

# Situación China

Mayo de 2011

Análisis económico

- **El crecimiento del PIB de China en el primer trimestre de 2011 fue superior a lo previsto**, pero a medida que la política monetaria sigue ajustándose para evitar el recalentamiento comienzan a hacerse evidentes los indicios de una saludable moderación.
- **El fuerte impulso de crecimiento se hace posible gracias a una sólida economía global**, alimentada por la demanda de las economías emergentes.
- **La inflación ha aumentado muy por encima del rango de confort de las autoridades y es el problema más acuciante de la política monetaria**. Además de los alimentos y la energía, los incrementos de los precios de los artículos no alimentarios, impulsados por la demanda, también están contribuyendo a la inflación.
- **Esperamos nuevos ajustes monetarios**, con dos subidas adicionales de 25 pb en los tipos de interés en el segundo y tercer trimestre y otro incremento de 100 pb en las reservas obligatorias.
- **Los riesgos siguen inclinados hacia el recalentamiento**, aunque se están moderando. Nos se pueden descartar tampoco los riesgos de un aterrizaje brusco, pero consideramos que ese escenario es poco probable.

## Índice

1. Panorama global: recuperación, “shocks” globales y vulnerabilidades.....	4
2. Crecimiento de China: se mantiene fuerte.....	6
3. Se esperan nuevas medias de ajuste.....	11
4. Los riesgos siguen señalando hacia el recalentamiento.....	13
5. Tablas.....	14

Fecha de publicación: 17 de mayo de 2011

## Resumen

**A lo largo del año pasado, las autoridades chinas han ido ajustando de forma precisa sus políticas para lograr el aterrizaje suave de una economía que ha llegado a estar al borde del recalentamiento.** Aunque la batalla está lejos de haber terminado, especialmente contra la inflación, hasta ahora parece que los esfuerzos de las autoridades están teniendo éxito. Mediante una combinación de medidas fiscales, monetarias y macroprudenciales, las autoridades han sido capaces de moderar el crecimiento del PIB justo lo suficiente, manteniendo a la vez el impulso necesario para hacer avanzar la economía incluso en presencia de los vientos contrarios externos derivados del aumento de los precios del petróleo y las materias primas y, más recientemente, del impacto del terremoto de Japón.

**El aumento de la inflación y la fuerte demanda interna han llevado a las autoridades a enfocar la política monetaria de una forma cada vez más agresiva.** El crecimiento del PIB en el primer trimestre superó las expectativas al situarse en el 9,7% a/a, sólo un poco por debajo del trimestre anterior. Por otro lado, la inflación ha repuntado, y superó el 5% en marzo y abril, por encima del 4%, nivel de confort de las autoridades. Sobre la base de un resultado del PIB más fuerte de lo previsto en el 1T y el aumento de la inflación, estamos revisando al alza nuestras previsiones de crecimiento para todo el año hasta el 9,4% (desde el 9,2% anterior) y el 4,9% (desde el 4,5% anterior), respectivamente. Estas revisiones se mantienen todavía dentro del escenario de aterrizaje suave que habíamos previsto.

**El ajuste de la política monetaria se ha producido en forma de subidas de los tipos de interés e incrementos en los coeficientes de reservas obligatorias (CRO).** En lo que va de 2011 ha habido dos movimientos alcistas de los tipos, con un incremento acumulado de 100 pb desde octubre del año pasado. Las reservas obligatorias se han incrementado hasta ahora en 2011 a un ritmo mensual, hasta alcanzar el máximo histórico del 21%. Esperamos nuevos ajustes que consistirán en otras dos subidas de los tipos de 25 pb en el 2T/3T, junto con un nuevo incremento de 100 pb en el CRO.

**El ritmo de apreciación del RMB ha estado en general en línea con las expectativas y anticipamos que mantenga una apreciación gradual durante el resto del año.** Las reservas se han seguido acumulando a un ritmo constante, a pesar de que el superávit comercial se ha reducido en el primer trimestre del año. Hay pruebas de que las entradas de capital han aumentado a medida que se han ampliado los diferenciales de los tipos de interés, y como consecuencia también de las expectativas de una mayor apreciación.

**Aunque sigue apoyando el crecimiento, la política fiscal se ha hecho algo más restrictiva, y el objetivo del déficit de 2011 se ha establecido en 0,5 pp por debajo del resultado de 2010.** El 2,0% del objetivo de déficit del PIB se está implementando a través de una desaceleración en el ritmo de un programa de infraestructura por lo demás ambicioso. No obstante, todavía se prevé que el gasto público de 2011 mostrará un fuerte incremento anual del 11,9% (en términos nominales), con un enfoque hacia el gasto social y las viviendas asequibles.

**En el sector bancario, los resultados de rentabilidad de todo el año 2010 sorprendieron al alza.** Además, los niveles de morosidad y los coeficientes de capitalización se mantuvieron en niveles saludables. Sin embargo, parece probable que la agresividad de las últimas medidas de ajuste monetario, especialmente los incrementos del coeficiente de reservas obligatorias (CRO) pesarán en la rentabilidad de los bancos en 2011.

**Las autoridades se han mantenido centradas en importantes objetivos a medio plazo, según se estableció en el 12º plan quinquenal (2011-2015) publicado en marzo.** Tal como se esperaba, el plan establece objetivos cuantitativos para los indicadores económicos y de desarrollo de China, y pone énfasis en el reequilibrio de las fuentes de crecimiento hacia la demanda interna, la reducción de la desigualdad de la renta y la promoción de industrias de alto valor añadido y respetuosas con el medio ambiente.

**Los riesgos siguen fluctuando entre el recalentamiento por un lado y la posibilidad de un aterrizaje brusco por otro.** Los riesgos de recalentamiento se derivan del rápido crecimiento del crédito, la posibilidad de que se produzcan burbujas en los precios de los activos y la fuerte demanda interna. En última instancia, consideramos que los riesgos de recalentamiento se han reducido un poco con respecto a la actualización que hicimos hace unos meses debido a la postura de ajuste más agresiva por parte de las autoridades y a la acumulación de datos que muestran moderación en la actividad. Además, las nuevas dificultades para el crecimiento podrían

actuar como contrapeso del recalentamiento. Por otro lado, un escenario de aterrizaje brusco, que consideramos que es una posibilidad aún más remota, podría materializarse como consecuencia de un ajuste monetario excesivo, un cambio abrupto en la confianza de los mercados o el deterioro del entorno exterior.

# 1. Entorno internacional: recuperación, shocks globales y vulnerabilidades

La economía global continúa creciendo a un ritmo firme, y se mantiene la previsión de crecimiento de un 4,4% tanto en 2011 como en 2012, con el apoyo principalmente de las economías emergentes (Gráfico 1). No obstante, la amenaza de los altos precios de las materias primas (especialmente el petróleo) aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento y la inflación en la mayoría de regiones, incluso en algunas economías que pueden beneficiarse directamente de los altos precios de exportación de las materias primas. Al mismo tiempo, a medida que se desarrolla este shock global, los riesgos locales identificados en la anterior edición del Situación Global continúan más o menos sin variación. Es probable que la tensión financiera en Europa continúe, especialmente en el caso de Grecia, Portugal e Irlanda. La confusión política acerca de las propuestas para comenzar finalmente el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. añadirá incertidumbre en los mercados, incluso aunque pensamos que al final se producirá cierta forma de ajuste fiscal. Finalmente, las presiones de recalentamiento en los mercados emergentes continúan, aunque en el futuro serán probablemente una preocupación mayor para Sudamérica por el impulso adicional derivado de los mayores precios de las materias primas.

