

# Situación China

## China

Tercer trimestre de 2012  
Análisis económico

- **Las perspectivas del crecimiento global dependen en gran medida de la oportuna adopción de medidas políticas en Europa y en EE.UU.** Tras el deterioro de las condiciones económicas en la primera mitad de 2012, nuestra revisión de las perspectivas mundiales prevé un ligero repunte en 2013.
- **Tras desacelerarse más de lo previsto en lo que va del año, el crecimiento de China comienza a estabilizarse** gracias a medidas de apoyo fiscales y monetarias. Creemos que el impulso se irá recuperando gradualmente durante el resto del año, con lo que el crecimiento para 2012-2013 se situará en el 7,8% y 8,3% (aproximadamente 0,5 puntos porcentuales por debajo de nuestras proyecciones anteriores).
- **Mientras la inflación se mantenga moderada, habrá margen para medidas políticas adicionales que favorezcan el crecimiento.** Esto incluye medidas adicionales de flexibilización monetaria, como por ejemplo reducción del coeficiente de caja en 150 pb y un máximo de dos recortes más de tipos de interés en 2012. También las políticas fiscales se orientan más al crecimiento.
- **La apreciación de la moneda se ha revertido como consecuencia de la fragilidad del entorno exterior.** Con la retracción de las exportaciones hemos revisado a la baja nuestras previsiones de apreciación para el resto del año, situándolas en 6,32 por USD a finales de 2012, aunque creemos que se reanudará una apreciación gradual en 2013.

# Índice

Resumen.....	3
1. Resumen: la desaceleración puede agravarse sin medidas decididas de política económica.....	4
2. La desaceleración del crecimiento incita a tomar medidas.....	6
Recuadro 1: La influencia de los incentivos fiscales chinos sobre la demanda de materias primas.....	11
3. El crecimiento repuntará durante el 2S.....	18
4. Los riesgos a la baja.....	20
5. Tablas.....	21

Fecha de publicación: 10 de agosto de 2012

## Resumen

**El crecimiento del PIB de China se ha desacelerado más de lo que se esperaba, dando lugar a una respuesta política cada vez más enérgica para sustentar la demanda interna.** El crecimiento del PIB se desaceleró hasta 7,6% a/a en el 2T12 desde el 8,1% a/a del 1T12 como consecuencia de la bajada de las exportaciones y el estancamiento del consumo privado. Con unas políticas monetarias y fiscales cada vez más favorables al crecimiento, los recientes indicadores de actividad, aunque contradictorios, apuntan a que la desaceleración de la demanda interna puede estar estabilizándose.

**Hemos revisado a la baja nuestras proyecciones de crecimiento para 2012-2013 hasta el 7,8% y el 8,3%, respectivamente (desde el 8,3% y el 8,7% anterior).** Estas revisiones son consecuencia de una combinación de los resultados de un crecimiento más lento en lo que va del año, y de unas perspectivas globales menos favorables. Nuestras proyecciones prevén un repunte gradual del impulso del crecimiento durante el resto del año, ya que la flexibilización de las políticas monetarias y fiscales promueve las inversiones y el consumo.

**La inflación ha bajado más rápido de lo esperado por la desaceleración del crecimiento y la bajada de los precios de las materias primas, al 1,8% a/a de julio.** Tras tocar fondo en julio, se espera que la inflación suba gradualmente hasta situarse en torno al 3% hacia finales de 2012, dado a los efectos de base y de la recuperación del ritmo de crecimiento. Estas cifras estarían dentro del rango de tolerancia del gobierno del 4%, dando margen a nuevas medidas de apoyo.

**Es probable que las autoridades adopten nuevas medidas de estímulo para fomentar el crecimiento.** Desde junio, los tipos de interés se han recortado dos veces, a los que deben sumarse los recortes aplicados al coeficiente de caja (CC) desde noviembre pasado. Para el resto del año anticipamos hasta dos recortes más de 25 pb de los tipos de interés, acompañados por reducciones adicionales del CC de 150 pb. También se están tomando medidas fiscales, como el aumento del gasto en proyectos de infraestructuras, la construcción de vivienda asequible, subsidios al consumo y reducciones de impuestos. En espíritu, las iniciativas son similares a las puestas en marcha durante el bienio 2008-2009, aunque a mucho menor escala.

**El proceso de apreciación de la moneda se ha revertido a causa de la debilidad del entorno exterior que dio lugar a la reducción del superávit por cuenta corriente y a una menor acumulación de reservas.** El yuan se ha depreciado ligeramente frente al dólar estadounidense en lo que va del año, aunque en términos efectivos se ha apreciado por la relativa solidez de la moneda estadounidense. Con la retracción de las exportaciones hemos rebajado nuestras previsiones de apreciación para el resto del año, situándolas en 6,32 por USD a finales de 2012, aunque creemos que se reanudará una apreciación gradual de aproximadamente el 3% en 2013.

