

Situación China

China

Segundo trimestre de 2012
Análisis Económico

- **Las perspectivas de la economía mundial son de recuperación gradual en 2012.** Sin embargo, los riesgos bajistas para las perspectivas persisten, pues continúa la crisis en Europa.
- **Por otro lado, a pesar de que la demanda externa es más débil, la economía de China sigue evitando un aterrizaje brusco.** La demanda interna se ha sostenido con el apoyo de una política monetaria expansiva. Mantenemos por tanto nuestra previsión de crecimiento del 8,3 y del 8,7 en 2012-13.
- **En vista de que la inflación sigue moderándose,** anticipamos una mayor flexibilización de la política monetaria para apoyar el crecimiento, incluidas nuevas reducciones del coeficiente de caja junto con recortes de los tipos de interés si el entorno externo no se recupera. El presupuesto de 2012 apoya ligeramente el crecimiento, con un aumento del gasto en vivienda asequible y programas sociales.
- **La apreciación de la moneda se ha desacelerado considerablemente a causa de la debilidad del entorno externo.** Basándonos en nuestro escenario central, según el cual se producirá algo de mejora en el entorno externo, esperamos cierta apreciación durante el resto del año.

Índice

1. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos.....	5
2. Tendencia a la moderación del crecimiento.....	8
Recuadro 1: Evolución reciente de la política cambiaria.....	12
Recuadro 2: Principales resultados de la Asamblea Nacional Popular de 2012.....	17
3. El crecimiento podría estar tocando fondo.....	20
4. Los riesgos bajistas persisten.....	22
5. Tablas.....	23

Fecha de publicación: 11 de mayo de 2012

Resumen

Después de una desaceleración gradual en 2011, en especial en el último trimestre, la economía mundial comienza a mostrar algunos indicios de que el crecimiento ha mejorado. Estimamos que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% intertrimestral a finales de 2012 (0,6% en el 4T 2011). Esta recuperación será heterogénea, pues se ampliarán los diferenciales de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento del crecimiento será más evidente en Asia y en América Latina, mientras que en EE. UU. las tasas de crecimiento trimestral se mantendrán en torno al 0,6% en 2012-13, en comparación con el estancamiento de la actividad en la zona euro durante 2012.

En China, el crecimiento ha seguido desacelerándose a un ritmo gradual. En el primer trimestre, el crecimiento del PIB se desaceleró hasta el 8,1% a/a desde el 8,9% registrado en el 4T11, como consecuencia de la mayor debilidad de la demanda externa. Aunque algunos indicadores recientes muestran nuevos indicios de desaceleración, la demanda interna se mantiene y los indicadores adelantados sugieren que el impulso de crecimiento comienza a estabilizarse. Además de proporcionar más margen para reforzar las políticas de apoyo, este hecho ha aumentado la confianza en que se está evitando un aterrizaje brusco.

Mantenemos por tanto nuestras previsiones de crecimiento de 2012 y 2013 en el 8,3% y el 8,7% respectivamente. El crecimiento del conjunto del año 2011 se situó en línea con las expectativas (9,2%), y aunque el PIB del primer trimestre fue un poco más débil de lo previsto, hay indicios de que el crecimiento comienza a tocar fondo. Una postura política de apoyo y la mejora del entorno externo, tal como se contempla en nuestro escenario central, deberían sentar las bases para un repunte gradual del crecimiento en los próximos trimestres, apoyado por el creciente consumo privado.

La inflación ha caído en línea con las expectativas debido a que los precios de los alimentos se han moderado y a la mayor debilidad de la demanda. Situada en el 3,4% a/a en abril, la inflación se mantiene dentro del rango de confort de las autoridades, por debajo del 4%. Según nuestras previsiones, la inflación seguirá moderándose hasta situarse en torno al 3% a/a a mediados de año, antes de volver a repuntar modestamente hasta el 3,8% aproximadamente a finales de año. Por consiguiente, la inflación media del año alcanzaría el 3,5%, un poco por encima de nuestras previsiones anteriores debido al impacto de los precios más elevados del petróleo según nuestro escenario central global.

La moderación de la inflación da margen a la aplicación de nuevas medidas de política monetaria expansiva que apoyen el crecimiento. Después de haberse anunciado otro recorte en el coeficiente de caja el pasado mes de febrero, anticipamos nuevas reducciones entre 100 y 150 puntos básicos en dicho coeficiente durante el tercer trimestre del año. Estas reducciones podrían ir acompañadas de hasta dos recortes de los tipos de interés de 25 puntos básicos cada uno, en especial si el entorno externo no mejora. El objetivo de déficit en el presupuesto de 2012 apoya el crecimiento y contiene un incremento del gasto en vivienda asequible, iniciativas sociales y otros proyectos de infraestructuras de gran prioridad. Los diversos recortes de impuestos también deberían contribuir a apoyar el consumo privado.

La apreciación de la moneda se ha desacelerado considerablemente a causa de la debilidad del entorno externo, lo que ha provocado la reducción del superávit por cuenta corriente y una menor acumulación de reservas. El valor del RMB se ha mantenido prácticamente sin cambios frente al dólar estadounidense en lo que va de 2012. Dado que en nuestro escenario contemplamos ciertas mejoras en el entorno externo, esperamos que se reanude una apreciación limitada durante el resto del año (2-3% frente al dólar estadounidense). Al mismo tiempo, la banda de fluctuación diaria del RMB se ha ampliado recientemente, lo que podría crear una mayor volatilidad en las dos direcciones.

El riesgo principal para las perspectivas sigue siendo la incertidumbre del entorno mundial debido a la evolución de la crisis financiera y de deuda soberana de Europa. El crecimiento de las exportaciones se ha desacelerado, y el resultado ha sido la reducción del superávit comercial y un crecimiento económico más lento. Las tensiones financieras de Europa también podrían provocar un enfriamiento de la propensión al riesgo y de la inversión de cara al futuro. Dicho esto, si se materializaran los riesgos a la baja, habría margen para aplicar medidas de estímulo dirigidas a apoyar el crecimiento y a evitar un aterrizaje brusco.

La fragilidad financiera interna sigue presente, pero se ha moderado un poco en el último trimestre. En particular, siguen produciéndose ajustes a la baja en los precios inmobiliarios a un ritmo modesto; el repunte del crecimiento de los préstamos a través del sistema bancario formal está contribuyendo a aliviar la escasez de financiación tras las restricciones impuestas a los préstamos de la banca informal y se ha impedido un nuevo aumento de la deuda de los gobiernos locales. No obstante, seguimos supervisando estas fragilidades, ya que frenarlas sigue siendo un reto, especialmente a medio plazo.

1. Panorama externo: recuperación global, pero se reavivan los riesgos

Antes de pasar a China, repasamos la *Situación Global*. Si lo desea, puede pasar directamente a la sección de China en la página 8.

El crecimiento global se recuperará gradualmente, con mayores diferencias regionales de crecimiento y riesgos fuertemente sesgados a la baja

Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el anterior, teniendo en cuenta un mayor crecimiento en Asia sin China (incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido –pero modesto– dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0,6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que aumenta la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas.

El aumento en el crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicada hasta mediados de 2011. Además, el crecimiento en América Latina también se recuperará, en gran medida por el mayor crecimiento en Brasil de la mano de una política monetaria más acomodaticia, a la vez que México mantiene un crecimiento superior al 3,5% ayudado por la demanda de EE.UU., la mejora de la competitividad y las favorables condiciones de financiación. Por otro lado, EE.UU. continuará sosteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0,6% en 2012 y 2013, significativamente menor que en recuperaciones anteriores. Sin embargo, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona del euro en 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que estas se redujeran temporalmente en el primer trimestre.

Por lo tanto, las economías emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento de alrededor de 4 puntos porcentuales frente a las economías desarrolladas para el conjunto de 2012 y 2013. A su vez, Europa y EE.UU. también seguirán aumentando sus diferencias de crecimiento en los próximos dos años, aun cuando esperamos que las autoridades europeas sigan tomando acciones decisivas que poco a poco disminuyan las tensiones financieras.

Con todo, nuestras proyecciones de crecimiento no son muy diferentes de las de nuestro anterior Situación Global, publicado en febrero. Esperamos un crecimiento mundial de 3,6% en 2012 y 4% en 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (ver Gráfico 1). Pero, como se mencionó antes, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa, y por lo tanto los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.

