

especialmente en comparación con el enorme plan de estímulos por valor de 4 billones de RMB aplicado en 2009-10.

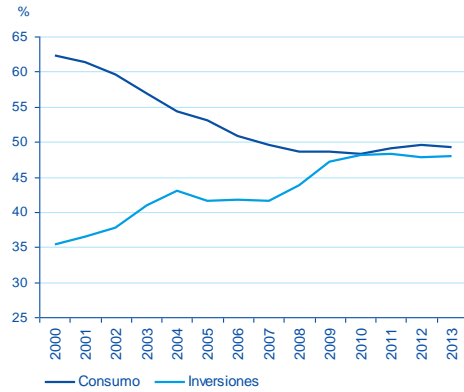
Aunque el repunte del crecimiento es alentador, su mayor apoyo sigue siendo la inversión, lo que indica que el esperado reequilibrio hacia el consumo interno avanza con una lentitud decepcionante (Gráfico 16). La parte positiva es que la cuota de los servicios está aumentando en la economía (Gráfico 17) y el superávit por cuenta corriente se ha reducido en los últimos años (Gráfico 18).

**Gráfico 15**  
**El crecimiento ha repuntado después de tocar fondo en el 2T**



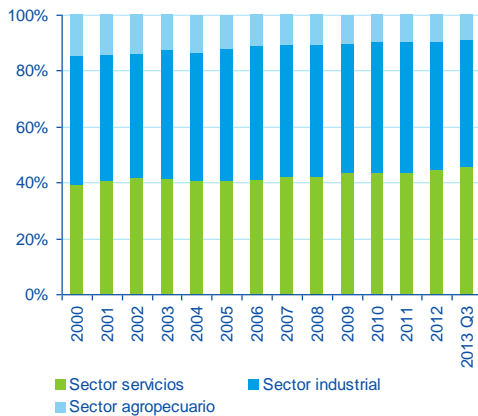
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

**Gráfico 16**  
**El reequilibrio hacia el consumo interno sigue siendo decepcionantemente lento**



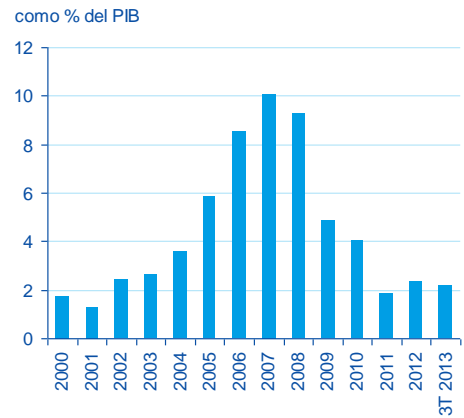
Fuentes: NBS, Wind y BBVA Research

**Gráfico 17**  
**Es esperanzador que la cuota del sector servicios vaya en aumento...**



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

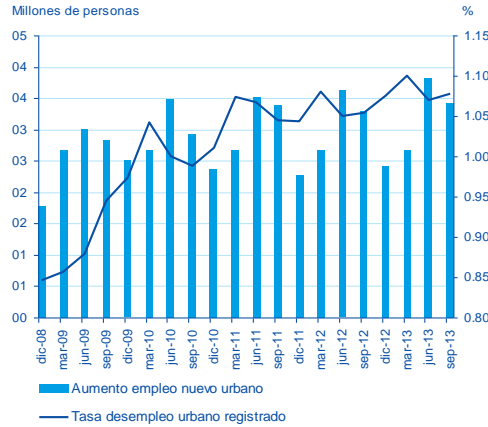
**Gráfico 18**  
**... y que el superávit por cuenta corriente se haya reducido**



Fuentes: NBS, Wind y BBVA Research

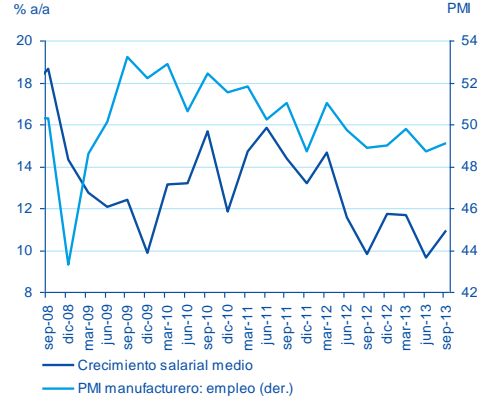


Gráfico 19  
**El mercado de trabajo resiste relativamente bien**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

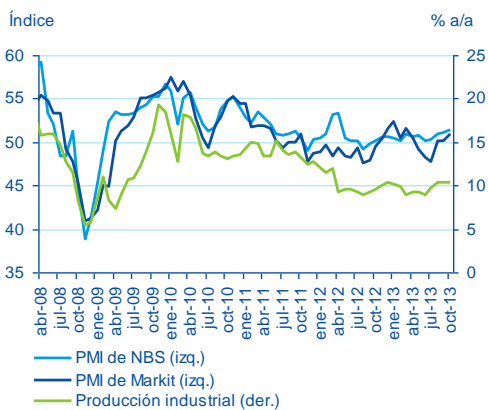
Gráfico 20  
**La desaceleración del crecimiento de los salarios parece haberse estabilizado**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

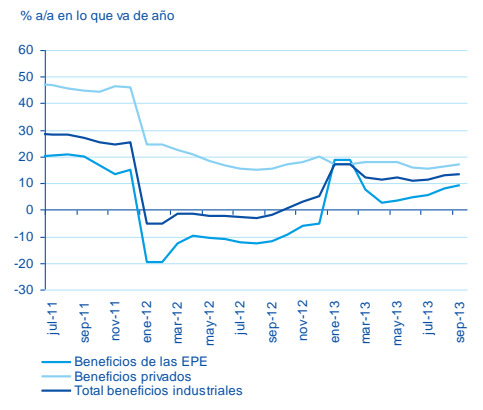
El mercado de trabajo sigue estando ajustado; el desempleo urbano registrado se ha mantenido bajo, tan solo un 4,04% hasta el 3T 2013. Los datos del Ministerio de Recursos Humanos y Seguridad Social, que normalmente se consideran más fiables que los datos de empleo de la NBS, también apuntan a un mercado de trabajo estable. La ratio demanda-oferta del mercado de trabajo subió a 1,08 en septiembre (Gráfico 19). Los subcomponentes del índice de gerentes de compras del mercado de trabajo y el crecimiento de los salarios también han aumentado recientemente (Gráfico 20). En línea con el repunte del crecimiento del PIB en el 3T, los índices de producción y de ganancias mensuales también muestran una tendencia al alza desde julio (Gráficos 21 y 22).

