

Situación China

Primer trimestre 2012
Análisis Económico

- **La economía mundial se desacelera y sólo repuntará en la segunda mitad de 2012** cuando empiecen a reducirse las tensiones financieras en Europa. Sin embargo, los riesgos se inclinan a la baja dados los retos que persisten para resolver la crisis europea.
- **La economía de China sigue desacelerándose bajo la influencia de una demanda externa más débil.** Sin embargo, el crecimiento está respaldado por la fuerte demanda interna y una flexibilización gradual de la política monetaria. Así pues, sólo rebajamos nuestras proyecciones de crecimiento de forma moderada, hasta un 8,3% y un 8,7% en 2012-13.
- **La caída de la inflación ha facilitado el cambio a políticas expansivas.** Anticipamos nuevas reducciones en el coeficiente de caja, junto con recortes de los tipos de interés si el entorno externo se debilita. El apoyo fiscal consistirá en subvenciones a los hogares y en la construcción de viviendas asequibles.
- **Los riesgos siguen inclinados a la baja.** El riesgo principal se deriva de la incertidumbre del entorno mundial. Las fragilidades financieras internas se están abordando, pero es preciso prestar atención. No se puede descartar un aterrizaje brusco, pero seguimos manteniendo que el riesgo es bajo dado el margen para aplicar estímulos adicionales y así sostener el crecimiento.

Índice

1. Desaceleración global y recesión en Europa.....	4
2. Evitando un aterrizaje brusco	6
Recuadro 1: La exposición de China al comercio con Europa.....	16
3. Sólidas perspectivas con un creciente apoyo político	17
Recuadro 2: Iniciativas fiscales proactivas de China en 2012.....	19
4. Los riesgos se inclinan a la baja.....	20
5. Tablas.....	21

Fecha de publicación: 14 de febrero de 2012

Resumen

La economía de China sigue desacelerándose a un ritmo moderado. La desaceleración refleja el impacto de las medidas políticas adoptadas deliberadamente hasta mediados de 2011 para evitar el recalentamiento y, más recientemente, el efecto de la desaceleración de la demanda externa sobre el crecimiento de las exportaciones. Aunque persisten los riesgos, creemos que la economía está evitando un aterrizaje brusco gracias a la solidez de su demanda interna y a la flexibilización gradual de la postura política.

En vista de la mayor debilidad de las perspectivas externas, hemos revisado nuestras previsiones de crecimiento del PIB de 2012 y 2013 a la baja, hasta el 8,3% y el 8,7%, respectivamente, en comparación con el 8,6% y el 8,9% estimados anteriormente. El resultado del crecimiento del PIB del cuarto trimestre fue mejor de lo previsto, un 8,9% a/a desde el 9,1% a/a del 3T, lo que lleva a un crecimiento anual del 9,2%. El fuerte impulso de crecimiento al entrar en 2012 y la pujante demanda interna deberían contribuir a amortiguar el impacto de un entorno externo más débil. Prevedemos que el crecimiento toque fondo en el 1T y que aumente después gradualmente durante el resto del año a medida que se ponga en marcha una combinación de políticas para dar más apoyo al crecimiento y cuando la economía mundial empiece a mejorar en la segunda mitad del año.

La inflación ha seguido moderándose debido a la combinación de un menor crecimiento del PIB y unos precios más bajos de los alimentos y las materias primas. Tras alcanzar su máximo nivel de 6,5% a/a en julio, la inflación cayó hasta situarse en torno al 4% en diciembre, en la parte superior del rango de confort de las autoridades, aunque repuntó hasta el 4,5% a/a en enero debido a los efectos estacionales del Año Nuevo chino. Esperamos que el IPC caiga hasta situarse en torno al 3% a/a a mediados de 2012 como consecuencia de una nueva desaceleración de los precios de los alimentos y de las materias primas, y que termine el año en el 3,5% debido a factores vinculados a la demanda a medida que repunte el crecimiento.

La caída de la inflación permite ajustar una serie políticas combinadas para apoyar el crecimiento. Nuestro escenario central incorpora una mayor flexibilización de la postura monetaria y la puesta en marcha de iniciativas fiscales de apoyo al crecimiento. Tras el recorte del coeficiente de caja (CC) efectuado en noviembre, esperamos nuevas reducciones de 150-200 pb en el CC durante la primera mitad del año, seguidas de posibles recortes de los tipos de interés de aproximadamente 50 pb en el 2T/3T si el entorno externo sigue empeorando. En cuanto a la política fiscal, prevedemos la ampliación de subvenciones para impulsar el consumo de los hogares, recortes de impuestos y gastos en vivienda asequible, así como en otros proyectos de infraestructura de gran prioridad.

La apreciación de la moneda se está desacelerando y se prevé que siga siendo limitada durante la primera mitad de 2012 como consecuencia del débil entorno externo. No obstante, esperamos que la apreciación repunte de nuevo en la segunda mitad del año y que llegue aproximadamente a un 3% frente al dólar estadounidense para todo el año, un ritmo inferior al del año pasado, que se situó en torno al 5%.

El riesgo principal para las perspectivas es la incertidumbre del entorno mundial derivada de la crisis financiera y de la deuda soberana de Europa. La mayor debilidad de la demanda externa ya está provocando la caída del crecimiento de las exportaciones, y a pesar del impulso experimentado por los mercados mundiales a comienzos de 2012, las tensiones financieras de Europa podrían mermar la propensión al riesgo y a la inversión de cara al futuro. Si se materializan los riesgos, habrá margen para aplicar estímulos en forma de medidas dirigidas a apoyar el crecimiento y a evitar un aterrizaje brusco.

Persiste el reto de los riesgos financieros internos. Entre estos riesgos se incluyen la caída de los precios inmobiliarios, el impacto del rápido aumento del crédito de la banca en la sombra y las subsiguientes medidas para restringir su crecimiento, así como la elevada deuda de los gobiernos locales. Las autoridades están tomando medidas para hacer frente a cada uno de estos riesgos, que en nuestra opinión siguen siendo manejables.

1. Desaceleración global y recesión en Europa

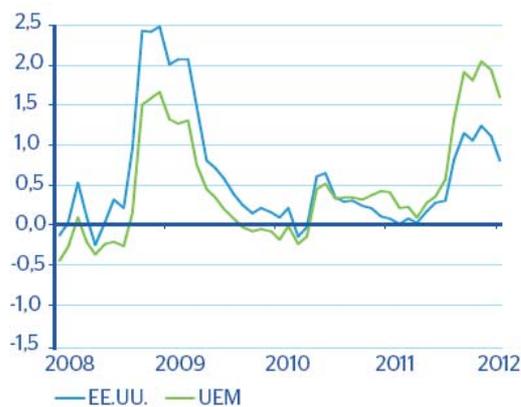
*Antes de comenzar con China, revisamos la **Situación Global**. Los lectores que lo deseen pueden pasar directamente a la sección de China en la página 6.*

La economía mundial se desaceleró al final de 2011, pero rebotará en la segunda mitad de 2012, apoyada en las economías emergentes.

La economía mundial se desaceleró marcadamente en los últimos trimestres de 2011. Esto fue el resultado de un crecimiento más débil en Europa (con un crecimiento negativo ya en el cuarto trimestre) y la desaceleración en las economías emergentes, en torno al 1% trimestral a finales de 2011, su menor tasa de crecimiento desde la crisis de 2008. Sin embargo, los determinantes de esta desaceleración no pueden ser más diferentes en ambas áreas. Europa está empezando a sentir los efectos de unas tensiones financieras persistentemente elevadas desde septiembre (Gráfico 1), dada la falta de avances importantes para resolver su crisis soberana y financiera. Por otro lado, la desaceleración en las economías emergentes, además del ser consecuencia del peor entorno internacional, es en parte resultado de un tono menos acomodaticio de las políticas económicas hasta el primer semestre de 2011, orientadas a evitar el recalentamiento.

De cara al futuro, esperamos una acción decidida de las autoridades europeas que poco a poco disminuya las tensiones financieras en Europa y también la aversión al riesgo global, condicionando una recuperación global en el segundo semestre de 2012. La mayor contribución a la recuperación, sin embargo vendrá de las economías emergentes, ya que sus tasas de crecimiento recuperarán su diferencial histórico de alrededor de 4 puntos porcentuales con respecto a las de los países desarrollados, al tiempo que sus políticas económicas vayan girando hacia un mayor apoyo al crecimiento. Al mismo tiempo, a pesar de que EE.UU. crecerá menos que en recuperaciones anteriores, se desacoplará de la recesión en Europa en la primera mitad del año. Por todos estos factores, respecto a nuestras previsiones en noviembre, revisamos a la baja el crecimiento mundial en 0.6pp en 2012 y 0.3pp en 2013, hasta 3,5% y 4,1%, respectivamente (Gráfico 2).

Gráfico 1
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento mundial (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

La falta de avances decisivos en la resolución de la crisis europea hace que la zona del euro represente el principal riesgo para las perspectivas mundiales.