**Persisten las fragilidades financieras de la economía interna, aunque aparentemente son manejables gracias a las recientes iniciativas de las autoridades para contenerlas.** Los ajustes a la baja en los precios inmobiliarios se han estabilizado, y el repunte del crecimiento de los préstamos a través del sistema bancario está contribuyendo a moderar la crisis crediticia del sistema bancario informal, impidiéndose asimismo un nuevo aumento de la deuda de las administraciones locales. Dicho esto, puede esperarse que las recientes medidas de estímulo inviertan el descenso de estos riesgos financieros. En consecuencia, los riesgos deberán ser vigilados y consideramos que será una cuestión problemática a medio plazo.

**A medio plazo, el riesgo principal para las perspectivas sigue siendo la incertidumbre del entorno mundial debido a la evolución de la crisis en Europa.** Recientemente, el crecimiento de las exportaciones se frenó más de lo previsto, y el aumento de la aversión al riesgo en todo el mundo ha enfriado las inversiones y condiciones de financiación internas. Si los riesgos de desaceleración siguen intensificándose, lo más probable es que los estímulos se incrementen para sostener un crecimiento acorde con las cifras del Plan Quinquenal (en torno al 7%).

**A pesar de las actuales dificultades derivadas del entorno global, mantenemos nuestro optimismo en la capacidad de China de restablecer su crecimiento a medio plazo.** Basándose en un nuevo reequilibrio gradual del crecimiento hacia el consumo interno, creemos que el PIB crecerá más del 8% en 2013 y años subsiguientes, aunque quedan por resolver varios problemas como el envejecimiento de la población, la contención de las fragilidades financieras y la mejora de la protección social.

# 1. Entorno global: una desaceleración que puede agravarse

Antes de pasar a China, repasamos la *Situación Global*. Si lo desea, puede pasar directamente a la sección de China en la página 6.

## El crecimiento global ganará tracción sólo si las medidas ya aprobadas, y algunas aún por tomar, llegan a tiempo

Con el debilitamiento de la actividad registrado en el 1S12, las políticas económicas son claves para que mejore el crecimiento en 2013. Nuestro escenario base prevé un crecimiento global entorno a 3,5% en 2012-13, pero sólo si las medidas en proceso de implementación, las anunciadas pero no implementadas y otras decisivas por tomar aún, llegan a tiempo para evitar un “accidente” financiero en Europa<sup>1</sup>, un ajuste fiscal automático en EEUU y llevan a un crecimiento más alto en las economías emergentes. De otro modo, la desaceleración actual se intensificaría y el crecimiento mundial en 2013 será el menor de los últimos 30 años exceptuando la recesión de 2009.

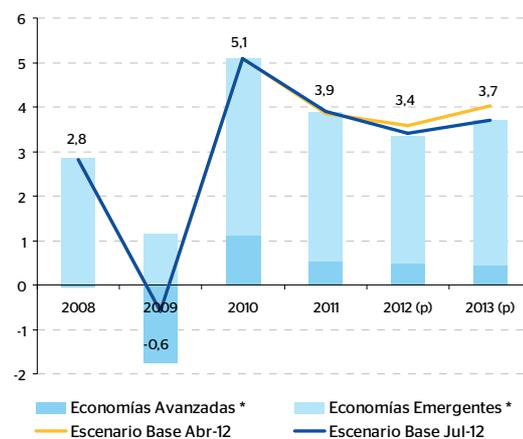
En el área del euro, tras la cumbre de junio se han dado pasos en la dirección adecuada para reforzar la moneda única, como los acuerdos sobre supervisión bancaria única, los planes de largo plazo en lo bancario y lo fiscal y las medidas de apoyo al crecimiento. Sin embargo, deben aplicarse los mecanismos aprobados para asegurar la estabilidad financiera del área y utilizar los mecanismos financieros existentes, para que las economías con difícil acceso al mercado puedan implementar sus planes de consolidación fiscal y las reformas estructurales; que también debería implicar la participación del BCE.

En EEUU ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que evite la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de rebajas fiscales que, como están definidas, no mejoran las finanzas públicas en el largo plazo y llevarían a la economía a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha dificulta los acuerdos y la incertidumbre fiscal aumentará su relevancia en los próximos meses.

Por su parte, es necesario que aquellas economías emergentes con margen de actuación en política económica las implementen para aliviar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica. Y ello sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada por los vaivenes de la crisis europea y por la potencial expansión de la política monetaria en EEUU.

