

# Situación Económica

## China/Asia

Primer Trimestre 2014  
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se acelerará en 2014, aunque todavía hay riesgos a la baja** debido a la retirada del QE y a la crisis de los mercados emergentes. En línea con las previsiones anteriores esperamos que el crecimiento mundial aumente un 3,6% en 2014 y un 3,9% en 2015 como consecuencia de las mejores perspectivas de las economías avanzadas.
- **El impulso de crecimiento en la región de Asia ha evolucionado tal como se esperaba en los últimos trimestres**, con una demanda interna más débil compensada por la paulatina mejora de las condiciones externas. Sin embargo, hay divergencias marcadas por la mejora de las tendencias de crecimiento en el norte de Asia y un comportamiento desigual en el resto.
- **Nuestras previsiones de crecimiento para China se mantienen en el 7,6% en 2014 y en el 7,5% en 2015.** Sin embargo, las fragilidades financieras plantean riesgos a la baja. La atención se centra ahora en la implementación de las reformas anunciadas en el Tercer Pleno de noviembre.
- **Los riesgos para las perspectivas de la región** tienen su origen en las posibilidades 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. El crecimiento mundial continúa con los riesgos más equilibrados .....	5
2. La demanda externa eleva el crecimiento asiático .....	8
Recuadro 1. La India: ¿Es la desaceleración de la India estructural o cíclica?.....	13
3. El crecimiento de China se mantuvo en 2013 a costa del aumento de las fragilidades financieras.....	15
Recuadro 2: Crecientes riesgos por la deuda de los gobiernos locales .....	24
4. Las reformas ganan protagonismo en China en 2014.....	26
5. Los riesgos de la región se inclinan a la baja.....	28
6. Tablas.....	29

Fecha de cierre: 14 de febrero de 2014

## Resumen

**El impulso de crecimiento en la región de Asia ha evolucionado tal como se esperaba,** con una demanda interna más débil compensada por la paulatina mejora de las condiciones externas. Sin embargo, ha continuado la divergencia de rendimiento, marcada por las tendencias de mejora en el norte de Asia (Corea, Taiwán y Hong Kong) vinculadas a las exportaciones a las zonas que se han recuperado en EE. UU. y la UE. El crecimiento de las economías que dependen de las exportaciones de materias primas, como Australia, sigue con dificultades, junto con Indonesia y la India que sufren el lastre de unos tipos de interés más altos. En el Sudeste Asiático, continúa sorprendiendo la solidez de la economía de Filipinas después de las recientes catástrofes naturales.

**La confianza de los mercados regionales se ha visto influida por las tendencias mundiales bajo el peso de la reducción del QE que comenzó en enero.** La estabilidad de las economías más vulnerables de la región, que son la India e Indonesia, se ha mantenido bien en comparación con las presiones que se observaron a mediados de 2013. Los responsables políticos de estas economías aprovecharon el retraso de la reducción de estímulos para hacer ajustes que están dando ahora sus frutos. No obstante, será fundamental mantener el impulso reformista y no se pueden descartar nuevas presiones externas, especialmente dadas las incertidumbres que rodean a las elecciones nacionales en estos países y que tendrán lugar más avanzado el año.

**En Japón, aunque se ha desacelerado más de lo previsto en el 3T, el crecimiento sigue intacto gracias a la influencia de las medidas de estímulo.** Aunque el aumento de los impuestos al consumo programado para abril de 2014 puede plantear un riesgo para el crecimiento a corto plazo, la confianza de consumidores y empresas ha mejorado, y la inversión no residencial muestra indicios de que se está reactivando, lo que contribuirá a aumentar el gasto privado y las exportaciones. Después de un prolongado periodo de deflación, el índice general de precios lleva en positivo desde junio, aunque sigue sin alcanzar el objetivo del 2% establecido por el Banco de Japón. La prioridad es ahora la implementación de reformas estructurales audaces para potenciar el crecimiento a largo plazo, sin el cual probablemente fracasarían las recientes políticas de estímulo.

**Esperamos que el crecimiento de la mayoría de la economías asiáticas repunte marginalmente en 2014 a medida que la mejora del entorno externo compense en parte la desaceleración de la demanda interna.** Este es particularmente el caso del norte de Asia, que al estar orientado hacia las exportaciones, está en posición de beneficiarse de la mejora de la demanda externa. El panorama de los países de la ASEAN y de la región del Sudeste Asiático será más heterogéneo debido al peso de unas condiciones financieras menos laxas por la reducción de estímulos de la Fed, así como a las incertidumbres políticas internas. Solo hemos hecho algunos ajustes a nuestras previsiones anteriores y esperamos que el crecimiento en la región de Asia-Pacífico suba a un 3,6% en 2014 y a un 4,0% en 2015.

**A pesar de las persistentes preocupaciones, la economía china volvió a evitar un aterrizaje duro en 2013.** El crecimiento anual se situó en el 7,7%, tal como se esperaba, gracias al repunte experimentado en la segunda mitad del año. Dicho esto, el repunte del crecimiento se produjo a costa de que aumentaran las fragilidades financieras y con signos de que más avanzado el año la economía podría desacelerarse de nuevo.

**Nuestras previsiones de crecimiento para China se mantienen sin cambios en el 7,6% en 2014 y el 7,5% en 2015.** También esperamos que la amplia combinación de políticas se mantenga invariable en 2014, si bien con una ligera tendencia al ajuste para desacelerar el crecimiento del crédito y reducir las fragilidades financieras. No se anticipan cambios en los tipos de interés a lo largo de 2014, y mantenemos las expectativas de que el RMB se aprecie hasta situarse en torno a 5,90 RMB por USD a finales de año.

**La atención se centra ahora en la implementación de las reformas anunciadas en el Tercer Pleno de noviembre.** Entre los elementos clave, muchos de los cuales se irán presentado poco a poco en los próximos años, se incluyen políticas para promover la urbanización y reformas en el sector financiero; esto último conlleva medidas hacia la liberalización de los tipos de interés y flexibilidad del tipo de cambio. En lo que respecta a las fragilidades internas, entre las prioridades de 2014 están los esfuerzos por solucionar la deuda de los gobiernos locales, reducir el crédito de la banca en la sombra, desacelerar el ritmo de aumento de los precios de la vivienda y abordar el exceso de capacidad.

**Los riesgos para las perspectivas regionales se derivan de la posibilidad de que se reavive la volatilidad y se endurezcan las condiciones financieras a medida que avance la reducción del QE.** 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.

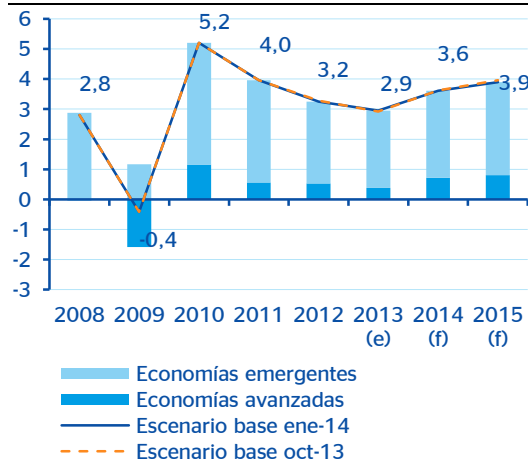
# 1. El crecimiento mundial continúa con los riesgos más equilibrados

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

## El ciclo económico global va mejorando, y en este momento ya se han aclarado algunas incertidumbres en materia de política económica

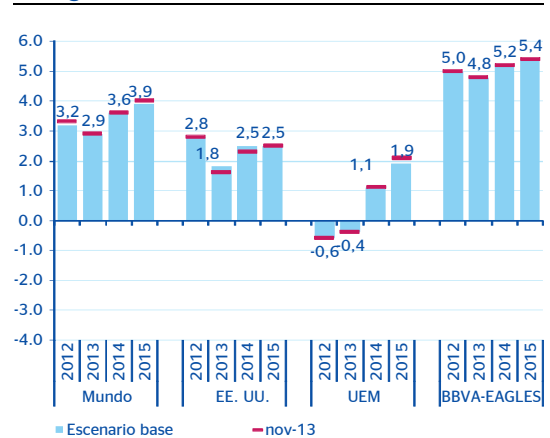
**El ciclo económico mundial se fortaleció en los últimos meses de 2013.** Según nuestras estimaciones, en la segunda mitad de 2013 el PIB se aceleró impulsado por las economías desarrolladas. La situación está más diversificada en los mercados emergentes, aunque algunos de ellos (China por ejemplo) están consiguiendo tasas de crecimiento relativamente estables. Nuestra evaluación mejorada del escenario mundial también es el resultado de las nuevas políticas económicas. EE. UU. llegó a un acuerdo sobre política fiscal de mayor alcance de lo que se esperaba, y la Fed comenzó a reducir los estímulos a principios de 2014. En Europa, se ha avanzado hacia la unión bancaria. Las perspectivas mundiales serían aún más claras si no fuera por el efecto que está teniendo la reducción de estímulos en los mercados financieros de las economías emergentes.

Gráfico 1.1  
**Crecimiento económico mundial (%)**



Fuentes: BBVA Research y FMI

Gráfico 1.2  
**Crecimiento del PIB en las economías emergentes (% t/t desest.)**



Fuentes: BBVA Research y FMI

A nivel general, nuestra valoración de la situación mundial es mejor que la de hace tres meses. Ahora, nuestras previsiones apuntan a que el PIB mundial, que en 2013 se desaceleró hasta el 2,9%, aumentará hasta el 3,6% y el 3,9% en 2014 y 2015, respectivamente (Gráfico 1.1). Pero todavía vemos riesgos a la baja en nuestras previsiones, aunque menos graves que en el pasado.

## Suficiente velocidad para que EE. UU. haya empezado a abandonar el estímulo monetario

**El crecimiento del PIB de EE. UU. se aceleró en 2013** y ya había alcanzado la velocidad de crucero al final del año, lo que ha permitido a la Fed dar los primeros pasos hacia la retirada de los estímulos monetarios. También hay una mayor certidumbre con respecto a la política fiscal. La falta de acuerdo entre los partidos sobre el proceso de consolidación fiscal de EE. UU. condujo a una interrupción parcial y temporal de la actividad del gobierno federal.

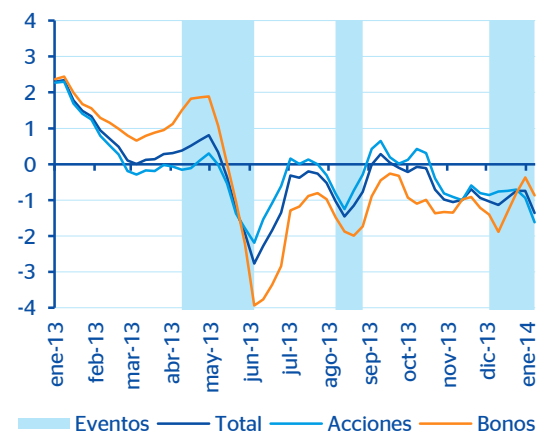
Posteriormente, ya en diciembre, se llegó a un acuerdo que supone un paso importante hacia la eliminación de la incertidumbre en la financiación de la actividad del gobierno en 2014-15, así como la reducción del ajuste fiscal inicialmente previsto.

**En conjunto, hemos revisado al alza nuestras previsiones de crecimiento de EE. UU. en 2014 hasta el 2,5%**, el mismo porcentaje que estimamos para 2015. Este ajuste refleja tanto la fortaleza de la economía del país en la segunda mitad de 2013 como el impulso adicional que ha aportado la menor carga fiscal gracias al acuerdo alcanzado a finales del pasado año. Hay riesgos alcistas para nuestras previsiones si la mejora de la confianza da como resultado una inversión y una contratación adicionales.