En este contexto, las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. Sin embargo, la efectividad de su intervención (convencional o no) está disminuyendo, mientras que al mismo tiempo aumentan los costes, incluyendo el riesgo de una menor independencia del banco central y los daños colaterales de las medidas no convencionales. Por lo tanto, es hora de que las autoridades e instituciones en los EE.UU. y Europa releven a los bancos centrales de manera decisiva en su tarea de reavivar el crecimiento, mediante la implementación de reformas económicas e institucionales y la gestión de los riesgos fiscales. Mientras estas medidas entren en vigor, los bancos centrales deben seguir apoyando el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

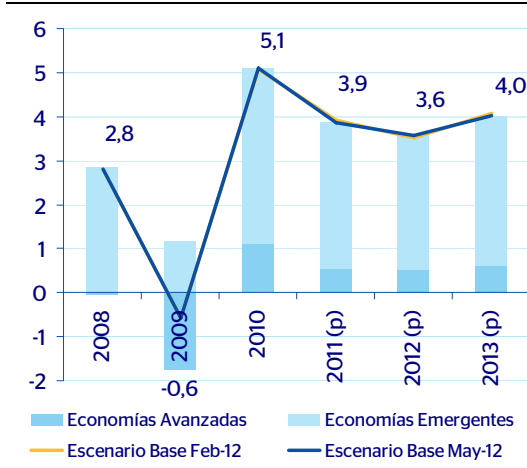
Las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas continuarán apoyando condiciones de financiación favorables en los países emergentes. Aquí los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte presionados por los precios del petróleo) y la fuerte

demanda interna. La diferencia en las previsiones de inflación en Asia y América Latina – disminución en la primera, pero estable en la segunda– condicionará sendas de tipos oficiales diferentes en ambas áreas. Estimamos que ha llegado el fin del ciclo de relajamiento monetario en gran parte de economías emergentes de Asia (con la notable excepción de China e India), y un cauteloso sesgo restrictivo en la mayor parte de América Latina, excepto en Brasil.

Ha habido algunos avances para resolver la crisis europea, pero aún es necesario dar pasos clave

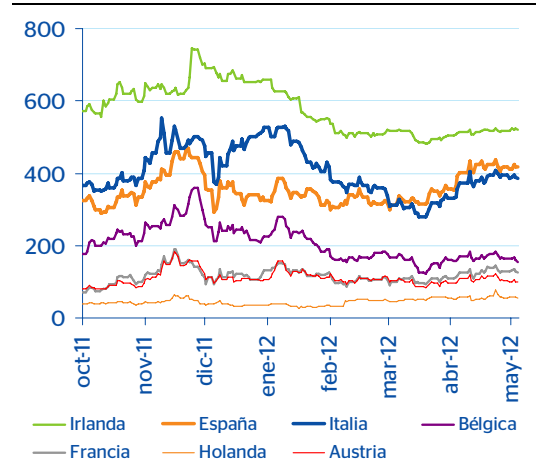
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay muchas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos del público, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo, incluyendo por la fatiga reformadora y una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se aprobó una capacidad de nuevos préstamos de 500.000 millones de euros por parte del Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM), lo que se añade a los 200.000 millones ya comprometidos por el EFSF. Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, dado que las necesidades de financiación de España e Italia en los próximos 3 años son superiores a esa cifra y a la presunción de que los préstamos de ESM tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. Además, no está claro qué parte del aumento de los recursos del FMI por 430.000 millones de dólares (aproximadamente 330.000 millones de euros) podría estar dirigida a los países europeos. Un tercer elemento está relacionado con el tratado fiscal (pendiente de aprobación nacional), el que compromete a los gobiernos a déficit estructurales no mayores al 0,5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en "circunstancias excepcionales" puede presentar el tratado como no lo suficientemente estricto como para justificar una acción más enérgica por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal o los eurobonos. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta clara hacia dónde se dirige Europa.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Prima de riesgo soberano en Europa (diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

El recrudescimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa del riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (ver Gráfico 2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales ya que los mercados (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudaban de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos

sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, en este último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre (ver Gráfico 2).

El corto efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento resalta dos conclusiones. En primer lugar, las acciones del BCE sólo pueden salvar el corto plazo, para ganar tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto quiere decir que no se puede empezar ya a hablar de estrategias de salida para el BCE, pero también implica que deben empujarse las reformas económicas, al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro, con un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada (para no arriesgarse a ser señalado por los mercados), apuntando a objetivos de déficit estructural -en consonancia con el espíritu del tratado fiscal- y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de esta mayor gradualidad, los Estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales.

Los precios actuales del petróleo tendrán solo un impacto moderado en el crecimiento mundial, aunque un fuerte repunte plantea un riesgo elevado

Una segunda amenaza a la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP).

En nuestro escenario base, consideramos unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012, alrededor de un 15% más alto que en nuestras previsiones de febrero. En nuestra opinión, esto sólo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Esto, unido a la debilidad del ciclo evitará el endurecimiento de la política monetaria, lo que ha sido uno de los canales tradicionales de transmisión de mayores precios del petróleo a un menor crecimiento. No obstante, si el conflicto se intensifica en el Golfo, podría haber un aumento muy fuerte y brusco en los precios del petróleo, e incluso si los bancos centrales no reaccionan aumentando sus tipos de interés, el crecimiento podría verse dañado por el consiguiente incremento de la aversión global al riesgo.

2. Tendencia a la moderación del crecimiento

Tal como se había previsto, el crecimiento económico de China se ha moderado con respecto al rápido ritmo de 2010 (10,4%), cuando cundieron los temores de recalentamiento. La desaceleración actual refleja tanto el efecto de las medidas políticas adoptadas deliberadamente a comienzos de 2011 para desacelerar la economía como la continua debilidad de la demanda externa debido al aletargamiento de la economía mundial. El crecimiento de todo el año 2011 se desaceleró hasta el 9,2% como consecuencia de la mayor debilidad de la inversión y las exportaciones.

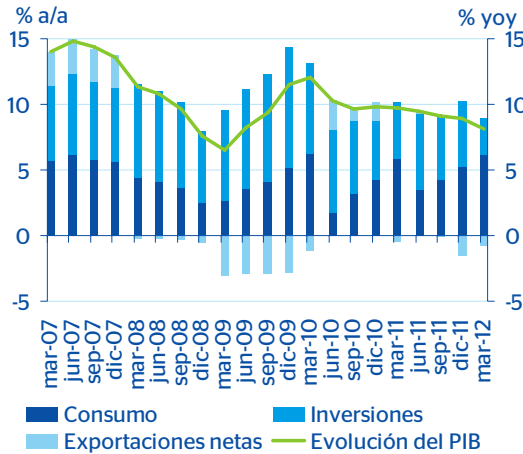
La desaceleración del crecimiento y diversas fragilidades financieras internas han dado lugar a que muchos observadores se preocupen por la posibilidad de un aterrizaje brusco. Aunque el crecimiento del PIB del primer trimestre (8,1% a/a) se desaceleró más de lo previsto y llegó a su nivel más bajo en tres años, los últimos indicadores de actividad sugieren que el aterrizaje brusco se ha evitado. La flexibilización de la política monetaria contribuye a fomentar la demanda interna, y algunos indicadores adelantados sugieren que el crecimiento podría repuntar en los próximos trimestres, en línea con nuestras previsiones anteriores de un crecimiento del PIB del 8,3% en 2012. Aunque todavía persisten las fragilidades financieras (que incluyen la caída de los precios inmobiliarios, las secuelas del rápido aumento del crédito de la banca informal y el elevado nivel de endeudamiento de los gobiernos locales), parece que esta situación sigue siendo manejable a corto plazo.

El crecimiento del PIB se desacelera a un ritmo gradual

El crecimiento del PIB del primer trimestre siguió desacelerándose y ha caído hasta un nivel inferior a lo previsto, un 8,1% a/a desde el 8,9% a/a en el 4T (Gráfico 3). Según los datos oficiales desestacionalizados, la desaceleración fue menos pronunciada en términos intertrimestrales, situándose en el 1,8% t/t desde el 1,9% del 4T. La moderación del PIB del primer trimestre fue atribuible en su mayor parte a la desaceleración de la inversión y las exportaciones. Por lo general, el consumo privado se ha mantenido, continuando la tendencia de 2011 y en coherencia con un reequilibrio gradual de la economía hacia la demanda interna, como se destacó en las prioridades a medio plazo establecidas en el último plan quinquenal. Cabe destacar que el superávit por cuenta corriente ha retrocedido drásticamente desde sus máximos de 2007 hasta el 2,8% del PIB en 2011 (Gráfico 4).

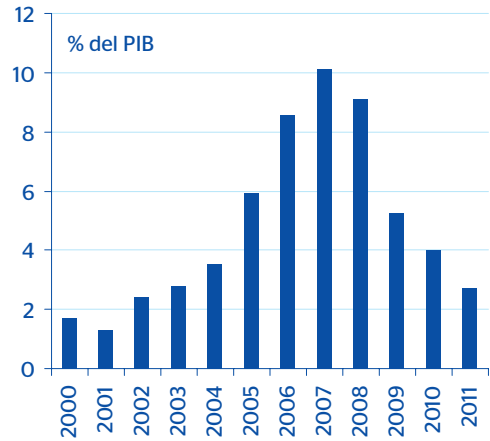
Aunque los resultados de abril fueron más débiles de lo previsto, la fortaleza global de los indicadores de actividad de alta frecuencia de los últimos meses ha contribuido a reducir la preocupación por un aterrizaje brusco. El crecimiento de la inversión en activos fijos urbanos se ha mantenido en torno al 20% a/a, mientras que el aumento de las ventas minoristas se ha moderado un tanto (Gráfico 5). En cuanto a la producción, la del sector industrial también ha experimentado una ralentización. En cambio, el PMI oficial, otro indicador que se observa muy de cerca, ha permanecido desde noviembre por encima del 50% que marca el umbral de expansión/contracción, y ha mostrado una tendencia al alza durante cinco meses consecutivos; el PMI del sector privado (Markit) ha estado recientemente un poco más débil, lo que muy probablemente refleja una diferencia en la composición de las empresas de menor tamaño y más orientadas hacia las exportaciones (Gráfico 6).