Gráfico 21  
**Las actividades manufactureras de China tienden al alza en el 3T**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 22  
**...mientras que los beneficios industriales han mejorado**



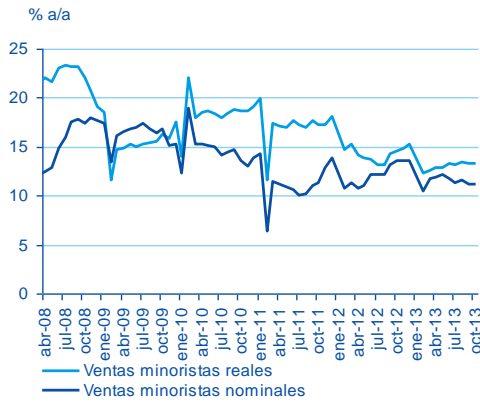
Fuentes: CEIC y BBVA Research

En lo que respecta a la demanda, las ventas minoristas se han mantenido planas (Gráfico 23) debido a las dificultades derivadas de la desaceleración del crecimiento de las rentas y de los esfuerzos del gobierno por disuadir el consumo ostentoso por parte de los funcionarios públicos. Por otro lado, los indicadores de inversión siguen creciendo con mayor rapidez que el gasto en infraestructuras y se fortalece la inversión privada en producción manufacturera (Gráficos 24 y 25).

Gráfico 23

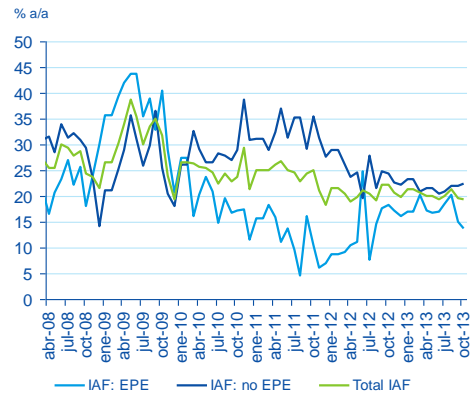
Gráfico 24

**El crecimiento de las ventas minoristas es prácticamente plano...**



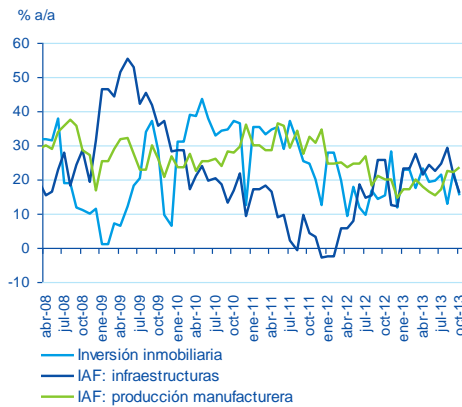
Fuentes: CEIC y BBVA Research

**La inversión privada mejora...**



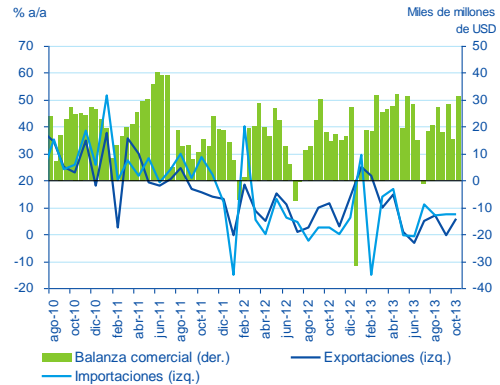
Fuentes: CEIC y BBVA Research

**Gráfico 25**  
**...mientras que la inversión en producción manufacturera muestra una tendencia ascendente**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

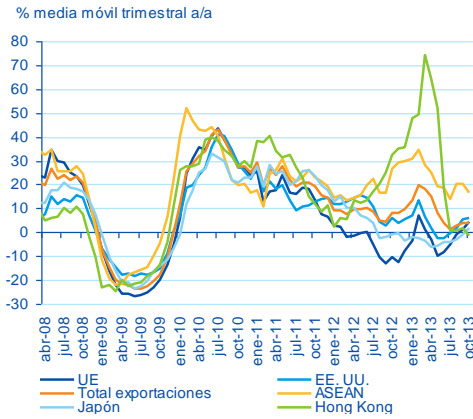
**Gráfico 26**  
**El crecimiento de las exportaciones disminuyó en septiembre, lo que sirve para recordar la debilidad del sector externo**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

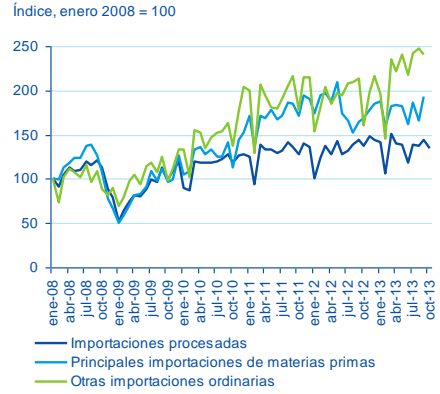
En el plano externo, las exportaciones han mejorado en la segunda mitad del año, cuando la debilidad de la demanda procedente de las economías de ASEAN se ha visto compensada con una mayor demanda desde EE. UU. y la UE gracias a la continua mejora del impulso de crecimiento (Gráficos 26 y 27). El problema de sobrefacturación que se produjo desde mediados de 2012 hasta mediados de 2013 ha provocado distorsiones en las cifras de exportación interanuales. Una vez efectuado el ajuste correspondiente, vemos que el crecimiento subyacente de las exportaciones puede situarse unos cuantos puntos porcentuales por encima de las cifras generales oficiales, por lo que se quedaría aproximadamente en el 6,9% a/a (oficial: 3,9%) en el 3T en comparación con el 2,5% a/a (oficial: 4,1%) del 2T.