Gráfico 1

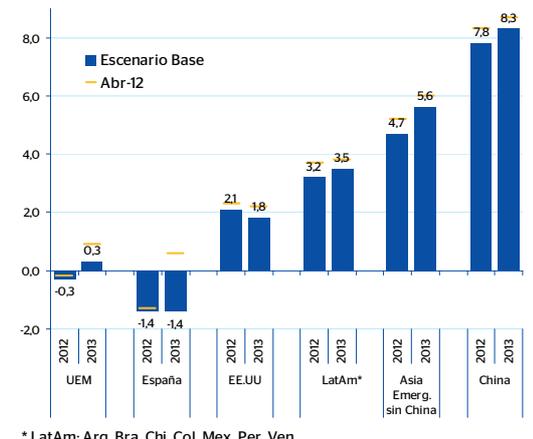
Crecimiento global del PIB (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Crecimiento del PIB por área (%)



\* LatAm: Arg, Bra, Chi, Col, Mex, Per, Ven

Fuente: BBVA Research

## La incapacidad de ceder soberanía y mutualizar deuda al ritmo exigido por el mercado alarga la crisis del euro

La principal incertidumbre de nuestro escenario es si los avances en la zona euro hacia un área monetaria óptima serán precedidos por un deterioro financiero adicional. Si eso ocurriera,

<sup>1</sup> Por ejemplo, la falta de demanda en emisiones soberanas de alguna de las economías periféricas.

creemos que se produciría una intervención decidida de los mecanismos financieros de la zona euro. Las medidas de junio para eliminar la retroalimentación de los riesgos soberano y bancario en España y estabilizar los mercados financieros del área son suficientes si se ponen en marcha rápidamente junto con intervenciones en los mercados de bonos. Las recientes medidas para controlar el déficit público en España y las declaraciones del Presidente del BCE, contribuyen moderar las tensiones.

Con todo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones anteriores debido a la permanencia de las tensiones financieras y el creciente deterioro de la confianza. Así, prevemos un virtual estancamiento en 2012-13 en la eurozona. Además, el balance de riesgos está sesgado a la baja por el riesgo de una puesta en marcha lenta de las medidas aprobadas y sometida a los vaivenes de la economía política doméstica en los países del núcleo y en los periféricos. En ese caso, el riesgo de una recesión en Europa en 2013 sería significativo.

Los países del euro deben solucionar las actuales restricciones de liquidez derivadas de la probabilidad que el mercado asigna a una ruptura del euro; escenario al que damos muy baja probabilidad. Estos países siguen sin encontrar, al ritmo que demanda el mercado, la combinación aceptable para todos de cesión de soberanía con mecanismos efectivos para reducir desequilibrios. Mientras esto persista, seguirá la renacionalización de los flujos financieros que impiden la financiación de las economías deudoras frente al resto. Sin embargo, tarde o temprano se aprobará el establecimiento de una supervisión, garantía de depósitos y resolución bancaria única; esto implica una cesión de soberanía nacional hacia las instituciones europeas y una cierta mutualización de deudas entre países miembros. Algo similar ocurrirá con la política fiscal que habrá de estar sometida a las instituciones europeas. Si estos retos se solucionan, el crecimiento global ganará tracción.

En EEUU, revisamos a la baja las expectativas de 2012 en adelante por el decepcionante crecimiento del 2T12 y el impacto de las elevadas tensiones financieras en Europa. En Latinoamérica, revisamos a la baja el crecimiento esperado; particularmente en Brasil, que crecería 2,2% en 2012 desde el 3,3% que esperábamos antes, por el impacto del entorno externo, la desaceleración del crédito y el deterioro de la competitividad. Pese a que la actividad se recuperaría en los próximos trimestres tras la relajación monetaria sin precedentes, la reciente desaceleración despierta dudas sobre la sostenibilidad del modelo de crecimiento y su excesiva dependencia del consumo privado y la expansión del crédito.