Gráfico 3
La fuerte demanda interna ha impulsado el crecimiento del PIB



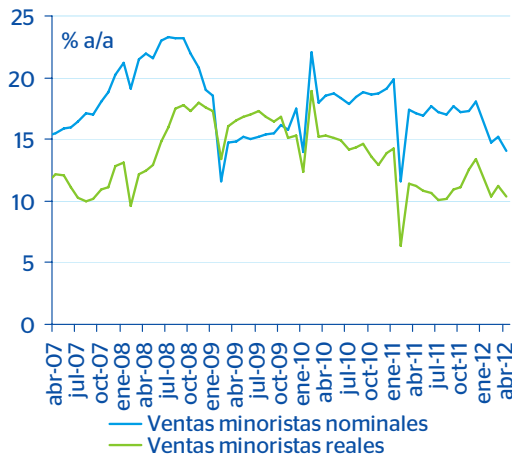
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 4
Reducción del superávit por cuenta corriente



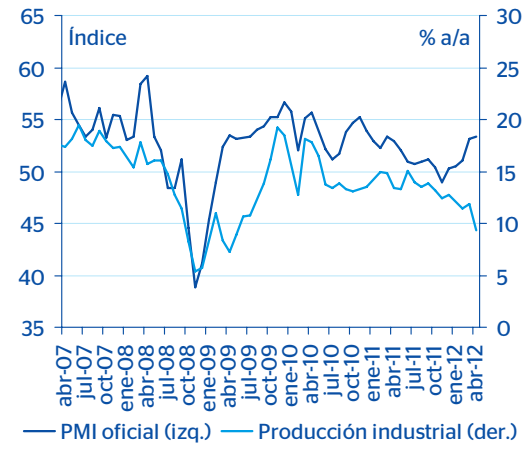
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 5
Las ventas minoristas se desaceleran, pero se mantienen razonablemente sólidas



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6
El PMI ha estado subiendo por encima del umbral de 50

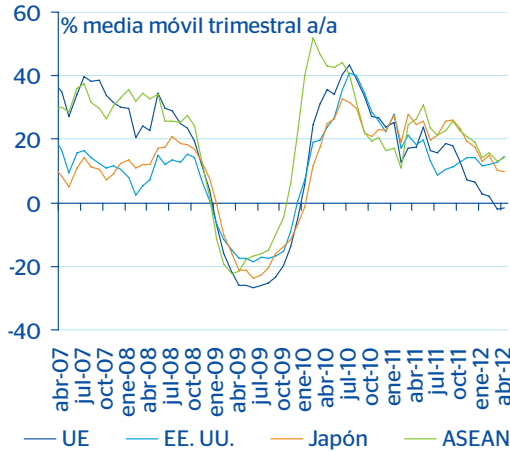


Fuentes: CEIC y BBVA Research

El superávit comercial y el superávit por cuenta corriente se han reducido drásticamente

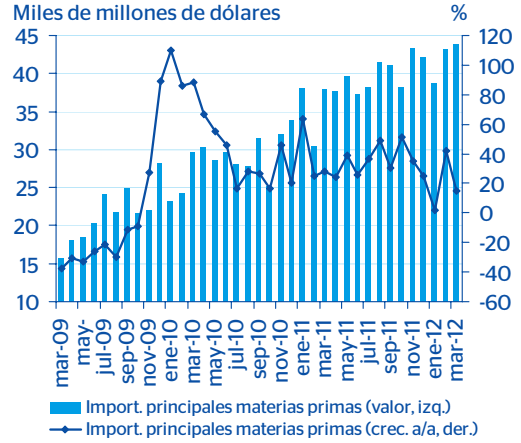
El crecimiento de las exportaciones se ha ido reduciendo continuamente hasta llegar a un promedio del 7,6% a/a en el 1T 2012 desde el 20,6% en el 3T 2011 al 14,3% en el 4T 2011. Esta desaceleración ha sido causada por el debilitamiento de la demanda externa, en especial desde la UE, el mayor mercado de exportaciones de China, que representa cerca del 20% del total de las exportaciones (Gráfico 7). También ha disminuido el crecimiento de las importaciones, lo cual refleja la moderación de la demanda interna (incluidas las materias primas) y una estabilización de la importación de bienes intermedios, lo que es coherente con la reducción de los pedidos de exportación (Gráficos 8 y 9). En general, la balanza comercial siguió en superávit durante el primer trimestre, situándose en 810 millones de dólares, a pesar del déficit comercial mensual provisional de febrero (Gráfico 10). Por otro lado, el superávit por cuenta corriente del primer trimestre bajó hasta los 24.700 millones de dólares, frente a la media trimestral de 50.400 millones de 2011.

Gráfico 7
El crecimiento de las exportaciones ha disminuido, en especial a la UE



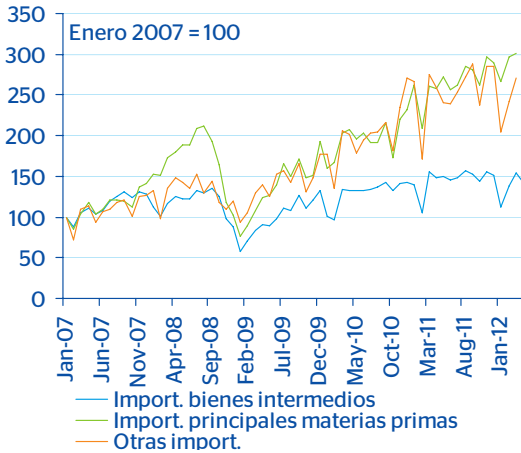
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
Las importaciones de materias primas se mantienen sólidas, aunque se estabilizan por la caída de los precios



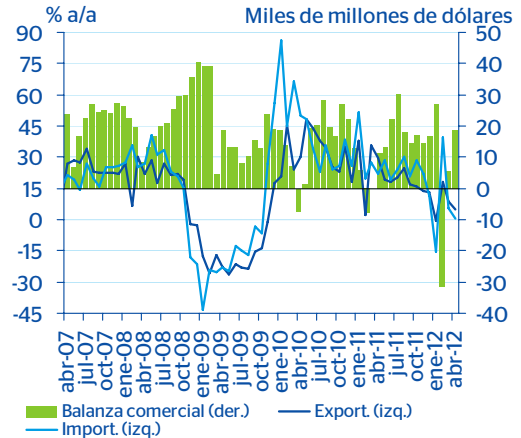
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 9
Las importaciones de bienes intermedios se han estabilizado



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 10
El crecimiento de las exportaciones y de las importaciones se debilita



Fuentes: CEIC y BBVA Research

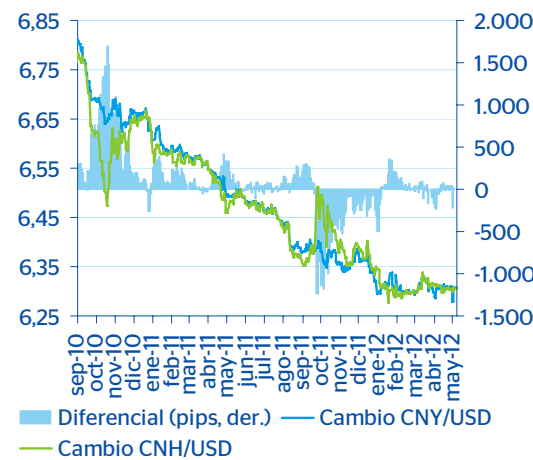
La lenta apreciación de la moneda refleja un entorno exterior más debilitado

Tras revalorizarse en torno a un 5% frente al dólar estadounidense el año pasado, la apreciación del RMB prácticamente se ha estancado en los últimos meses (Gráfico 11). Aunque la divisa china sigue fuertemente controlada —a pesar de que se ha ampliado la banda de fluctuación diaria en aras de una mayor flexibilidad y para atender a la demanda de las fuerzas del mercado, tal como explicamos a continuación— la ralentización de la tendencia de apreciación no es sorprendente en vista de la disminución de la entrada de capitales externos, como lo evidencia la reciente estabilización del ritmo de acumulación de reservas. Además, una sustancial apreciación del tipo de cambio real efectivo en 2011 (resultado, en parte, de una inflación interna relativamente alta) podría haber llevado a las autoridades a considerar que el tipo de cambio real actual estaba próximo al equilibrio (Gráfico 12).

Las expectativas de los mercados con respecto al ritmo de apreciación han disminuido después de que los resultados de crecimiento fueran más débiles y de la drástica reducción del superávit por cuenta corriente. De hecho, los futuros con liquidación por diferencias a un año están descontando una depreciación cercana al 0,6% (Gráfico 13).