Gráfico 27  
**El crecimiento de las exportaciones mejora gracias al aumento de la demanda desde EE. UU. y la UE**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

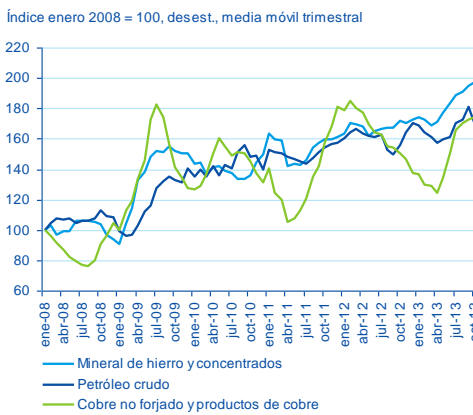
Gráfico 28  
**Las importaciones para uso final interno son robustas, lo que indica una sólida demanda interna**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

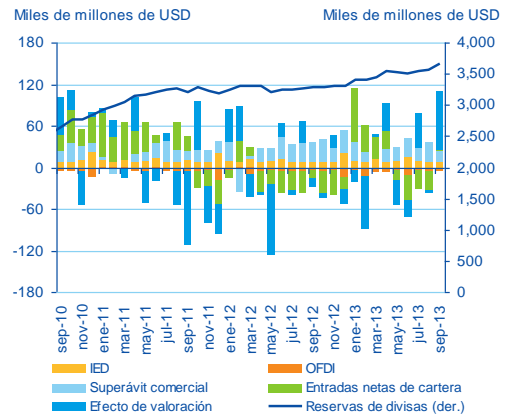
Por otro lado, las importaciones han continuado con su tendencia al alza, en línea con la fortaleza de la demanda interna, especialmente en lo que respecta a los productos acabados (Gráfico 28). Las importaciones de materias primas también han mostrado su solidez (Gráfico 29). Como resultado, el superávit comercial general se redujo en el 3T hasta los 61.500 millones de dólares estadounidenses desde los 65.800 millones de dólares del 2T. No obstante, las reservas de divisas se incrementaron en el 3T y alcanzaron la cifra de 3,66 billones de dólares en comparación con los 3,50 billones de finales del 2T, lo que se debe a las entradas de capitales en combinación con la mejora de la confianza en las perspectivas de crecimiento de China a corto plazo (Gráfico 30).

Gráfico 29  
**El volumen de las importaciones de materias primas muestra una tendencia al alza**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 30  
**Las reservas de divisas aumentan debido a las entradas de capitales**

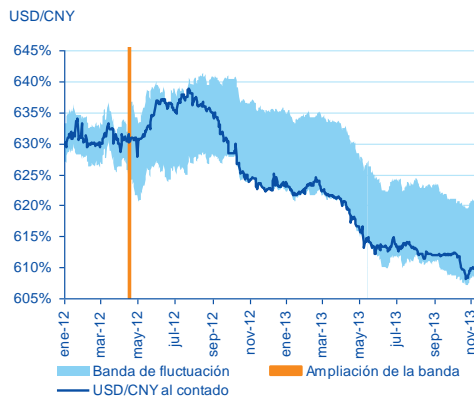


Fuentes: CEIC y BBVA Research

## La apreciación del RMB sigue en línea con las expectativas

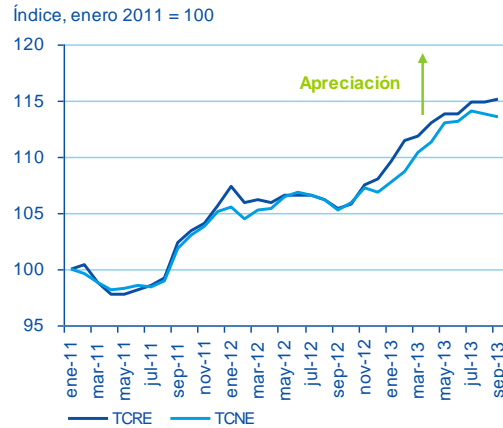
Tras la estabilización experimentada entre mayo y septiembre, la apreciación del RMB frente al USD volvió a reanudarse en octubre como consecuencia del aumento de la confianza en el impulso de crecimiento interno, las nuevas entradas de capitales y la debilidad del USD (Gráficos 31 y 32). Los tipos al contado han seguido oscilando cerca del extremo más fuerte de la banda de fluctuación diaria, lo que unido a una fuerte apreciación de los futuros a un año podría ser indicio de que hay expectativas de una nueva apreciación. En términos reales, la apreciación en lo que va de este año ha sido importante. Siguen circulando rumores sobre una posible ampliación de la banda de fluctuación diaria, hasta +/-1,5% desde la banda de +/-1,0% que se utiliza en la actualidad, aunque las autoridades parece que prefieren esperar hasta que el tipo al contado esté más cerca del punto medio de la banda.