Gráfico 3  
Índice de tensiones financieras, BBVA Research (\*)



(\*) Sigue la tendencia de una serie de variables financieras incluyendo la volatilidad de las bolsas, los tipos de interés y de cambio, riesgo de crédito soberano y privado y tensiones de liquidez. Fuente: BBVA Research

Gráfico 4  
USD-EUR y prima de riesgo española e italiana  
Diferencia media frente al bono alemán a 10 años, pbs;  
Índice 1 Ene 11=100



Fuente: BBVA Research and EPFR

En China, el crecimiento en el 1S12 fue menor de lo esperado, y hemos revisado a la baja nuestras previsiones para 2012-13, en línea con un escenario global más débil. Sin embargo, las medidas de impulso monetario y fiscal ya en marcha y por venir permitirán que el PIB pueda crecer un 8,3% en 2013, 0,5 puntos porcentuales más que en 2012. En el resto de Asia también hay margen para políticas económicas expansivas, pero existen riesgos a la baja por una caída más acusada de la demanda global y porque la desaceleración de China pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

## 2. La desaceleración del crecimiento incita a tomar medidas

En un contexto de estancamiento de la economía mundial, el crecimiento de China siguió desacelerándose en el segundo trimestre hasta situarse en el 7,6% a/a, lo cual llevó a las autoridades a intensificar sus medidas de apoyo. La desaceleración ha sido más pronunciada de lo esperado, en parte por los efectos de los ajustes de 2010-2011 para evitar el recalentamiento económico, que incluyeron limitaciones en el mercado inmobiliario. A pesar de la desaceleración, el crecimiento sigue por encima del objetivo oficial de las autoridades para 2012 (el 7,5%), y los datos recientes, aunque contradictorios, apuntan a que el crecimiento empieza a estabilizarse como consecuencia de la flexibilización de la política monetaria y del aumento del gasto.

Son de esperar nuevas medidas de estímulo en los próximos meses, aunque de escala más limitada si las comparamos con el programa de estímulos masivos de 2008-2009. Aunque persisten las fragilidades financieras internas en forma de inflación de los precios inmobiliarios y de elevado nivel de deuda de las administraciones locales –legado de las medidas de estímulo de aquellos años–, se trata de cifras manejables a corto plazo. En consecuencia, aunque estas fragilidades actúan como restricción para la magnitud de nuevas medidas, en nuestra opinión las autoridades todavía tienen suficiente margen para estimular la economía sin exacerbar indebidamente los riesgos financieros internos.

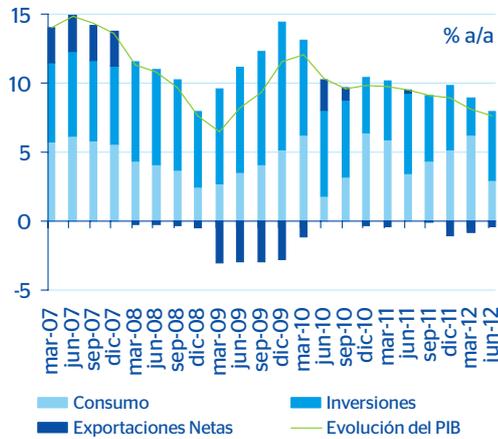
### El crecimiento del PIB ha seguido moderándose pero toca ya fondo

El crecimiento del PIB se ha desacelerado ya dos trimestres consecutivos, situándose en el 7,6% a/a en el 2T, el nivel más bajo desde el cuarto trimestre de 2008, un retroceso con respecto al 8,1% a/a del 1T (Gráfico 5). Sin embargo, en términos secuenciales los datos oficiales reflejan un ligero repunte, hasta el 1,8% t/t desestacionalizado, con respecto al 1,6% del 1T (nuestras propias estimaciones de ajuste estacional se han mantenido invariables en un 1,7% t/t en el 2T y el 1T).

La moderación de la demanda externa ha sido un factor fundamental para la desaceleración, y durante el 2T las exportaciones netas aportaron -0,4 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. También la demanda interna se ha moderado, pero a diferencia del trimestre anterior, en el 2T repuntaron las inversiones, que aportaron 5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. Por contraste, la aportación del consumo bajó hasta situarse en torno a los 3,0 pp.. Con una demanda interna relativamente sólida y una bajada de las exportaciones, el superávit por cuenta corriente ha seguido reduciéndose desde su máximo del 10,1% en 2007, hasta situarse en el 2,3% del PIB en el 1S de 2012 (frente al 2,8% de 2011) (Gráfico 6).

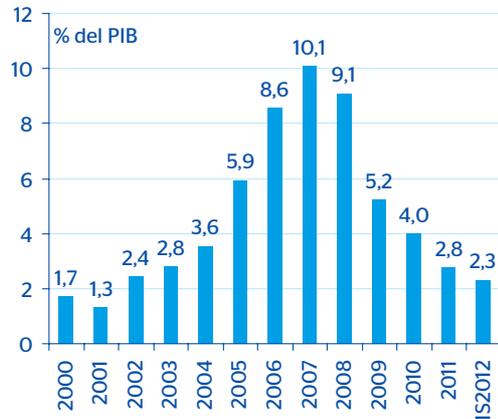
Algunos indicadores de actividad de alta frecuencia han mostrado indicios de estabilización del crecimiento, en especial en lo que respecta a la demanda. Se ha mantenido en particular el crecimiento de la inversión en activos fijos urbanos: en el 2T se situó en el 20,2% a/a (20,4% a/a en julio), contrarrestando una cierta moderación en la evolución de las ventas minoristas (Gráfico 7). Entretanto, el índice de gerentes de compras (PMI) oficial se ha mantenido por encima del umbral del 50% que delimita la expansión y la contracción, y el PMI del sector privado (Markit), cuya composición está orientada hacia firmas más pequeñas y exportadoras, repuntó en julio (Gráfico 8). No obstante, el crecimiento de la producción industrial se ha moderado.