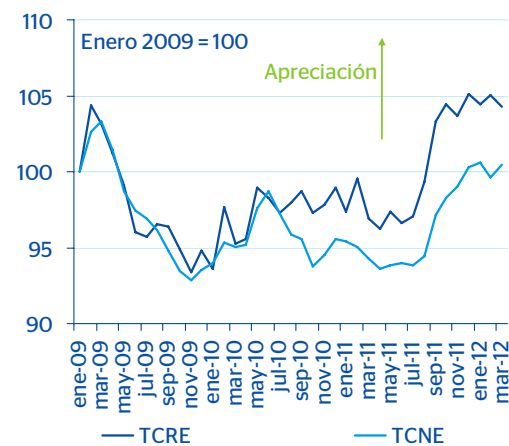
En lo que respecta a la moneda, el acontecimiento reciente más significativo es la ampliación de la banda de cotización diaria a partir del 16 de abril (hasta +/- 1,0% desde el +/- 0,5% anterior). Aunque el momento y el grado de ampliación eran inciertos, esta medida había sido prevista por los participantes del mercado, ya que las autoridades habían señalado recientemente que tenían previsto "facilitar la determinación de la cotización y reforzar la flexibilidad del tipo de cambio del RMB". Con el tiempo, esperamos que esta ampliación de la banda de fluctuación conlleve una mayor flexibilidad bilateral. Más allá del objetivo general de impulsar la reforma de la moneda, la medida debería disuadir entradas de "dinero caliente" al eliminar las apuestas unilaterales en cuanto a la dirección de las fluctuaciones de cambio (véase una explicación más detallada en el Recuadro 1). Sin embargo, hasta ahora la decisión apenas ha tenido efecto sobre las transacciones de divisas.

Gráfico 11
La apreciación de la moneda frente al dólar se ha desacelerado en los últimos meses



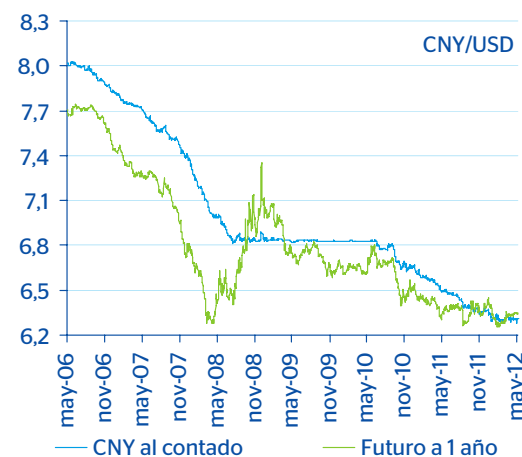
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 12
La apreciación efectiva se ha estabilizado



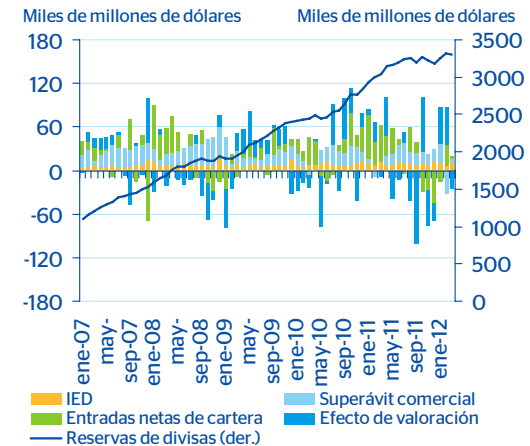
Fuentes: BIS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 13
Los futuros sobre RMB descuentan la depreciación



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 14
Entradas netas de cartera inferiores son uno de los factores de la menor acumulación de reservas



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Recuadro 1: Evolución reciente de la política cambiaria

Las recientes reformas de la política cambiaria china se iniciaron en julio de 2005, cuando se abandonó la vinculación del RMB al USD, sustituyéndose por un mecanismo flexible basado en una cesta de monedas de los socios comerciales más importantes. A partir de ese momento, el RMB se fue apreciando gradualmente frente a la moneda estadounidense hasta que el proceso se suspendió desde mediados de 2008 hasta mediados de 2010, durante la crisis financiera mundial. Desde julio de 2005, la apreciación acumulada del RMB frente al USD ha sido de aproximadamente el 25%.

Por otro lado, para incrementar la volatilidad diaria se permitió que el RMB fluctuase según la oferta y la demanda del mercado dentro de una banda específica. Hasta el momento, la banda ha sido ampliada dos veces: el 21 de mayo de 2007 hasta el +/-0,5% (desde el +/-0,3% vigente), y el 16 de abril de 2012 hasta el +/-1,0%. La ampliación más reciente fue acompañada de una medida que permite a los bancos locales mantener posiciones cortas en monedas extranjeras como método de cobertura contra los riesgos de cambio, en vista de la alta volatilidad anticipada.

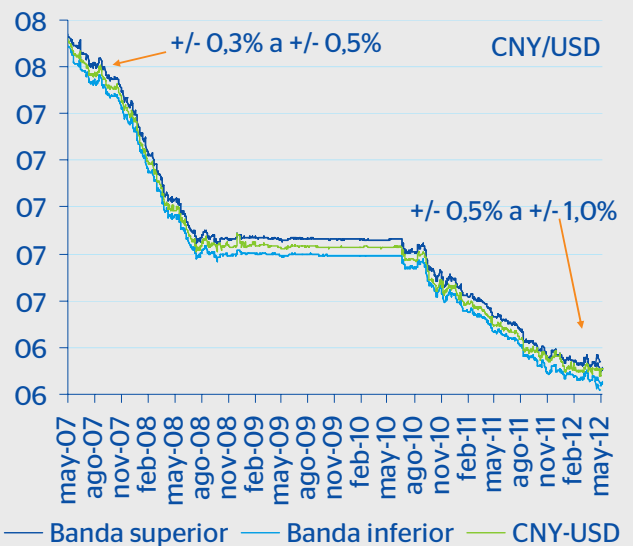
La reciente ampliación de la banda puede interpretarse como un paso más hacia un eventual sistema cambiario de mercado. Se prevé que con ello se incrementará la volatilidad diaria del RMB. Según el BPdC, la ampliación de la banda de fluctuación diaria "contribuirá a la determinación de la cotización y reforzará la flexibilidad del tipo de cambio del RMB". Observando el pasado, la volatilidad diaria de la moneda china aumentó notablemente tras la ampliación de la banda de fluctuación en 2007 (Gráfico 15) y superó con frecuencia los antiguos límites del +/-0,3%. No obstante, los máximos y mínimos intradía rara vez alcanzaron los nuevos límites superior e inferior (el superior, de depreciación, se alcanzó 19 veces, en tanto que el inferior nunca se tocó). Por consiguiente, cabe esperar que, eventualmente, la volatilidad diaria de la divisa china se vea incrementada por la reciente iniciativa.

Sin embargo, la ampliación de la banda de fluctuación diaria no indica en sí misma nada con respecto al nivel o a la dirección del RMB. En particular, el tipo de cambio del

RMB sigue siendo determinado diariamente por el BPdC en función de una cesta de monedas.

Es importante considerar las reformas del marco cambiario del RMB en el trasfondo de las reformas financieras generales de China, que incluyen la internacionalización de su moneda, la apertura gradual de las cuentas de capitales y la liberalización de los tipos de interés. Una ampliación de la banda no solo contribuirá a determinar la "cotización equilibrada", sino que además facilitará la preparación de un mecanismo de tipo de cambio del RMB basado en el mercado.

Gráfico 15
Ampliación de la banda de fluctuación diaria del RMB frente al USD



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Flexibilización de la política para apoyar el crecimiento

Como ya mencionamos en nuestro anterior informe *Situación China* del pasado mes de febrero, la desaceleración de la actividad y el débil entorno externo han dado como resultado una flexibilización gradual de las políticas económicas para apoyar el crecimiento. En cuanto a la política monetaria se han realizado nuevos recortes en el coeficiente de caja, conjuntamente con medidas para facilitar el flujo de crédito hacia las PYMES. En cuanto a la política fiscal, tal como se había previsto, el presupuesto de 2012 anunciado en la clausura de la Asamblea Nacional Popular de marzo incorpora medidas de fomento del crecimiento y refleja una tendencia expansiva (Recuadro 2).

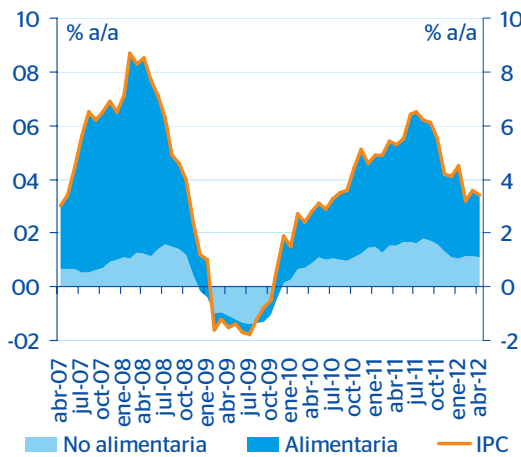
La baja inflación da margen a políticas monetarias expansivas

Después de llegar a su máximo del 6% a/a en julio, la inflación ha caído gradualmente hasta situarse en el límite superior del nivel de confort de las autoridades, un 4% (Gráfico 16), lo cual deja margen para una flexibilización monetaria que favorezca el crecimiento. En abril, la inflación registró un 3,4% a/a gracias a la estabilidad de las tendencias de los precios de alimentos y de los productos no alimentarios. La inflación de los precios mayoristas también ha caído con fuerza desde su máximo del 7% a/a (en julio pasado) hasta el -0,7% de abril.