Gráfico 31  
Continúa la apreciación gradual del RMB



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 32  
Los tipos de cambio nominal y efectivo real han subido a un ritmo más lento en el 3T

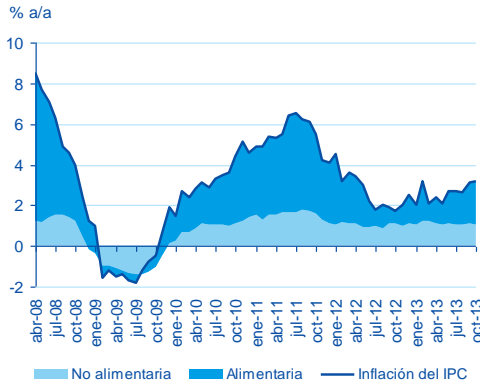


Fuentes: BPI, CEIC y BBVA Research

## La inflación está dentro de la zona de confort

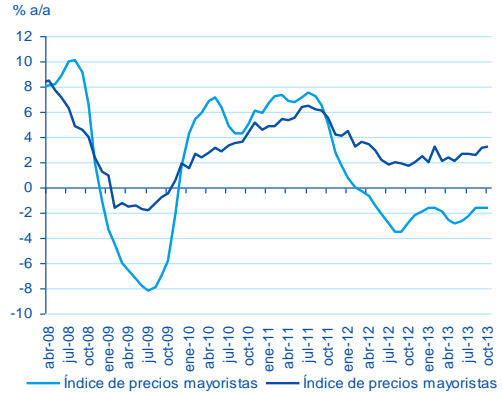
La inflación ha aumentado gradualmente este año hasta situarse en el 3,2% a/a en octubre (Gráfico 33), como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos provocada por condiciones climáticas extremas. La inflación no alimentaria sigue baja en el 1,6% a/a, mientras que la inflación de los precios mayoristas se mantuvo negativa, en el -1,5% a/a en octubre. En conjunto, las presiones inflacionistas todavía parecen estar bajo control y el índice general de precios sigue dentro del rango de confort del gobierno, un 3,5% (Gráfico 34).

Gráfico 33  
La inflación se mantiene bajo control, pero ha subido debido a que han aumentado los precios de los alimentos



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 34  
La inflación del IPM sigue siendo negativa, pero menos que en el pasado

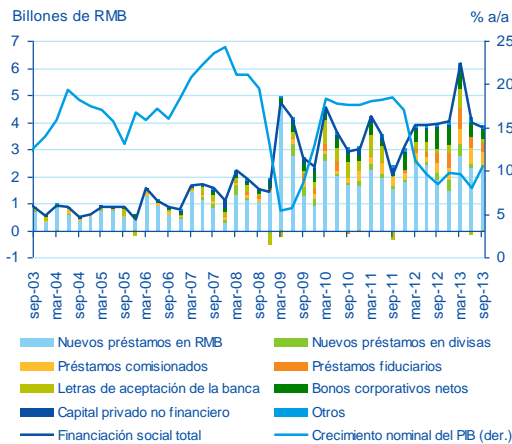


Fuentes: CEIC y BBVA Research

## La fortaleza del crédito apoya al crecimiento, pero aumenta los riesgos financieros

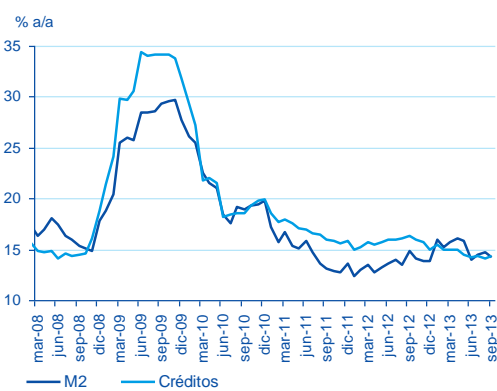
El robusto crecimiento del crédito ha continuado en el 3T a pesar de los esfuerzos que ha hecho el gobierno por reducir la banca en la sombra y por limitar los riesgos de un endeudamiento elevado (Gráfico 35 y 36). La liquidez del mercado interbancario se ha mantenido por lo general estable después de la grave restricción sufrida el pasado mes de junio gracias a que el BPdC se ha mantenido activo y ha efectuado operaciones de mercado abierto (Gráficos 37 y 38), aunque se han producido brotes esporádicos de volatilidad en fechas tan recientes como a finales del mes de octubre debido a los efectos estacionales y al nerviosismo de los mercados. Esperamos que los tipos interbancarios se moderen, aunque es posible que se mantengan por encima de los niveles anteriores dado que en la actualidad el banco central se inclina por el ajuste.

Gráfico 35  
La "financiación social total" se mantiene fuerte



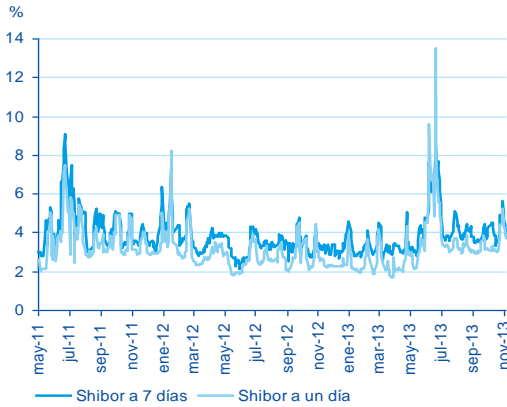
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 36  
La M2 y el crecimiento del crédito se mantienen en niveles relativamente elevados



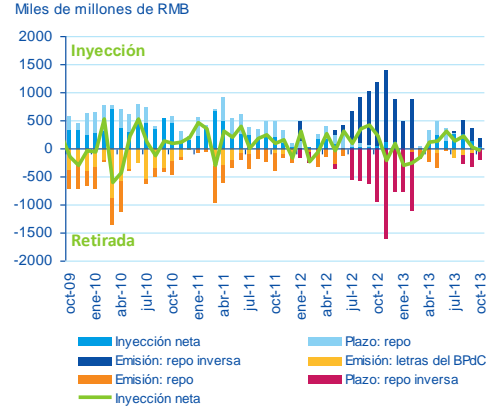
Fuentes: Wind y BBVA Research

Gráfico 37  
**Los tipos interbancarios volvieron a subir a finales de octubre**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