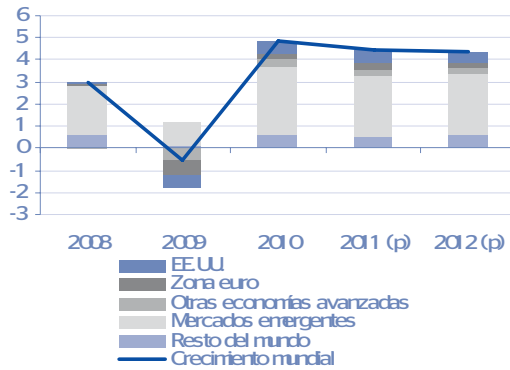
El principal riesgo de carácter global está relacionado con el aumento en los precios del petróleo, provocado desde comienzos de año por la inestabilidad política en Oriente Medio y África del Norte (MENA). Aunque la incertidumbre es alta y las protestas en la región siguen sin resolverse, en nuestra opinión, no se producirá un efecto contagio hasta el punto de interrumpir la producción de petróleo en otros productores de petróleo importantes aparte de Libia. Por tanto, la prima de riesgo geopolítico incorporada en los precios del petróleo se reducirá lenta pero gradualmente, dada la amplia capacidad de producción excedente de la OPEP y los inventarios de la OCDE, ambos por encima de sus medias de los últimos años. No obstante, los precios del petróleo seguirán en niveles altos de aproximadamente 110-120 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, para bajar lentamente a alrededor de 100 dólares en 2012.

En este contexto, en el que el precio de otras materias primas, como los alimentos y los metales, también ha aumentado, las principales regiones afectadas (de forma negativa) serán los países desarrollados (EEUU, Europa y Japón) y la mayor parte de Asia emergente, que son los principales importadores de materias primas. Por otra parte, los principales beneficiarios de la mejora de las condiciones comerciales serán Oriente Medio y Latinoamérica, que reciclarán parte de estos ingresos extraordinarios. No obstante, un shock de esta magnitud se absorberá por la economía global sin afectar significativamente a la actividad económica. Esto, junto con unos datos de crecimiento relativamente fuertes en el primer trimestre de 2011, justifica el mantenimiento de la previsión de crecimiento relativamente inalterada en la mayoría de áreas, en comparación con nuestro informe Situación Global de febrero. La principal excepción es México y Sudamérica, donde los fuertes datos en los primeros tres meses de 2011 y los mejores términos de intercambio implican una revisión moderada al alza de nuestras previsiones de crecimiento para 2011. Por su parte, Europa continuará creciendo en mayor grado en los países centrales más que en la periferia, mientras que los riesgos para la previsión de crecimiento estadounidense cambian desde un sesgo al alza hace tres meses hacia un sesgo más equilibrado, o incluso a la baja, por los mayores precios del petróleo y el bache temporal del crecimiento en el primer trimestre.

El efecto principal del shock del petróleo se sentirá en los precios. La mayor inflación en la mayoría de economías en 2011 y 2012 hará que las autoridades monetarias adelanten, y en algunos casos, adopten una senda de subidas de tipos de interés más agresiva (Gráfico 2). No obstante, sigue existiendo una amplia heterogeneidad en los enfoques de los bancos centrales frente a los riesgos derivados de los altos precios del petróleo y de otras materias primas. En particular, en EE.UU. y la zona euro, los bancos centrales están cambiando –en grados diferentes– su enfoque, desde el apoyo al crecimiento o la prevención de un escenario de riesgo de crecimiento muy bajo y deflación hacia el mantenimiento de las expectativas de inflación bajo control, particularmente considerando que la posición de política monetaria es aún muy acomodaticia. Como consecuencia, nuestra previsión adopta un sesgo hacia una mayor probabilidad de subidas anticipadas. El momento en que se producirá el primer aumento depende de la necesidad percibida de reaccionar ante los riesgos potenciales de los efectos de la segunda ronda. El enfoque alcista del BCE consiste en evitar cualquier riesgo mediante la adopción de una actitud preventiva (y de ahí su primera subida en abril), y no parece dispuesto a considerar que el aumento actual de la inflación esté relacionado con un aumento temporal del precio del petróleo.

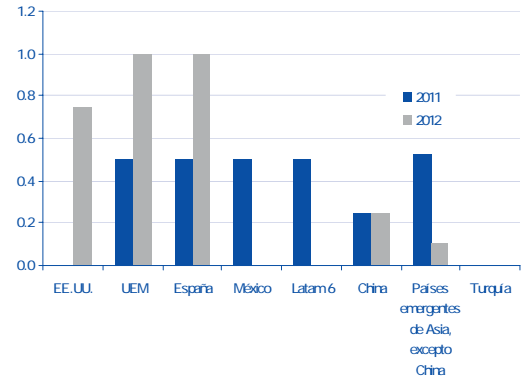
Por otra parte, la Fed, más centrada en la falta de sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si los riesgos se materializan. Entre estos dos enfoques, las economías emergentes parecen abiertas a subidas más adelantadas y rápidas, si fuera necesario, aunque con el objetivo también de no fomentar en exceso las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 1  
**Crecimiento del PIB global y contribuciones**



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2  
**Cambios en los tipos de interés oficiales previstos a final de año respecto a febrero de 2011**



Fuente: BBVA Research

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son útiles a medio plazo, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. Además, los cambios introducidos en el EFSF/ESM son positivos para afrontar las preocupaciones sobre la liquidez. No obstante, las tensiones financieras en los tres países periféricos con apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán siempre que persistan las dudas acerca de la solvencia de algunos países y, por tanto, el riesgo de reestructuraciones de deuda que incluyan a los inversores privados. Estas dudas persistentes continuarán perjudicando la financiación de estas economías y sosteniendo altos diferenciales soberanos, lo que podría extenderse a otros países, incluso a aquellos con altas credenciales de solvencia. Por tanto, un enfoque exhaustivo hacia la resolución de la deuda en caso de insolvencia es necesario de forma urgente, pero debe considerar que la aplicación de una dura reestructuración de deuda que incluya recortes para los inversores privados conlleva un riesgo de contagio muy alto para el resto de Europa, de modo que deberá diseñarse con cuidado.

Por su parte, España ha sido capaz de diferenciarse frente a estos tres países periféricos, dados los avances en la consolidación fiscal y las reformas económica, incluyendo, en particular, aquellas dirigidas al sector financiero y al mercado laboral. No obstante, el mantenimiento de ese desacoplamiento y una reducción significativa en los diferenciales soberanos dependerán fundamentalmente de la finalización satisfactoria de la recapitalización del sistema financiero -con una entrada inmediata del capital privado-, del cumplimiento continuado de los objetivos de consolidación fiscal -incluyendo a los gobiernos regionales- y de continuar avanzando en las reformas, especialmente en el mercado laboral.