Las autoridades recortaron el coeficiente de caja por segunda vez desde que comenzó el ciclo de flexibilización el pasado mes de noviembre; el recorte aplicado fue de 50 puntos básicos, hasta el 20,5% para los bancos grandes (Gráficos 17 y 18). Esta medida, junto con una serie de operaciones en el mercado abierto para mejorar la liquidez, ha dado lugar a la flexibilización de las condiciones de liquidez y a la moderación de los tipos interbancarios (Gráfico 19).

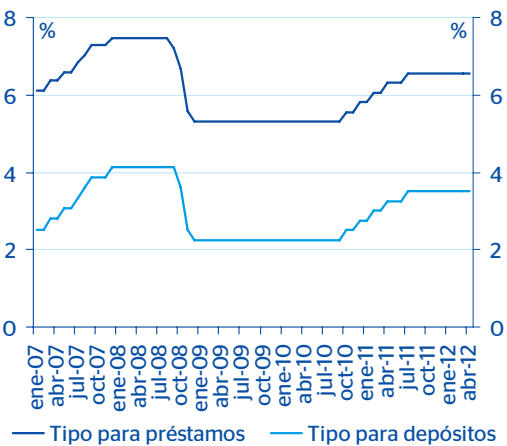
Por otro lado, el mercado bursátil chino ha tenido resultados desfavorables por los escasos beneficios y por la desaceleración del crecimiento (Gráfico 21). Dicho esto, la recuperación prevista del crecimiento, junto con otras medidas implementadas recientemente que incluyen la posibilidad de permitir que los fondos de inversión inviertan en el mercado bursátil y un recorte del 25% en las tasas, augura una recuperación del mercado bursátil hacia finales de este año.

Gráfico 16
La inflación ha seguido cayendo



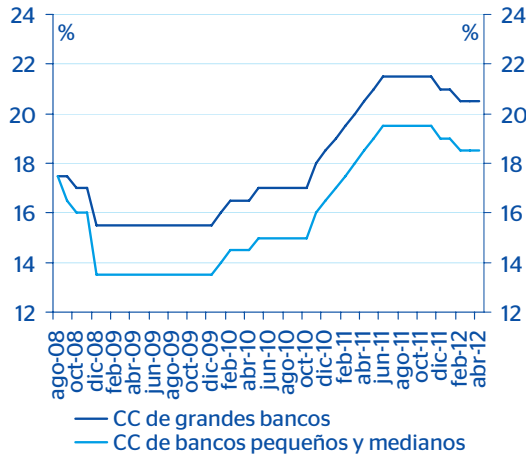
Fuentes: CEIC y BBVA Research

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



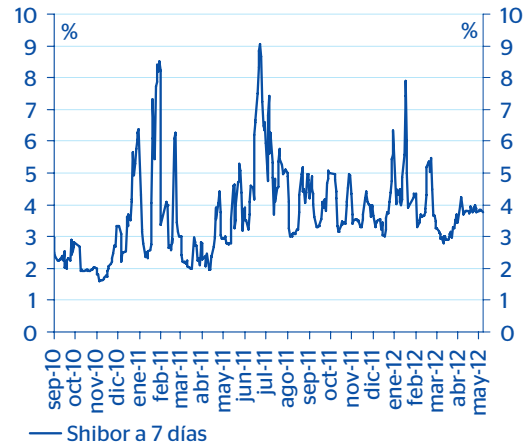
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 18
...con dos reducciones de los coeficientes de caja desde noviembre



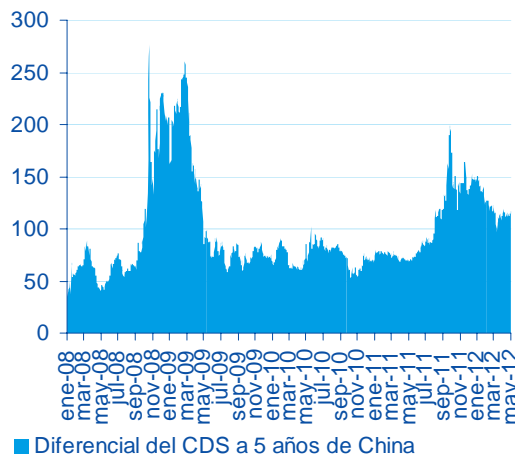
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 19
Las tasas interbancarias se mantienen razonablemente bajas



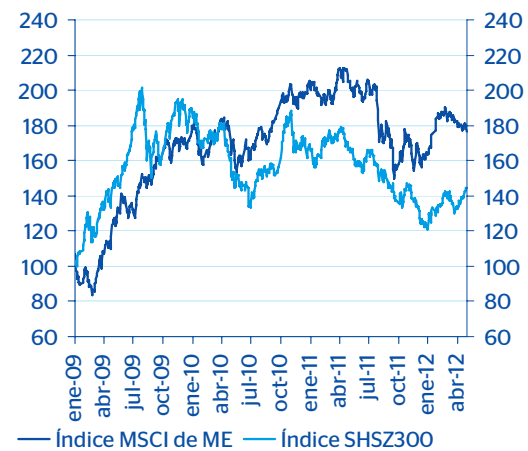
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 20
Los diferenciales de los CDS de China se han mantenido elevados por la aversión global al riesgo...



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 21
... y el rendimiento del mercado de valores ha sido inferior (Ene 2009 = 100)



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Las masas monetarias y crediticias se estabilizan

En coherencia con la postura de flexibilización monetaria, el crecimiento del crédito y de la M2 han mostrado indicios de estabilización tras haberse moderado durante gran parte de 2011 (Gráfico 22). En marzo, los préstamos nuevos (15,7% a/a) repuntaron hasta situarse en un billón de RMB, contribuyendo así a disipar las inquietudes acerca de la desaceleración del crecimiento del crédito; aunque se produjo una ligera desaceleración en abril (15,4% a/a), los nuevos créditos acumulados en los primeros cuatro meses del año ascendieron a 3,14 billones de RMB, en línea con el objetivo informal del conjunto del año, aproximadamente entre 8,0 y 8,5 billones de RMB. Sin embargo, durante el mismo periodo, la financiación social total (FST), un patrón de medida más global de la evolución del crédito (que combina las formas de financiación bancarias y no bancarias), subió únicamente un 1,9% a/a en marzo (Gráfico 23). La divergencia entre el crecimiento de los créditos nuevos y la FST refleja los esfuerzos que se han realizado anteriormente para poner freno a las actividades de la banca informal o banca en la sombra.

Política fiscal de 2012 en apoyo al crecimiento

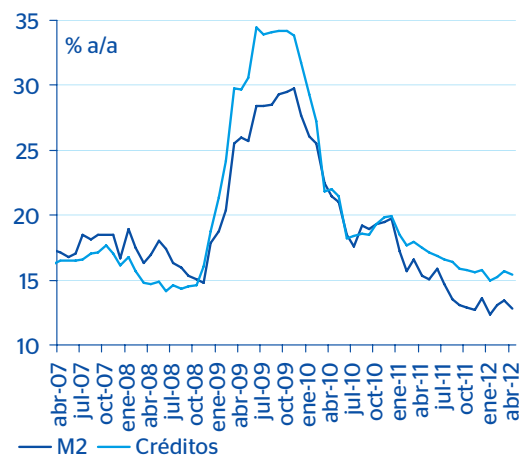
En línea con la “postura monetaria prudente y la postura fiscal proactiva” anunciada por las autoridades, en la Asamblea Nacional Popular de China (ANP) de marzo se publicó un presupuesto anual que, en general, sigue apoyando el crecimiento. El presupuesto tiene como objetivo un déficit mayor para 2012, que asciende aproximadamente a un 2% del PIB (tras contabilizar un 0,5% del PIB en ingresos ahorrados el año pasado), desde el resultado del 1,3% registrado en 2011. El presupuesto incluye la intensificación del gasto en áreas sociales, la construcción de vivienda asequible y los cuidados médicos y sanitarios (véase el Recuadro 2 para obtener más información sobre los resultados de la política de la ANP).

Según los informes gubernamentales, parece que el gasto público se aceleró hacia finales del 1T, con un notable repunte en el ritmo de inversión en vivienda asequible e infraestructuras. La inversión en infraestructuras de transporte también ha experimentado un repunte significativo tras haberse producido una pausa en la segunda mitad de 2011 debido a cuestiones de seguridad en la red de ferrocarriles de alta velocidad. El repunte de ese gasto es coherente con el énfasis de la declaración política de la ANP acerca de la finalización de importantes proyectos de infraestructura en el próximo año.

También se han propuesto varias iniciativas fiscales para impulsar el consumo mediante recortes de impuestos. Después de subir el umbral de los ingresos sujetos a imposición fiscal el pasado mes de septiembre (de 2.000 a 3.500 RMB al mes), los ingresos fiscales por el impuesto sobre la renta siguieron cayendo en el 1T, hasta retroceder un -6,24% a/a (Gráfico 25). Además, es probable que el programa piloto del IVA aplicado en Shanghái para reemplazar el impuesto de operaciones en determinados sectores de servicios, cuyo resultado es una reducción de la carga impositiva, se extienda pronto a otras ciudades importantes, incluida Pekín. Sin embargo, tal como habíamos previsto, todavía no se han anunciado las subvenciones para fomentar el consumo, ya que aún se siguen debatiendo.