Incluso con la revisión a la baja de las tasas de crecimiento en Europa y los países emergentes, los riesgos sobre la previsión de crecimiento mundial siguen estando sesgados a la baja. Estos riesgos seguirán dependiendo de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa, que no ha disminuido significativamente y tiene el potencial de profundizar la recesión en marcha y contagiar a otras regiones a través de los vínculos comerciales, exposición financiera y un incremento en la aversión global al riesgo.

Aunque ha habido algunos avances desde octubre, – principalmente la provisión de liquidez a largo plazo por parte del BCE y algunos acuerdos para una mayor disciplina fiscal – es necesario que haya avances más decididos en las tres principales líneas de acción para resolver la crisis en Europa. En primer lugar, en el frente soberano, las preocupaciones sobre la solvencia de Grecia deben ser eliminadas finalizando e implementando el acuerdo con los tenedores privados de bonos. Al mismo tiempo, se deben disponer de los recursos para erigir un cortafuego de tamaño considerable, que lo haga creíble para evitar el contagio a los países con problemas de liquidez. En segundo lugar, deben seguir impulsándose las reformas para aumentar el crecimiento, incluidas las destinadas a la reparación de los balances de las instituciones financieras pero teniendo cuidado de evitar un repentino desapalancamiento y una reducción del crédito al sector privado. Finalmente, son necesarios mayores avances en la gobernanza de la zona euro para fortalecer la unión monetaria, facilitando la implementación de cortafuegos soberanos y estableciendo una hoja de ruta clara para una unión fiscal.

En línea con estos tres puntos, las perspectivas para Europa mejorarían sustancialmente si el pacto fiscal que previsiblemente se acuerde en la cumbre de la UE en marzo es finalmente aprobado a nivel nacional y se implementa rápidamente, junto con las reformas económicas propuestas por los países periféricos para reducir su vulnerabilidad y aumentar su crecimiento a largo plazo.

Las persistentes tensiones financieras han empujado a Europa a la recesión

Las tensiones financieras en Europa siguen en niveles mayores que los observados después de la caída de Lehman Brothers en 2008 (Gráfico 1). Esto, junto con el efecto del ajuste fiscal en los países periféricos, implica una revisión a la baja de nuestras proyecciones de crecimiento en Europa respecto a hace tres meses. Ahora prevemos un crecimiento negativo al menos en el primer semestre de 2012, y del -0,5% para el año en su conjunto, con una recuperación lenta en 2013. Sin embargo, es importante señalar que estas proyecciones dependen de una rápida resolución de la crisis y una notable reducción de las tensiones financieras a partir de la segunda mitad de 2012, para evitar un efecto más agudo sobre el crecimiento. Dentro de Europa, el crecimiento entre el centro y la periferia seguirá mostrando fuertes diferencias, en parte debido al fuerte ajuste fiscal en marcha en ésta última.

Contrario a Europa, el crecimiento en EE.UU. se mostrará resistente en 2012, al igual que en el segundo semestre de 2011. Nuestro pronóstico se mantiene sin cambios respecto a hace 3 meses, con un crecimiento del 2,3% en 2012 y 2,2% en 2013. Sin embargo, esta recuperación será más débil que la observada en las fases post-recesivas previas, y está sujeta a los riesgos que emanan de Europa y el riesgo interno de una alta incertidumbre sobre la política económica, incluyendo un posible fuerte ajuste fiscal en 2013 (como la expiración de exenciones tributarias y recortes automáticos del gasto relacionados con el acuerdo para el techo de la deuda). Además, la debilidad del mercado inmobiliario, las restricciones de crédito y el desapalancamiento en marcha limitará el ritmo de crecimiento del consumo.

Las economías emergentes avanzan hacia un aterrizaje suave

Un aspecto importante de la actual crisis es que la confianza dentro de las economías emergentes ha sido muy resistente, en comparación con la caída de Lehman Brothers en 2008. Esto ha permitido que la demanda interna de las economías emergentes se mantenga bastante bien, como en el caso de China que se describe en próximos apartados, incluso a pesar de los efectos de una mayor aversión global al riesgo que se dejan sentir a través de los canales financieros mediante flujos de capital entrante reducidos, financiación comercial en términos más estrictos y devaluaciones en algunos activos.

La desaceleración en las economías emergentes en 2011 hizo que su diferencial de crecimiento con respecto a las economías avanzadas llegase a cerca de 3 puntos porcentuales a finales de 2011, por debajo de los 4 puntos porcentuales observados desde el comienzo de la década del 2000. Esperamos que la aversión global al riesgo siga siendo elevada, pero vaya disminuyendo lentamente en la segunda mitad de 2012, en línea con la esperada reducción gradual de las tensiones en Europa. Además, las políticas económicas girarán cada vez más hacia el apoyo al crecimiento, en contraste con el endurecimiento experimentado en la primera parte de 2011. Esto permitirá que la demanda interna continúe apoyando el crecimiento de la región, frente a un entorno exterior aún difícil. En este contexto, esperamos que las economías emergentes recuperen tasas de crecimiento cercanas al 2% trimestral a finales de 2012 (desde el 1% al cierre de 2011), y que crezcan un 6,2% para el año en su conjunto. La principal excepción a este buen desempeño se concentrará en los países emergentes de Europa, que se verán más afectados por sus mayores vínculos comerciales y financieros con la zona del euro.

2. Evitando un aterrizaje brusco

La economía de China sigue desacelerándose a un ritmo moderado. La desaceleración refleja el impacto de las medidas políticas adoptadas deliberadamente hasta mediados de 2011 para evitar el recalentamiento y, más recientemente, el efecto de la desaceleración de la demanda externa sobre las exportaciones. En un contexto de débil entorno externo y diversas fragilidades financieras internas, han aumentado los temores del mercado ante un posible "aterrizaje brusco" de la economía china, descrito como una caída del crecimiento anual a un nivel en torno a 5-7 puntos porcentuales durante uno o más trimestres.

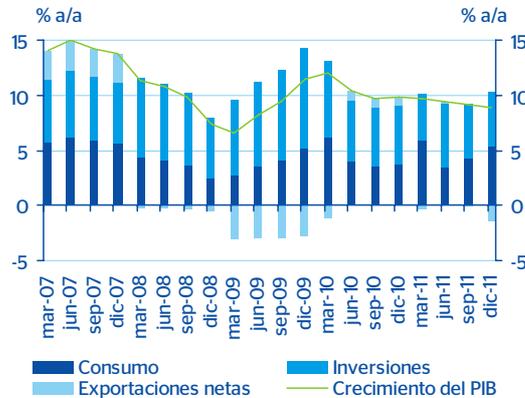
Aunque persisten los riesgos, creemos que la economía está evitando un aterrizaje brusco gracias a la solidez de su demanda interna y a la flexibilización gradual de la postura política para contrarrestar las dificultades derivadas de la mayor debilidad del entorno externo. Y aunque persisten las fragilidades financieras internas - con la caída real de los precios inmobiliarios, las secuelas del rápido aumento del crédito de la banca en la sombra y el elevado nivel de deuda de los gobiernos locales - estas fragilidades se están abordando o no plantean, en nuestra opinión, riesgos sistémicos para la economía. Por otra parte, la demanda interna se mantiene y los últimos resultados de crecimiento han sido mejores de lo que se esperaba, lo que reduce los temores de aterrizaje brusco y sienta las bases para un crecimiento robusto en 2012-13.

El PIB y los indicadores de actividad, pujantes pese a las dificultades externas

El crecimiento del PIB ha seguido moderándose, pero a un ritmo gradual. En concreto, el resultado del crecimiento del PIB del cuarto trimestre fue mejor de lo previsto, un 8,9% a/a desde el 9,1% a/a del 3T, lo que eleva el crecimiento anual al 9,2% (Gráfico 3). En términos intertrimestrales desestacionalizados, el crecimiento del 4T se desaceleró hasta el 2,0% desde el 2,3% del 3T, según las estimaciones oficiales. La desaceleración del crecimiento anual del PIB desde el 10,4% registrado en 2010 es consecuencia de la ralentización de la inversión y las exportaciones, con un repunte del crecimiento del consumo interno debido, en parte, a los incentivos fiscales diseñados para estimular el consumo privado (Tabla 1). La composición del crecimiento en 2011 contribuyó a reequilibrar la economía hacia el consumo interno, una de las prioridades a medio plazo establecidas en el último plan quinquenal. Las contribuciones de la inversión y de las exportaciones netas han disminuido (estas últimas pasaron a ser negativas), mientras que la contribución del consumo aumentó de 3,8 puntos porcentuales en 2010 a 4,8 puntos porcentuales en 2011. Además, el superávit por cuenta corriente se ha reducido según se describe a continuación.