Gráfico 5  
El crecimiento se frena por la moderación de las exportaciones netas y de la demanda interna...



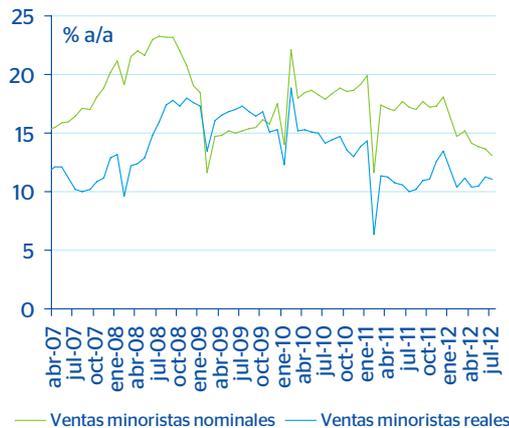
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6  
Nueva reducción del superávit por cuenta corriente



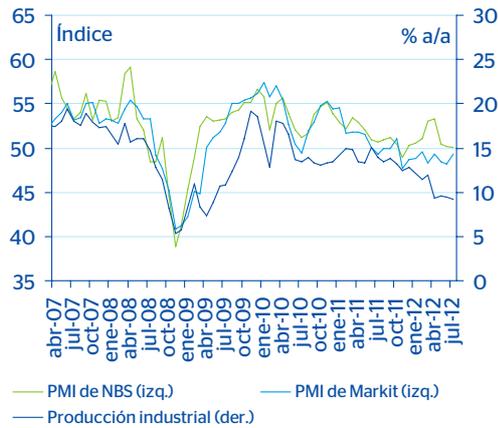
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 7  
El crecimiento de las ventas minoristas se desacelera, pero se mantienen bastante sólidas



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8  
El PMI ha estado subiendo por encima del umbral de 50

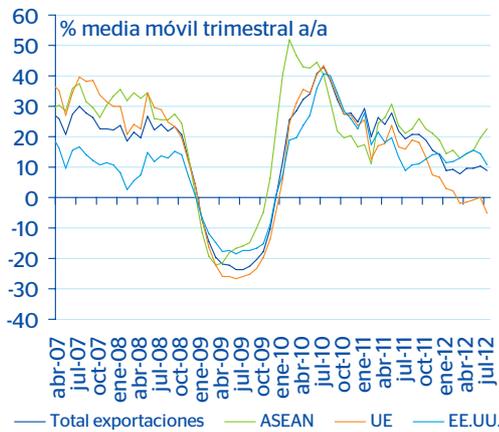


Fuentes: CEIC y BBVA Research

## El sector del comercio exterior sigue deprimido

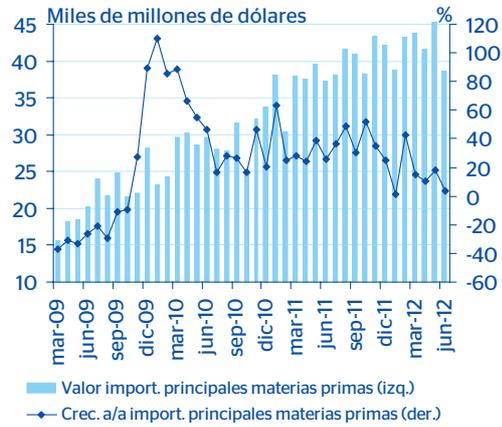
Aunque los efectos del anterior ajuste de 2010-2011 han tenido su peso, consideramos que el lastre más significativo para el crecimiento ha sido la fragilidad del entorno económico global. Aunque el crecimiento de las exportaciones repuntó ligeramente en el 2T, subiendo hasta el 10,6% a/a frente al 7,6% a/a del 1T, los efectos de base son preponderantes y los datos más recientes apuntan a una nueva desaceleración (en julio, las exportaciones solamente crecieron un 1,0% a/a). Por destinos, se ha registrado un descenso continuo de la demanda de la UE, en tanto que la demanda de otros países emergentes se ha mostrado más sólida (Gráfico 9). Entretanto, el crecimiento de las importaciones se ha desacelerado un poco más de lo esperado, reflejo de un descenso de los precios de las materias primas y de una moderación de los componentes de procesamiento en relación con la merma de pedidos de exportaciones (Gráficos 10 y 11). Esta combinación ha permitido que la balanza comercial mantenga un sustancial superávit (Gráfico 12).