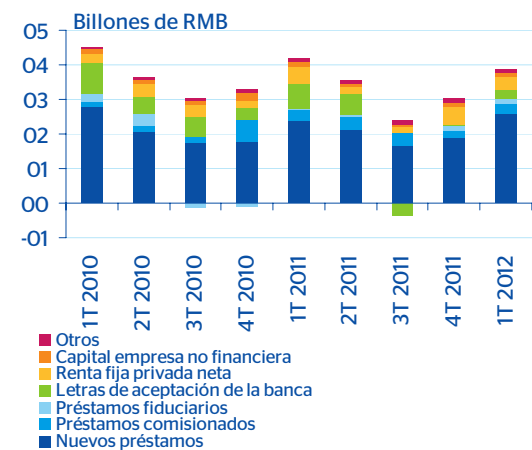
El aumento de los salarios y de las rentas del trabajo también forma parte del paquete de medias políticas para impulsar el consumo interno. Los ingresos mensuales medios de los trabajadores inmigrantes, que constituyeron la principal fuente de mano de obra de bajo coste en la década pasada, se incrementaron en un 16,6% a/a en el 1T de 2012, solo un poco por debajo del crecimiento del 21,2% registrado en el trimestre anterior.

Gráfico 22
El crecimiento del crédito y de la M2 podría comenzar a repuntar



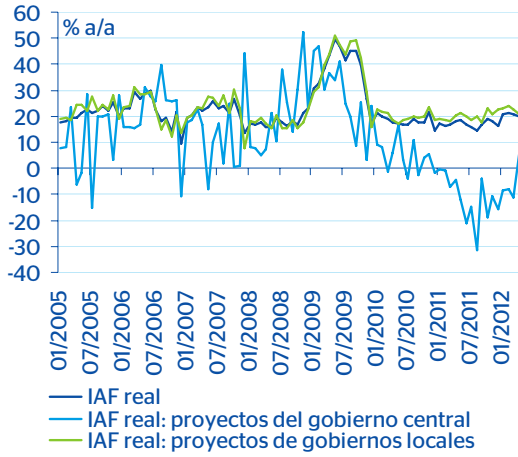
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 23
La financiación social total repuntó en el primer trimestre



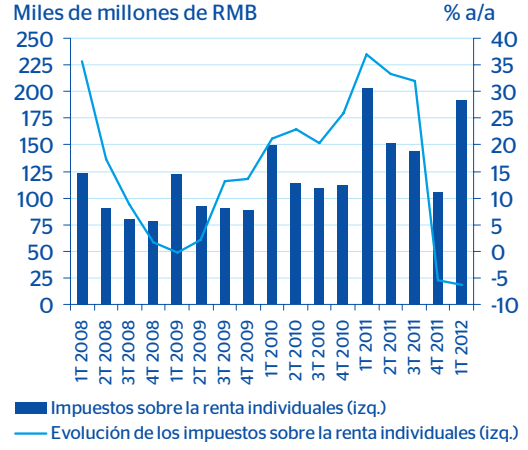
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 24
Inversión real en proyectos públicos



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 25
Una estructura impositiva más progresiva gracias a recortes de impuestos para los contribuyentes con menos renta



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Recuadro 2: Principales resultados de la Asamblea Nacional Popular de 2012

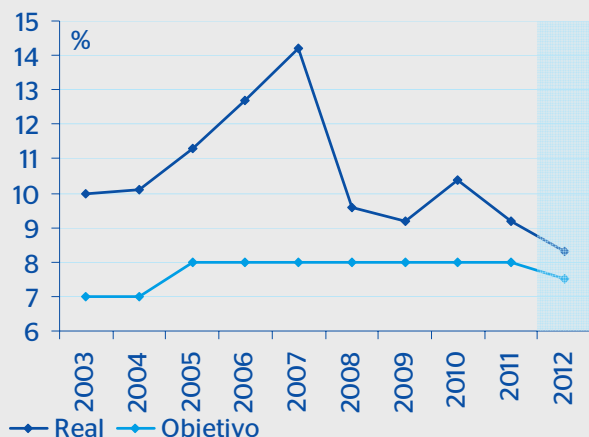
La Asamblea Nacional Popular (ANP) anual de 2012 se celebró en marzo y, tal como estaba programado, se establecieron los principales objetivos macroeconómicos y el presupuesto del gobierno central. El CNP de este año reafirmó la combinación de políticas del gobierno que se resumen en una "postura monetaria prudente y una postura fiscal proactiva" (vigente desde finales de 2011), y publicó los principales objetivos anuales, incluido el crecimiento del PIB (7,5%), la inflación (4,0%), el déficit presupuestario (1,5%) y el crecimiento de la M2 (14,0%). Lo más destacable es que el objetivo de crecimiento fue inferior al fijado en los años anteriores (8,0%).

¿Qué implica un objetivo de crecimiento más bajo?

La reducción del objetivo de crecimiento oficial al 7,5% desde el 8,0%, donde se había mantenido desde 2005, despertó una gran atención en los mercados. De hecho, el nuevo objetivo está en línea con las expectativas anunciadas el año pasado cuando se publicó el 12º plan quinquenal. Hay que destacar que el objetivo de crecimiento oficial debe interpretarse como un suelo más que como una previsión en sí misma del resultado de crecimiento. En el pasado los resultados de crecimiento reales han superado constantemente los objetivos por un margen considerable (Gráfico 26).

Gráfico 26

Los resultados del PIB de China superan normalmente los objetivos



Fuentes: Informe del gobierno, NBS y BBVA Research

Tal como se señalaba en el plan quinquenal, un objetivo de crecimiento más bajo refleja que la atención se centra ahora en el reequilibrio y en la calidad del crecimiento. Por consiguiente, los planificadores económicos del gobierno podrían estar enviando señales de que su prioridad ya no es lograr cifras elevadas de crecimiento como un fin en sí mismas, sino más bien lograr la calidad del crecimiento, incluidas la protección social y las mejoras medioambientales.

El menor objetivo de crecimiento también refleja la aceptación de que el crecimiento potencial de China a medio plazo se está reduciendo. Según nuestras estimaciones, el crecimiento potencial caerá desde el nivel aproximado del 9% actual hasta el 8% hacia 2016, debido a los efectos del envejecimiento de la población, la menor acumulación de capital y el descenso del crecimiento de la productividad total de los factores.

Los parámetros presupuestarios de 2012 apoyan ligeramente el crecimiento

El objetivo de déficit presupuestario y las políticas subyacentes son en general coherentes con una postura política de apoyo al crecimiento. Aunque el objetivo de déficit presupuestario anunciado oficialmente, un -1,5% del PIB no parece particularmente expansivo sobre el papel (un ligero aumento con respecto al -1,3% del PIB del año pasado), en realidad incluye una importante dosis de estímulo. Excluyendo una transferencia del 0,5% procedente del superávit de ingresos del año pasado (depositados en fondo de estabilidad fiscal), el déficit presupuestario ajustado estaría más cerca del 2,0% en términos comparables a los del año pasado.

El presupuesto de 2012 coincide en líneas generales con nuestras previsiones anteriores en política fiscal, con cierta intensificación del gasto social, medidas de fomento del consumo interno con recortes de impuestos y apoyo a las PYMES mediante financiación, fiscalidad favorable y contratos públicos. Concretamente, se prevé que el gasto en educación, la mayor partida del presupuesto de 2012, aumente un 17,5% en 2012 con respecto al 14,6% de 2011. El gasto relacionado con la seguridad social y el empleo también aumentará en un 16,1% según el presupuesto. El gasto en vivienda asequible continuará con su rápido ritmo de crecimiento; se prevé que el presupuesto aumente un 15,1% en 2012, muy por encima del 9,6% de 2011 (Tabla 1).

Tabla 1

Objetivos del gasto presupuestario de 2012 de China

	Cuota del presupuesto de 2012	% de crecimiento 2012	% de crecimiento 2011
Educación	15,2	17,5	14,6
Seguridad social y empleo	10,4	16,1	14,2
Servicio público general	9,4	5,0	4,4
Agricultura, bosques y agua	9,0	13,7	15,9
Asuntos comunitarios urbanos y rurales	6,9	12,3	10,4
Transportes	6,6	10,1	12,0
Sanidad	5,9	15,4	13,0
Seguridad pública	5,6	11,5	13,8
Defensa	5,4	11,2	12,7
Vivienda asequible	3,5	15,1	9,6

Fuentes: Presupuestos del CNP de China para 2012 y BBVA Research

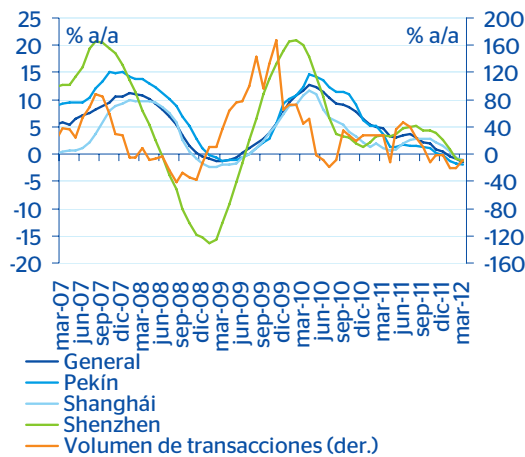
Nuevos progresos en la contención de las fragilidades financieras internas

Además del impacto del entorno externo sobre la economía de China, seguimos supervisando el progreso a la hora de abordar las diversas fragilidades internas que han aflorado en los dos últimos años. Las principales fragilidades, como hemos señalado en nuestros informes anteriores, son los ajustes a la baja de los precios del mercado inmobiliario, los elevados niveles de deuda de los gobiernos locales y las consecuencias del rápido aumento del crédito del sistema bancario informal. En el último trimestre se han realizado nuevos avances para atajar estos riesgos, aunque sigue habiendo retos, en especial a medio plazo.