Los últimos indicadores de alta frecuencia apuntan a una demanda interna sostenida, en concreto del consumo privado, incluso ante las dificultades externas. El crecimiento de la inversión en activos fijos urbanos (en lo que va de año) se ha moderado tanto en términos secuenciales como en términos interanuales. En cambio, el crecimiento de las ventas minoristas mantuvo su solidez en el cuarto trimestre, quizá debido al adelanto de algunos gastos antes de que expiraran las subvenciones a finales del año y antes de la celebración del Año Nuevo chino en enero (Gráfico 4). En lo que respecta a la oferta, la producción industrial se ha moderado, pero se mantiene fuerte. De igual modo, el PMI, que se vigila estrechamente, bajó hasta situarse en torno al umbral del 50% que indica expansión/contracción (Gráfico 5).

Gráfico 3
La demanda interna impulsó el PIB ...



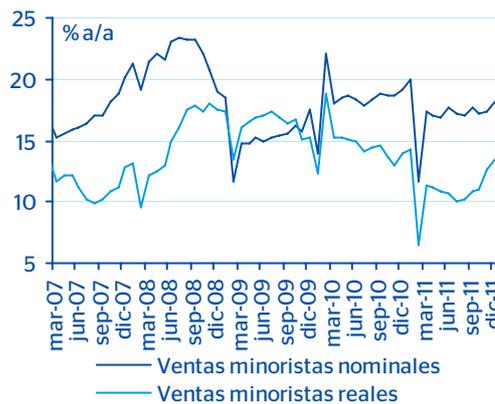
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 1
...especialmente el consumo interno

(Crec. % a/a)	2008	2009	2010	2011
PIB	9,6%	9,2%	10,4%	9,2%
Consumo	7,5%	8,4%	8,1%	10,3%
Inversión	15,7%	17,6%	13,9%	10,2%
Export. (USD)	17,2%	-16,0%	31,3%	20,3%
Import. (USD)	18,5%	-11,2%	38,8%	24,9%

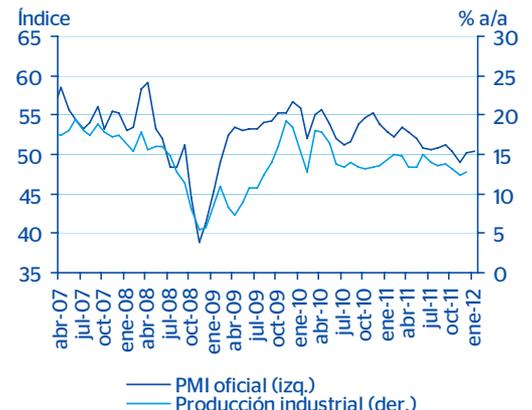
Fuentes: Haver Analytics y estimaciones de BBVA Research

Gráfico 4
Fuertes ventas minoristas



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 5
El PMI, justo por encima del umbral de 50

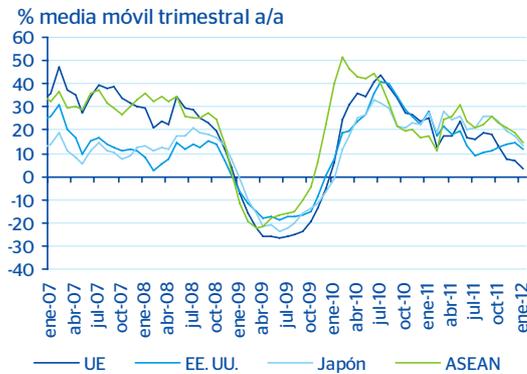


Fuentes: CEIC y BBVA Research

Las exportaciones se desaceleran a causa de las dificultades externas

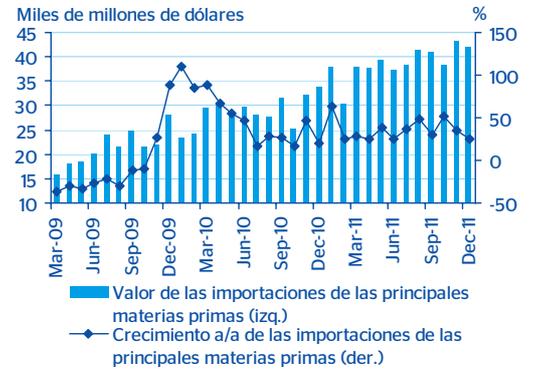
El crecimiento de las exportaciones se ha desacelerado desde un promedio del 20,6% en el 3T hasta el 14,3% en el 4T (las exportaciones cayeron un 0,5% a/a en enero, debido a los efectos estacionales del Año Nuevo chino). La desaceleración ha sido causada por la mayor debilidad de la demanda externa, en especial desde la UE, el mayor mercado de exportación de China que representa cerca del 20% del total de las exportaciones (Gráfico 6). Las importaciones se han mantenido relativamente elevadas como consecuencia de la fuerte demanda interna, incluidas las materias primas (Gráfico 7). En el conjunto del cuarto trimestre las importaciones crecieron un 20,1% a/a, a la baja con respecto al 24,8% a/a del 3T (la caída de enero se debe al Año Nuevo chino; si se ajusta el periodo festivo, el crecimiento de las importaciones fue más fuerte). Por componentes, las importaciones de productos acabados y de materias primas se han mantenido relativamente bien, mientras que las de bienes intermedios han estado menos boyantes debido a que los pedidos de exportación fueron más débiles (Gráfico 8). Dadas todas estas tendencias, el superávit comercial y el superávit por cuenta corriente se han reducido (Gráfico 9).

Gráfico 6
Las exportaciones a la UE han caído considerablemente



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 7
Las importaciones de materias primas siguen fuertes, pero se nivelan por la caída de los precios



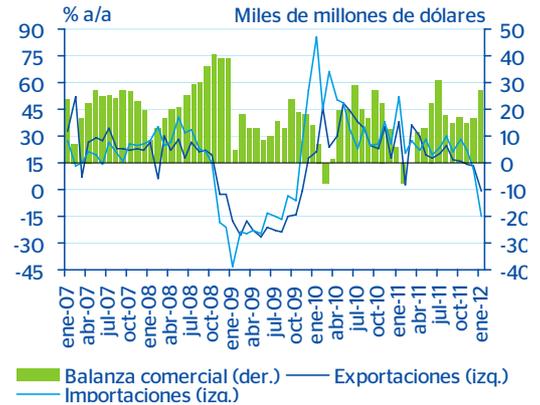
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
Moderación de las importaciones por componentes



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 9
La balanza comercial sigue con superávit



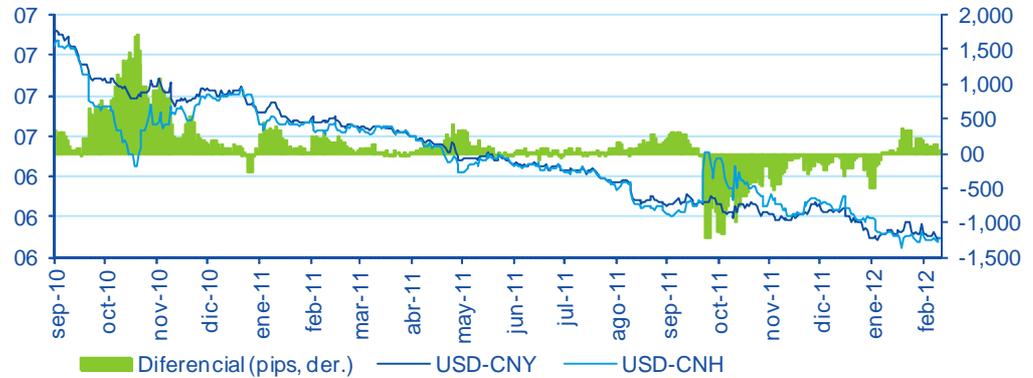
Fuentes: CEIC y BBVA Research

La apreciación de la moneda se desacelera como consecuencia de un entorno externo más débil

Mientras que la apreciación del 4,7% anual del RMB frente al USD en 2011 estuvo en línea con nuestras expectativas, el ritmo de apreciación se ha desacelerado en los últimos meses (Gráfico 10). Aunque la desaceleración ha llamado la atención de los socios de comercio de China, en especial de EE. UU., en un año de elecciones con gran carga política, las autoridades han reiterado su compromiso de permitir una mayor apreciación. Además de la mayor incertidumbre de las perspectivas externas, también puede citarse otro par de acontecimientos para explicar la desaceleración del ritmo de apreciación. En primer lugar, ha habido una apreciación mucho más pronunciada en términos nominales y especialmente en términos efectivos reales debido al reciente aumento del valor del dólar estadounidense frente a otras monedas importantes (Gráfico 11). En segundo lugar, la posición de la balanza de pagos de China se debilitó considerablemente en la segunda mitad de 2011, con una clara disminución de las reservas en el 4T, la primera caída trimestral desde 1998, debido a la reducción del superávit comercial y a la salida de capitales (Gráfico 12). Las expectativas de los mercados con respecto al ritmo de apreciación se han reducido según las cotizaciones de futuros a 12 meses.