### La reducción de estímulos ensombrece las perspectivas de algunas economías emergentes

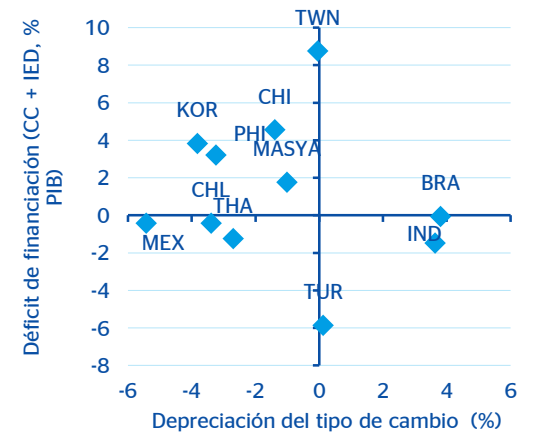
Las economías emergentes se están viendo sometidas a la salida de capitales y a la depreciación cambiaria. Aun así, la intensidad de los flujos de salida de capitales no residentes no es peor que en ocasiones anteriores en que cambiaron las previsiones sobre el comienzo de la retirada de los estímulos económicos de la Reserva Federal (Gráfico 1.3). Además, sigue habiendo una diferenciación entre las economías según sus fundamentos: los déficits externos más altos y la mayor dependencia a corto plazo de la financiación en divisas van asociados a una mayor vulnerabilidad a las salidas de capitales y las devaluaciones (Gráfico 1.4). El riesgo es mayor en las economías que están financieramente más integradas en los índices de cartera globales y que han sufrido las vulnerabilidades antes mencionadas: Turquía, Brasil, Indonesia y la India en particular. El ajuste monetario que están implementando algunos de estos países para controlar la devaluación de sus monedas y las previsiones de inflación perjudicarán inevitablemente su crecimiento. Con todo, la diversidad dentro del grupo de las economías emergentes significa que nuestras perspectivas siguen siendo favorables. En China, nuestras previsiones para 2014 y 2015 se mantienen sin cambios.

Gráfico 1.3  
**Mercados emergentes: flujos de entrada en bonos y acciones (4 semanas acumuladas, fondos ME especializados, flujos sobre el total de activos)**



Fuente: BBVA Research según los datos del EPFR

Gráfico 1.4  
**Depreciación de los tipos de cambio (%) y déficit de financiación externa (CA + IED, % del PIB)**



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

### Continúa la recuperación paulatina en la zona euro

Tras empezar el año en recesión, la zona euro consiguió mantener una expansión moderada durante el segundo semestre, tal y como habíamos previsto. El impulsor de esta ligera mejora fue la perspectiva de un incremento del papel que juega la demanda interna, aunque el motor del crecimiento europeo en 2013 y 2014 fue y seguirá siendo el sector de las exportaciones. Los elementos sobre los que se apoya la moderada recuperación de la

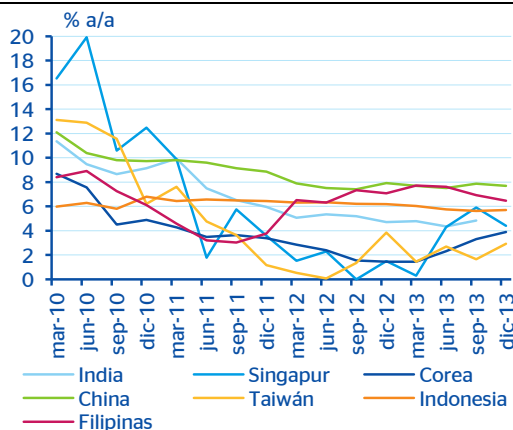
zona euro son: i) la recuperación de la demanda externa, ii) la mejora sostenida de las condiciones financieras, favorecida por la determinación y el compromiso del BCE para aplicar una política monetaria expansiva y, por, último, iii) las medidas adoptadas hacia la unión bancaria, que debería reducir la fragmentación financiera que obstaculiza el papel de la política monetaria en el conjunto de la región. No podemos descartar periodos de inestabilidad a medida que nos aproximemos a eventos susceptibles de alterar los avances hacia la unión bancaria y el fortalecimiento de la unión monetaria de Europa en general. Entre los eventos que habrá que vigilar se incluyen las elecciones al Parlamento Europeo, así como las noticias sobre las condiciones y resultados de las pruebas de resistencia y de la evaluación de la calidad de los activos del sector bancario.

En definitiva, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento del PIB en la zona euro en el 1,1% para 2014. En 2015, nuestras estimaciones son un 1,9%. No obstante, dadas nuestras previsiones de continuada debilidad cíclica, no podemos descartar la deflación como factor de riesgo.

## 2. La demanda externa eleva el crecimiento asiático

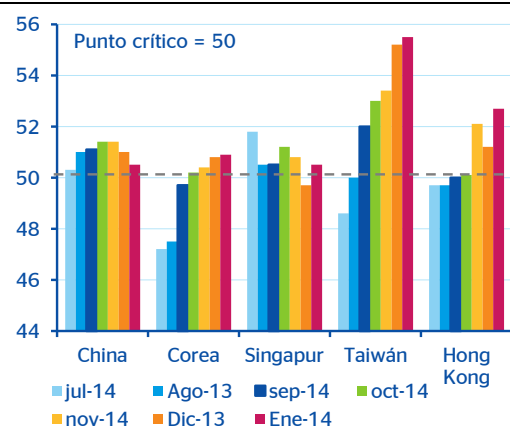
El impulso de crecimiento en la región de Asia ha evolucionado tal como se esperaba en los últimos trimestres, con una demanda interna más débil compensada por la paulatina mejora de las condiciones externas. (Gráfico 2.1). También ha continuado la divergencia de rendimiento, marcada por las tendencias de crecimiento en economías como las de Corea, Taiwán y Hong Kong que están vinculadas a las exportaciones a las zonas recuperadas de EE. UU. y la UE (Gráfico 2.2). Por otro lado, el crecimiento de las economías que dependen de las exportaciones de materias primas, como Australia, sigue con dificultades, junto con el crecimiento de Indonesia y de la India, que acusan el peso de los mayores tipos de interés, las presiones externas asociadas con los déficits por cuenta corriente y la reducción del QE, así como unas perspectivas inciertas en la política interna. En Japón, a pesar de que el 3T fue decepcionante, el crecimiento se mantiene por ahora intacto bajo la influencia de las medidas de estímulo de la Abenómica. Como describiremos con más detalle en la Sección 3, creemos que el crecimiento de China continuará, aunque las crecientes fragilidades financieras y la reciente debilidad de los índices de gerentes de compras han vuelto a reavivar las perennes preocupaciones de los mercados por un aterrizaje brusco.

Gráfico 2.1  
El crecimiento del PIB en el 4T superó las expectativas en Indonesia y Filipinas...



Fuentes: Haver y BBVA Research

Gráfico 2.2  
...mientras que los PMI de producción manufacturera muestran indicios de mejora

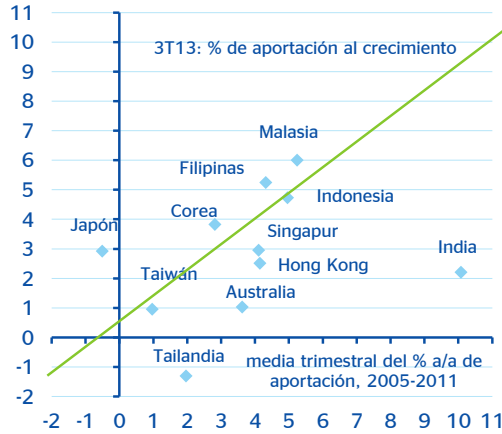


Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

En este contexto, esperamos que el crecimiento repunte marginalmente en 2014 en la mayoría de las economías asiáticas. En torno a esta tendencia, consideramos que habrá tres factores importantes en el próximo año. En primer lugar, las economías que dependen de la demanda de EE. UU. y la UE serán probablemente las que obtengan mejores resultados, lo que contrasta con la evolución de los dos últimos años, cuando las economías con mayor demanda interna, margen para aplicar políticas de estímulo y creciente comercio intrarregional, como el Sudeste Asiático, se mantuvieron relativamente bien. En segundo lugar, la reducción del QE seguirá ejerciendo presiones en el Asia emergente, en especial en las economías con déficits por cuenta corriente y que dependen de las entradas de capitales en cartera, como Indonesia y la India. Y en tercer lugar, las perspectivas de crecimiento dependerán de que la mejora de la demanda externa se produzca a un ritmo suficiente como para compensar el debilitamiento previsto en la demanda interna a causa del endurecimiento de las condiciones financieras y la retirada de la política de estímulo (Gráficos 2.3 y 2.4).

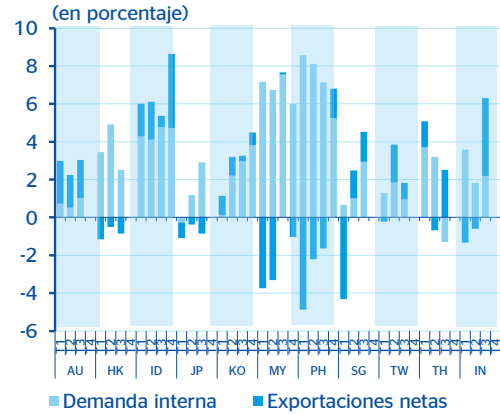


Gráfico 2.3  
La demanda interna se debilita...



\*4T para Indonesia, Filipinas, Corea y Malasia  
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 2.4  
...pero sigue siendo un importante motor de crecimiento (aportación al crecimiento en pp)



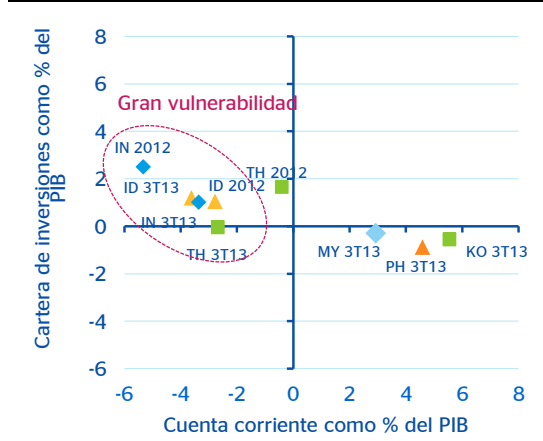
Fuentes: CEIC y BBVA Research

## La India e Indonesia toman medidas para impulsar la solidez de las economías

Las dos economías de la región que son más vulnerables al ajuste de las condiciones financieras externas parecen habérselas arreglado para hacer frente a los peores temores por la reducción del QE. Durante el periodo de mayo-agosto del año pasado, los mercados financieros de la India e Indonesia se vieron muy afectados por las expectativas de un inminente inicio de la reducción de estímulos en EE. UU. Al presentar déficits por cuenta corriente, dependencia de las entradas de cartera externas y desaceleración del crecimiento, estas dos economías destacaron por ser especialmente vulnerables (Gráficos 2.5 y 2.6 y Recuadro 1).

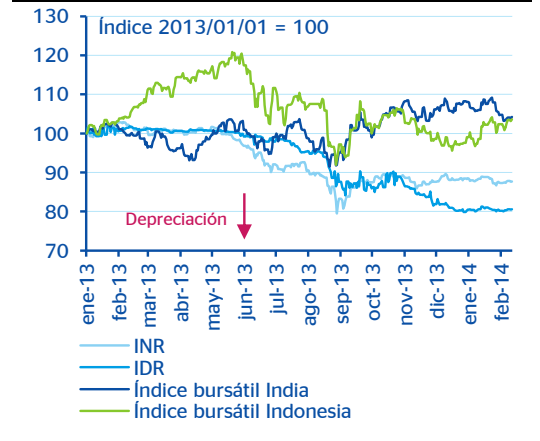
Resulta esperanzador que los responsables políticos de Indonesia y la India han tenido éxito con las medidas que han adoptado para apuntalar la solidez de sus economías. Entre estas medidas se incluyen los movimientos alcistas de los tipos de interés (175 pb acumulados en Indonesia y 75 pb acumulados en la India) para frenar las presiones inflacionistas y reducir los déficits por cuenta corriente, junto con iniciativas para impulsar reformas estructurales con el fin de aumentar la confianza de los inversores. Como resultado, los mercados financieros se han estabilizado pese a que las presiones externas han vuelto a intensificarse en otras economías emergentes. Dicho esto, las presiones sobre estas dos economías podrían volver si las reformas comienzan a estancarse una vez más, especialmente en vista de la incertidumbre política que rodea a las elecciones nacionales programadas este año.

Gráfico 2.5  
**La India e Indonesia son los países más expuestos a frenazos bruscos**



Fuentes: FMI, CEIC y BBVA Research

Gráfico 2.6  
**Los mercados de valores y de divisas de la India e Indonesia se recuperan de las ventas generalizadas del año pasado**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

## El crecimiento de Japón se debilita temporalmente a medida que se atenúan los estímulos

En poco más de un año, la “Abenómica” ha hecho progresos en sacudir Japón y sacarlo de su pasmo económico. Japón es la tercera mayor economía del mundo, y casi un 50% mayor que la de Alemania. A medida que el crecimiento de China se ralentice y la Fed retire la Flexibilización Cuantitativa (QE), el resto de Asia necesitará a Japón para mantener su salud. Dado que ya es un enorme inversor en Asia y una fuente de liquidez, un Japón revitalizado contribuirá a estimular el crecimiento mundial.