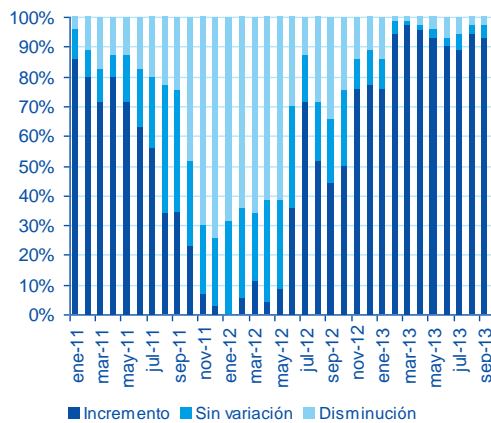
Gráfico 38  
**El BpDc está inyectando liquidez a través de operaciones de mercado abierto...**



Fuentes: Wind y BBVA Research

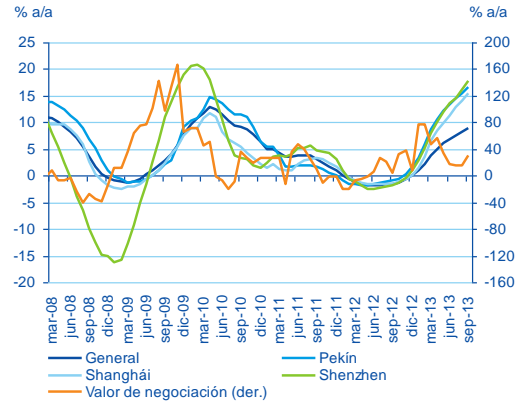
El fuerte crecimiento del crédito y el aumento de la confianza han llevado a nuevos aumentos en el mercado de la propiedad después del enfriamiento del año pasado. Las ciudades más importantes, como Guangzhou, Shenzhen, Pekín y Shanghai, siguen a la cabeza del aumento de los precios, que se sitúa en torno al 15-20% a/a (Gráficos 39 y 40). Calculamos que a nivel nacional los precios inmobiliarios subieron en general un 8,2 a/a en el 3T, en comparación con el 6,0% en el 2T. Además de haber creado preocupaciones sociales acerca de la asequibilidad, el rápido incremento de los precios de la vivienda aumenta el riesgo de burbujas (Gráficos 41 y 42) y supone un límite a la hora de adoptar nuevas medidas de flexibilización en la política monetaria.

Gráfico 39  
**En la mayoría de las ciudades aumenta el precio de la vivienda**



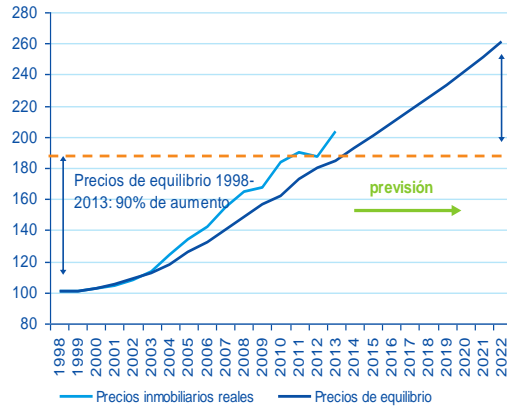
Fuentes: NBS y BBVA Research

Gráfico 40  
**El rápido crecimiento de los precios es bastante preocupante**



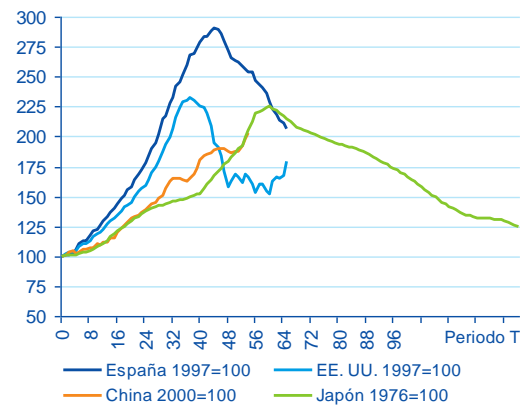
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 41  
Los precios de la vivienda aumentan actualmente con mayor rapidez de lo que justificarían los fundamentos



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 42  
Los precios de la vivienda en China no han alcanzado los niveles de burbuja de otros casos, pero se van aproximando



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

## Recuadro 2: Balance de la liberalización financiera de China

Después de unos años de estancamiento tras la crisis financiera mundial, la liberalización financiera de China volvió a tomar impulso en 2012, marcada por la amplia banda de fluctuación diaria del RMB y por la expansión del rango de tipos de interés permisibles en torno al tipo de referencia. Este año se han dado nuevos pasos, aunque ha habido dificultades derivadas de los intereses creados y del frágil entorno exterior. Para mantener el impulso de la reforma, las autoridades han tratado de seguir adelante en varios frentes y han seguido utilizando programas piloto, incluida la recientemente anunciada Zona de libre comercio de Shanghái (véase más abajo).

### Liberalización de los tipos de interés

El suelo para el tipo de interés para préstamos (70% de los tipos de interés para préstamos de referencia) se abolió el pasado mes de julio, de modo que los bancos tienen libertad para fijar los precios de sus créditos. Sin embargo, hasta la fecha la medida ha tenido un impacto insignificante en el promedio de los tipos de interés para préstamos, lo cual no es de extrañar teniendo en cuenta que la medida no era vinculante.

Lo más relevante es que ha habido menos progresos en la retirada del techo de los tipos de interés para depósitos (que sí es vinculante), lo que quizá se deba a la presión de los bancos para proteger sus márgenes en los tipos de interés, así como al deseo de las autoridades de que el movimiento se haga de forma gradual para garantizar la estabilidad financiera. Esperamos que el tope se elimine a finales de 2015, después de que se implemente el tan esperado plan de garantía de depósitos en 2014. Mientras tanto, las autoridades pueden introducir la flexibilidad en los tipos de interés para depósitos elevando el rango permisible por encima del tope (en la actualidad un 10%) y permitiendo la introducción de los CD en el mercado interbancario, lo que debería contribuir a formar la curva de rendimiento de los tipos de interés para depósitos basada en el mercado.