Nuevas caídas en los precios inmobiliarios reducen el riesgo de burbuja...

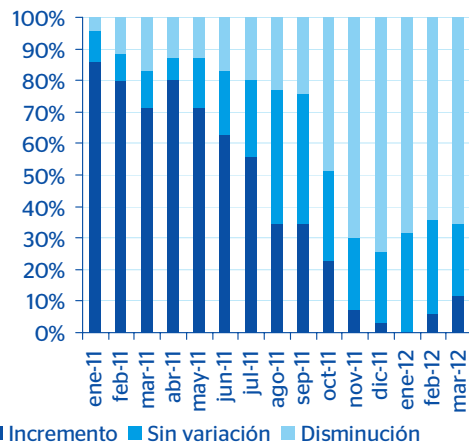
Los precios de las propiedades residenciales han seguido cayendo a un ritmo modesto (véase nuestro informe anual de [Situación Inmobiliaria](#)¹ para tener una visión más amplia de las tendencias y de las políticas aplicadas así como una valoración del grado de desajuste de los precios). Los precios inmobiliarios alcanzaron su máximo en julio del año pasado. Basándonos en los datos oficiales de la Oficina de Estadísticas China (NBS), calculamos que desde entonces la caída acumulada del precio medio a nivel nacional es un modesto -1,5%, mientras que solo en el primer trimestre de 2012 las caídas de los precios ascienden a un -0,7% (Gráfico 27). Más de la mitad de las 70 ciudades de las que la NBS ha hecho un seguimiento registraron en marzo caídas de los precios en términos secuenciales (Gráfico 28). Sin embargo, la magnitud de las caídas varía enormemente entre los distintos mercados. Por ejemplo, la región del bajo Yangtze, que incluye Shanghái, Hangzhou y Nanjing, muestra hasta ahora la mayor caída de precios, con caídas acumulativas que van de -1,8 a -6,5% desde julio. Además de la reducción de precios, también ha disminuido el volumen de operaciones, aunque experimentaron un repunte en marzo que quizá se deba a que los promotores recortaron los precios para eliminar la acumulación de inventarios (Gráfico 27).

Gráfico 27
Los precios y transacciones inmobiliarias se moderaron gradualmente en el 4T



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 28
La mayoría de las ciudades siguen registrando caídas en el precio de la vivienda



Fuentes: NBS y BBVA Research

Como ya observamos en informes anteriores, las caídas de los precios del mercado inmobiliario son en parte el resultado de medidas políticas deliberadas cuya finalidad es mantener la asequibilidad de la vivienda y reducir el riesgo de que se produzcan burbujas inmobiliarias desestabilizadoras. Pero el descenso de las operaciones de venta y de los precios de las ventas podría estar creando 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 para hacer frente al pago de sus obligaciones.

Aunque hay algunas pruebas anecdóticas del aumento de las tensiones financieras en algunos promotores, hasta ahora no hemos encontrado muchas evidencias de que haya un problema sistémico. Además, las autoridades del gobierno central han afirmado repetidas veces que no

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

tienen la intención de flexibilizar las restricciones de compra en un futuro cercano, pese a los esfuerzos de algunos gobiernos locales en esta dirección. Sin embargo, están apareciendo tentativas para flexibilizar las restricciones para los compradores de primeras viviendas. Entre ellas se incluyen, por ejemplo, los descuentos en los tipos de interés y reducir el importe de la entrada requerida en determinadas ciudades. Queda por ver si estos intentos tendrán éxito o no.

Los riesgos de la deuda de los gobiernos locales y del sistema bancario informal se reducen, al menos por ahora...

Aunque el elevado nivel de deuda de los gobiernos locales sigue planteando un reto, los riesgos a corto plazo se han reducido gracias al rápido crecimiento del PIB y a los esfuerzos por evitar que los gobiernos locales incurran en un mayor endeudamiento neto. En particular, la deuda de los gobiernos locales como porcentaje del PIB cayó hasta el 18,5% a finales de 2011 desde el 21,7% de hace un año. Según los datos del gobierno central, el total de la deuda pendiente de los gobiernos locales se mantuvo plano en términos nominales en 2011. La medida anunciada por la CBRC (la comisión reguladora del sistema bancario chino) el pasado mes de febrero que permite a los bancos refinanciar algunas deudas de los gobiernos locales también ha contribuido a ampliar el vencimiento de estos préstamos, aunque todavía hay que encontrar una solución más permanente.

Por otra parte, los préstamos del sistema bancario informal han continuado su tendencia a la baja durante el primer trimestre de este año a medida que las autoridades han seguido aplicando medidas para reducir dichos préstamos.

Las reformas financieras siguen avanzando, si bien gradualmente

Las reformas del sector financiero siguen siendo una prioridad a medio plazo, incluida la liberalización gradual del sistema financiero interno y la apertura de la cuenta de capital. Durante el trimestre pasado, se han tomado unas cuantas medidas adicionales al respecto. Además de la ampliación de la banda de fluctuación diaria del RMB, otras medidas incluyen:

- La implementación de un programa piloto en Wenzhou para: (i) reducir los umbrales de entrada de los nuevos bancos privados con el fin de mejorar la competitividad bancaria (esta medida canalizará las actividades crediticias privadas dentro del sistema bancario formal); y (ii) permitir a los individuos participar en inversiones de cartera en el exterior. El programa todavía está pendiente de que se ultimen algunos detalles y se proceda a su puesta en marcha. Si tiene éxito, las autoridades piensan ampliar el programa a otras ciudades con el tiempo.
- Planes para el establecimiento de un posible programa piloto en Shenzhen que permita a las empresas tomar préstamo en RMB con mayor libertad en el mercado off-shore de Hong Kong.
- Un incremento de la cuota agregada bajo el programa QFII, de 30.000 millones a 80.000 millones de dólares estadounidenses; y un incremento del programa RQFII de 20.000 millones a 70.000 millones de RMB.

Las políticas descritas anteriormente han ido acompañadas de declaraciones oficiales acerca de los planes para profundizar la liberalización del mercado de capital, la apertura del rango de actividades crediticias permitidas y la liberalización de los tipos de interés. Esto último se ha formulado como un esfuerzo para "romper el monopolio" del que disfrutaban los bancos propiedad del estado, cuyos beneficios han estado protegidos por el sistema de control de los tipos de interés existente, que incluye límites sobre el tipo de interés para depósitos y suelos sobre el tipo de interés para préstamos. Sin embargo, se prevé que estas políticas se lleven a cabo de forma muy gradual en los próximos años.

3. El crecimiento podría estar tocando fondo

Tal como se comentaba anteriormente, el crecimiento ha seguido moderándose a un ritmo gradual, contribuyendo así a aliviar las preocupaciones anteriores acerca del recalentamiento y manteniendo al mismo tiempo la velocidad necesaria para evitar un aterrizaje brusco. Aunque el crecimiento se desaceleró en el primer trimestre más de lo esperado por la debilidad del entorno externo, anticipamos un repunte del impulso debido a la solidez de la demanda interna y al mayor apoyo de las políticas económicas. Además, la mejora gradual del entorno externo que contempla nuestro escenario central debería proporcionar más apoyo por parte de la demanda externa a medida que avance el año. Por consiguiente, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para el periodo 2012-13 sin cambios en el 8,3% y el 8,7% respectivamente (Tabla 2). Dicho esto, el balance de riesgos sigue inclinado a la baja debido a las inciertas perspectivas de la economía mundial.

El crecimiento se mantendrá relativamente alto debido a la solidez del consumo privado

Nuestras previsiones de crecimiento para 2012-13 se asientan en un nuevo repunte del consumo interno, que debería compensar la desaceleración de la inversión y de las exportaciones. Prevedemos que el crecimiento aumente gradualmente durante el año a medida que las políticas fiscales y monetarias vayan tendiendo hacia un mayor apoyo al crecimiento y que la economía mundial mejore en el segundo semestre (Gráfico 29). A medio plazo, mantenemos nuestras expectativas de cambio gradual del modelo de crecimiento hacia la demanda interna, especialmente hacia el consumo privado (Gráfico 30).