La Abenómica se basa en “tres factores” que consisten en la flexibilización monetaria, una política fiscal flexible y reformas estructurales. Después de años de conservadurismo, que explican en parte por qué el crecimiento y la renta per cápita se estancaron durante dos décadas tras el estallido de la burbuja de activos a principios de la década de 1990, el Banco de Japón rompió con su pasado y lanzó una agresiva flexibilización monetaria en abril de 2013, con el objetivo de doblar la base monetaria (un objetivo incluso más ambicioso que el de la Fed en términos relativos) y conseguir una inflación del 2% en dos años.

En materia de política fiscal, el gobierno ha puesto en marcha planes de estímulo a corto plazo para impulsar el crecimiento, lo más reciente ha sido un plan de 5 billones de yenes para compensar el lastre que puede suponer sobre el crecimiento el aumento previsto de 3 puntos porcentuales en los impuestos al consumo en abril (del 5 al 8%). Esto es una señal importante de que el gobierno está comprometido con la sostenibilidad a medio plazo, un asunto crucial dado que la deuda pública de Japón está peligrosamente alta, pues asciende a casi el 250% del PIB.

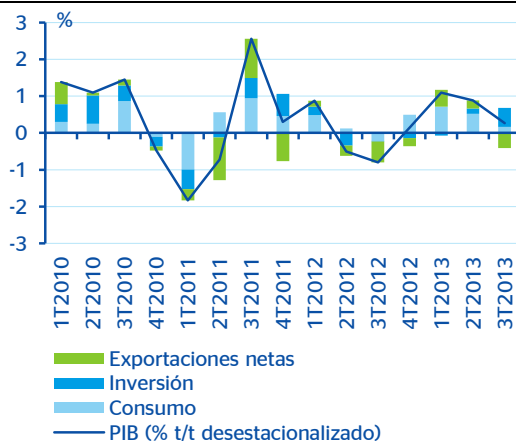
Los resultados son hasta ahora esperanzadores. La confianza de consumidores y empresas ha aumentado y se prevé que el crecimiento del PIB repunte hasta el 2% en 2013 por los efectos de los estímulos fiscales y monetarios. Estos últimos han llevado a una depreciación del yen y al fin de la deflación (Gráficos 2.7 y 2.8), aunque el incremento de los precios todavía no ha llegado al objetivo oficial de inflación del 2%. Pero sigue habiendo riesgos, y aún no está claro si los beneficios son sostenibles. Como prueba de ello, el crecimiento del tercer trimestre de 2013 fue más débil de lo que se esperaba y se quedó tan solo en un 1,1% anualizado y desestacionalizado después de un fuerte crecimiento en el S1 (en torno al 4%).

Un componente de vital importancia para el éxito futuro de la Abenómica gira en torno a la implementación del tercer factor. Hasta ahora, el progreso en esta área ha sido bastante

mediocre, especialmente dada la urgencia de aumentar la participación en la población activa para compensar el descenso demográfico previsto y aumentar la inversión y la productividad en el sector servicios. Entre los logros podemos citar la incorporación a tratados de libre comercio (como la Asociación Transpacífico) y la estabilización de zonas empresariales especiales para fomentar la desregulación. Pero se necesitan más esfuerzos para incrementar las tasas de participación femenina en el trabajo, que es uno de los objetivos planteados por el gobierno, y promover la desregulación mediante la apertura del sector agrícola y el aumento de la flexibilidad del mercado de trabajo.

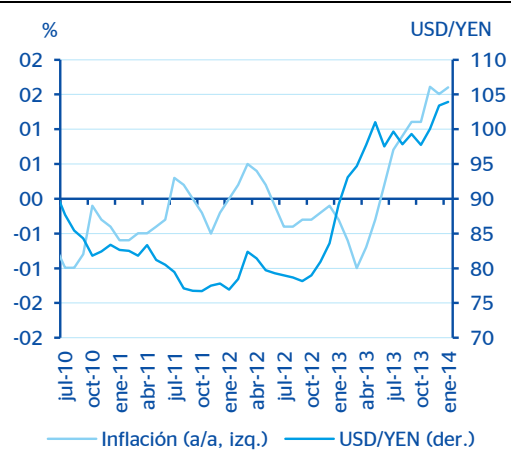
Por consiguiente, el próximo año será decisivo para Japón. Un mayor avance en las reformas estructurales y el progreso en la consolidación fiscal a medio plazo podrían sostener un crecimiento real de hasta un 2% en los próximos años. En cambio, si la implementación se retrasa y el crecimiento no se materializa, los inversores podrían perder la confianza en la capacidad del gobierno para pagar los intereses de su carga financiera. Si ese fuera el caso, la rentabilidad de los bonos podría dispararse y Japón se encontraría en una espiral económica descendente.

Gráfico 2.7  
**El impulso de crecimiento del PIB continúa en Japón...**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2.8  
**...mientras que la deflación ha terminado y el yen se deprecia**



Fuentes: Haver y BBVA Research

## El crecimiento repuntará en 2014 debido a la mejora de la demanda externa

En general, los últimos resultados del crecimiento han evolucionado en línea con las expectativas. En China, tal como se describe con mayor detalle en la Sección 3, el crecimiento del cuarto trimestre, un 7,7%, indica que el impulso continúa debido a que se mantienen las tendencias de consumo y de inversión tras la implementación de "mini estímulos" a principios del año; el debilitamiento de los índices de gerentes de compras de diciembre y enero indica que es posible que se necesiten nuevas políticas de apoyo para mantener el crecimiento en línea con el objetivo del 7,5% previsto en 2014. En el resto de la región, el impulso de crecimiento se ha mantenido en línea o por encima de las expectativas: en Corea, el crecimiento del cuarto trimestre coincidió con las expectativas al situarse en el 0,9% t/t desestacionalizado (no anualizado), lo que lleva el crecimiento de todo el año al 2,8% gracias a que se ha mantenido el consumo privado y a que han mejorado las exportaciones. Corea está aún mejor posicionada que otras muchas economías asiáticas para beneficiarse del actual repunte de la demanda de EE. UU. y la UE. Por otra parte, en Indonesia y Filipinas, el crecimiento del cuarto trimestre superó las expectativas gracias a la robusta demanda interna, lo que lleva el crecimiento de todo el año a un resultado por encima de lo previsto, un 5,8% y un 7,2% respectivamente. El resultado que fue decepcionante fue el de Tailandia, donde los

conflictos políticos internos están provocando que se reduzcan las entradas de turismo y se debilite la inversión.

De cara al futuro, esperamos que el crecimiento de la mayoría de las economías asiáticas repunte marginalmente en 2014 a medida que la mejora del entorno externo compense en parte la desaceleración de la demanda interna. (Tabla 6.1). Este es particularmente el caso del norte de Asia, que al estar orientado hacia las exportaciones, está en posición de beneficiarse de la mejora de la demanda externa en EE. UU. y la UE. El panorama para los países de la ASEAN y la región Sur de Asia será más heterogéneo, pues se hallan bajo el peso de unas condiciones financieras más duras debido a la reducción de estímulos de la Fed, y de las incertidumbres políticas internas, pues se acercan las elecciones en Indonesia y la India y continúan las turbulencias en Tailandia.

Las políticas monetarias han mostrado divergencias en los últimos meses y se prevé que se mantendrán sin cambios durante la mayor parte del primer semestre de 2014 (Tabla 6.4). En un extremo del espectro, dado que la inflación sigue siendo elevada (el IPC fue un 9,87% a/a en diciembre de 2013), el Banco de Reserva de la India (BRI) sorprendió con una subida de los tipos de 25 pb en su reunión sobre política monetaria de enero, lo que lleva a un aumento acumulado de 75 pb en los tipos de interés desde julio de 2013. El BRI mantiene un sesgo restrictivo para anclar las expectativas de inflación y ante la posibilidad de que regresen las presiones externas derivadas de la reducción del QE. Por las mismas razones, Indonesia también mantiene un sesgo restrictivo tras el aumento de 175 pb en los tipos de interés desde junio del año pasado, aunque ha hecho una pausa durante tres reuniones consecutivas sobre política monetaria debido a que hay indicios de desaceleración del crecimiento y a la reducción de las presiones inflacionistas. Si la inflación de la India e Indonesia disminuyen en línea con nuestro escenario central, creemos que hay margen para posibles recortes de los tipos en la segunda mitad del año con el fin de dar apoyo a la actividad económica. En el otro extremo del espectro esperamos que el Banco de Japón continúe con la flexibilización tanto cualitativa como cuantitativa si es necesario más avanzado el año. Por otro lado, en Australia, después de que la inflación repuntara por encima del 2,7% previsto en el 4T debido en parte a la depreciación de la moneda, el Banco de Reserva de Australia indicó recientemente que mantendrá los tipos de interés. En el resto de los países, las presiones inflacionistas siguen bajo control, aunque no descartamos que haya movimientos alcistas de los tipos más adelante en Filipinas, Corea y Malasia a medida que repunte el crecimiento.

## Recuadro 1. La India: ¿Es la desaceleración de la India estructural o cíclica?

El impulso de crecimiento de la India se desaceleró por tercer año consecutivo en 2013 y se ha reducido a la mitad, situándose por debajo del 5% a/a con respecto a los niveles cercanos a los dos dígitos que se registraron en 2009-11. Aunque la desaceleración del crecimiento mundial ha sido un factor, la contracción de la India tiene su origen en los crecientes impedimentos internos para la inversión y en los retrasos de las medidas políticas, en la elevada inflación y en el aumento de los tipos de interés (Gráfico B.1.1).

### El grueso de la desaceleración del crecimiento de la India es cíclico

En contra de la percepción generalizada, creemos que la mayor parte de la reciente desaceleración es en realidad de naturaleza cíclica. En nuestra valoración adoptamos una metodología similar a la aplicada a las economías BRIC en el informe World Economic Outlook 2013 del FMI (si desea más información consulte el [Observatorio Económico](#) de la India). En particular, tomamos las diferencias en las variaciones de las tasas de crecimiento del PIB real y potencial de la India a lo largo de la década pasada para distinguir entre los factores cíclicos y estructurales (Gráfico B.1.2).

Creemos que las impresionantes tasas de crecimiento registradas en 2009-11, cuando el crecimiento del PIB subió de 6,7% a 9,3%, se deben principalmente a factores cíclicos asociados con la laxa liquidez mundial, los moderados precios de las materias primas y unas políticas fiscales y monetarias internas expansivas. En cambio, durante ese periodo el crecimiento potencial de la India ya estaba empezando a empeorar, pues pasó del 7,6% en 2009 al 6,8% a/a en 2011, debido a la falta de reformas con respecto a la inversión, a la ineficacia del gobierno y a los cuellos de botella de la infraestructura y los servicios públicos. Desde 2011, los factores de apoyo cíclicos se han debilitado a medida que el gobierno ha recortado el gasto de capital para reducir el déficit fiscal y el BRI ha subido los tipos de interés para combatir la inflación y las presiones de depreciación de la moneda.

### Las dificultades cíclicas se han moderado en el frente externo, pero persisten los problemas internos

El crecimiento del PIB ha mostrado recientemente signos de estabilización y aumentó hasta el 4,8% a/a en el 3T13 desde el 4,4 registrado en el 2T, su nivel más bajo en cuatro años, impulsado por el repunte de las exportaciones y los resultados favorables de la agricultura. La demanda mundial está mejorando, los precios de las materias primas se han mantenido estables y las medidas del BRI para reducir la vulnerabilidad externa han sido eficaces a la hora de

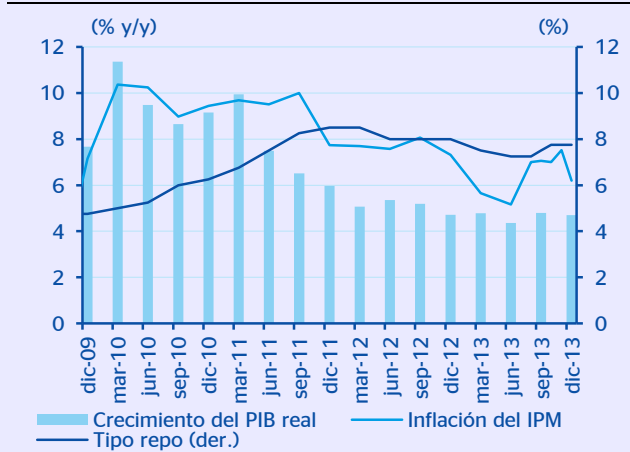
incentivar las entradas de capital. Aunque estas medidas han colocado a la economía en una posición más fuerte que le permiten capear los problemas derivados de la reducción de estímulos de la Fed, aún no se han materializado unas medidas de reforma más amplias por parte del gobierno para reavivar la inversión, y la confianza de los inversores sigue siendo frágil en medio de un creciente déficit fiscal y de las elecciones nacionales previstas en mayo de 2014.