En EE.UU., el proceso político para alcanzar una senda sostenible para la deuda pública implica negociaciones difíciles entre dos enfoques contrarios para reducir el déficit. Al final, la consolidación fiscal deberá ser consecuencia de una reducción de gastos sociales o unos mayores ingresos fiscales. En nuestra opinión, ambas partes alcanzarán un acuerdo que generará un menor déficit y un cambio sostenible para la deuda, aunque las acaloradas negociaciones políticas hasta que se alcance el acuerdo añadirán más incertidumbre en los mercados, especialmente teniendo en cuenta que la discusión sobre el techo de deuda aporta oportunidades para endurecer las negociaciones.

Las economías emergentes continúan mostrando riesgos de recalentamiento, aunque con una marcada heterogeneidad. Algunos países están comenzando a afrontar estos riesgos mediante una política monetaria más restrictiva y, en algunos casos, también con endurecimiento fiscal, por ejemplo, en los importantes casos de China y Brasil. Creemos que los riesgos de recalentamiento son manejables, pero, en el futuro, pasarán a ser más pronunciados en Sudamérica, en la medida que un aumento en el precio de las materias primas representa un impulso adicional para

Sudamérica pero induciría cierta ralentización en Asia emergente. Además, la posibilidad de que el efecto del terremoto en Japón sobre la actividad en ese país sea mayor a la esperada abre un escenario en el que se podría ralentizar más la actividad económica en la mayor parte de Asia, dados los amplios vínculos comerciales y las cadenas de producción integradas internacionalmente. Además, los superávits por cuenta corriente en gran parte de Asia son una protección mucho mayor para los países en la región, en comparación con Sudamérica.

## 2. Crecimiento de China: todavía sigue fuerte

A lo largo del año pasado, las autoridades chinas han ido haciendo un ajuste fino de sus políticas para lograr el aterrizaje suave de una economía que, en ocasiones, ha estado al borde del recalentamiento. Aunque la batalla está lejos de haber terminado, especialmente contra la inflación, hasta ahora los esfuerzos de las autoridades han tenido un éxito sorprendente. Mediante una combinación de medidas fiscales, monetarias y macroprudenciales, las autoridades han sido capaces de moderar el crecimiento del PIB justo lo suficiente, manteniendo a la vez el impulso necesario para hacer avanzar la economía incluso en presencia de los vientos contrarios externos derivados del aumento de los precios del petróleo y las materias primas y, más recientemente, el impacto del terremoto de Japón.

Sobre la base de un resultado del PIB más fuerte de lo previsto en el 1T y el aumento de la inflación, revisamos nuestras previsiones de crecimiento de todo el año y de inflación hasta el 9,4% (desde el 9,2% anterior) y el 4,9% (desde el 4,5% anterior), respectivamente. Estas revisiones se mantienen todavía dentro del escenario de aterrizaje suave que habíamos previsto.

Sin perder de vista los esfuerzos para evitar el recalentamiento a corto plazo, las autoridades también se han centrado en los importantes objetivos a medio plazo planteados en el 12º plan quinquenal (2011-2015) que se publicó en marzo. Tal como se esperaba, el plan establece objetivos cuantitativos para los indicadores económicos y de desarrollo de China, y pone énfasis en el reequilibrio de las fuentes de crecimiento hacia la demanda interna, la reducción de la desigualdad de la renta y la promoción de industrias de alto valor añadido y respetuosas con el medio ambiente.

### Fuerte impulso de crecimiento entre indicios de moderación

Después de haber registrado un crecimiento del PIB del 10,3% en 2010, la economía ha seguido creciendo con fuerza en 2011, pero a un ritmo moderado. En el primer trimestre se registró un crecimiento del PIB más rápido de lo previsto, un 9,7% a/a, ligeramente por debajo del trimestre anterior, un 9,8% a/a (Gráfico 3). En términos trimestrales, el impulso de crecimiento se ha mantenido fuerte, con un 8,6% t/t (tasa anualizada desestacionalizada) según la primera publicación oficial que hace China de las estadísticas de crecimiento t/t. Nuestras propias previsiones parecen indicar que el crecimiento intertrimestral fue probablemente más fuerte, un 10,9% t/t (tasa anual desest.), en comparación con el 12,1% del trimestre anterior.

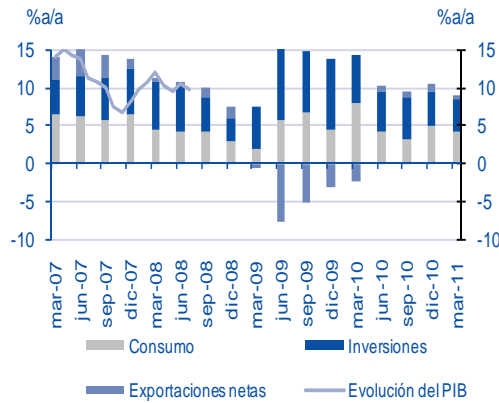
Al mismo tiempo, la inflación ha continuado con su tendencia alcista, hasta alcanzar el nivel máximo hasta ahora del 5,4% a/a en marzo, antes de caer al 5,3% a/a en abril. Por tanto, la inflación se ha acelerado muy por encima del 4%, el nivel de confort de las autoridades, impulsada por el aumento de los precios de los alimentos, que muestran ahora señales de retroceso, y los artículos no alimentarios, como los costes del transporte y la vivienda. Cabe destacar las presiones por el lado de la demanda como uno de los factores por los que la inflación se está haciendo más pronunciada.

La combinación de un fuerte crecimiento y el aumento de la inflación han generado inquietud por el recalentamiento. Según nuestras estimaciones, el PIB está ahora en su pleno potencial o ligeramente por encima del mismo. Resultan alentadores los signos de moderación que presentan los datos, que sugieren que las autoridades están evitando los riesgos de recalentamiento gracias a sus medidas de ajuste. En especial, los valores de los índices de gerentes de compras (Gráfico 4) se han moderado, aunque se mantienen firmes en la zona de expansión de más de 50 puntos, debido al retroceso de los pedidos nuevos y de la producción. Por el lado de la oferta, la producción industrial se moderó hasta el 13,4% a/a en abril desde el nivel en torno al 15% a/a registrado en los meses precedentes. Además, también se ha moderado el crecimiento del crédito y de la M2 (Gráfico 5). Es significativo que los créditos nuevos (valor acumulado de 3,0 billones de RMB hasta abril) están en línea con lo que creemos que será el objetivo (no anunciado) de las autoridades para todo el año: 7,0-7,5 billones de RMB. El crecimiento de la M2 también se ha desacelerado hasta situarse en el rango meta de las autoridades, un 16,0% (Gráfico 5).