Gráfico 10

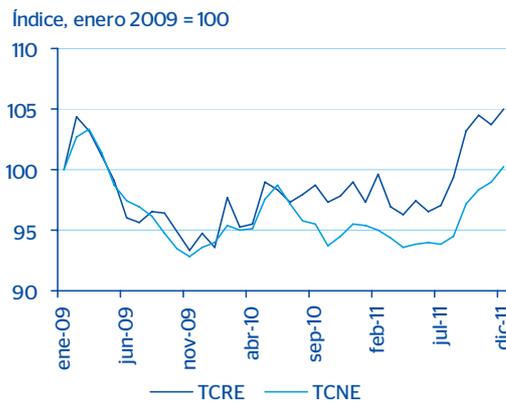
La apreciación de la moneda frente al dólar estadounidense se ha desacelerado en los últimos meses



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 11

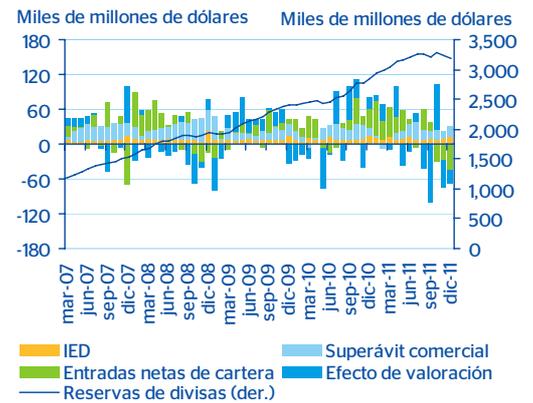
La apreciación se ha acelerado en términos efectivos



Fuentes: BIS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 12

Se han producido algunas entradas y salidas de cartera con el resultado de un menor volumen de reservas



Fuentes: CEIC y BBVA Research

La internacionalización del RMB continúa a pesar de las dificultades

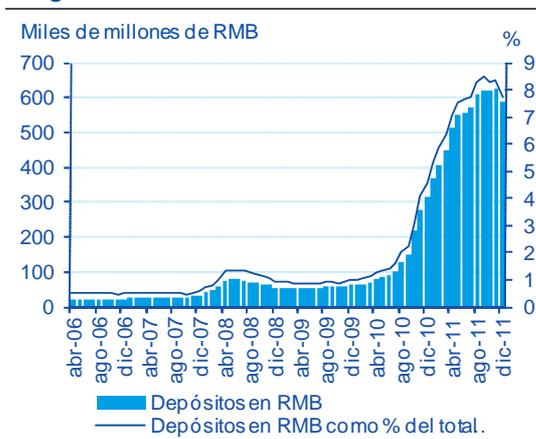
La internacionalización del RMB sigue avanzando, pero se ha encontrado con dificultades por las menores expectativas de apreciación. En concreto, los depósitos extraterritoriales en RMB de Hong Kong, un indicador muy utilizado para medir la internacionalización del RMB, cayeron con fuerza en diciembre (Gráfico 13). Además, en el 4T2011 el volumen agregado de las operaciones de liquidación comercial en RMB (incluidas tanto las exportaciones como las importaciones) cayó ligeramente por segundo trimestre consecutivo (Gráfico 14).

Sin embargo, estas tendencias enmascaran otros avances positivos. En primer lugar, los datos muestran que la utilización del RMB para liquidaciones comerciales se está volviendo más equilibrada entre los importadores en el extranjero y los exportadores asentados en territorio nacional. Los primeros parecen ahora más dispuestos a utilizar el RMB para el pago de operaciones comerciales. A pesar del descenso del valor total de las liquidaciones comerciales en RMB, en torno al 40-50% de dichas liquidaciones las llevan ahora a cabo los importadores, en comparación con el 20% de hace un año. En segundo lugar, diversas iniciativas han facilitado la vuelta a China continental del RMB obtenido fuera del territorio. Entre ellas se incluyen la aprobación más regular de los flujos de inversión extranjera y la introducción del programa "RQFII", que permite utilizar el RMB extraterritorial para comprar títulos nacionales con carácter limitado. Estas iniciativas han mejorado la utilidad del RMB extraterritorial y han estimulado el crecimiento de los productos en RMB extraterritorial de Hong Kong, incluida la rápida expansión

del mercado de bonos “dim sum” y los préstamos en RMB. Ahora hay más competencia entre los bancos de Hong Kong para tener liquidez en RMB, lo que significa mayores rentabilidades sobre los instrumentos de depósito en dicha moneda.

Gráfico 13

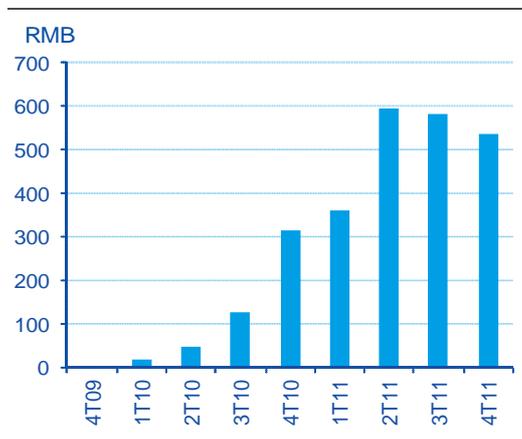
La acumulación de depósitos en RMB de Hong Kong se ha revertido



Fuentes: HKMA, CEIC y BBVA Research

Gráfico 14

El valor de las liquidaciones en RMB se redujo en el 4T



Fuentes: datos del BPD y BBVA Research

Desafíos políticos

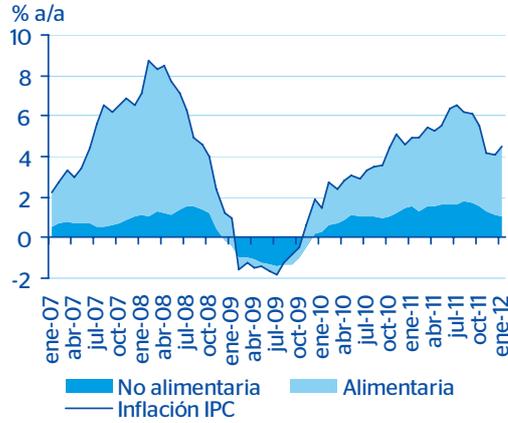
En un contexto de desaceleración de la actividad y de debilitamiento del entorno externo, las políticas económicas han cambiado gradualmente para centrarse en el apoyo al crecimiento. Se han puesto en marcha formas selectivas de flexibilización de la política monetaria que incluyen recortes en el coeficiente de caja y esfuerzos para intensificar el flujo del crédito bancario con el fin de aliviar el estrés financiero en las PYMES. La apreciación de la moneda frente al dólar estadounidense se ha desacelerado debido a la inquietud acerca de la debilidad del crecimiento de las exportaciones. Por otro lado, a pesar de la caída de los precios en el sector inmobiliario, las medidas macroeconómicas prudentes siguen en vigor para evitar burbujas de activos y garantizar la asequibilidad de la vivienda. Es probable que continúen diversas iniciativas de política fiscal, incluidos el gasto en vivienda social y la ejecución de proyectos de infraestructura, así como recortes de impuestos y subvenciones para apoyar el consumo (véase el Recuadro 2 en la página 18).

La moderación de la inflación permite una política monetaria que favorece más el crecimiento

Después de llegar a su máximo del 6,5% a/a en julio, la inflación ha caído gradualmente hasta situarse en el límite superior del rango de confort de las autoridades, un 4% (Gráfico 15), lo que permite una política monetaria más favorable al crecimiento. La caída del IPC ha sido generalizada, debido al descenso tanto del componente alimentario como del componente no alimentario, así como a los efectos de base favorables. Así pues, la inflación cayó al 4,1% en diciembre, antes de repuntar hasta el 4,5% a/a en enero como consecuencia de los efectos estacionales del Año Nuevo chino, cuando la demanda de varios artículos alimentarios es normalmente elevada. La inflación de los precios mayoristas también ha caído con fuerza, tras llegar a un máximo del 7,5% a/a en julio, descendió hasta tocar el 0,7% en enero, lo que se debe a la caída de los precios de las materias primas.

Siguiendo con las medidas para mejorar el flujo de crédito de los bancos a las PYMES, las autoridades marcaron una mayor flexibilización de su postura monetaria al recortar el coeficiente de caja (CC) en 50 pb a finales de noviembre desde el máximo histórico del 21,5% donde se había mantenido desde julio (Gráficos 17 y 18). Además de la caída de la inflación, el recorte del CC estuvo justificado por unas condiciones de liquidez más restringidas debido a las menores entradas de capitales. El recorte del CC, junto con una serie de operaciones de mercado abierto para mejorar la liquidez ha dado lugar a la moderación de los tipos interbancarios (Gráfico 16). La relajación de la postura monetaria y la renovada confianza en la trayectoria de la economía ha hecho posible un repunte en los mercados bursátiles de China, aunque siguen con un bajo rendimiento en comparación con otros mercados en Asia (Gráfico 20).