### La aceleración de las reformas políticas en la inversión y en el ámbito fiscal es la clave para reavivar el crecimiento

Creemos que la tendencia a la desaceleración del crecimiento potencial puede cambiar de rumbo con unas reformas gubernamentales eficaces dirigidas a crear capacidad a través del desarrollo de la infraestructura, facilitar la inversión, abordar la parte de la oferta de los cuellos de botella y resolver los problemas estructurales que subyacen en los déficits gemelos de la India: el déficit fiscal y el déficit por cuenta corriente. Los esfuerzos de la política del gobierno en este terreno han sido hasta ahora desiguales, y han estado marcados por un esperanzador progreso en algunas áreas pero solo un avance poco sistemático o incluso inexistente en otras. Resulta tranquilizador que haya repuntado el ritmo al que se están reanudando los proyectos de infraestructura paralizados, aunque es necesario agilizar las autorizaciones de los proyectos y la adquisición de terrenos, en especial en los sectores relacionados con la electricidad, el acero y el petróleo. En el ámbito fiscal, la adopción de medidas audaces como la desregulación de los precios del diésel junto con la implementación más rápida de las reformas del régimen fiscal (impuestos de bienes y servicios y la normativa fiscal directa) es esencial para lograr la sostenibilidad fiscal a largo plazo; las probabilidades de que estas medidas se anuncien antes de las elecciones nacionales parecen muy bajas.

Gráfico B.1.1

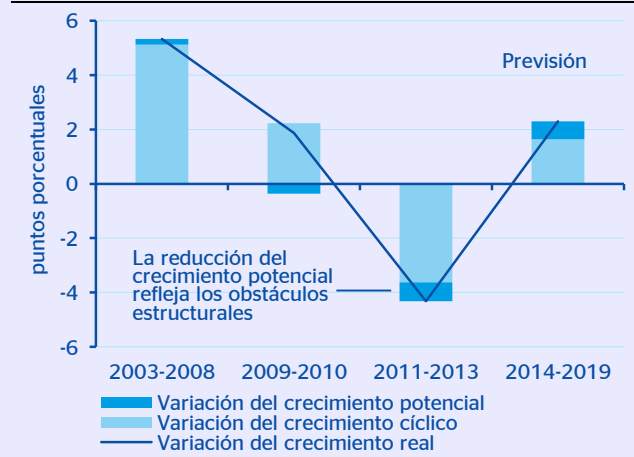
El crecimiento de la India se ha desacelerado hasta mínimos de varios años, mientras que la elevada inflación ha provocado aumentos de los tipos de interés



\*BBVA estima el PIB del 4T13 en un 4,7% a/a.  
Fuentes: RBI, BBVA Research

Gráfico B.1.2

El grueso de la desaceleración del crecimiento de la India es cíclico



\*BBVA estima el PIB del 4T13 en un 4,7% a/a.  
Fuentes: RBI, BBVA Research

### 3. El crecimiento de China se mantuvo en 2013 a costa del aumento de las fragilidades financieras

Después de tocar fondo en el 2T, el impulso de crecimiento repuntó en la segunda mitad de 2013, por lo que el crecimiento de todo el año volvió a situarse en el 7,7% por segundo año consecutivo. Por tanto, la economía china ha evitado una vez más el aterrizaje brusco que se temía a comienzos del año. Dicho esto, el repunte del crecimiento se produjo a costa de que aumentarían las fragilidades financieras y con signos de que más avanzado el año la economía podría desacelerarse de nuevo.

El crecimiento del PIB del cuarto trimestre estuvo en línea con las expectativas del 7,7% a/a, un poco por debajo del 7,8% a/a del 3T (Gráfico 3.1). Este crecimiento se ha producido gracias a la mejora de las exportaciones y a las políticas de apoyo del gobierno, incluidos los “mini” estímulos adoptados a mediados de 2013 para acelerar el gasto público en infraestructura, apoyar a las PYME y fomentar la inversión privada. Estas medidas de estímulo se van retirando paulatinamente a medida que el gobierno sigue adelante con las reformas y con la adopción de medidas para reducir los riesgos financieros, lo que podría provocar un crecimiento negativo a corto plazo.

La preocupación por las crecientes debilidades financieras internas sigue aumentando. En particular, los riesgos asociados con el crédito de la banca en la sombra, la deuda de los gobiernos locales y el creciente precio de la vivienda, que se mantiene alto. Los signos de stress financiero se han hecho evidentes en el mercado interbancario, donde la volatilidad de los tipos de interés se ha incrementado, con picos debidos a las ajustadas condiciones de liquidez. Además, el reequilibrio económico hacia el consumo interno ha sido lento y la inversión ha seguido apoyando el crecimiento (Gráfico 3.2). Ahora bien, la cuota del sector servicios en la economía sigue aumentando (ha superado por primera vez a la cuota del sector industrial, Gráfico 3.3), la economía se reequilibra, pasando de la demanda externa a la demanda interna, y el superávit por cuenta corriente se ha reducido en los últimos años (Gráfico 3.4).

Por otra parte, los últimos acontecimientos políticos han sido esperanzadores y han estado marcados por el satisfactorio resultado de la reunión del Tercer Pleno celebrada en noviembre y su ambicioso plan de reformas a medio plazo (véase la Tabla 3.1 para obtener información sobre las principales áreas de las reformas). En diciembre, la Conferencia de Trabajo Económico Central estableció los parámetros políticos clave para 2014 que garantizan la continuidad con la postura macroeconómica existente de aplicar “políticas monetariamente prudentes y fiscalmente proactivas” para sostener el crecimiento a corto plazo, muy probablemente en el rango del 7,0-7,5% (el objetivo exacto de crecimiento anual se establecerá en marzo y la creencia generalizada es que se situará en el extremo superior de este rango).

#### El impulso de crecimiento se modera un poco en el 4T

A nivel secuencial y según las cifras oficiales, el crecimiento trimestral del PIB cayó hasta el 1,8% desestacionalizado (7,4% anualizado) desde el 2,2% registrado en el 3T (9,1% anualizado). En términos interanuales, la desaceleración fue debida principalmente a la desaceleración de la inversión pública (al retirarse las medidas de “mini estímulo” implementadas a comienzos del año). Con los datos proporcionados por la Oficina Nacional de Estadística (NBS), estimamos que la aportación del consumo al crecimiento (en términos interanuales) ascenderá a 4,6 pp, seguida por la inversión (3,9 pp) y por las exportaciones netas (-0,9%), en este último caso la aportación negativa se debe al crecimiento de las importaciones relacionadas con la robusta demanda interna.

En el terreno de la política monetaria, a pesar de que no ha habido cambios en los tipos de interés de referencia ni en los coeficientes de reservas obligatorias, el BPdC ha adoptado una

postura un poco más estricta, como se ha puesto de manifiesto en el incremento gradual de los tipos de interés interbancario. Esto ha provocado un incremento en los costes de endeudamiento de algunas empresas, especialmente en las PYMES. No obstante, el crédito total agregado, incluida la “financiación total social”, ha seguido incrementándose rápidamente, lo que pone de manifiesto el reto al que se enfrentan las autoridades para reducir el crédito de la banca en la sombra. Además de la retirada de los estímulos fiscales y del ajuste de las condiciones monetarias, los esfuerzos del gobierno por reducir el exceso de capacidad en algunos sectores también pueden haber frenado la actividad económica.

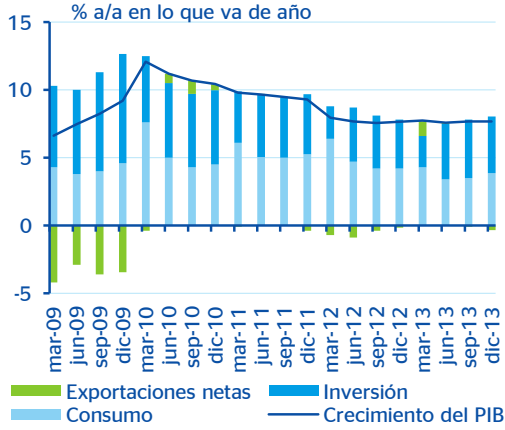
Tabla 3.1  
**Medidas de reforma del Tercer Pleno**

Áreas de reforma clave	Valoración	Elementos
<b>Económica y Financiera</b>		
<b>Fiscal</b>	En línea con lo previsto. Importante para mejorar la eficacia de la administración del gobierno y abordar el problema de la deuda de los gobiernos locales.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Equilibrar los gastos e ingresos entre el gobierno central y los gobiernos locales</li> <li>• Ampliar el IVA y el impuesto sobre bienes inmuebles</li> <li>• Hacer cambios en el impuesto sobre la renta para mejorar la distribución</li> </ul>
<b>Sector financiero</b>	Falta en el comunicado, pero se incluye en los planes. Las reformas están en línea con las expectativas y con las iniciativas en marcha. La implementación puede encontrar resistencia en los bancos propiedad del estado y en los grupos consolidados.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Liberalización de los tipos de interés (eliminar el límite en el tipo de interés para depósitos)</li> <li>• Permitir la inversión privada en el sector bancario</li> </ul>
<b>Cuenta de capital y tipo de cambio</b>	Falta en el comunicado, pero se incluye en los planes. Será necesario establecer un orden y aplicarlo de forma gradual para garantizar la estabilidad financiera. No esperamos una liberalización total antes de 2020.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Liberalización de las cuentas de capital (gradual)</li> <li>• Mejorar la flexibilidad del tipo de cambio</li> </ul>
<b>Urbanización</b>	En línea con lo previsto. Las reformas del sistema Hukou se limitarán a las ciudades pequeñas y de tamaño medio. En espera de los detalles.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reforma del sistema Hukou</li> <li>• Mejorar la planificación urbanística</li> </ul>
<b>Gobierno de las EPE</b>	Falta en el comunicado, pero se incluye en los planes. Las reformas previstas no tienen tanto alcance como se esperaba.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reestructuración de las EPE para reducir el papel de la economía e incrementar la competitividad del sector privado</li> <li>• Establecer sociedades de cartera del estado para administrar las EPE</li> <li>• Aumentar las transferencias de dividendos al gobierno central (hasta el 30% para 2020 en comparación con el 20% medio actual)</li> </ul>
<b>Reforma agraria</b>	Alcance limitado	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Derechos sobre la tierra (propiedad) para los agricultores</li> </ul>
<b>Precios de mercado</b>	En línea con lo previsto.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Desregulación de los precios concertados del agua, el gas y la electricidad.</li> </ul>
<b>Acceso a la inversión</b>	La lista reformas es esperanzadora, pero queda por ver su implementación.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ampliar el acceso de los inversores privados al sector servicios; cambiar a un sistema de lista negativa</li> <li>• Tratamiento más igualitario entre inversores nacionales y extranjeros</li> <li>• Ampliar y acelerar las zonas de libre comercio</li> <li>• Participar en acuerdos regionales de inversión y libre comercio</li> </ul>
<b>Administración pública</b>		
<b>Optimización y reducción de la intervención</b>	En línea con lo previsto.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducir el número de niveles administrativos</li> <li>• Reducir la burocracia administrativa</li> </ul>
<b>Sector social</b>		
<b>Seguridad social</b>	No se menciona en el comunicado, pero se incluye en los planes. En línea con lo previsto.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ampliar la seguridad social para la población rural</li> <li>• Aumentar gradualmente la edad de jubilación y reducir el impuesto sobre las remuneraciones, mejorar el sistema de pensiones</li> </ul>
<b>Servicios médicos</b>	No se menciona en el comunicado, pero se incluye en los planes. Tal como estaba previsto.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mejorar el seguro médico, reforma del sistema hospitalario</li> </ul>
<b>Política demográfica</b>	No se menciona en el comunicado, pero se incluye en los planes. Tal como estaba previsto.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mayor relajación de la política del hijo único</li> </ul>
<b>Legal y judicial</b>		
<b>Estado de derecho</b>	Conjunto de reformas esperanzador, pero puede ser difícil de implementar.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reestructurar el sistema judicial para mejorar su independencia</li> <li>• Revisar las instituciones anti-corrupción</li> <li>• Derechos humanos (abolir la “educación a través del trabajo”)</li> </ul>