Gráfico 3

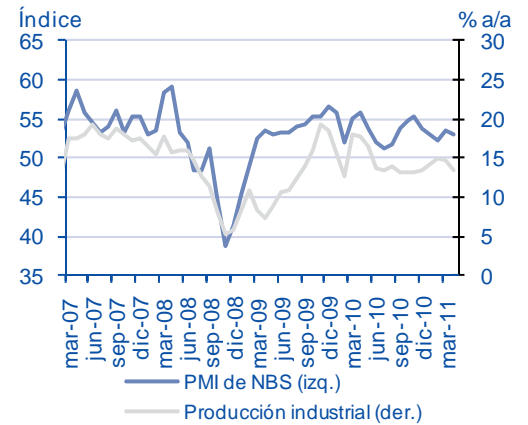
**El crecimiento del PIB ha sido impulsado por la fuerte demanda interna**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 4

**El índice de gerentes de compras y la producción industrial muestran ahora signos de moderación**

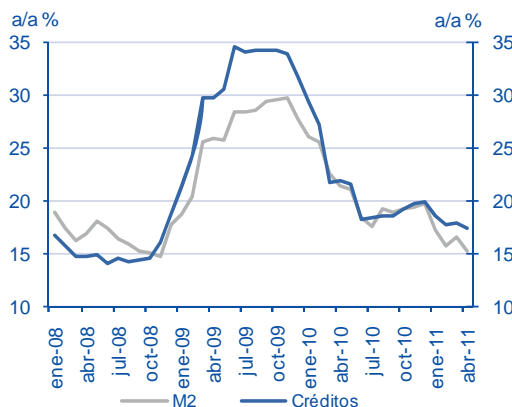


Fuentes: CEIC y BBVA Research

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo muestran cierto debilitamiento en 2011; el crecimiento de las ventas minoristas ha bajado con respecto a los niveles de finales de 2010 (Gráfico 6). La aparente debilidad podría reflejar la disminución del consumo experimentada a finales de 2010, antes del vencimiento de las diversas subvenciones al consumo y los esfuerzos que se hicieron en algunas grandes ciudades para limitar las compras de automóviles debido a los problemas de congestión. Nosotros no sacaríamos conclusiones de estas tendencias por ahora, especialmente dados los indicios de aumento de la confianza y crecimiento de los salarios, que son una buena señal para el consumo en un futuro próximo. Por otro lado, la inversión en activos fijos urbanos ha seguido aumentando a un ritmo rápido (25,4% a/a en abril), sostenida por el gasto asociado con varios proyectos de inversión que se pusieron en marcha desde el comienzo del 12° plan quinquenal (2011-2015).

Gráfico 5

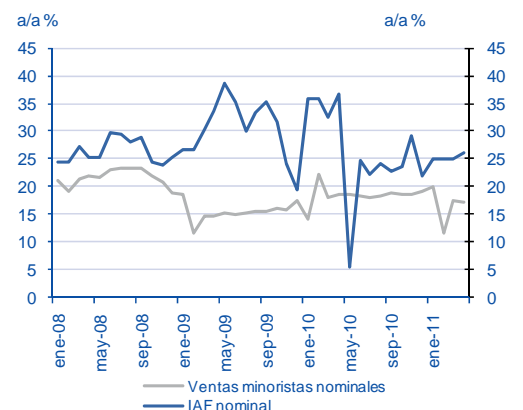
**El crecimiento del crédito y de la M2 se está moderando**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6

**Continúa la fortaleza de los indicadores de inversión, mientras que el consumo se ha debilitado un poco**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

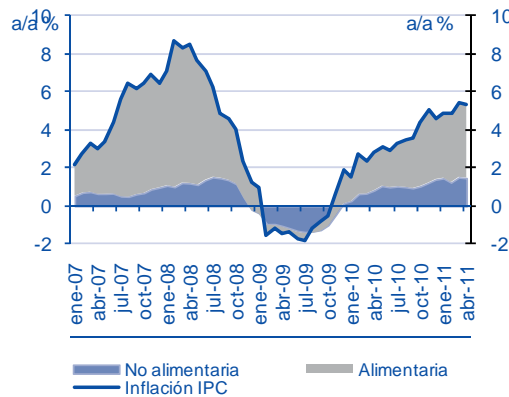
### Las presiones inflacionistas van en aumento

Al igual que en muchas economías emergentes, la inflación se ha convertido en la preocupación predominante de la política a corto plazo, tras haber alcanzado un 5,3% a/a en abril (Gráfico 7). El motor principal siguen siendo los precios de los alimentos y los costes de la vivienda, que se incrementaron en un 11,1% a/a y un 6,4% a/a en abril respectivamente. Sin embargo, las presiones inflacionistas son cada vez más generalizadas, ya que otros componentes como la asistencia médica y sanitaria se han incrementado también (3,2% a/a). Los precios mayoristas se mantienen elevados debido a los altos costes de las materias primas.

Como decíamos en la anterior edición de [Situación China](#), además de los factores de oferta derivados del aumento de los precios de los alimentos y las materias primas, también entran en juego los efectos secundarios y las presiones de demanda. La fuerte demanda de mano de obra está haciendo subir los salarios; hasta ahora, 13 provincias/ayuntamientos (de un total de 31) han subido sus niveles de salario mínimo, en un promedio del 20,6% en el primer trimestre.

Gráfico 7

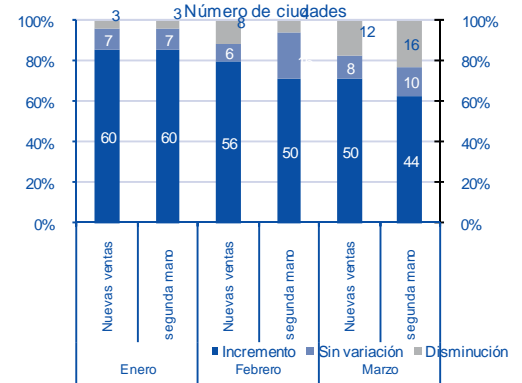
#### La inflación aumenta debido a los precios más altos de los alimentos, y las presiones se están generalizando



Fuente: estimaciones del CEIC y BBVA Research

Gráfico 8

#### Cada vez más ciudades muestran tendencias de moderación en los precios inmobiliarios



Fuentes: CEIC y SEE del BBVA.

### El aumento de los precios inmobiliarios parece estar moderándose

Aparte de la inflación, los riesgos de burbujas en los precios de los activos siguen siendo una preocupación para la política a corto plazo. Sobre este particular, el gobierno ejerce una estrecha vigilancia sobre la propiedad residencial para evitar que se produzcan burbujas y mantener la asequibilidad de la vivienda. Después de haber tomado una serie de medidas en 2010, las autoridades implementaron nuevas medidas a comienzos de 2011, incluido un aumento de los requisitos de entrada para las compras de segundas viviendas y la aplicación de un nuevo impuesto sobre la propiedad que se inició a modo de prueba en Shanghái y Chongqing para las viviendas recientemente adquiridas. Varios gobiernos locales, bajo la creciente presión del gobierno central, han anunciado también medidas para reducir la especulación en el mercado inmobiliario.

Desde que se implementaron estas medidas, el aumento de los precios inmobiliarios se se ha desacelerado. Sin embargo, es difícil calibrar la magnitud de la desaceleración debido a los problemas de medición y al cambio que se hizo en la serie de precios mensuales el pasado mes de enero, cuando el National Bureau of Statistics (NBS) abandonó su índice de precios agregados en favor de los índices de precios específicos de cada ciudad (que cubren 70 de las grandes ciudades) para ventas de viviendas nuevas y usadas respectivamente.