Gráfico 15
La inflación se aleja de los máximos



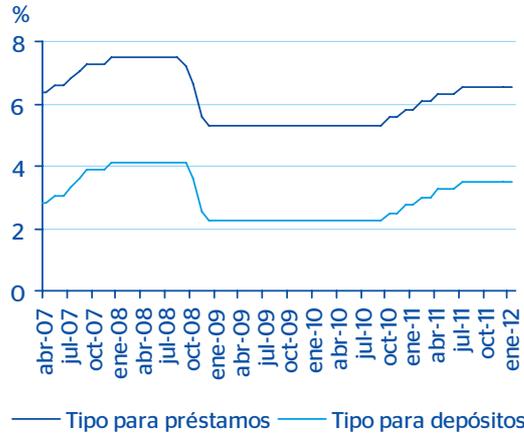
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 16
Aumento de los tipos interbancarios



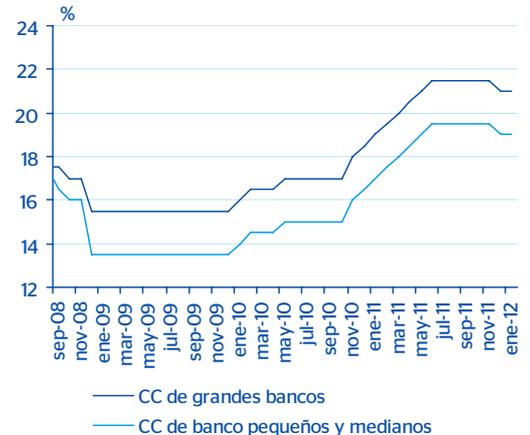
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 17
Los movimientos alcistas de los tipos finalizaron en julio...



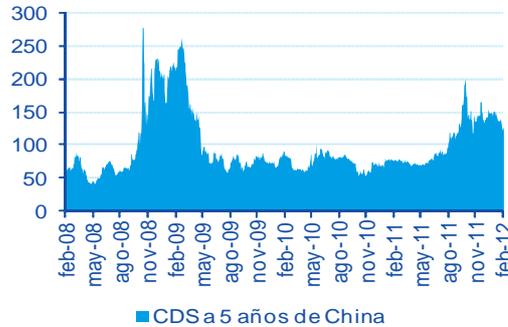
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 18
...con una reducción de los coeficientes de caja en noviembre



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 19
Los precios de los CDS en China se han mantenido elevados por la aversión al riesgo global...



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 20
... y el rendimiento del mercado de valores ha sido inferior



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Las masas monetarias y crediticias comienzan a repuntar

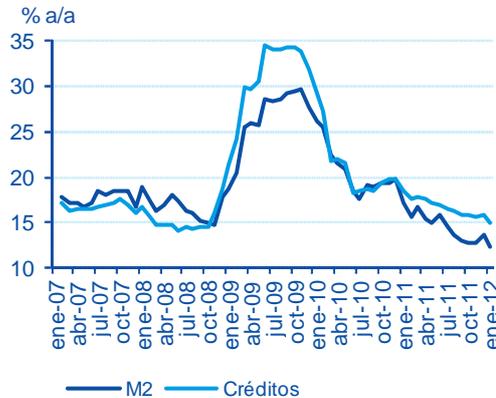
En coherencia con la reciente flexibilización de la postura monetaria, el crecimiento del crédito y de la M2 han mostrado algunos signos tempranos de repunte tras haberse moderado durante gran parte de 2011 (Gráfico 21). En diciembre, los nuevos préstamos (15,8% a/a) repuntaron ligeramente con respecto al mes anterior (15,6%), al igual que la M2, aunque ambos volvieron a desacelerarse en enero debido al efecto del Año Nuevo chino. En todo el año 2011, los nuevos préstamos alcanzaron los 7,47 billones de RMB, cifra que se sitúa en la parte superior del objetivo de las autoridades, establecido entre 7,0 y 7,5 billones de RMB, y parece probable que el objetivo de nuevos préstamos para 2012 se establezca un poco más alto, en torno a 8,0-8,5 billones de RMB.

Política fiscal orientada hacia la vivienda social y el apoyo al consumo

El déficit presupuestario general se redujo hasta el 1,1% del PIB en 2011 según los datos oficiales y en comparación con el 2,7% registrado en 2010, lo que se debe al fuerte crecimiento de los ingresos corporativos y a la desaceleración de la inversión pública en activos fijos (Gráfico 22). No obstante, el gasto público general se mantuvo elevado, sostenido por el desarrollo del programa de vivienda asequible, cuyo objetivo era el inicio de 10 millones de unidades en 2011. El objetivo se alcanzó a comienzos del 4T, aunque la construcción en sí podría haberse retrasado debido a la falta de financiación en algunos casos. En cambio, el gasto en infraestructuras se desaceleró en la segunda mitad de 2011, aunque las autoridades siguen haciendo hincapié en su intención de completar importantes proyectos de infraestructura el próximo año.

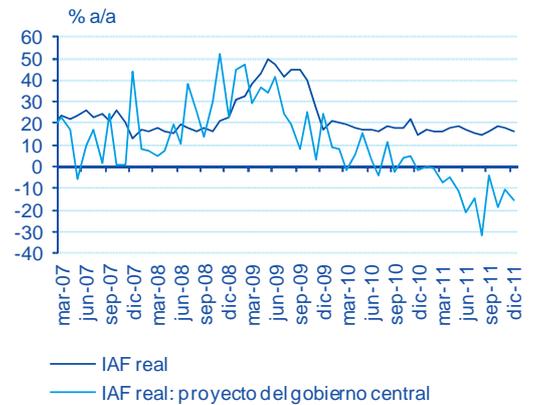
Además, las iniciativas fiscales para fomentar el consumo privado han tenido el efecto esperado, incluidos las subvenciones y los recortes de impuestos. Con respecto a esto último, el umbral de ingresos sujetos a imposición fiscal se elevó el pasado mes de septiembre de 2.000 RMB a 3.500 RMB al mes, con el resultado de una fuerte caída de las recaudaciones de impuestos sobre la renta de las personas físicas (Gráfico 23). Las autoridades también implementaron un programa piloto de IVA en Shanghái para reemplazar el impuesto de operaciones en determinados sectores de servicios, incluido el transporte. Se prevé que esta reforma reduzca la carga fiscal de las industrias que dependen de estos sectores.

Gráfico 21
El crecimiento del crédito y de la M2 podría comenzar a repuntar



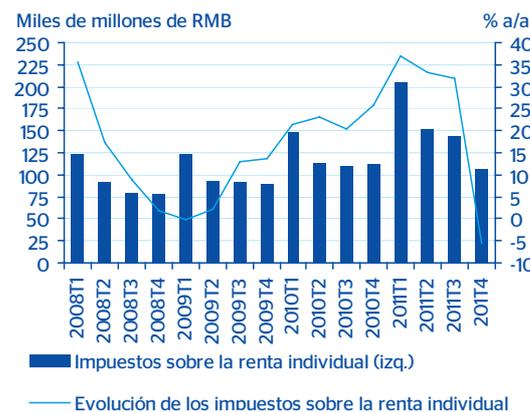
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 22
La inversión real se ha desacelerado en los proyectos públicos



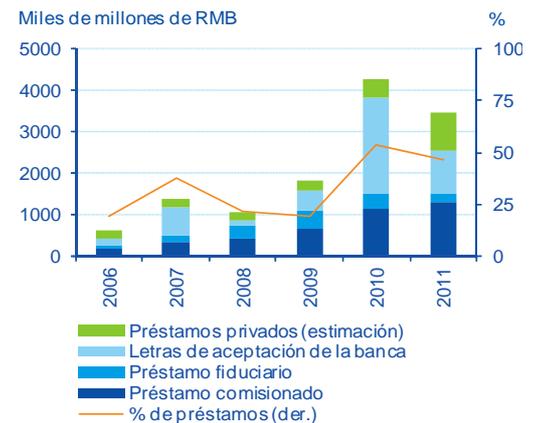
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 23
Recortes impositivos a los contribuyentes con menos renta para una estructura más progresiva



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 24
Desaceleración de los préstamos de la banca en la sombra



Fuentes: BPdC y estimaciones de BBVA Research

Freno a las fragilidades financieras internas

Además de los retos que plantea la desaceleración de la demanda interna, las autoridades han tratado de abordar varias fragilidades internas que pesan sobre las preferencias de los inversores y aumentan el riesgo de un aterrizaje brusco. Las principales fragilidades, como hemos señalado en nuestros informes anteriores, son los desajustes del mercado inmobiliario y las recientes caídas de los precios, la deuda de los gobiernos locales y el rápido aumento del crédito de la banca en la sombra. Aunque en el último trimestre se han hecho avances para atajar estos riesgos, sigue habiendo retos.