Fuente: BBVA Research

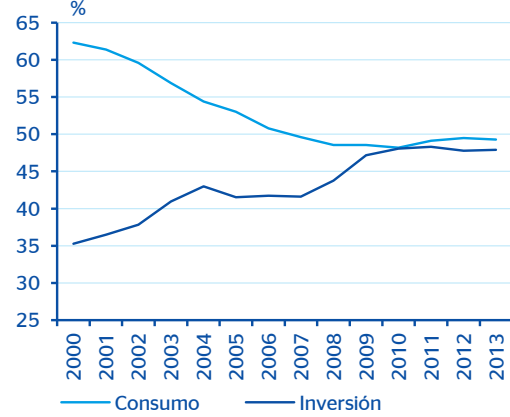


Gráfico 3.1  
**El impulso de crecimiento continúa tras tocar fondo en el 2T**



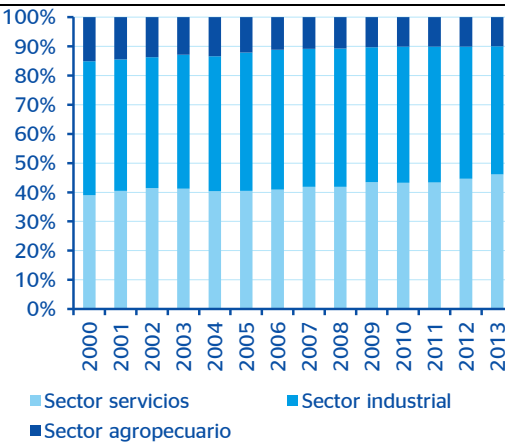
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 3.2  
**El reequilibrio hacia el consumo es decepcionantemente lento**



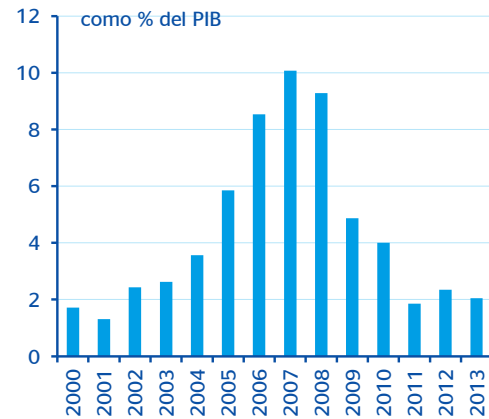
Fuentes: NBS, Wind y BBVA Research

Gráfico 3.3  
**Es esperanzador que la cuota del sector servicios continúe en aumento...**



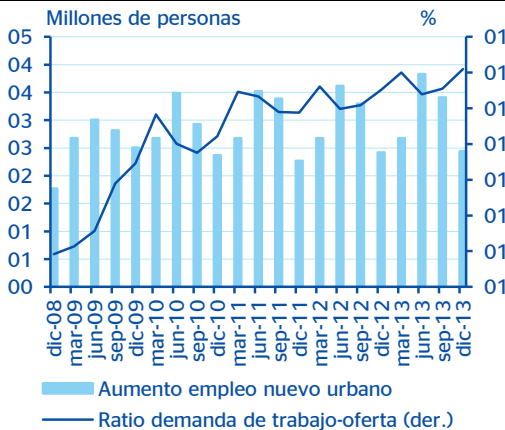
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 3.4  
**...y se reduce el superávit por cuenta corriente**



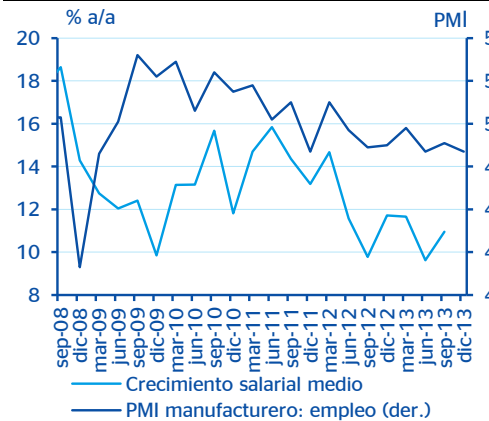
Fuentes: NBS, Wind y BBVA Research

Gráfico 3.5  
**El mercado de trabajo resiste relativamente bien**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

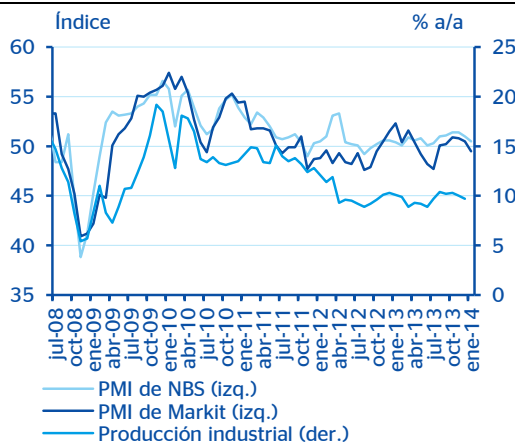
Gráfico 3.6  
**y el crecimiento de los salarios parece que se ha estabilizado**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

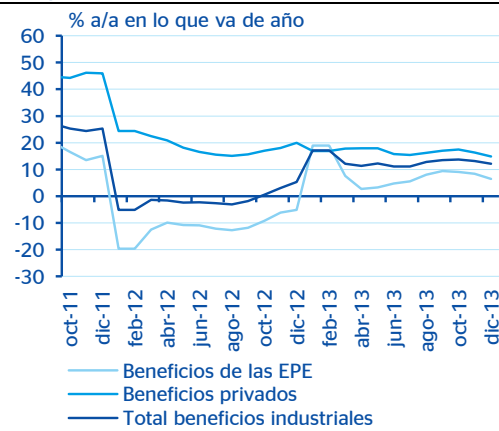
El mercado de trabajo sigue ajustado; el desempleo urbano registrado se mantiene bajo, aproximadamente un 4,1%. Los datos del Ministerio de Recursos Humanos y Seguridad Social, que por lo general se cree que son más fiables que los datos de empleo de la NBS, también apuntan a un mercado de trabajo estable (Gráfico 3.5). Según los datos de la NBS, la economía creó 13,1 millones de empleos nuevos en 2013 y la población en edad de trabajar (entre los 16 y los 60 años) se redujo en 2,4 millones de personas. No obstante, los últimos subcomponentes del índice de gerentes de compras del mercado de trabajo y el crecimiento salarial se han moderado (Gráfico 3.6), probablemente arrastrados por la lentitud del sector manufacturero (Gráficos 3.7 y 3.8).

Gráfico 3.7  
**La actividad de la producción manufacturera de China es lenta**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

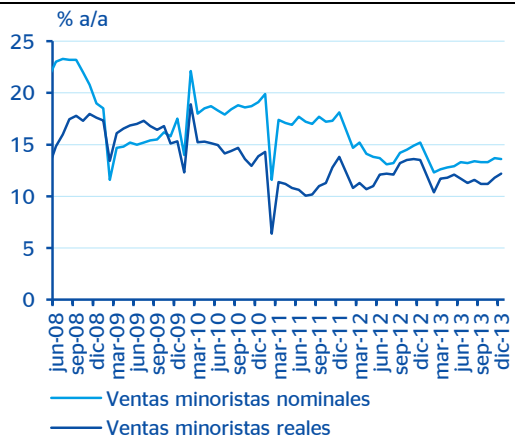
Gráfico 3.8  
**...al igual que los beneficios industriales**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

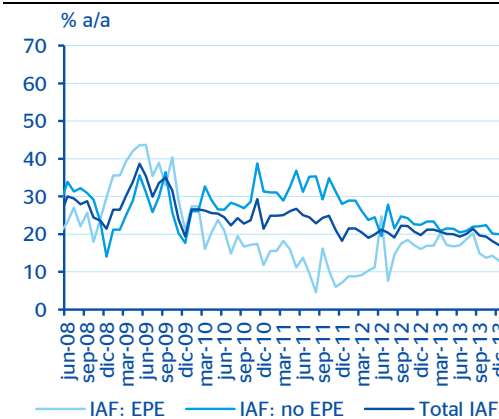
En lo que respecta a la demanda, los datos de alta frecuencia de los últimos meses confirman el debilitamiento de la inversión (en concreto de la inversión en infraestructuras públicas, Gráficos 3.10 y 3.11), la solidez del consumo privado y la mejora del sector externo. Las ventas minoristas se recuperan de las dificultades derivadas de la desaceleración del crecimiento de las rentas y de los esfuerzos del gobierno por disuadir del consumo ostentoso a los funcionarios públicos (Gráfico 3.9). En cambio, la inversión total ha caído considerablemente en el 4T, lastrada sobre todo por la desaceleración de la inversión en infraestructuras y en producción manufacturera.

Gráfico 3.9  
**El crecimiento de las ventas minoristas se recupera poco a poco**



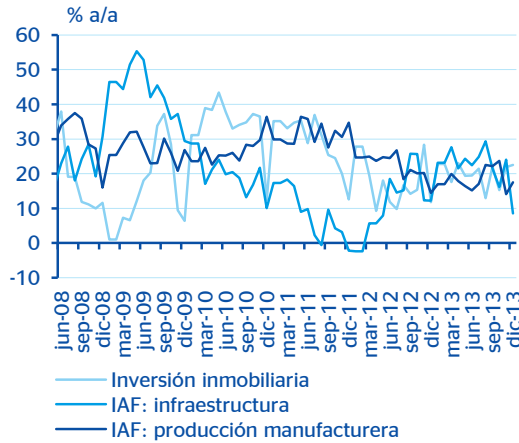
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 3.10  
**... mientras que la inversión experimenta una desaceleración importante**



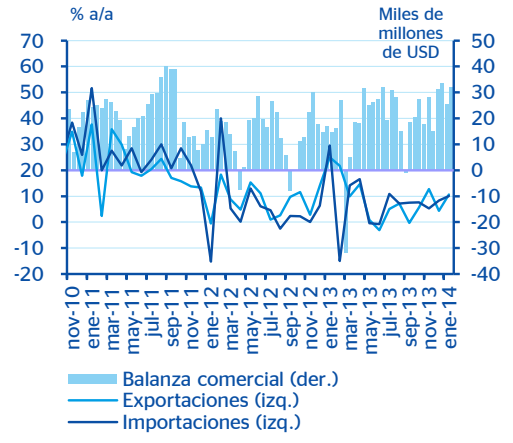
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 3.11  
...a medida que el gobierno reduce la inversión en infraestructuras



Fuentes: CEIC y BBVA Research

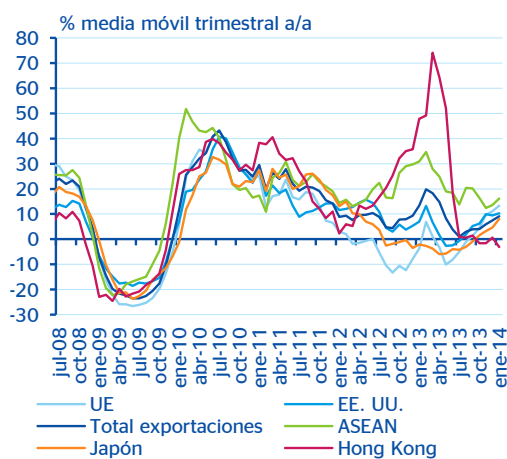
Gráfico 3.12  
El sector externo también se está recuperando, pero sigue siendo frágil y volátil



Fuentes: CEIC y BBVA Research

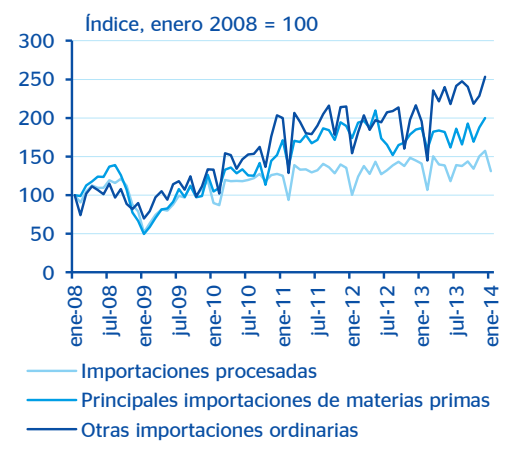
En el ámbito externo, las exportaciones han experimentado una tendencia alcista desde mediados de 2013, a medida que la demanda de EE. UU. y de la UE superan la débil demanda de las economías de la ASEAN (Gráficos 3.12 y 3.13). Al igual que en meses anteriores, un problema de exceso de facturación desde mediados de 2012 hasta mediados de 2013 ha provocado distorsiones en las cifras de exportación interanuales (lo que ha provocado un sesgo a la baja). Una vez efectuado el ajuste correspondiente, estimamos 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 12,3% a/a (oficial: 7,5%) en el 4T en comparación con el 7,0% a/a (oficial: 4,0%) del 3T.