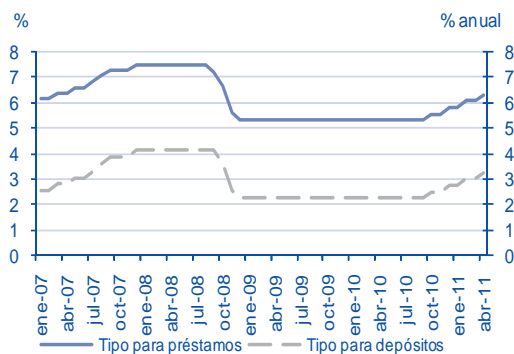
Según la nueva serie de datos, durante el mes de marzo en 20 ciudades los precios de la vivienda nueva no variaron o bajaron en términos intermensuales, y en 26 ciudades los precios de la vivienda usada no variaron o bajaron (Gráfico 8).

### Las políticas macroeconómicas adoptan una postura de ajuste más agresiva

En vista del ritmo de crecimiento económico más rápido de lo previsto y de la creciente inflación, las autoridades han intensificado sus medidas de ajuste monetario de forma más generalizada. El BPdC ya ha subido dos veces los tipos de interés en 2011, en 25 pb cada vez, en febrero y abril

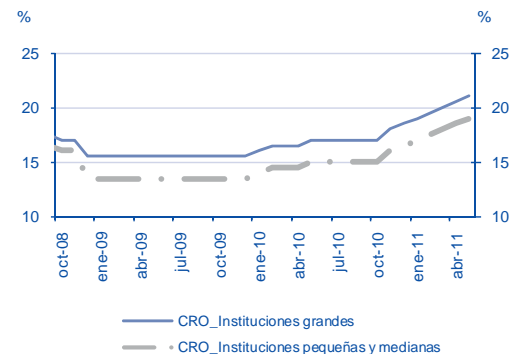
(Gráfico 9). Estos movimientos alcistas de los tipos se han complementado con una serie de incrementos en los coeficientes de reservas obligatorias; hasta ahora, en 2011 los incrementos de 50 pb han sido mensuales (cinco veces consecutivas hasta mayo), por lo que el CRO ha alcanzado el máximo histórico del 21% para los bancos grandes (Gráfico 10). Los últimos movimientos alcistas de los tipos se han implementado de forma más simétrica en los tipos de crédito y de depósito, a diferencia de las subidas anteriores, que se inclinaban más hacia unos tipos de depósito más altos. Esto podría ser reflejo de una mayor conciencia por parte de las autoridades de los efectos perjudiciales que conllevan los tipos de interés asimétricos y los incrementos del CRO en los márgenes financieros netos de los bancos (NIM).

Gráfico 9  
**Otras dos subidas de los tipos de interés, hasta ahora, en 2011...**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 10  
**...con incrementos mensuales en el coeficiente de reservas obligatorias (CRO)**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

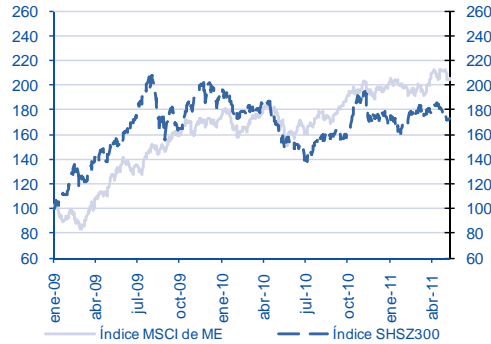
La confianza de los mercados se ha visto afectada por las expectativas del momento en que se producirían subidas de los tipos de interés. El mercado de renta variable de China obtuvo peores resultados y se ha quedado atrás con respecto a otras economías emergentes (Gráfico 11). La principal inquietud de los mercados sigue siendo la continuidad del ajuste monetario en vista del aumento de la inflación.

Aunque todavía apoya el crecimiento, la política fiscal también se ha hecho algo más restrictiva. El objetivo de déficit de 2011 es un 2,0% del PIB (Gráfico 12), unos 0,5 pp por debajo del resultado de 2010. Esta medida se está implementando a través de una desaceleración del ritmo de un programa de inversión en infraestructuras que es, por lo demás, ambicioso (por ejemplo, el gasto en la construcción de ferrocarriles de alta velocidad se ha reducido hasta 400.000 millones de RMB desde los 700.000 millones de RMB que se habían planeado anteriormente).

No obstante, todavía se prevé que el gasto público de 2011 mostrará un importante incremento del 11,9% (en términos nominales), y se pondrá énfasis en el gasto social y en la construcción de viviendas asequibles (10 millones de unidades son el objetivo para este año). Esto último se prevé que supondrá una inversión de 1,3-1,4 billones de RMB en total, aunque sólo una pequeña parte (100 millones de RMB) correrá a cargo del gobierno central, mientras que los gobiernos locales y el sector privado financiarán el resto.

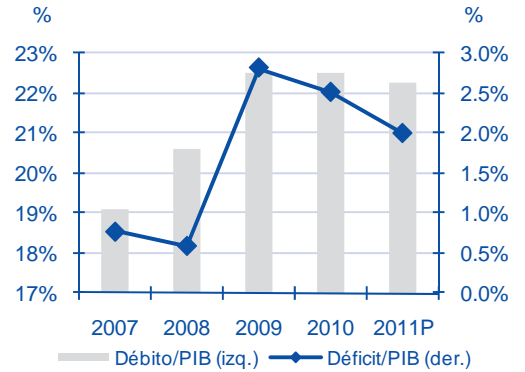
En cuanto a los ingresos, se prevé que la propuesta para elevar el umbral de los ingresos sujetos a imposición fiscal se implementará en la segunda mitad del año (de 2.000 RMB a 3.000 RMB al mes). La propuesta también incrementaría la progresividad del esquema impositivo al reducir el número de tramos fiscales de 9 a 7.

Gráfico 11  
**El rendimiento del mercado de valores de China ha sido inferior**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 12  
**La política fiscal es más estricta, con un objetivo de déficit menor para 2011**



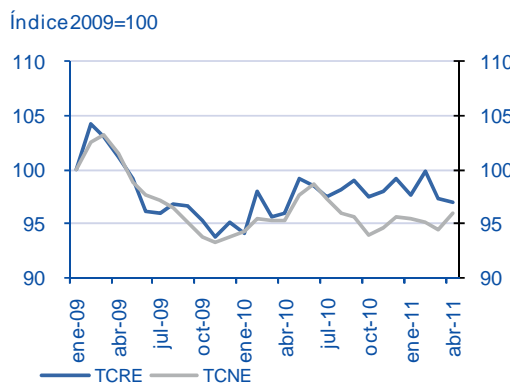
Fuentes: CEIC y BBVA Research

**Continúa la apreciación de la moneda a un ritmo gradual, mientras que las reservas se acumulan**

El ritmo de apreciación del RMB frente al dólar estadounidense se ha mantenido por lo general en línea con nuestras previsiones de un 4-5% al año. Sin embargo, dada la caída de otras importantes monedas frente al dólar, en términos efectivos, tanto reales como nominales, la moneda se ha mantenido en general sin variaciones (Gráfico 13). Por otro lado, las reservas de divisas han seguido aumentando, de 197.000 millones de USD en el primer trimestre se ha pasado al récord de 3,04 billones a finales de marzo.