Gráfico 9  
**El crecimiento de las exportaciones ha disminuido, en especial a la UE**



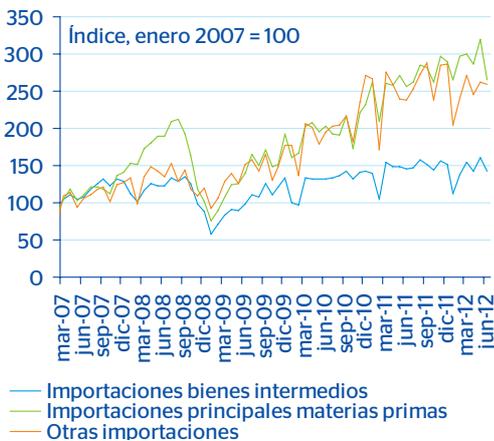
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 10  
**Las importaciones de materias primas han disminuido con la caída de precios**



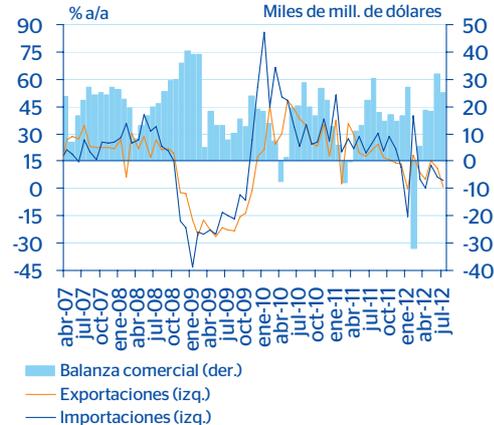
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 11  
**Las importaciones de bienes intermedios y de materias primas se han moderado**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 12  
**El crecimiento de las exportaciones y de las importaciones se debilita**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

## Se ha revertido la apreciación de la moneda como consecuencia de la caída de la demanda externa

Con la continua reducción del superávit por cuenta corriente, la desaceleración de la acumulación de divisas (véase a continuación) y la incertidumbre de las perspectivas externas debido a la crisis de la zona euro, en 2012 las autoridades han frenado el ritmo de la apreciación de la moneda frente al dólar estadounidense (Gráfico 13). De hecho, desde principios de mayo la moneda se ha depreciado en torno a un 1,5% frente al USD, aunque si lo comparamos con una cesta de divisas más amplia, el RMB se ha mantenido mucho más fuerte debido a la relativa solidez del USD durante el período (Gráfico 14).

El BPdC, que durante los primeros meses de 2012 mantuvo las cotizaciones diarias en una senda ascendente, en el segundo trimestre comenzó a limitar la apreciación de la moneda frente al dólar, manteniéndola estable en torno a 6,32 (Gráfico 15), y las variaciones en torno a este nivel se explican, en gran medida, por las fluctuaciones intermonetarias entre el USD, el EUR y el JPY. Durante estos meses, el tipo de cambio a la vista diario se ha mantenido en las proximidades del límite superior de la banda de +/-1,0%, lo cual refleja presiones de devaluación a consecuencia de la debilidad de la demanda exterior y la tendencia a las salidas de capitales. Los futuros sin entrega física (NDF) a un año ya están descontando una devaluación próxima al 0,7% (Gráfico 15).

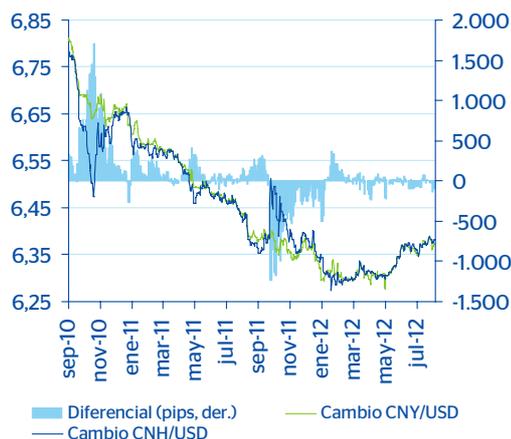
Mientras que la combinación de una sustancial apreciación del tipo de cambio real efectivo (TCRE) desde mediados de 2011 con la reducción del superávit por cuenta corriente implica que el grado de devaluación de la moneda ha disminuido indudablemente (en su evaluación más reciente, el FMI ha señalado que la divisa china está "moderadamente" infravalorada, y no "sustancialmente" como en anteriores ocasiones), seguimos viendo margen para una modesta apreciación en los próximos 2-3 años, una vez que la situación externa mejore.