Gráfico 3.13  
El crecimiento de las exportaciones mejora gracias al aumento de la demanda de EE. UU. y la UE



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 3.14  
... ya que la mayor solidez de la demanda interna y las exportaciones ayudan a las importaciones

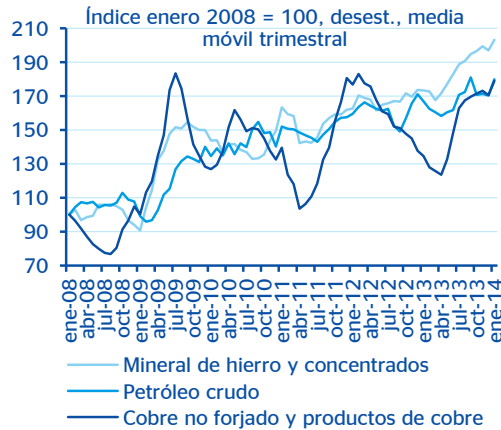


Fuentes: CEIC y BBVA Research

Las importaciones también han aumentado en línea con la fuerte demanda interna, al igual que lo han hecho las importaciones para procesamiento (productos utilizados en la producción de artículos de exportación) (Gráfico 3.14). Sin embargo, las importaciones de materias primas se han aplanado en los últimos meses (Gráfico 3.15). Como resultado de estas tendencias generales, el superávit comercial se amplió hasta 90.400 millones de USD en el 4T desde los 61.500 millones de USD registrados en el 3T. Un mayor superávit comercial, junto con las entradas de capital

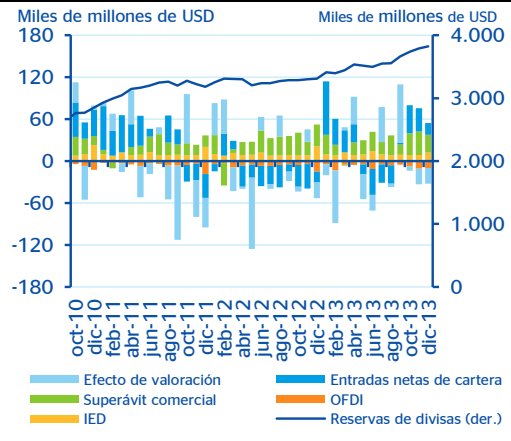
asociadas con la mejora de la confianza en las perspectivas de crecimiento de China a corto plazo, así como unos tipos de interés más elevados y una rápida apreciación de la moneda han llevado a una fuerte acumulación de reservas de divisas, que ascienden a 3,82 billones de USD en comparación con los 3,66 billones de USD del 3T (Gráfico 3.16).

Gráfico 3.15  
**Las importaciones de materias primas se mantienen fuertes**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 3.16  
**Las reservas de divisas aumentan debido al continuo superávit comercial y a las entradas de capital**

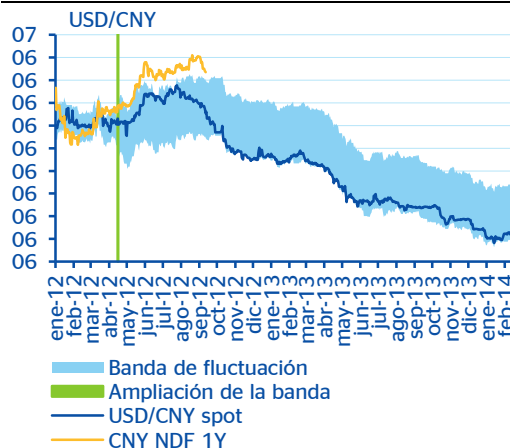


Fuentes: CEIC y BBVA Research

## La apreciación del RMB se acelera a mayor ritmo

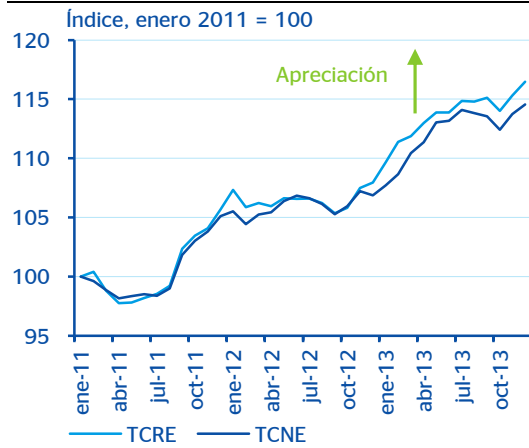
La apreciación del RMB se aceleró en el 4T y la moneda cerró el año en el nivel de 6,05 RMB por USD (en comparación con nuestras previsiones de un 6,10), pues las autoridades permitieron que la moneda se ajustara en línea con el mayor superávit comercial y con las entradas de capital (Gráficos 3.17 y 3.18). Desde mediados de 2012, el tipo al contado ha seguido oscilando cerca del extremo superior de la banda de fluctuación diaria, lo que indica el grado de las presiones de apreciación. Por otro lado, la diferencia con los futuros a un año se ha reducido. En 2013, el RMB se apreció un 3,0% frente al USD (un 1,0% en 2012) y el TCRE Y TCNE aumentaron un 7,2% y un 7,9% respectivamente.

Gráfico 3.17  
**Continúa la apreciación gradual del RMB**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.18  
**Los tipos de cambio nominal y efectivo real han subido a un ritmo más lento en el 3T**

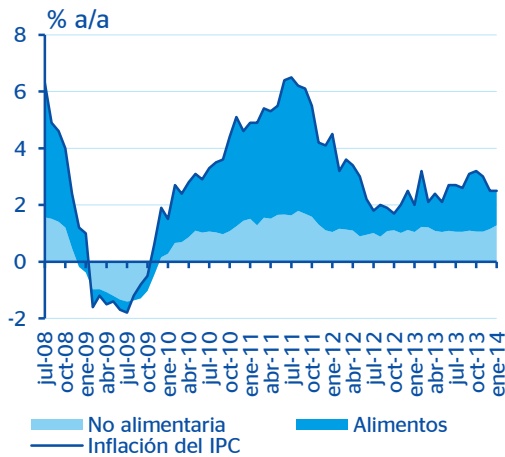


Fuentes: BPI, CEIC y BBVA Research

### La inflación se modera

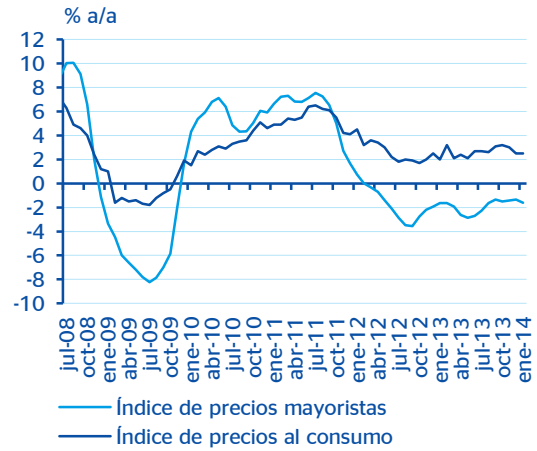
La inflación ha caído y se ha mantenido en el 2,5% a/a en enero (Gráfico 3.19) como consecuencia de que las presiones sobre los precios de los alimentos se han moderado gracias a las condiciones climáticas favorables. Aunque ha aumentado ligeramente en enero, la inflación no alimentaria también se mantiene baja, en el 1,9% a/a. Por otra parte, la inflación de los precios mayoristas sigue en cifras negativas: -1,6% a/a. La inflación media en 2013 se situó en el 2,6%, totalmente dentro del rango de confort del gobierno, un 3,5% (Gráfico 3.20).

Gráfico 3.19  
**La inflación se modera debido a los precios de los alimentos**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 3.20  
**La inflación del índice de precios mayoristas sigue siendo negativa**



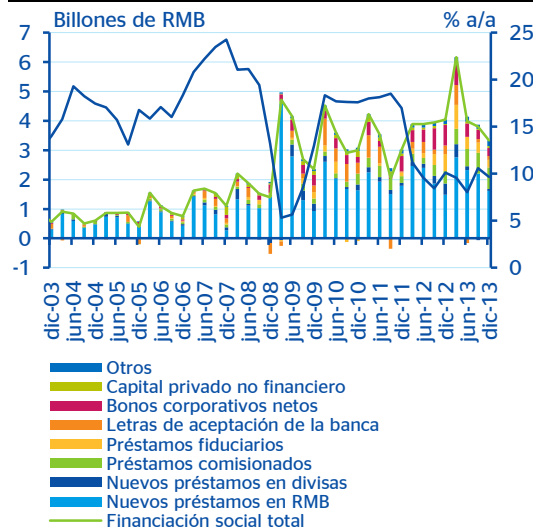
Fuentes: CEIC y BBVA Research

### La banca en la sombra continúa impulsando el crecimiento del crédito

El crecimiento del crédito se mantuvo fuerte en el 4T debido al robusto crédito de la banca en la sombra (Gráficos 3.21 y 3.22). El crédito de la banca ha sido más limitado, un 14,1% a/a de diciembre, lo que probablemente se debe a la existencia de cuotas de crédito no oficiales. Aunque apoya la actividad económica, el rápido crecimiento continuado del crédito de la banca en la sombra lleva a mayores riesgos y contribuye al stress financiero, como se ha señalado antes. Un caso reciente de alto perfil consistente en el posible impago de un producto de gestión de patrimonio sirve de recordatorio de los riesgos que se están creando en el sistema. En respuesta a esta situación, el gobierno ha ampliado la normativa sobre la banca en la sombra y ha intensificado su ejecución, pero los retos que supone frenar el crecimiento del sistema de la banca en la sombra distan mucho de haber sido superados.

Gráfico 3.21

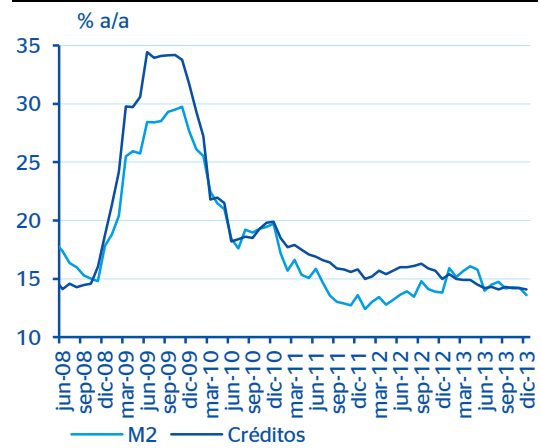
La “financiación social total” se mantiene fuerte debido a la solidez del crédito de la banca en la sombra...



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 3.22

...mientras que la M2 y el crecimiento del crédito de los bancos se ha moderado



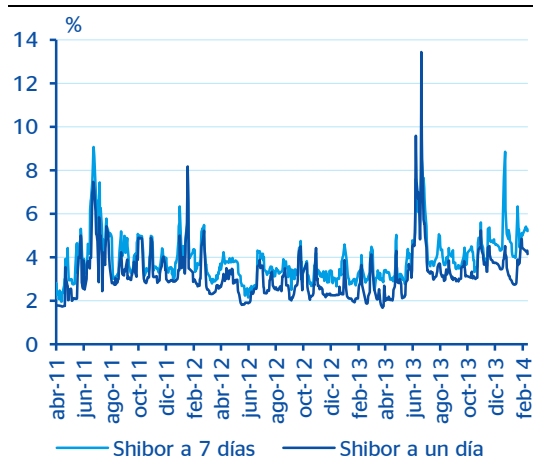
Fuentes: Wind y BBVA Research

## Los niveles y la volatilidad del tipo de interés interbancario van en alza

A pesar de la intensificación de los esfuerzos del BPdC para inyectar liquidez, los tipos de interés han aumentado en el mercado interbancario, con picos periódicos (Gráficos 3.23 y 3.24). A la contracción del crédito de diciembre le siguió un episodio similar en junio, aunque las causas subyacentes parecen diferir en que el episodio de junio fue inducido políticamente, a diferencia de lo que ocurrió en diciembre, cuando la causa del repunte de los tipos de interés fue una demanda de efectivo estacional difícil de prever para el BPdC. Lo fundamental es que la crisis de liquidez subraya los retos de contener la volatilidad en el mercado interbancario a medida que avanza la liberalización financiera y el sector financiero se hace más complejo.