La caída de los precios inmobiliarios reduce el riesgo de burbuja inmobiliaria

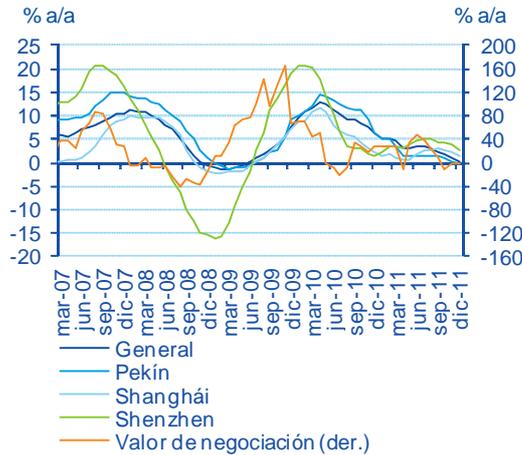
Los precios de las propiedades residenciales han caído en todo el país desde mediados de 2011 (véase nuestro informe anual [Situación inmobiliaria](#)¹ para tener una visión de las tendencias y de las políticas de la primera mitad de 2011 y una valoración del grado de desajuste de los precios). Basándonos en los datos oficiales de la Oficina Nacional de Estadística de China, calculamos que la caída acumulada de los precios medios de la vivienda es de un -0,8% entre su nivel máximo de julio y hasta finales de diciembre, pese a que los niveles de los precios fueron un 0,4% más elevados en diciembre de 2011 que en el año precedente (Gráfico 25). La mayoría de las ciudades (52 de 70) registraron caídas a fecha de diciembre (Gráfico 26). Naturalmente, el

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

grado de caída de los precios varía en los distintos mercados, con mayores caídas en Shanghai (región del bajo Yangtze), que muestra las mayores caídas de precios hasta ahora, un 1-3% desde julio. Además de las caídas de los precios, también ha caído el volumen de transacciones (Gráfico 25).

Gráfico 25

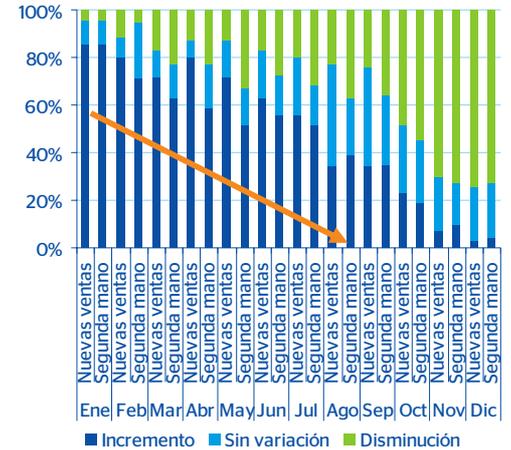
Descenso paulatino de los precios inmobiliarios y el volumen de transacciones en el 4T



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 26

Un creciente número de ciudades muestra caídas de los precios inmobiliarios



Fuentes: NBS y BBVA Research

La debilidad del mercado refleja una combinación de factores, incluido el impacto de las medidas para enfriar el sector que el gobierno ha introducido desde 2010 para evitar burbujas de precios y restringir las compras especulativas de vivienda. Estas medidas siguen en vigor, y las autoridades han indicado que no tienen intención de dar marcha atrás en el futuro próximo dada su determinación de reducir el riesgo de burbujas de precios de los activos y de mantener la vivienda en precios asequibles. En nuestra opinión, la corrección a la baja de los precios no es sorprendente, dadas nuestras estimaciones de sobrevaloración como consecuencia del rápido aumento de los precios en 2009-10, que fueron impulsados por la liquidez.

Sin embargo, al caer las transacciones y los precios de las ventas, podrían estar creándose presiones financieras sobre los promotores inmobiliarios. Estas presiones podrían desencadenar con el tiempo caídas de precios más bruscas si los promotores carecen de liquidez y se ven forzados a vender el inventario para hacer frente al pago de sus obligaciones. El aumento de la morosidad también podría minar la calidad crediticia de los bancos. Aunque hay pruebas anecdóticas del aumento de las tensiones financieras en algunos promotores, hasta ahora no hemos encontrado muchas evidencias de que haya un problema sistémico.

La deuda de los gobiernos locales sigue siendo una carga, pero parece que se está moderando

La deuda pública con respecto al PIB, incluidos los pasivos de los gobiernos locales, cayó hasta el 49% a finales de 2011 en comparación con el 59% del año anterior. Dentro de estas cifras, la deuda de los gobiernos locales como cuota del PIB cayó del 21,7% al 18,5%. Las caídas se deben al continuo crecimiento del PIB y a la deliberada desaceleración del gasto de los gobiernos locales en proyectos de infraestructura. Así pues, la carga de la deuda pública parece reducirse (para más información sobre el problema de la deuda de los gobiernos locales, véase nuestro informe [¿quién pagará la factura del estímulo fiscal de los gobiernos locales?](#)²

No obstante, el tamaño de la deuda pendiente de los gobiernos locales sigue siendo grande y casi una quinta parte de ella vence el próximo año. Dado que las finanzas de los gobiernos locales están ya bajo presión por haberse reducido los ingresos de las ventas de suelo, esperamos que el gobierno central modere las restricciones sobre los préstamos bancarios a los gobiernos locales. De hecho, hay informes periodísticos recientes que afirman que las autoridades tienen planes de permitir a los bancos involucrarse en prórrogas selectivas de los préstamos a los gobiernos locales para ampliar el plazo de vencimiento hasta en cuatro años.

² "Observatorio Bancario de China: ¿quién pagará la factura del estímulo fiscal de los gobiernos locales?" 21 de julio de 2011

Los préstamos de la banca en la sombra se están restringiendo

Los préstamos de la banca en la sombra, que abarcan los créditos fuera de balance de los bancos y los préstamos no bancarios, se han desacelerado después de experimentar un rápido crecimiento en 2010, cuando los prestamistas buscaban eludir las medidas de restricción del crédito (Gráfico 24). La reciente desaceleración se debe a la implementación de medidas macroeconómicas prudentes diseñadas para reducir dichos préstamos, incluidos los requerimientos a los bancos de volver a colocar dichas transacciones en sus balances, la imposición de requerimientos de capital a las instituciones fiduciarias y los esfuerzos por incrementar el préstamo del sistema bancario formal a las PYMES para poner freno a la práctica de recurrir al préstamo no bancario ("privado"). Las caídas más significativas aparecen en las categorías fuera de balance de las aceptaciones bancarias y los préstamos fiduciarios.

Pero a pesar de la desaceleración del crecimiento del crédito de la banca en la sombra, la calidad crediticia sigue siendo motivo de preocupación, al igual que las condiciones de liquidez de los bancos pequeños, que podrían tener problemas para atraer depósitos debido al bajo nivel de los tipos de interés para depósitos y a la competencia de productos de gestión del patrimonio que ofrecen mayor rentabilidad. Así pues, las actividades de la banca en la sombra y sus repercusiones en el mercado financiero más amplio siguen justificando una estrecha vigilancia.

Recuadro 1: Exposición de China al comercio con Europa

Un nuevo agravamiento de la crisis europea podría tener un impacto negativo en las exportaciones de China. En los últimos años, la Unión Europea ha superado a EE. UU. (17% del total de las exportaciones) como principal mercado de exportación de China y representa aproximadamente el 20% del total de las exportaciones. El comercio bilateral entre China y la UE ascendió a 567.300 millones de dólares en 2011, de los cuales 356.100 millones de dólares corresponden a las exportaciones de China (según las cifras de comercio chinas). Como resultado de ello, China tiene un superávit comercial con la UE de 144.900 millones de dólares. La importancia del mercado de la UE para China también puede ilustrarse mediante su cuota en el total de exportaciones, el total de importaciones y la balanza comercial (Gráfico 27).

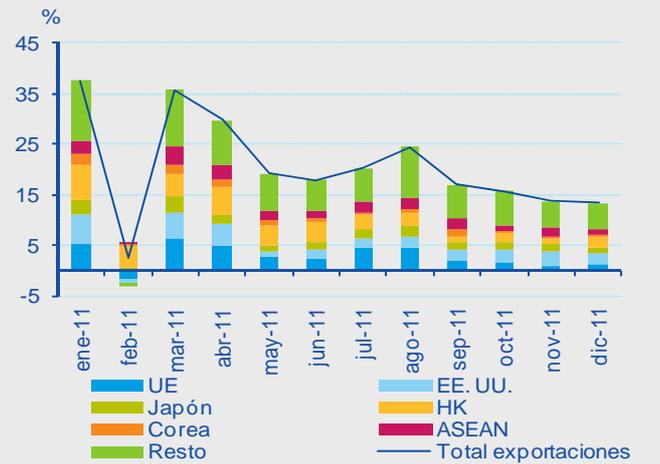
El impacto de la desaceleración de Europa ya es evidente en los flujos comerciales de China, que comenzaron a desacelerarse rápidamente en septiembre hasta el 13,4% a/a desde el 24,4% a/a registrado en agosto. La contribución de las exportaciones a Europa cayó de 4,5 puntos porcentuales en agosto hasta 1,4 puntos porcentuales en diciembre. (Gráfico 28)