### Flexibilidad monetaria

Aún no se han cumplido las expectativas de una mayor ampliación de la banda de fluctuación diaria (que se amplió por última vez en abril de 2012 hasta +/-1%). Esos planes podrían haberse retrasado a causa de las turbulencias financieras mundiales ante la esperada reducción del QE, y más recientemente debido a la tendencia del tipo al contado a cotizarse en el extremo más fuerte del tramo, pues es posible que las autoridades prefieran esperar a que el tipo al contado se aproxime al centro de la banda. No

obstante, persisten las expectativas de que tal vez se efectúe una ampliación adicional de la banda de fluctuación durante la primera mitad de 2014.

### Convertibilidad de las cuentas de capital

Se ha avanzado relativamente más en la promoción de la convertibilidad del RMB como parte de los actuales esfuerzos por fomentar la internacionalización de dicha moneda. En concreto, la cobertura geográfica de los programas R-QFII se ha ampliado este año a Taiwán, Singapur y el Reino Unido. A través de estos programas los inversores institucionales extranjeros pueden repatriar los RMB extraterritoriales a China continental para invertirlos en bonos y renta variable. El tamaño de las cuotas permitidas bajo el programa R-QFII asciende ahora a 264.300 millones de RMB, lo que casi es comparable al programa QFII, de 289.100 millones de RMB (47.500 millones de USD).

Conseguir la convertibilidad total del RMB llevará tiempo, y lo más probable es que no ocurra hasta 2020. En nuestra opinión, lo más sensato es proceder con cautela y completar primero la liberalización financiera interna, en línea con la secuencia de reformas comúnmente aceptada. Además de ampliar programas existentes como el QFII, el R-QFII y el QDII, las autoridades piensan reducir la burocracia y aprobar los flujos de capital transfronterizos, así como permitir paulatinamente que tanto los inversores institucionales como los privados hagan inversiones en el extranjero.

### Programas piloto en la liberalización financiera

Además de las medidas indicadas anteriormente, a lo largo del año pasado se introdujeron varios programas piloto como un modo de impulsar las reformas en el sector financiero. Un caso de alto perfil es la reciente Zona de comercio libre de Shanghái. En su puesta en marcha en octubre, había muchas expectativas de que la zona se utilizaría para hacer progresos en la liberalización de los tipos de interés de las cuentas de capital. Aunque todavía se encuentra en una etapa temprana, la zona no ha estado a la altura de esas expectativas dadas las dificultades prácticas para llevar a cabo dichas reformas dentro de una determinada región geográfica. En concreto, sería difícil impedir las fugas internas a la Zona de libre comercio. El mismo problema se ha planteado en otras regiones piloto que se centran en la liberalización financiera, como Wenzhou y Shenzhen Qianhai.

Sin embargo, varios programas piloto van avanzando a un ritmo más estable. Un ejemplo de ello es la expansión que se produjo en septiembre del programa piloto del BCRC para las compañías de



crédito al consumo, que se amplió de 4 a 16 ciudades. En julio se permitió el uso de capital privado para establecer bancos en un programa piloto, con un primer lote de 10 bancos. Esto ha dado pie a que un gran número de empresas privadas solicitaran licencias bancarias (la cuota se sobrepasó considerablemente), lo que con el tiempo podría dar lugar a un cambio en el dominio del sector bancario

que ahora está en manos del estado. Otro programa piloto lanzado en octubre permite a los bancos participar en actividades de gestión de activos con el objetivo de que las actividades de la banca en la sombra se integren en el sector bancario formal.

## 4. Un sólido escenario central en 2014, pero sujeto a más incertidumbres

Debido al repunte del impulso de crecimiento, hemos revisado nuestras previsiones de crecimiento para 2013 hasta el 7,7% y hemos mantenido las previsiones de 2014 en el 7,6%. Sin embargo, las perspectivas para 2014 y los años sucesivos están sujetas a la incertidumbre dado el aumento de las fragilidades financieras y el impacto de las reformas para reequilibrar el crecimiento a medio plazo. Las previsiones de los dos próximos años dependerán también del grado en que las autoridades estén dispuestas a tolerar un crecimiento bajo para favorecer el avance de las reformas, cuyo programa se anunciará en la tercera sesión plenaria que está ahora en curso.

Esperamos que la postura política para 2014 se mantenga prácticamente sin cambios con respecto a la actual, que se caracteriza por ser “una postura monetaria prudente y una postura fiscal proactiva”. Sin embargo, es posible que haya ajustes finos, muy probablemente en el sentido de un endurecimiento moderado. La postura política quedará más clara una vez que se establezcan los objetivos macroeconómicos fundamentales en la reunión central sobre economía que se celebrará en diciembre y en la reunión presupuestaria anual que se celebrará en marzo de 2014. Mientras tanto, se vigilará de cerca el establecimiento del objetivo de crecimiento para el próximo año. Hay expectativas de que se efectúe un posible recorte hasta el 7,0% como forma de señalar que las autoridades dan cada vez más importancia a las políticas dirigidas a reducir los riesgos y a asegurar la sostenibilidad del crecimiento a medio plazo.

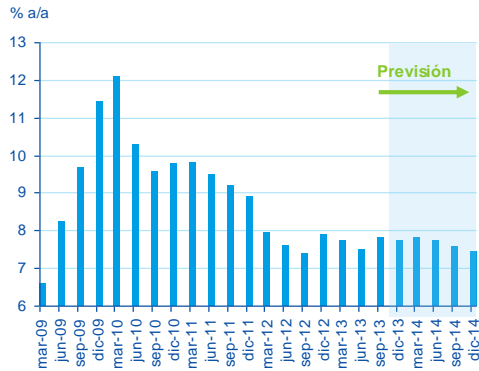
### El impulso continuará en el 1S 2014 y después habrá una tendencia a la baja

Es probable que el aumento de la confianza en la economía, el gasto actual en proyectos públicos y la mejora de la demanda externa sostengan el impulso de crecimiento durante la primera mitad de 2014 (Gráfico 43). A partir de ahí, es probable que el crecimiento tienda a la baja cuando se implementen medidas para reducir los riesgos financieros y se desacelere el crecimiento potencial. Además, la implementación de reformas clave como la liberalización de los tipos de interés y los esfuerzos por que la economía deje de depender de un elevado crecimiento del crédito, pueden suponer un lastre para el crecimiento a corto plazo.