Gráfico 3.23

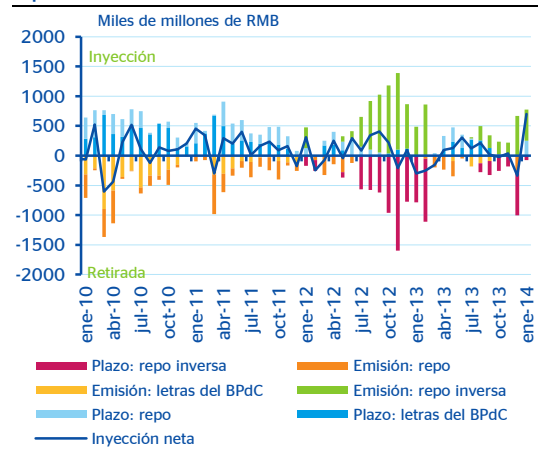
La crisis de liquidez interbancaria de diciembre subraya los retos políticos a los que se enfrenta el BPdC



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 3.24

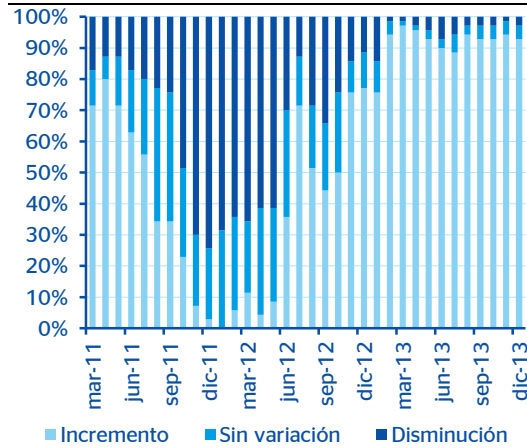
El BPdC ha respondido con inyecciones de liquidez



Fuentes: Wind y BBVA Research

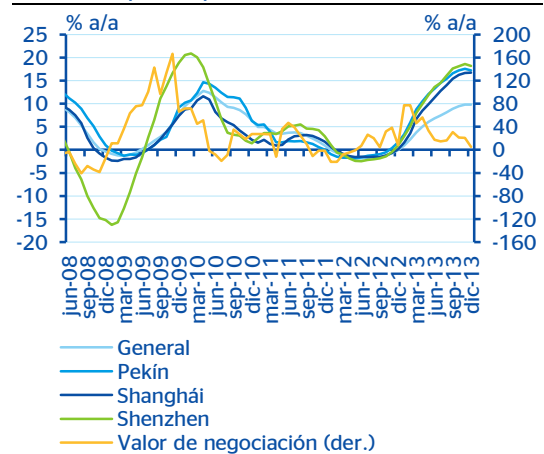
En el mercado de la vivienda, los precios siguen aumentando a un ritmo rápido, impulsados por las ciudades de primer nivel como Guangzhou, Shenzhen, Pekín y Shanghai (aproximadamente un 20% de incremento a/a) (Gráficos 3.25 y 3.26). Estimamos que a nivel nacional los precios inmobiliarios generales subieron un 9,8% a/a en diciembre, lo que ha provocado la desviación entre el precio real y el precio de equilibrio (según nuestro modelo de fundamentos económicos). Además de la preocupación social por la asequibilidad, la subida de los precios de la vivienda aumenta el riesgo de burbujas (Gráfico 3.28).

Gráfico 3.25  
En la mayoría de las ciudades aumenta el precio de la vivienda



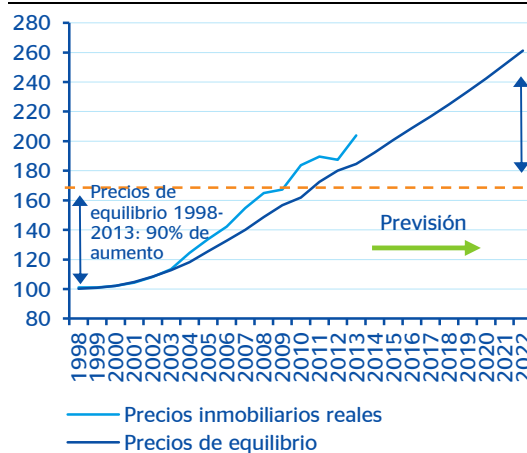
Fuentes: NBS y BBVA Research

Gráfico 3.26  
El rápido incremento del precio de la vivienda es motivo de preocupación



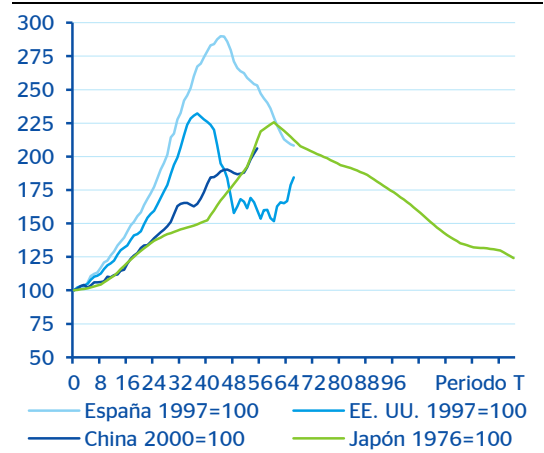
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 3.27  
Los precios de la vivienda han subido a un ritmo más rápido de lo que justificarían los fundamentos, lo que aumenta el riesgo de burbujas



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 3.28  
¿Se encaminan los precios de la vivienda en China hacia las burbujas de Japón?



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

## Recuadro 2: Crecientes riesgos por la deuda de los gobiernos locales

El 30 de diciembre de 2013, la Oficina de Auditoría Nacional hizo público un informe muy esperado sobre la deuda pública de China. El informe concluía que el total de la deuda de los gobiernos locales había aumentado a 17,9 billones de RMB (equivalente al 34,5% del PIB) a finales de junio de 2013, en comparación con la cifra de 10,9 billones a finales de 2010 (26,7% del PIB), que fue la última vez que se realizó esa auditoría (véase nuestro [Observatorio Bancario](#) de julio de 2011).

El incremento implica que ha habido un ritmo anual de crecimiento de más del 20% en la deuda de los gobiernos locales en los últimos 36 meses (aunque es posible que parte del incremento se deba a la mejora de la cobertura). Según el último informe de la Oficina de Auditoría Nacional, el mayor aumento de la deuda de los gobiernos locales se atribuye a los vehículos de financiación de las administraciones locales (VFAL): la deuda de las agencias subió a 7,8 billones de RMB a finales de junio de 2013 desde los 5,7 billones registrados en 2010, mientras que la deuda VFAL creció hasta 10,1 billones de RMB a finales de junio de 2013 desde la cifra de 5,0 billones en 2010. El rápido crecimiento de los VFAL refleja los esfuerzos anteriores por impulsar el gasto en infraestructuras para apoyar el crecimiento del PIB.

Los informes de la Oficina de Auditoría Nacional también ofrecen un desglose de la deuda de los gobiernos locales por fuente de financiación: los créditos de los bancos representan la mayor parte de la deuda de los gobiernos locales, pero su porcentaje cayó al 57% de la deuda total en circulación de los gobiernos locales a finales de junio de 2013, en comparación con el 79% en 2010. Por otra parte, la emisión de bonos y diversas formas de actividad de la banca en la sombra (incluidos los préstamos fiduciarios, los préstamos procedentes de empresas de seguridad, la financiación procedente de las compañías de seguros y el arrendamiento financiero) se han utilizado cada vez más por parte de los gobiernos locales para cubrir sus necesidades de financiación.

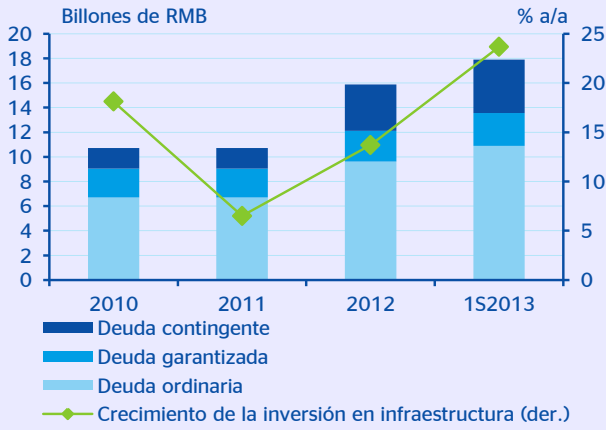
Esta acumulación de deuda de los gobiernos locales plantea varios riesgos:

- Desajustes de vencimientos, especialmente en los VFAL utilizados para financiar proyectos de infraestructura a largo plazo. Según el último informe de la Oficina de Auditoría Nacional, aproximadamente el 60% de la deuda de los gobiernos locales vencerá en los dos próximos años, lo que plantea un riesgo de liquidez en algunos gobiernos locales si no consiguen renovar los créditos existentes.
- Los pagos de los intereses añaden presión sobre los balances de los gobiernos locales. Según las estimaciones de FMI, el tipo de interés medio que pagan los gobiernos locales sobre los créditos de los bancos es caro, y mucho más alto que el resto de la deuda nacional.
- La sostenibilidad es un problema dado que un gran porcentaje de la deuda de los gobiernos locales (el 37,2% a finales de 2012) tiene que pagarse mediante los ingresos de las ventas de suelo.

En nuestra opinión, aún hay tiempo para desactivar estos riesgos siempre y cuando las autoridades actúen con prontitud para frenar la expansión de la deuda de los gobiernos locales. A este respecto, las autoridades han intensificado sus esfuerzos, por ejemplo en el Tercer Pleno que concluyó recientemente, donde la relación fiscal entre el gobierno central y los gobiernos locales figura como una prioridad en la agenda de reformas. Además, las autoridades han comenzado ya a permitir que algunos gobiernos locales emitan bonos municipales a largo plazo para sustituir las deudas existentes y paliar los desajustes de los vencimientos.

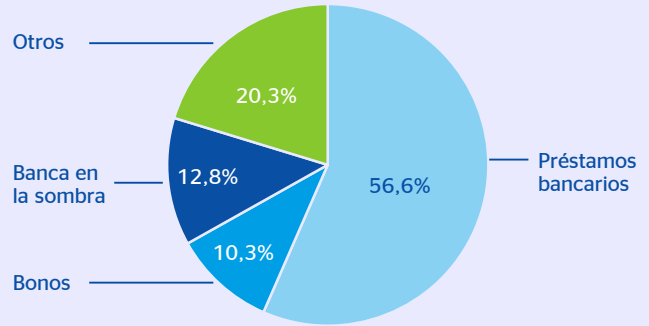


Gráfico B.2.1  
Inversión en infraestructuras y acumulación de deuda de los gobiernos locales



Fuentes: Informes de la Oficina de Auditoría Nacional, CEIC y BBVA Research

Gráfico B.1.2  
Desglose de las fuentes de financiación de la deuda de los gobiernos locales



Fuentes: Informes de la Oficina de Auditoría Nacional y BBVA Research

## 4. Las reformas ganan protagonismo en China en 2014

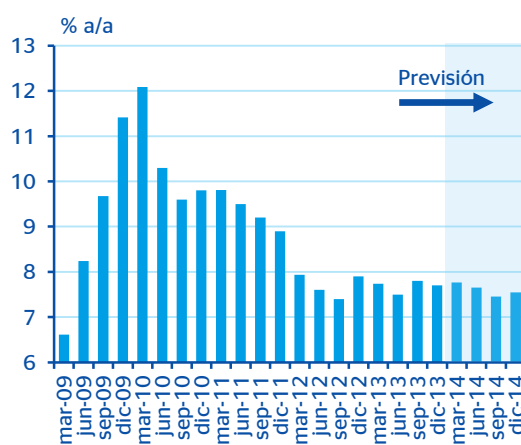
Aunque el crecimiento se ha sostenido bien hasta ahora, la debilidad de los indicadores de actividad en diciembre y enero son un signo de que todavía persisten las dificultades. No obstante, prevemos que el crecimiento seguirá siendo sólido en 2014 (Gráfico 4.1) como consecuencia de la mejora del entorno externo y dado que hay margen para aplicar una nueva política de apoyo en caso necesario. Sobre esta base, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para el periodo 2014-15 sin cambios en el 7,6% y el 7,5% respectivamente. Los riesgos siguen inclinados a la baja debido a que han aumentado las fragilidades financieras y a la incertidumbre de los plazos de las reformas y el impacto que puedan tener sobre el crecimiento a corto plazo. A medio plazo prevemos que el crecimiento se desacelerará gradualmente, en línea con la caída del crecimiento potencial (de aproximadamente un 8,0% en la actualidad a un 6,5% en 2020).