### Una acentuación de las políticas para atraer entradas de capitales

La revisión a la baja de las previsiones de apreciación del RMB, sumada a la aversión a los riesgos asociada a la reanudación de las tensiones financieras en Europa, ha generado ciertos flujos de salida de capitales, lo cual ha desacelerado el ritmo de acumulación de reservas de divisas extranjeras (Gráfico 16). En el primer semestre de 2012, China registró un déficit de 20.300 millones de dólares en sus cuentas de capital y financieras, el mayor desde el segundo semestre de 2008 (Gráfico 17). Estimamos que durante el segundo trimestre se produjeron salidas netas de inversiones de cartera valoradas en 95.000 millones de dólares, lo cual compensó con creces las entradas netas de inversiones de cartera de 16.000 millones del 1T (Gráfico 18). Un factor adicional que debilitó las cuentas de capital y financieras han sido las tendencias de la IED. Específicamente, las entradas de IED bajaron un 3% a/a en el 1S de 2012, situándose en 59.100 millones de dólares, en tanto que las salidas de IED (sector no financiero) crecieron durante el período un 48% a/a (hasta los 35.400 millones), dado que las empresas, por lo general con apoyo del Estado, han buscado en el extranjero aprovechar los atractivos precios de los activos.

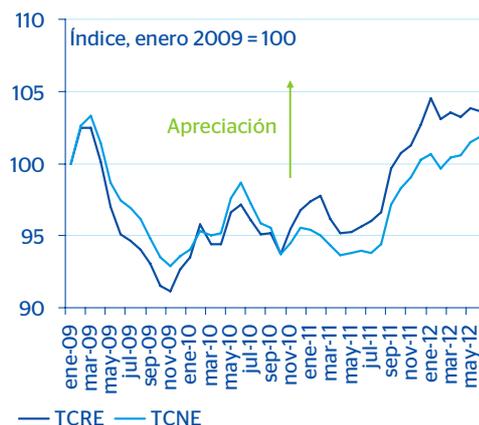
Como consecuencia de las crecientes salidas de capitales, las autoridades han agilizado las medidas de liberalización de la cuenta de capital. En particular, la Comisión reguladora del mercado de valores de China (CSRC) flexibilizó recientemente las normas que rigen su programa de Inversores Institucionales Extranjeros Cualificados (QFII), incluyendo: i) el descenso de las barreras de entrada (como el volumen mínimo de activos) para los QFII; ii) la ampliación del elenco de inversiones al permitir a los QFII entrar en el mercado interbancario y los futuros sobre índices bursátiles; iii) la mejora de la comodidad operativa permitiendo cuentas de inversión separadas para clientes y transacciones inmobiliarias; y iv) la elevación del límite de participación total de los QFII en firmas cotizadas desde el 20% al 30%.

Gráfico 13  
**La apreciación del yuan frente al dólar se ha revertido en los últimos meses**



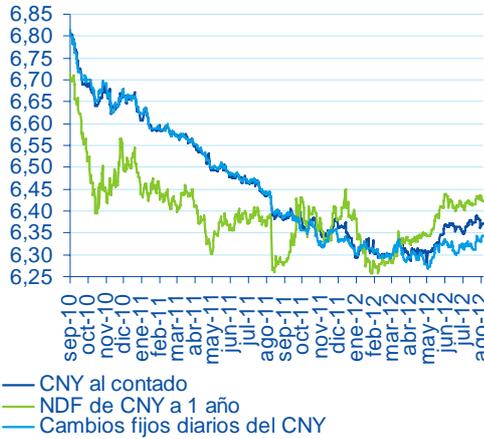
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 14  
**La moneda se ha apreciado en términos efectivos**