### La inflación aumenta de forma gradual, contenida por el moderado crecimiento del PIB

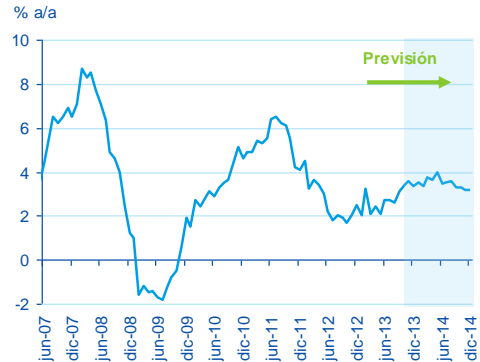
Nuestras previsiones de inflación para 2014 se mantienen en el 3,5% (promedio del periodo), por encima del resultado del 2,8% previsto en 2013. Si se alcanza la tasa de crecimiento estimado del PIB, se prevé que las presiones inflacionistas se mantendrán en niveles moderados a corto plazo. Así, según nuestras previsiones, la inflación llegará a su nivel máximo a mediados de 2014, cuando se situará entre el 3,5% y el 4,0% antes de moderarse hasta el nivel del 3,0-3,5% a finales de 2014 (Gráfico 44). Esperamos que la inflación a medio plazo muestre una tendencia al alza en torno al 4,0% en vista de que aumentan los salarios y se retiran las subvenciones de los precios de la energía, el transporte y los servicios públicos.

Gráfico 43  
**El impulso de crecimiento continuará hasta el 1S 2014**



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

Gráfico 44  
**La inflación llegará a su nivel máximo a mediados de 2014**



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

## La apreciación del RMB continuará y habrá una mayor flexibilidad bilateral

El RMB se ha apreciado en línea con nuestras previsiones anteriores, a un ritmo anual del 2-3%, y en la actualidad está cerca de nuestra previsión para el cierre del año, que contempla un nivel de 6,10 RMB por cada USD. Esperamos que este ritmo de apreciación continúe en 2014 a medida que se fortalezca la demanda externa, lo que situará el cambio RMB/USD en torno a 5,95 a finales de 2014. Mantenemos nuestro pronóstico de que la flexibilidad aumentará en ambas direcciones a través de una posible ampliación de la banda de fluctuación diaria durante el transcurso de 2014. Además, la internacionalización del RMB continuará mientras las autoridades promuevan el uso de la moneda en las liquidaciones comerciales y, cada vez más, en los flujos de inversión. Esto último incluirá la introducción de más productos en RMB en los mercados offshore como vehículos para canalizar los flujos de RMB de vuelta a China continental.

Tabla 2  
**Escenario central**

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

\*resultado preliminar; incluye un ajuste del 0,5% del PIB en ingresos transferidos desde 2011.  
Fuente: BBVA Research

## La política cambia su foco y da prioridad a las reformas a medio plazo

La nueva dirección china ha indicado que tolerará un crecimiento más bajo para favorecer la reducción de las fragilidades financieras y garantizar la sostenibilidad y una mayor "calidad del crecimiento". En el momento de escribir este artículo, la atención se centra en la tercera sesión plenaria y hay expectativas de que se establezca una hoja de ruta para la próxima década. Es probable que en el programa de reformas se incluyan iniciativas para avanzar

hacia un sistema de fijación de precios más basado en el mercado (con respecto a la energía, los servicios públicos y el transporte), medidas para facilitar la urbanización, en especial la liberalización del sistema "Hukou" que niega las prestaciones sociales a los residentes de las ciudades no registrados, cambios en las relaciones financieras entre el gobierno central y los gobiernos locales para mejorar la capacidad de estos últimos, y por último, aunque no menos importante, la reforma del sector financiero, incluida la liberalización de los tipos de interés.

## 5. Los riesgos siguen a la baja

A pesar de las divergencias en el conjunto de la región, en 2014 esperamos un modesto repunte en el crecimiento de la zona Asia-Pacífico a medida que continúe mejorando la demanda externa. Sin embargo, como hemos observado en el informe *Situación Global*, aunque los riesgos de cola han remitido, los riesgos para las perspectivas de la economía mundial siguen inclinados a la baja debido a las actuales incertidumbres fiscales en EE. UU., a las dudas sobre la solidez de la recuperación en la UE y a la necesidad de reequilibrio en China.

Dentro de la región persisten los riesgos geopolíticos, aunque por ahora están bajo control debido a que tanto el tono de la disputa entre China y Japón como las tensiones de la península de Corea se han moderado. En Tailandia, no obstante, la estabilidad política interior sigue siendo frágil. A nivel macroeconómico, las presiones externas se han moderado gracias al retraso en la reducción del QE y, en algunos casos, a las medidas adoptadas por las autoridades, como las subidas de los tipos de interés y los esfuerzos que se han hecho para disminuir los déficits por cuenta corriente en la India y en Indonesia. Sin embargo, las elecciones generales que se celebrarán en ambos países en 2014 añaden un elemento de incertidumbre y pueden exacerbar las presiones si se reanudan las salidas de capitales una vez que comience la reducción del QE.

A un nivel más general, las perspectivas de reducción del QE en 2014 plantean un riesgo para la estabilidad financiera, como se puso de manifiesto durante el periodo entre mayo y agosto de este año. Deben seguirse de cerca las presiones externas en la India y en Indonesia, países que han experimentado una desaceleración del impulso de crecimiento en los últimos meses. En Japón, la evolución macroeconómica ha sido favorable, pero la confianza del mercado puede dar un giro si el programa de reformas estructurales resulta decepcionante o en caso de que no progrese la implementación del programa de consolidación fiscal a medio plazo. Con respecto a esto último, la decisión de seguir con la subida del impuesto al consumo en 2014 es alentadora, aunque el freno fiscal que puede suponer la propia medida puede plantear riesgos para el crecimiento a corto plazo.