Esperamos que la postura política de 2014 se mantenga prácticamente sin cambios con respecto al año pasado, que se caracterizó oficialmente como “una postura monetaria prudente y una postura fiscal proactiva”, tal como se anunció en la Conferencia de Trabajo Económico Central anual de diciembre. En el margen, las políticas pueden ser un poco más restrictivas: tipos de interés interbancario más altos en el lado monetario y reducción del gasto de los gobiernos locales en el lado fiscal (solo parcialmente compensada por el mayor gasto del gobierno central).

### La inflación tenderá al alza gradualmente en 2014, pero seguirá dentro del objetivo

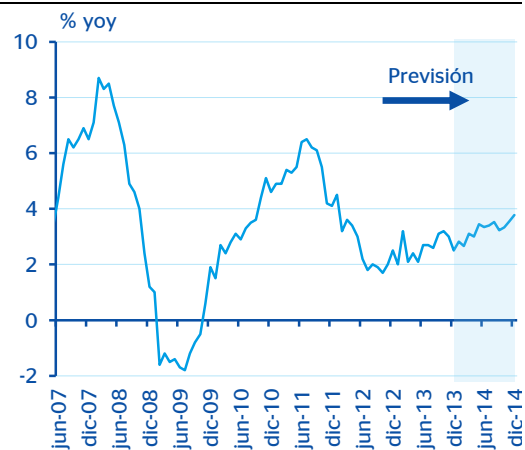
La inflación ha caído más de lo previsto en los últimos meses debido a que los precios de los alimentos se mantienen más bajos de lo esperado. Por consiguiente, nuestras previsiones de inflación para 2014 (promedio del periodo) han bajado al 3,3% desde el 3,5% anterior, en comparación con el resultado del 2,6% en 2013. De cara al futuro, se puede esperar que los precios más elevados de los alimentos y de los servicios públicos, junto con el aumento de los salarios y los efectos base, impulsen la inflación un poco más alto el próximo año y el siguiente.

Gráfico 4.1  
**El impulso de crecimiento continúa en el 1S 2014, pero puede desacelerarse en el S2 y más adelante**



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

Gráfico 4.2  
**La inflación tendió al alza paulatinamente en 2014, pero en líneas generales se mantiene dentro del nivel de confort**



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

## El RMB se apreciará gradualmente y habrá una mayor flexibilidad bilateral

Esperamos que el RMB se aprecie otro 2-3% en 2014 a medida que se fortalezca la demanda externa, lo que situará el cambio RMB/USD en torno a 5,90 RMB por USD a finales de 2014. Por otro lado, cabe esperar que aumente la flexibilidad bidireccional mediante una posible ampliación de la banda de fluctuación diaria en el transcurso de 2014 (algo que no ocurrió como se esperaba en 2013). Además, la internacionalización del RMB continúa, pues las autoridades promueven el uso de la moneda en las liquidaciones comerciales y en los flujos de inversión, y los bancos centrales de todo el mundo cada vez incluyen más al RMB en sus carteras de reservas.

Tabla 4.1  
**Escenario central**

	2011	2012	2013	2014 (P)	2015 (P)
PIB (% a/a)	9,3	7,7	7,7	7,6	7,5
Inflación (promedio, %)	5,4	2,7	2,6	3,3	3,5
Balanza fiscal (% del PIB)	-1,1	-2,1	-1,9	-2,5	-2,5
Cuenta corriente (% PIB)	1,8	2,3	2,0	2,5	3,0
Tipo de referencia (% fdp)	6,56	6,00	6,00	6,00	6,50
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,30	6,23	6,05	5,90	5,80

Fuente: BBVA Research

## Políticas para centrarse en las reformas

El crecimiento en línea con las previsiones de nuestro escenario central en 2014 ofrece confort a las autoridades a la hora de implementar las reformas anunciadas en el Tercer Pleno de noviembre. Los elementos fundamentales donde esperamos que haya algún avance en 2014, muchos de los cuales se introducirán paulatinamente a lo largo de los próximos años, son: la urbanización (en especial la reforma del sistema "Hukou"), el sector financiero (medidas hacia la liberalización de los tipos de interés y la implementación de un plan de garantía de depósitos, mejora de la flexibilidad del tipo de cambio del RMB y mayor participación privada en el sector bancario), precios de mercado para los servicios públicos y los recursos naturales y la optimización de la administración pública. En lo que respecta a las fragilidades internas, entre las prioridades de 2014 posiblemente se incluyan los esfuerzos por solucionar la deuda de los gobiernos locales, reducir el crédito de la banca en la sombra, desacelerar el ritmo de aumento de los precios de la vivienda y abordar el exceso de capacidad. En 2015, se prevé la total liberalización de los tipos de interés, así como reformas fiscales que reconfigurarán la relación entre el gobierno central y los gobiernos locales.

## 5. Los riesgos de la región se inclinan a la baja

A pesar de las actuales 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. Como ya indicamos en nuestro informe Situación Global, la valoración de la economía mundial ha mejorado en los últimos meses y los riesgos de cola han disminuido tras la resolución del bloqueo fiscal de EE. UU., además, los nuevos avances en Europa hacia la unión bancaria y las medidas adoptadas por el BCE mantendrán la estabilidad. Sin embargo, las crecientes fragilidades financieras en China y la incertidumbre sobre el impacto que tendrá la reducción del QE en las entradas de capital a los mercados emergentes seguirán planteando riesgos a la baja para las perspectivas.

En China, aunque el crecimiento del PIB se mantuvo bastante bien en 2013 y nuestras perspectivas siguen siendo positivas, los últimos indicadores se han debilitado. Además, el estrés financiero es obvio, tal como se ha puesto en evidencia con el aumento de los tipos de interés y la volatilidad del mercado interbancario. Asimismo, se ha incrementado la preocupación por la banca en la sombra y surgen dudas acerca de la seguridad de varios productos de gestión de patrimonio. Aunque creemos que estos riesgos son aún manejables, la urgencia de resolverlos ha aumentado, al igual que el riesgo de que se den pasos en falso en la política y haya inestabilidad financiera.

En el panorama más amplio de la región, persisten los riesgos geopolíticos por la disputa entre China y Japón, así como tensiones ocasionales en la península de Corea. En Tailandia se ha intensificado la inestabilidad política interna. En el área macroeconómica, las presiones externas se han moderado gracias a las medidas políticas, especialmente en la India e Indonesia. Sin embargo, las elecciones generales previstas este año en ambos países añaden un elemento de incertidumbre.

A un nivel más general, la reducción del QE seguirá planteando riesgos para la estabilidad financiera de los mercados emergentes. Aunque Asia Emergente está relativamente bien posicionada para sobrellevar esas presiones, vale la pena observar las presiones externas. 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.

## 6. Tablas

Tabla 6.1

### Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(Tasa de crecimiento % a/a)	2011	2012	2013	2014 (P)	2015 (P)
Estados Unidos	1,8	2,8	1,8	2,5	2,5
Zona euro	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Asia - Pacífico	6,0	5,3	5,2	5,3	5,4
Australia	2,5	3,6	2,4	2,9	3,2
Japón	-0,6	2,1	1,7	1,5	1,3
China	9,3	7,7	7,7	7,6	7,5
Hong Kong	4,9	1,4	3,1	3,7	3,9
India	7,5	5,1	4,7	5,1	5,7
Indonesia	6,5	6,2	5,8	5,8	6,0
Corea	3,7	2,0	2,8	3,6	4,0
Malasia	5,1	5,6	4,7	5,1	5,0
Filipinas	3,9	6,6	7,2	7,0	5,8
Singapur	5,3	1,3	3,7	3,6	4,0
Taiwán	4,2	1,5	2,2	3,6	4,2
Tailandia	0,1	6,5	2,8	3,4	5,5
Vietnam	6,2	5,3	5,4	5,5	5,9
Asia (excl. China)	3,7	3,5	3,4	3,7	4,0
Mundo	4,0	3,2	2,9	3,6	3,9

Fuente: BBVA Research

Tabla 6.2

### Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

(Tasa de crecimiento % a/a)	2011	2012	2013	2014 (P)	2015 (P)
Estados Unidos	3,1	2,1	1,5	2,3	2,4
Zona euro	2,7	2,5	1,4	1,0	1,4
Asia - Pacífico	4,9	3,1	2,9	3,5	3,5
Australia	3,3	1,8	2,5	2,5	2,5
Japón	-0,3	0,0	0,4	2,2	1,5
China	5,4	2,7	2,6	3,3	3,5
Hong Kong	5,3	4,1	4,3	3,6	3,5
India	9,2	7,7	6,1	5,8	5,8
Indonesia	5,4	4,3	7,0	5,4	4,5
Corea	4,0	2,2	1,3	2,7	3,6
Malasia	3,2	1,7	2,1	2,9	3,0
Filipinas	4,7	3,2	2,9	4,3	4,1
Singapur	5,2	4,6	2,4	3,2	3,5
Taiwán	1,4	1,9	0,8	1,5	1,8
Tailandia	3,8	3,0	2,2	2,4	2,9
Vietnam	18,1	6,8	6,0	6,8	7,0
Asia (excl. China)	4,5	3,4	3,1	3,7	3,6
Mundo	5,1	4,1	4,1	3,8	4,0

Fuente: BBVA Research

Tabla 6.3

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

		2011	2012	2013	2014 (P)	2015 (P)
Zona euro	USD/EUR	1,30	1,32	1,37	1,30	1,35
Australia	USD/AUD	1,02	1,04	0,89	0,90	0,90
Japón	JPY/USD	76,9	86,8	104,9	115,0	120,0
China	CNY/USD	6,30	6,23	6,05	5,90	5,80
Hong Kong	HKD/USD	7,77	7,75	7,75	7,80	7,80
India	INR/USD	53,1	55,0	61,8	60,5	59,0
Indonesia	IDR/USD	9.069	9.793	12.171	11.500	10.500
Corea	KRW/USD	1.152	1.064	1.050	1.050	1.050
Malasia	MYR/USD	3,17	3,06	3,28	3,18	3,13
Filipinas	PHP/USD	43,8	41,0	44,4	44,0	40,0
Singapur	SGD/USD	1,30	1,22	1,26	1,25	1,24
Taiwán	NTD/USD	30,3	29,0	29,8	29,4	28,9
Tailandia	THB/USD	31,6	30,6	32,7	31,4	29,7
Vietnam	VND/USD	21.034	20.840	21.095	21.600	21.800

Fuente: BBVA Research

Tabla 6.4

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

(%)	Actual	2012	2013	2014 (P)	2015 (P)
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Zona euro	0,25	0,75	0,25	0,25	0,50
Australia	2,50	3,00	2,50	2,50	3,50
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
China	6,00	6,00	6,00	6,00	6,50
Hong Kong	0,50	0,50	0,50	0,50	1,50
India	8,00	8,00	7,75	7,25	6,75
Indonesia	7,50	5,75	7,50	6,75	6,00
Corea	2,50	2,75	2,50	2,50	3,00
Malasia	3,00	3,00	3,00	3,25	3,50
Filipinas	3,50	3,50	3,50	4,00	4,00
Singapur	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Taiwán	1,88	1,88	1,88	2,13	2,38
Tailandia	2,25	2,75	2,25	2,00	3,00
Vietnam	9,00	9,00	9,00	8,50	8,00

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](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".**

BBVA 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

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

sumedh.deorukhkar@bbva.com

---

## BBVA Research

---

### *Economista Jefe del Grupo*

#### **Jorge Sicilia**

#### *Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

México

**Carlos Serrano**

carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam

**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

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

#### *Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

**José Carlos Pardo**

josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria 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)