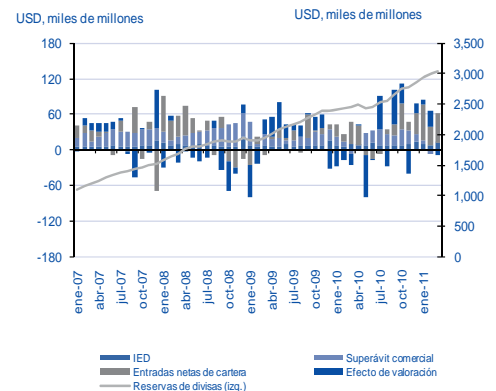
El aumento de reservas del 1T se debió a las entradas de capital, ya que la balanza comercial registró un pequeño déficit (por primera vez desde 2004). Dado que los flujos de inversión extranjera ascendieron a 30.300 millones de USD, estimamos unas entradas de cartera (o "capital especulativo") de unos 110.000 millones de USD en el trimestre (Gráfico 14). Dichas entradas son también coherentes con los datos anecdóticos de que algunas empresas han aumentado recientemente su financiación desde el exterior como forma de sortear unas condiciones crediticias internas más estrictas.

Gráfico 13  
**La apreciación frente a USD es mucho menor en términos efectivos**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 14  
**Las entradas de capital han aumentado por las expectativas de apreciación**



Fuentes: NBS, BIS y BBVA Research

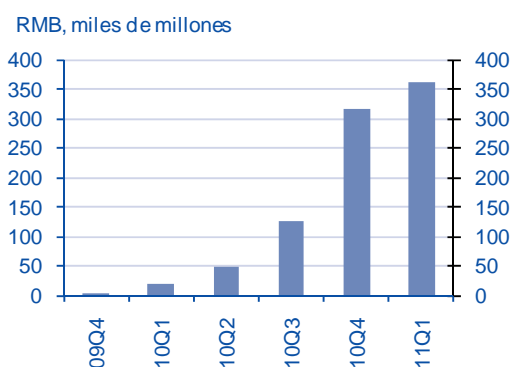
En cuanto al comercio, las exportaciones han seguido creciendo con fuerza, hasta un 27,4% a/a en los cuatro primeros meses de 2011. El crecimiento de las exportaciones se ha producido en una base amplia, con un buen comportamiento en una gran variedad de productos. Por regiones, los incrementos de las exportaciones han sido generalizados, especialmente las exportaciones a otras economías emergentes que crecen con rapidez. Al mismo tiempo, el crecimiento de las importaciones también ha sido fuerte, un 29,6% a/a hasta abril. El aumento de los precios de las materias primas y el fuerte crecimiento de las importaciones dio como resultado un inesperado déficit comercial en el primer trimestre del año de 1.000 millones de USD, aunque la balanza comercial volvió al superávit en abril (11.400 millones de USD), tendencia que prevemos que continuará durante el resto del año.

**La internacionalización del RMB avanza, pero aún queda un largo camino**

Continúan los esfuerzos para internacionalizar el uso de la moneda (véase [Observatorio Económico: El uso transfronterizo del Renminbi](#)). Desde el lanzamiento de esta iniciativa en 2008, el valor de las operaciones de liquidación comercial (principalmente por parte de los importadores chinos) y los depósitos off-shore en RMB se han incrementado de forma constante. En el 1T2011, el valor de las operaciones de liquidación transfronteriza en RMB ascendió a 360.300 millones de RMB, lo que supone un incremento del 13,9% con respecto al trimestre anterior (Gráfico 15), y aumenta la cuota del comercio liquidado en RMB hasta el 7%, en comparación con la cifra de todo 2010, que fue tan sólo un 2,5%. Por otro lado, los depósitos de RMB en Hong Kong, el principal centro de RMB off-shore, se han incrementado nuevamente hasta situarse por encima de los 400.000 millones de RMB en febrero, lo que supone que se han duplicado desde el 3T de 2010 (sin embargo, gran parte de este fenómeno puede ser tan sólo un reflejo de las expectativas de apreciación monetaria). En cuanto a la política monetaria, las autoridades están pensando en tomar algunas medidas para desarrollar el mercado off-shore, entre las que se incluyen: (i) ampliar el programa piloto existente para cubrir más regiones dentro de China; (ii) facilitar otros centros de RMB off-shore, especialmente en Singapur; (iii) desarrollar productos financieros adicionales en Hong Kong denominados en RMB, y lo más importante en nuestra opinión, (iv) una posible moderación de las restricciones sobre las entradas de RMB para la inversión directa exterior. En Hong Kong continúa la emisión de bonos en RMB, y por primera vez en la bolsa de Hong Kong se ha producido una salida a bolsa con acciones denominadas en RMB.

Gráfico 15

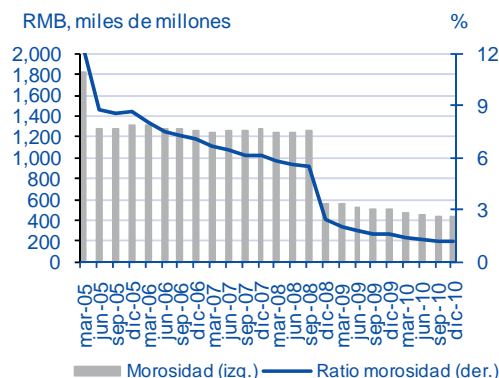
**El volumen del comercio en RMB sigue aumentando**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 16

**Los índices de morosidad del sector bancario chino son estables**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

**Otro buen año para los bancos en 2010**

En lo que respecta al sistema bancario, los resultados de todo 2010 que se publicaron en abril muestran otro año de gran rentabilidad. Los beneficios aumentaron un 34,5%, muy por encima de nuestras previsiones de un 27% (véase el [Observatorio Bancario de China](#)), debido principalmente al aumento del volumen de créditos. La tasa de morosidad cayó al mínimo histórico del 1,1% a finales de 2010, aunque los índices de morosidad se mantuvieron estables en términos absolutos (Gráfico 16). Las ratios de capitalización (CAR) se mantuvieron en un saludable 11,8% en marzo, tras los esfuerzos de los bancos por captar capitales en 2010.

A pesar de que los indicadores son positivos, las perspectivas de rentabilidad a corto plazo no son favorables debido a las recientes medidas de ajuste monetario, especialmente los incrementos del CRO. Además, el menor crecimiento del crédito, en línea con las directivas de las autoridades

(aproximadamente un crecimiento del crédito del 15% a/a en comparación con el crecimiento del 19,7% a/a en 2010) pueden minar aún más la rentabilidad.

Por otra parte, la CBRC está haciendo más esfuerzos por fortalecer la supervisión con la implantación de una nueva y más estricta normativa que se basa en los principios de Basilea III. En concreto, la CBRC tiene planes de imponer distintos criterios para los bancos que son importantes para la estabilidad del sistema y para los que no lo son, aunque todavía tiene que especificar la clasificación de los bancos en estos dos grupos. Las nuevas normas incluirán ratios de capitalización anticíclicos (hasta un 2,5% por encima de la ratio de capitalización que se requiere normalmente, un 11,5% para los bancos importantes para el sistema y un 10,5% para el resto), una ratio de apalancamiento (4% como requisito mínimo), una ratio entre las provisiones y el total de préstamos (2,5% mínimo) y una ratio de liquidez (ratio de cobertura de liquidez y ratio de financiación neta estable establecidas en el 100%). La fecha de cumplimiento de la normativa es a finales de 2013 para los bancos importantes para el sistema y a finales de 2016 para los que no lo son.