Gráfico 27
Comercio de China con la UE



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

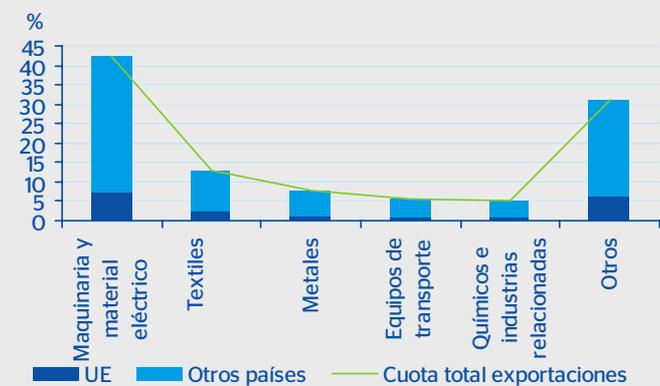
Gráfico 28
Contribuciones al crecimiento de las exportaciones de China por región



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

¿Hasta que punto podría repercutir la desaceleración de las exportaciones de China a Europa en las perspectivas de crecimiento general? Las exportaciones de China a Europa representan aproximadamente el 5% de PIB. Por consiguiente, según nuestras estimaciones, el impacto directo de una hipotética caída del 10% en las exportaciones a la UE sería de -0,5 puntos porcentuales sobre el crecimiento del PIB de China. Los sectores de maquinaria, material eléctrico y textil serían los más vulnerables. (Gráfico 29)

Gráfico 29
Cuotas de la UE en las principales exportaciones de materias primas de China (2011)



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

3. Sólidas perspectivas con un creciente apoyo político

A pesar del deterioro del entorno externo, el crecimiento se ha sostenido gracias a la fuerte demanda interna. Esperamos que la demanda interna se mantenga pujante bajo unas políticas fiscales y monetarias que son cada vez más de apoyo. Así pues, sólo hemos rebajado modestamente nuestras previsiones de crecimiento para 2012-13 en respuesta a la mayor debilidad de las perspectivas externas. Sin embargo, los riesgos siguen inclinados a la baja debido a la incertidumbre del entorno externo.

Modesta revisión a la baja para las perspectivas de crecimiento

En vista de la mayor debilidad de las perspectivas externas, hemos revisado nuestras previsiones de crecimiento del PIB de 2012 y 2013 a la baja, hasta el 8,3% y el 8,7%, respectivamente en comparación con el 8,6% y el 8,9% que habíamos estimado anteriormente (Tabla 2). El fuerte crecimiento al entrar en 2012 y la pujante demanda interna deberían contribuir a amortiguar el impacto de un entorno externo más débil. Prevemos que el impulso de crecimiento tocará fondo en el 1T y que después aumentará gradualmente durante el resto del año a medida que se ponga en marcha una combinación de políticas para dar más apoyo al crecimiento y que la economía mundial empiece a mejorar en la segunda mitad del año (Gráfico 30).

Se prevé que la inflación siga moderándose

Bajamos nuestras previsiones de inflación debido a la combinación de un menor del crecimiento del PIB y unas perspectivas de moderación de los precios de las materias primas en nuestro escenario central. Esperamos que el IPC se sitúe en un promedio del 3,3% en 2012, a la baja con respecto a nuestra previsión anterior de un 4,0%. La inflación debería caer hasta un nivel en torno al 3% a/a a mediados de 2012 como consecuencia de la desaceleración de los precios de los alimentos y de las materias primas, y terminar el año en el 3,5% debido a factores vinculados a la demanda a medida que repunte el crecimiento. A medio plazo, se prevé que la inflación se mantenga elevada, en torno a un 4%, a causa del rápido aumento de los salarios.

Tabla 2

Escenario central

	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
PIB (% a/a)	9,2	10,4	9,2	8,3	8,7
Inflación (promedio, %)	-0,7	3,3	5,4	3,3	3,7
Balance fiscal (% del PIB)	-2,8	-2,5	-1,1	-1,8	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	5,2	5,2	2,8	2,5	2,8
Tipo de referencia (% fdp)	5,31	5,81	6,56	6,06	6,56
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,83	6,62	6,30	6,11	5,80

Fuente: BBVA Research

La combinación de políticas se está ajustando para apoyar el crecimiento

Basándonos en recientes anuncios políticos, nuestro escenario central incorpora una mayor flexibilización de la postura monetaria y la implementación de iniciativas fiscales de apoyo al crecimiento (véase el Recuadro 2 en la página 19). Oficialmente, las autoridades describen la postura política como “una postura monetaria prudente y una postura fiscal proactiva”, como se estableció en la Conferencia de Trabajo Económico Central anual a mediados de diciembre.

Dado que la inflación se modera, esperamos otros recortes de 150-200 pb en el coeficiente de caja durante la primera mitad del año, seguidos de posibles recortes de los tipos de interés de aproximadamente 50 pb en el 2T/3T si el entorno externo sigue empeorando.

En cuanto a la política fiscal, aunque los detalles de los presupuestos de 2012 no estarán disponibles hasta comienzos de marzo, actualmente anticipamos la ampliación de los programas de subvenciones para fomentar el gasto de las familias en equipamiento del hogar y productos respetuosos con el medio ambiente. El gasto presupuestario también seguirá centrado en el programa de vivienda asequible, cuyos objetivos son iniciar 7 millones de construcciones nuevas y completar 5 millones en 2012. También se prevé el gasto en proyectos de infraestructura ya existente, en ferrocarriles de alta velocidad e instalaciones de distribución de agua. Al mismo

tiempo, es posible que se lleven a cabo bajadas de impuestos en varias formas, incluido el aumento del umbral de exención tributaria para las PYMES, así como la introducción del IVA para reemplazar el impuesto comercial actual en determinados sectores de servicios. Esperamos que el déficit total en 2012 se sitúe en el 1,8% del PIB, al alza con respecto al resultado preliminar del 1,1% en 2011.

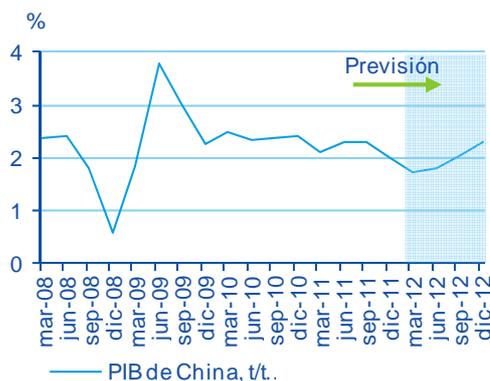
Modesta apreciación de la moneda

Se espera que la apreciación de la moneda se mantenga limitada durante la primera mitad de 2012 como consecuencia del débil entorno externo, y que luego repunte en la segunda mitad del año, hasta llegar a un 3% frente al dólar estadounidense para la totalidad del año (un ritmo más lento que el del año pasado, que se situó alrededor del 5%). Esto llevaría el tipo de cambio a 6,11 RMB por USD a finales de 2012.

Perspectiva a medio plazo: reequilibrio y moderación del crecimiento

Nuestra perspectiva a medio plazo sigue incorporando un giro del crecimiento hacia la demanda interna, en especial hacia el consumo privado, como se ha definido en el plan quinquenal actual (Gráfico 31). Sin embargo, este reequilibrio se producirá de forma muy gradual, respaldado por una postura política que tiene por objetivo potenciar las rentas de los hogares y mejorar la red de protección social.

Gráfico 30
Crecimiento del PIB de China (t/t, desest.)



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

Gráfico 31
Reequilibrio del crecimiento a medio plazo



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

Recuadro 2: Iniciativas fiscales proactivas de China en 2012

Se espera que las iniciativas fiscales de 2012 para apoyar el crecimiento incluyan bajadas impositivas y programas para impulsar el consumo de las familias, junto con el gasto adicional en infraestructuras, según las declaraciones políticas oficiales. También se prevé que el margen para aplicar iniciativas fiscales a gran escala será más limitado que en 2008-09 debido al elevado nivel de la deuda de los gobiernos locales. No obstante, creemos que hay suficiente margen para apoyar el crecimiento en línea con los objetivos del gobierno durante 2012.

Aunque la inversión pública retrocedió un 9,7% en 2011, se espera que repunte en 2012. En concreto, el gasto público en vivienda social sigue siendo una prioridad y se espera que aumente significativamente en 2012. Según el Ministerio de Finanzas, este año se iniciarán 7 millones de viviendas sociales, junto con la construcción de los 10 millones de unidades iniciadas en 2011. De modo que habrá en torno a 18 millones de unidades de viviendas sociales en construcción en 2012, en comparación con los 15 millones de unidades que hubo aproximadamente en 2011. Por tanto, el gasto en vivienda social se incrementaría al menos en un 20% en 2012. Además, se prevé un incremento adicional de la inversión en infraestructura relacionada con la agricultura, educación, innovación y energía, mientras que la inversión en infraestructura de transporte podría seguir moderándose. En concreto, se prevé que el gasto en ferrocarriles caerá de 576.000 millones de RMB en 2011 a 500.000 millones de RMB en 2012, según los informes del Ministerio para la Red Ferroviaria.