Además, dado que la sostenibilidad del repunte de China es aún incierto y que han aumentado las fragilidades financieras y los retos del reequilibrio, una desaceleración en 2014 y en años sucesivos podría ser un lastre para el crecimiento de la región. Los esfuerzos de las autoridades por reducir los riesgos financieros de la banca en la sombra, la deuda de las empresas y de los gobiernos locales y el rápido aumento de los precios de la vivienda plantean riesgos para las perspectivas de crecimiento a corto plazo, pero si no se abordan estos problemas se plantearán riesgos aún mayores para las perspectivas a medio plazo.

## 6. Tablas

Tabla 3  
Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(Tasa de crecimiento, % a/a)	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
Estados Unidos	2,5	1,8	2,8	1,6	2,3
Zona euro	1,9	1,5	-0,5	-0,4	1,1
Asia - Pacífico	8,2	5,8	5,3	5,2	5,3
Australia	2,6	2,5	3,6	2,6	3,0
Japón	4,7	-0,6	2,1	1,9	1,5
China	10,4	9,3	7,8	7,7	7,6
Hong Kong	6,8	4,9	1,4	3,3	3,7
India	8,9	7,5	5,1	4,2	4,6
Indonesia	6,2	6,5	6,2	5,6	5,8
Corea	6,3	3,7	2,0	2,7	3,7
Malasia	7,2	5,1	5,6	4,6	5,2
Filipinas	7,6	3,9	6,6	7,0	5,7
Singapur	14,8	5,3	1,3	2,8	3,6
Taiwán	10,8	4,1	1,3	2,3	3,7
Tailandia	7,8	0,1	6,4	4,2	5,0
Vietnam	6,8	5,9	5,0	5,2	5,5
Asia (excl. China)	6,8	3,5	3,6	3,4	3,6
Mundo	5,1	3,9	3,2	2,9	3,6

Fuente: BBVA Research

Tabla 4  
Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

(Tasa de crecimiento, % a/a)	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
Estados Unidos	1,6	3,1	2,1	1,7	2,2
Zona euro	1,6	2,7	2,5	1,5	1,4
Asia - Pacífico	3,6	4,7	3,0	2,9	3,6
Australia	2,8	3,3	1,8	2,2	3,0
Japón	-0,7	-0,3	0,0	0,1	2,0
China	3,3	5,4	2,6	2,8	3,5
Hong Kong	2,3	5,3	4,1	4,2	3,6
India	9,6	9,2	7,7	5,8	5,6
Indonesia	5,1	5,4	4,3	7,0	5,6
Corea	3,0	4,0	2,2	1,6	2,7
Malasia	1,7	3,2	1,7	2,1	2,7
Filipinas	3,8	4,7	3,0	3,0	4,0
Singapur	2,8	5,2	4,6	2,5	3,5
Taiwán	1,0	1,4	1,9	1,0	1,8
Tailandia	3,3	3,8	3,0	2,5	2,8
Vietnam	10,0	18,1	6,8	6,5	7,5
Asia (excl. China)	3,7	4,3	3,3	3,0	3,6
Mundo	3,7	5,1	4,1	3,8	4,0

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

**Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (fin de periodo)**

		2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
Zona euro	USD/EUR	1,34	1,30	1,32	1,37	1,30
Australia	USD/AUD	1,02	1,02	1,04	0,99	0,945
Japón	JPY/USD	81,1	76,9	86,8	100,0	117,0
China	CNY/USD	6,61	6,30	6,23	6,10	5,95
Hong Kong	HKD/USD	7,77	7,77	7,75	7,80	7,80
India	INR/USD	44,7	53,1	55,0	63,0	60,5
Indonesia	IDR/USD	8.996	9.069	9.793	11.200	10.800
Corea	KRW/USD	1.126	1.152	1.064	1090	1.050
Malasia	MYR/USD	3,06	3,17	3,06	3,20	3,15
Filipinas	PHP/USD	43,8	43,8	41,0	43,0	44,0
Singapur	SGD/USD	1,28	1,30	1,22	1,25	1,24
Taiwán	NTD/USD	29,3	30,3	29,0	29,6	29,2
Tailandia	THB/USD	30,1	31,6	30,6	31,5	30,5
Vietnam	VND/USD	19.498	21.034	20.840	21.250	21.600

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

**Previsiones macroeconómicas: tipos de referencia (fin de periodo)**

(%)	Actualmente	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Zona euro	0,25	1,00	0,75	0,25	0,25
Australia	2,50	4,25	3,00	2,50	3,00
Japón	0,10	0,08	0,10	0,10	0,10
China	6,00	6,56	6,00	6,00	6,00
Hong Kong	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
India	7,75	8,50	8,00	7,75	7,00
Indonesia	7,25	6,00	5,75	7,25	6,75
Corea	2,50	3,25	2,75	2,50	2,50
Malasia	3,00	3,00	3,00	3,00	3,50
Filipinas	3,50	4,50	3,50	3,50	4,00
Singapur	0,40	0,45	0,40	0,40	0,40
Taiwán	1,88	1,88	1,88	1,88	2,13
Tailandia	2,50	3,25	2,75	2,50	3,00
Vietnam	9,00	9,00	9,00	9,00	8,50

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

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

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

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



---

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

---

### *Economista Jefe de Asia*

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

### **Fielding Chen**

fielding.chen@bbva.com.hk

### **Le Xia**

xia.le@bbva.com.hk

### **George Xu**

George.xu@bbva.com.hk

### **Sumedh Deorukhkar (India)**

sumedh.deorukhkar@bbva.com

---

## 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

México

**Carlos Serrano**

carlos.serrano@bbva.com

Coordinación de América Latina

**Juan Ruiz**

Juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**

hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@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@bbva.com

Sistemas financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Inclusión financiera

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y política pública

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

Recuperación y política de resolución

**José Carlos Pardo**

josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación reguladora global

**Matías Viola**

matias.viola@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

[www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com)