### 3. Se esperan nuevas medias de ajuste

Sobre la base de un resultado del PIB más fuerte de lo previsto en el 1T y el aumento de la inflación, estamos revisando nuestras previsiones de crecimiento y de inflación de todo el año hasta el 9,4% (desde el 9,2% anterior) y el 4,9% (desde el 4,5% anterior), respectivamente. Las previsiones revisadas todavía están en línea con un escenario de aterrizaje suave en el que se espera que el crecimiento se modere en consonancia con el potencial y con la inflación. Así, tras experimentar un repunte en junio, caería en la segunda mitad del año. En línea con estas tendencias, hemos hecho algunos ajustes menores al alza en nuestras previsiones para 2012.

En dichas previsiones incorporamos un nuevo ajuste de la política monetaria que será algo superior a lo que habíamos previsto en nuestra última actualización trimestral, ya que las autoridades continúan ajustando sus políticas para contrarrestar un crecimiento más fuerte de lo previsto y el aumento de la inflación. A este respecto, anticipamos otras dos subidas de 25 pb en los tipos de interés en el 2T/3T, y subidas adicionales de 100 pb en el CRO. Estas medidas vendrían a sumarse a una serie de agresivas medidas de ajuste que ya se han implementado, y que, como hemos dicho anteriormente, incluyen un incremento total de 100 pb en los tipos de interés desde el pasado mes de octubre y una serie de incrementos en el CRO.

Nuestra previsión de crecimiento revisada para 2011 se basa en gran medida en el resultado más rápido de lo previsto del primer trimestre. En el resto del año, esperamos que el crecimiento del PIB se modere como consecuencia de las medidas de ajuste de las autoridades. Se prevé que tanto el consumo como la inversión crecerán a un ritmo constante, el primero debido al fuerte aumento de los salarios y la continuación de las medidas fiscales (subvenciones), y el segundo gracias al programa de infraestructuras del gobierno. Se prevé que la contribución de las importaciones netas caerá a medida que se reduzca el superávit comercial (Tabla 1).

Tabla 1

#### Escenario central

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
PIB (% a/a)	9,6	9,2	10,3	9,4	9,1
Inflación (promedio, %)	5,9	-0,7	3,3	4,9	4,2
Balance fiscal (% del PIB)	-0,4	-2,8	-2,5	-2,0	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	9,9	6,1	4,6	4,5	4,5
Tipo de referencia (% fdp)	5,31	5,31	5,81	6,81	7,31
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,83	6,83	6,62	6,30	6,00

Fuente: BBVA Research

#### Los riesgos inflacionistas se inclinan todavía al alza

Nuestras previsiones revisadas se basan en un repunte de la inflación hasta el 5,6% a/a en junio, y en su posterior retroceso hasta el 4,0% al final del año, debido a los efectos base, a una caída de los precios de las materias primas en línea con nuestras previsiones sobre el escenario global, y al éxito de las medidas de ajuste monetario para absorber la liquidez y frenar las expectativas de inflación. La inflación de los alimentos podría moderarse gradualmente durante el curso del año, pero los componentes no alimentarios pueden enfrentarse a unas presiones alcistas relativamente mayores dado el creciente ajuste del mercado de trabajo y la previsión de inflación. Dicho esto, los riesgos de inflación siguen inclinados al alza.

## Las autoridades harán un cuidadoso seguimiento de la evolución del crédito y la masa monetaria

Las medidas de ajuste monetario se están calibrando para desacelerar el crecimiento del crédito y de la masa monetaria en línea con los objetivos anuales. El BPdC ha anunciado que el objetivo de crecimiento de la M2 es un 16%, por debajo del 17% de 2010. A comienzos de este año, el BPdC comenzó a publicar una nueva serie de crédito trimestral más amplia en "Total Social Financing," (TSF) que se compone de los préstamos en divisas y en moneda local, los préstamos de instituciones fiduciarias, la financiación de letras, la emisión de bonos corporativos y las OPV de instituciones no financieras. Es posible que con el paso del tiempo ese agregado se convierta en uno de los objetivos intermedios del arsenal de medidas políticas de las autoridades.

## Se prevé una continuación de la apreciación monetaria gradual

Seguimos esperando una apreciación gradual de la moneda de un 4%-5% frente al dólar estadounidense en 2011, en línea con nuestras previsiones anteriores. Las autoridades han reiterado su intención de permitir la apreciación de la moneda a un ritmo gradual. Una mayor apreciación puede contribuir a frenar la inflación a través de dos canales: (i) la bajada de los precios de las importaciones; y (ii) la menor necesidad de intervención extranjera y de acumulación de reservas, que agravan la inflación al inyectar liquidez interna.

## Atención al plazo medio: el nuevo plan quinquenal tiene como objetivo mantener el crecimiento a través de un reequilibrio económico

Nuestras previsiones incorporan un reequilibrio gradual de las fuentes de crecimiento a medio plazo hacia la demanda interna, especialmente el consumo privado. Aunque no es algo nuevo, este reequilibrio se ha reforzado como uno de los objetivos centrales de la política en el 12º plan de desarrollo quinquenal que se ha publicado recientemente (2011-2015, véase el [Observatorio Económico: Nuevo plan quinquenal y presupuesto para sustentar el crecimiento de China](#)).

Nuestro escenario central a medio plazo prevé un crecimiento del 8%-9%, en línea con nuestras estimaciones de descenso gradual del crecimiento potencial. En concreto, prevemos que el crecimiento se moderará gradualmente desde un nivel superior al 9% en 2012 hasta situarse justo por encima del 8% en 2015 en vista de unas tasas de crecimiento del mercado laboral en descenso y una menor productividad total de los factores a medida que evolucione la economía (Gráfico 17). Esta previsión está muy por encima de la tasa de crecimiento "objetivo" del plan (un 7%), que a nuestro juicio se ha establecido como suelo, dado que las tasas de crecimiento real han superado constantemente los objetivos de los planes quinquenales anteriores.

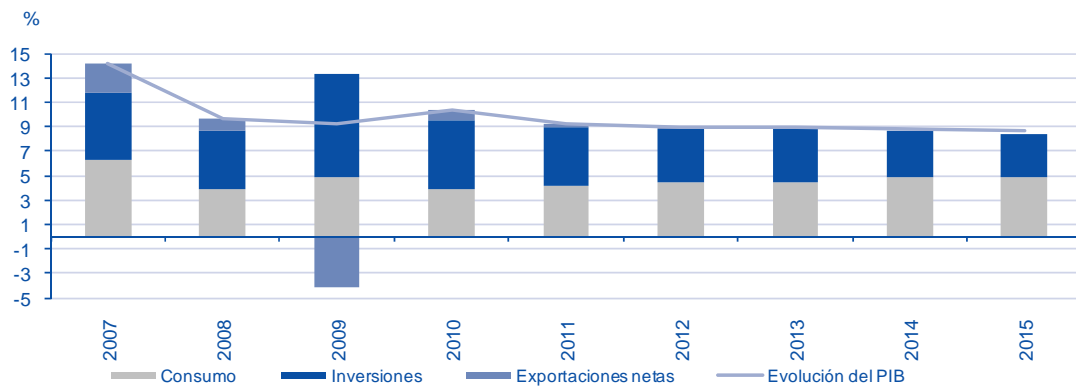
Para lograr el reequilibrio esperado, el plan trata de aumentar la renta de los hogares por encima del crecimiento del PIB. Además, el plan busca aumentar la cuota del sector servicios en el total del PIB en 4 puntos porcentuales, lo que las autoridades consideran un complemento para incrementar las tasas de consumo. Asimismo, el plan ha establecido un objetivo en la tasa de urbanización, que llegará al 51,5% en 2015 desde el nivel actual del 47,5%. Cabe destacar que el plan se centra en reducir la desigualdad de las rentas y en fomentar una trayectoria de crecimiento sostenible y de "alta calidad", en vez de basarse únicamente en metas cuantitativas.