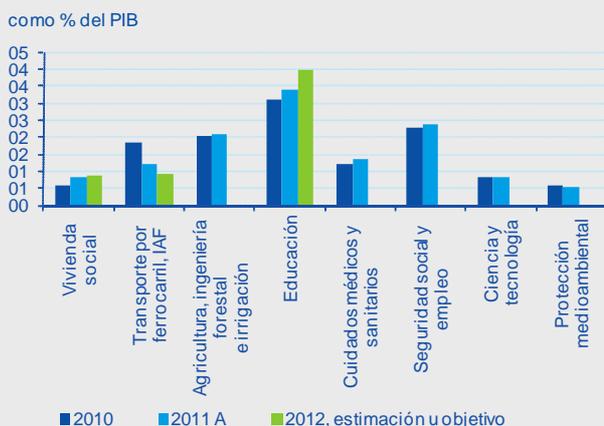
Además de la infraestructura, se espera que las iniciativas fiscales apoyen el consumo de los hogares en 2012. Adicionalmente, se pondrán en práctica medidas para aumentar las rentas de los agricultores y de los grupos con bajos ingresos, lo que incluye la implementación del objetivo de incrementar el salario mínimo anual en un 13% para 2011-15 y un aumento de las subvenciones para los grupos con rentas bajas.

Asimismo, las políticas para favorecer el consumo incluirán mejoras en la red de protección social. Específicamente, el gobierno central subvencionará totalmente la contribución a las pensiones en China central y occidental y el 50% de la contribución a las pensiones en China oriental, según un documento formal del Ministerio de Recursos Humanos y Seguridad Social de China. El gasto en educación y sanidad, incluido el seguro médico, también forma parte de las áreas prioritarias de desarrollo. Fundamentalmente, se espera que el gasto público en educación alcance el 4% del PIB en 2012, al alza con respecto al objetivo del 3,5% establecido en 2011, lo que asciende a 2,1 billones de RMB, más que ningún otro programa de gasto.

En cuanto a los ingresos, se espera que las bajadas de impuestos desempeñen un papel más significativo en 2012 para dar apoyo a las empresas y al consumo. Las áreas en las que se esperan bajadas incluyen umbrales más altos de exenciones fiscales (IVA, impuestos comerciales e impuestos sobre la renta) para las PYMES, bajada de tasas e impuestos para los sectores de distribución y logística con el fin de reducir los precios de los alimentos, y recortes selectivos de aranceles en la importaciones de energía e importaciones de alto contenido tecnológico. Una reforma que ya está en marcha consiste en reemplazar el impuesto comercial con un impuesto de valor añadido en el transporte y en otros determinados sectores (reforma que se ampliará desde Shanghái a otras ciudades importantes). Esta reforma podría no sólo reducir la carga impositiva de los sectores directamente afectados sino permitir también a otros sectores la deducción del IVA soportado en estos sectores de servicios.

Gráfico 32

Plan presupuestario y objetivos fiscales de China



Fuentes: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

4. Los riesgos se inclinan a la baja

Los riesgos se inclinan a la baja debido a la incertidumbre del entorno externo y a la presencia de fragilidades financieras internas. Aunque la posibilidad de un aterrizaje brusco de la economía china, popularmente definido como un crecimiento de aproximadamente un 5-7% durante dos o más trimestres consecutivos, no puede descartarse, creemos que el riesgo de que se produzca sigue siendo bajo. En particular, las recientes tendencias de crecimiento y el margen para aplicar políticas de estímulo en caso necesario, nos dan la seguridad de que el aterrizaje brusco puede evitarse.

El riesgo predominante, en nuestra opinión, proviene de la incertidumbre del entorno externo. La mayor debilidad de la demanda externa ya está provocando caídas en el crecimiento de las exportaciones, y a pesar del impulso experimentado por los mercados mundiales a comienzos de 2012, las tensiones financieras de Europa podrían enfriar el apetito de riesgo y la inversión de cara al futuro. La naturaleza relativamente cerrada de la cuenta de capital ayuda a blindar el sistema bancario y los mercados de capital de China contra las secuelas directas de las perturbaciones externas. No obstante, es posible que le alcancen los efectos de dichas perturbaciones a través de unas condiciones de financiación más restrictivas, como ya se ha observado en el bajo rendimiento del mercado de valores y en la caída del número de OPV de las empresas chinas.

El riesgo de una caída más pronunciada de los precios inmobiliarios y las repercusiones de una regulación más estricta del sector de la banca en la sombra habrán de vigilarse atentamente. Los precios inmobiliarios están cayendo a un ritmo moderado, y hasta ahora las presiones financieras sobre los promotores inmobiliarios no parecen excesivas. Dicho esto, un ajuste a la baja más abrupto de los precios inmobiliarios podría provocar un incremento de las tensiones financieras que tendría repercusiones en los índices de morosidad de los bancos y afectaría también a otros sectores de la economía.

Si se materializan los riesgos a la baja, habrá margen para aplicar estímulos políticos dirigidos a apoyar el crecimiento y a evitar un aterrizaje brusco. Aunque la acumulación de la deuda de los gobiernos locales limita el margen de maniobra fiscal en comparación con el plan de estímulo fiscal de 2008-09, creemos que hay margen suficiente, junto con la flexibilización monetaria, para sostener el crecimiento en el 7% o por encima en 2012-13 en caso de que se produzcan choques internos o externos. Esto conllevaría un gasto adicional de aproximadamente un 1% del PIB, lo que elevaría el déficit fiscal al 2,8% del PIB, un nivel que sería financiable a través de la nueva emisión de deuda. La composición de un plan de estímulo fiscal de esa naturaleza se inclinaría probablemente más hacia el incremento de los ingresos de los hogares y la activación del consumo privado, junto con medidas de apoyo para las PYMES. Las iniciativas específicas tomarían la forma de recortes impositivos selectivos, subvenciones adicionales al consumo y una aceleración del plan de vivienda pública que ya está en marcha. Además, en lo que respecta a la moneda, los recortes más pronunciados en los coeficientes de caja y en los tipos de interés aportarían un apoyo adicional al crecimiento en un escenario bajista.

Otra fuente de riesgo es el alto nivel de pasivos contingentes para el gobierno central, especialmente en lo que se refiere a la deuda pública de los gobiernos locales. Seguimos considerando que este nivel de deuda es manejable. La resolución de posibles problemas con los préstamos probablemente requeriría una combinación de prórrogas de los bancos y de eventuales cancelaciones, lo que tendría repercusiones en la rentabilidad de los bancos, además de una inyección de fondos del gobierno central.

En el frente político, el próximo año será testigo de un cambio de líderes, los nuevos miembros en la Comisión Delegada Permanente de la Oficina de Asuntos Políticos, el organismo clave responsable de la toma de decisiones, estarán ocupando sus cargos en octubre. En marzo de 2013 se elegirá presidente y primer ministro para sustituir al actual presidente Hu Jintao y al primer ministro Wen Jiabao. En igualdad de circunstancias, los próximos cambios harían al gobierno más proclive a utilizar medidas de estímulo para apoyar el crecimiento y mantener la estabilidad en 2012 antes de la transición en el poder.

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones Macroeconómicas

	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
PIB (% a/a)	9,2	10,4	9,2	8,3	8,7
Inflación (promedio, %)	-0,7	3,3	5,4	3,3	3,7
Balance fiscal (% del PIB)	-2,8	-2,5	-1,1 (A)	-1,8	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	5,2	5,2	2,8 (A)	2,5	2,8
Tipo de referencia (% fdp)	5,31	5,81	6,56	6,06	6,56
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,83	6,62	6,30	6,11	5,80

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

PIB

(tasa de crecimiento a/a)	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
EE. UU.	-3,5	3,0	1,7	2,3	2,2
UEM	-4,2	1,8	1,6	-0,5	1,0
Asia-Pacífico	4,2	8,1	5,8	5,8	6,1
China	9,2	10,4	9,2	8,3	8,7
Mundo	-0,6	5,1	3,9	3,5	4,1

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

IPC

(tasa de crecimiento a/a)	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
EE. UU.	-0,3	1,6	3,2	2,3	2,3
UEM	0,3	1,6	2,7	1,8	1,3
Asia-Pacífico	0,3	3,6	4,8	3,3	3,4
China	-0,7	3,3	5,4	3,3	3,7
Mundo	2,2	3,0	5,1	3,9	3,6

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Tipo de cambio (fin de periodo)

	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
EE. UU. EUR/USD	0,72	0,76	0,72	0,80	0,79
UEM USD/EUR	1,39	1,33	1,39	1,26	1,27
China CNY/USD	6,83	6,62	6,30	6,11	5,80

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Tipo de referencia (fin de periodo)

	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
EE. UU.	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	1,10	0,75	0,75
China	5,31	5,81	6,56	6,06	6,56

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

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

*Economista Jefe de Asia***Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Zhigang Li

zhigang.li@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

George Xu

George.xu@bbva.com.hk

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

richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research

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

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de economías emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación de América Latina

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis macroeconómico México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y política pública

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

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

ant.pulido@grupobbva.com

Renta Variable Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de interés, FX

y materias primas globales

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Datos de contacto

BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. + 2582 3111

Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

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