Se prevé que la inflación siga siendo moderada a pesar del aumento de los precios del petróleo

Según nuestras previsiones, la inflación se mantendrá bajo control en 2012, con un promedio anual del 3,5%. Esta cifra refleja un ligero incremento con respecto a nuestras previsiones anteriores (3,3%) debido al impacto del aumento de los precios del petróleo según las hipótesis de nuestro escenario central. Prevedemos que la inflación interanual se desacelere hasta situarse en torno al 3,0% hacia mediados de año y que termine el año en el 3,8% debido a los efectos de base y al repunte de la demanda. A medio plazo, se prevé que la inflación se sitúe en torno a un promedio del 4%, impulsada en parte por el 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	3,5	3,8
Balance fiscal (% del PIB)	-2,8	-1,7	-1,1	-1,8	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	5,2	4,0	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	6,12	5,88

Fuente: BBVA Research

La combinación de políticas ahora promueve más el crecimiento

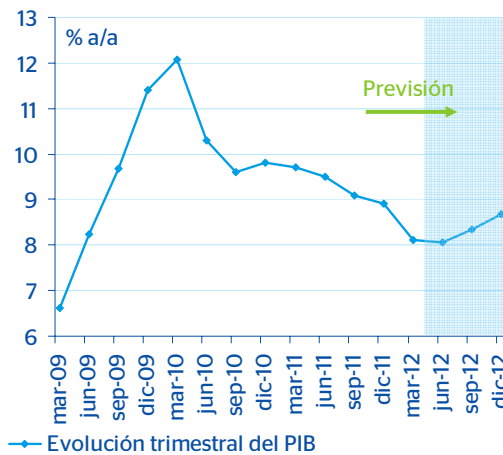
Nuestro escenario sigue incorporando una mayor flexibilización de la postura monetaria y la aplicación de políticas presupuestarias de apoyo al crecimiento en 2012. En vista de que se prevé que la inflación se mantenga dentro de la zona de confort de las autoridades, un 4%, consideramos que hay margen para efectuar recortes adicionales en el coeficiente de caja, que sumarían un total de 100-150 puntos básicos en el segundo y el tercer trimestre. Estos recortes también podrían ir acompañados de otros dos recortes de los tipos de interés en el tercer trimestre, cada uno de ellos de 25 puntos básicos, en especial si el entorno externo no mejora como se prevé en nuestro escenario central.

Como ya hemos observado, la postura fiscal de 2012 apoya en general el crecimiento, aunque el apoyo es suave dadas las restricciones derivadas del elevado nivel de deuda de los gobiernos locales y la percepción de que los estímulos fueron algo exagerados en el periodo 2008-09. Entre las medidas políticas específicas se incluyen varios recortes de impuestos para fomentar el consumo, un aumento del gasto social y apoyo a las PYMES mediante financiación, tratamiento fiscal favorable y contratos públicos. El gasto en construcción de viviendas asequibles es un elemento clave en los planes de gasto de 2012.

La apreciación de la moneda será limitada como consecuencia de la debilidad del entorno externo

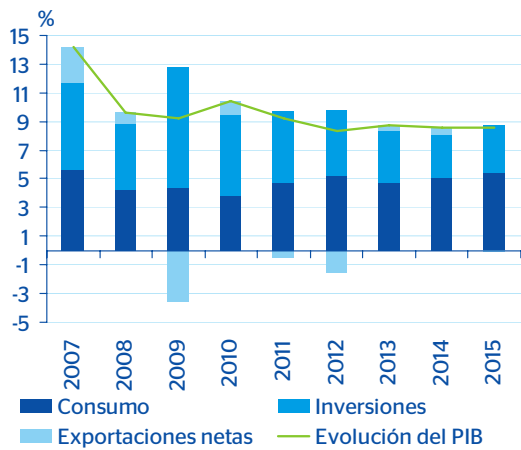
Se prevé que la apreciación de la moneda sea relativamente limitada durante 2012. Después de mantenerse prácticamente sin cambios frente al dólar estadounidense en la primera mitad del año, esperamos que se reanude cierta apreciación gradual en el segundo semestre, pues el entorno externo habrá mejorado algo. Dicha apreciación no superaría el 2-3% frente al dólar estadounidense en todo el año (el ritmo sería inferior al 5% aproximado del pasado año), lo que llevaría el tipo de cambio a un nivel en torno a 6,12 RMB por dólar estadounidense a finales de 2012.

Gráfico 29
Crecimiento del PIB de China



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

Gráfico 30
Reequilibrio del crecimiento a medio plazo



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

4. Los riesgos bajistas persisten

Los riesgos siguen inclinados a la baja dada la incertidumbre del entorno externo y la persistencia de las fragilidades internas. Aunque no se puede descartar una mayor moderación del crecimiento, por ahora parece que la posibilidad de un aterrizaje brusco, que nosotros siempre hemos considerado un riesgo bajo, ha disminuido. Los últimos indicadores de actividad, el cambio hacia políticas de apoyo al crecimiento, y el margen para aplicar estímulos adicionales en caso necesario, ofrecen el consuelo de que se puede evitar un aterrizaje brusco.

En nuestra opinión, el riesgo predominante para las perspectivas procede aún de las incertidumbres del entorno externo. Las exportaciones se han debilitado por la debilidad de la demanda externa y un mayor deterioro del entorno externo podría afectar aún más al crecimiento. Además, si continúan las tensiones en Europa, podrían tener un efecto de enfriamiento en la propensión al riesgo y en la inversión. La naturaleza relativamente cerrada de la cuenta de capital seguirá blindando 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 la onda expansiva a través de unas condiciones de financiación más restrictivas, como se sigue observando en el bajo rendimiento del mercado de valores y en la caída en el número de OPV de las empresas chinas.

El aumento de los precios del petróleo a causa de tensiones en Oriente Medio es aún un riesgo para el crecimiento y la inflación. Sin embargo, en caso de que se produjera un gran aumento, la repercusión sobre los precios internos se limitaría probablemente a través de subvenciones, y el hecho de que China utilice otras fuentes de energía, como el carbón, reduciría el impacto.

En cambio, las fragilidades financieras internas parecen haberse moderado un tanto como riesgo a corto plazo, aunque siguen siendo un reto a medio plazo. Continuamos haciendo un seguimiento del riesgo de caídas abruptas de los precios inmobiliarios y de las secuelas de las medidas adoptadas para desacelerar los préstamos del sistema bancario informal. Es alentador que los precios inmobiliarios hayan seguido cayendo a un ritmo moderado y que las presiones financieras sobre los promotores inmobiliarios sigan siendo al parecer manejables. Asimismo, la relajación gradual de la política monetaria facilita un repunte del crecimiento del crédito dentro del sistema bancario formal, lo que contribuye a moderar las restricciones de financiación.

El nivel de pasivos contingentes para el gobierno central, especialmente en lo que se refiere a la deuda pública de los gobiernos locales, representa también un riesgo. Además de actuar como limitación sobre el margen para aplicar estímulos fiscales adicionales, el elevado nivel de deuda de los gobiernos locales podría llegar a afectar a los balances bancarios. En particular, la resolución de posibles problemas de los préstamos requeriría probablemente una combinación de prórrogas de los bancos y de eventuales reconocimientos de pérdidas, además de una inyección de fondos del gobierno central. Es también alentador el hecho de que las autoridades parecen haber conseguido limitar el crecimiento de la deuda de los gobiernos fiscales. En combinación con el fuerte crecimiento continuado del PIB, la magnitud del problema en relación al tamaño de la economía ha seguido reduciéndose, aunque sigue siendo importante.

Mantenemos la opinión de que hay margen para aplicar una política más flexible en caso de que se materialicen los riesgos bajistas. En particular, la política monetaria podría emplearse de forma más agresiva si fuera necesario, y hay margen para adoptar modestas medidas fiscales adicionales, incluidas subvenciones al consumo.

En el frente político, el próximo año estará marcado por un cambio de liderazgo; los nuevos miembros del Comité Permanente del Politburó, el principal organismo responsable de la toma de decisiones, ocuparán sus cargos aproximadamente 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. Esperamos que el cambio de liderazgo se lleve a cabo sin contratiempos y que a corto plazo se produzcan pocos cambios en la dirección de la política. No obstante, la serie de acontecimientos inesperados que se ha producido recientemente con la expulsión del anterior jefe del partido de Chongqing y miembro del Politburó acusado de corrupción sirve de recordatorio de que tales transiciones siempre conllevan cierto grado de incertidumbre y de riesgo.

5. Tablas

Tabla 3
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	3,5	3,8
Balance fiscal (% del PIB)	-2,8	-1,7	-1,1	-1,8	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	5,2	4,0	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	6,12	5,88

Fuente: BBVA Research

Tabla 4
Producto interior bruto

(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	-0,2	0,9
Asia-Pacífico	4,2	8,1	5,7	5,7	6,1
China	9,2	10,4	9,2	8,3	8,7
Mundo	-0,6	5,1	3,9	3,6	4,0

Fuente: BBVA Research

Tabla 5
Inflación (promedio)

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 6
Tipo de cambio (fin de periodo)

	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
EE. UU. EUR/USD	0,72	0,76	0,72	0,78	0,77
UEM USD/EUR	1,39	1,33	1,39	1,28	1,30
China CNY/USD	6,83	6,62	6,30	6,12	5,88

Fuente: BBVA Research

Tabla 7
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	1,00	1,00	1,00
China	5,31	5,81	6,56	6,06	6,56

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido preparado por la Unidad de Asia, equipo de Economías Emergentes*Economista Jefe de Asia***Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

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

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@bbva.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 (I)

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