En cuanto a la producción, el plan hace hincapié en alejarse de un modelo de crecimiento de alto consumo de recursos y en dirigirse hacia industrias con mayor valor añadido y respetuosas con el medio ambiente. En concreto, se han designado siete industrias estratégicas: las energías no fósiles, la tecnología medioambiental, los nuevos materiales, los procesos de manufactura de alta gama, los fármacos biotecnológicos, la tecnología informática (incluyendo servicios basados en Internet) y los vehículos propulsados con nuevos combustibles. Con el fin de promover el progreso tecnológico y de fortalecer la capacidad de innovación, el plan tiene también como objetivo incrementar la ratio del gasto en I+D en relación al PIB total (2,2% del PIB en comparación con el gasto real de los últimos 5 años, que fue un 1,8%).



Gráfico 17

**Reequilibrio del crecimiento a medio plazo**



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

## 4. Los riesgos siguen señalando hacia el recalentamiento

En estas perspectivas influyen factores como los riesgos contrapuestos del recalentamiento por un lado, y la posibilidad de un aterrizaje brusco por otro. Los riesgos de recalentamiento se derivan del rápido crecimiento del crédito, la posibilidad de que se produzcan burbujas en los precios de los activos y la fuerte demanda interna. Por otro lado, un escenario de aterrizaje brusco, que consideramos una posibilidad remota, podría materializarse como consecuencia de un ajuste monetario excesivo, un cambio abrupto en la confianza de los mercados o un deterioro del entorno exterior. Creemos que los riesgos de recalentamiento se han reducido un poco con respecto a la actualización que hicimos hace unos meses debido a la postura de ajuste más agresiva por parte de las autoridades y a la acumulación de datos que muestran moderación en la actividad.

Además, la presencia de nuevas dificultades para el crecimiento podría actuar como contrapeso del recalentamiento. En particular, el aumento de los precios del petróleo y de las materias primas podría afectar a las perspectivas de crecimiento, junto con las interrupciones de las cadenas de suministro por el terremoto de Japón. En caso de que se produjera una contracción más importante, las autoridades tendrían un amplio margen en el lado fiscal para apoyar el crecimiento, por ejemplo a través de mayores subvenciones para los combustibles.

Seguimos considerando que los riesgos de que se produzcan burbujas en los precios de los activos están disminuyendo gracias a las oportunas medidas tomadas por las autoridades para evitar la especulación, especialmente en el sector inmobiliario. Aunque la batalla está lejos de haber concluido, el aumento de los precios inmobiliarios de algunas grandes ciudades como Pekín, Shanghái, Shenzhen y Guangzhou muestran signos de desaceleración tras la imposición de las restricciones de compra y de unos requisitos de financiación más estrictos. A un nivel más general, los riesgos de burbujas de precios en otros mercados de activos, como el mercado de renta variable, se han reducido ante las expectativas de nuevas medidas de ajuste monetario.

Pero todavía hay un riesgo fundamental a medio plazo en el sector financiero que se deriva de las vulnerabilidades asociadas con los vehículos de financiación de los gobiernos locales (los LGFV). Aunque podrían emerger dificultades en los dos próximos años, creemos que es improbable que esos riesgos se materialicen a tan corto plazo dada la estructura de plazos de las obligaciones de los LGFV, que en su mayoría vencen después de 2013. Además, las autoridades han seguido vigilando dichos riesgos y han establecido unas directrices para que los gobiernos locales se abstengan de utilizar esos medios como fuente de financiación, excepto para apoyar las iniciativas de vivienda pública.

Otro riesgo que se vigilará en el sector financiero es si el sector bancario podría o no aguantar un posible bajón de los precios inmobiliarios provocado por las agresivas medidas de ajuste. En este sentido, las autoridades están aplicando pruebas de estrés más rigurosas, y los primeros indicios sugieren que la mayoría de los bancos grandes podrían aguantar incluso una brusca corrección de los precios.

## 5. Tablas

Tabla 1

## Previsiones Macroeconómicas

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
PIB (% a/a)	9,6	9,2	10,3	9,4	9,1
Inflación (promedio, %)	5,9	-0,7	3,3	4,9	4,2
Balance fiscal (% del PIB)	-0,4	-2,8	-2,5	-2,0	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	9,9	6,1	5,2	4,5	4,5
Tipo de referencia* (%)	5,31	5,31	5,81	6,81	7,31
Tipo de cambio* (CNY/USD)	6,83	6,83	6,62	6,30	6,00

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

## PIB

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

## IPC

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

## Tipo de cambio

		2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	EUR/USD	0,70	0,70	0,75	0,75	0,75
UEM	USD/EUR	1,50	1,40	1,34	1,34	1,29
China	CNY/USD	6,83	6,83	6,62	6,30	6,00

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

## Tipo de referencia

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	0,61	0,25	0,25	0,25	1,25
UEM	2,73	1,00	1,00	1,50	2,00
China	5,31	5,31	5,81	6,81	7,31

Fuente: BBVA Research

**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](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo”.

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

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

*Economista Jefe de Asia*

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

**Le Xia**

xia.le@bbva.com.hk

**Fielding Chen**

fielding.chen@bbva.com.hk

**Daxue Wang**

daxue.wang@bbva.com.hk

**Serena Wang**

serena.wang@bbva.com.hk

Con las aportaciones de:

*Análisis de Mercados*

**Richard Li**

richard.li@bbva.com.hk

**Jenny Zheng**

jenny.zheng@bbva.com.hk

**Sumedh Deorukhkar (India)**

sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

**Mario Nevares**

mario.nevares@bbva.com.hk

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*

**Jorge Sicilia**

*Economistas Jefe y Directores de Estrategia:*

Sistemas Financieros y Normativas:

**Santiago Fernández de Lis**

santiago.fernandez.delis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@grupobbva.com

Normativas

**María Abascal**

maria.abascal@grupobbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@grupobbva.com

España y Europa:

**Rafael Doménech**

r.domenech@grupobbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

México

**Adolfo Albo**

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macroeconómico de México

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Emergentes:

**Alicia García Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de economías emergentes

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica

**Joaquín Vial**

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbvafrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**

apuente@grupobbva.cl

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswald\_lopez@provincial.com

Escenarios Financiero y Económicos:

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@grupobbva.com

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@grupobbva.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, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

## Datos de contacto

**BBVA Research**

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. + 2582 3111

Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

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