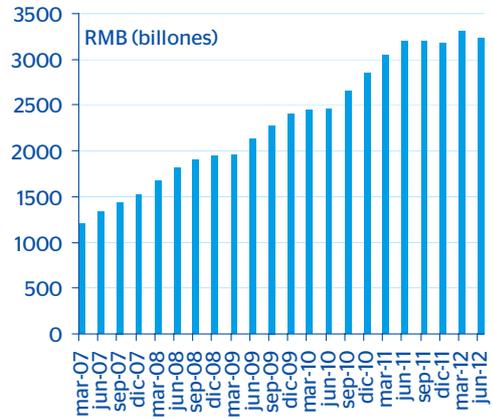
Fuentes: BPI, CEIC y BBVA Research

Gráfico 15  
Los futuros sobre el yuan todavía descuentan la depreciación



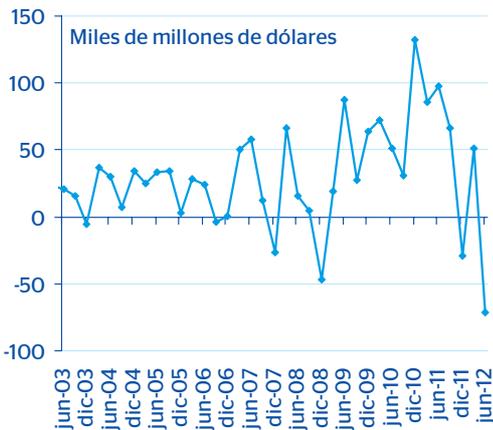
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 16  
Las reservas de divisas bajaron ligeramente en el 2T



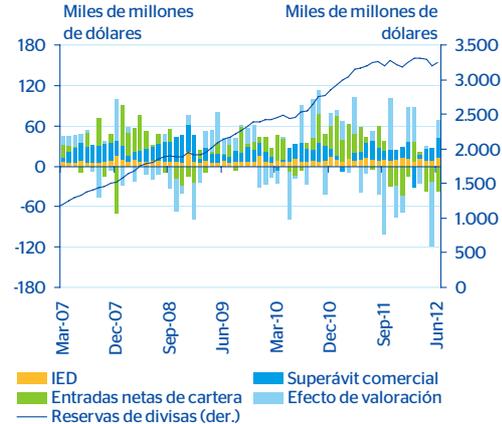
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 17  
Las balanzas de capital y financieras pasaron a ser deficitarias



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 18  
Las salidas netas de cartera son uno de los factores de la menor acumulación de divisas



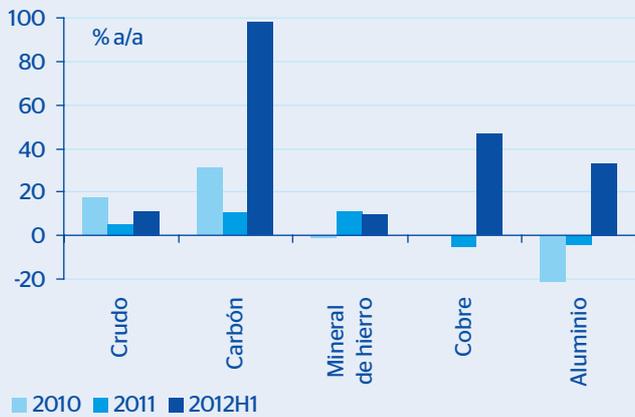
Fuentes: CEIC y BBVA Research

## Recuadro 1: La influencia de los incentivos fiscales chinos sobre la demanda de materias primas

Las recientes declaraciones políticas sugieren que la ronda de estímulos fiscales más reciente de China estará orientada hacia la aceleración de las inversiones, lo cual refleja una desviación a corto plazo de las políticas que fomentan una mayor expansión del consumo interno (por ejemplo, las declaraciones del primer ministro Wen Jiabao en la sesión del Politburó del Partido Comunista de China, a finales de julio. Como se sabe, China es un importante consumidor mundial de las materias primas más importantes, y su anterior paquete de estímulos (en 2009/2010) conllevó un importante impulso de las inversiones y aceleró todavía más la demanda de materias primas.

La relativamente intensiva inversión de China en nuevos edificios, infraestructuras de transportes públicos y centros de producción requieren enormes cantidades de insumos de materias primas. Cuanto más centradas estén las nuevas medidas de estímulo en el fomento de la inversión, mayor será la demanda de materias primas. Esto podría resultar ventajoso para los países exportadores de materias primas (véase la última sección del Recuerdo), en momentos en que crece la preocupación por las repercusiones de la desaceleración de China (Gráfico 19).

Gráfico 19  
**Importaciones de materias primas de China en volumen**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

### La intensidad en el uso de las materias primas y las repercusiones de la inversión en China

Para estimar las repercusiones de las inversiones de China en el uso de materias primas, calculamos la "intensidad de las materias primas" de la producción, cuya definición es el volumen de consumo de materias primas por unidad de PIB producida<sup>1</sup>. Aplicamos este parámetro a los metales más importantes (acero, cobre y aluminio) e insumos energéticos (crudo y carbón) durante el período entre 2000 y 2011. Los resultados se resumen en la Tabla 1. La primera fila de la tabla muestra la variación media de intensidad de materias primas entre 2003 y 2008, que denominamos "tendencia".

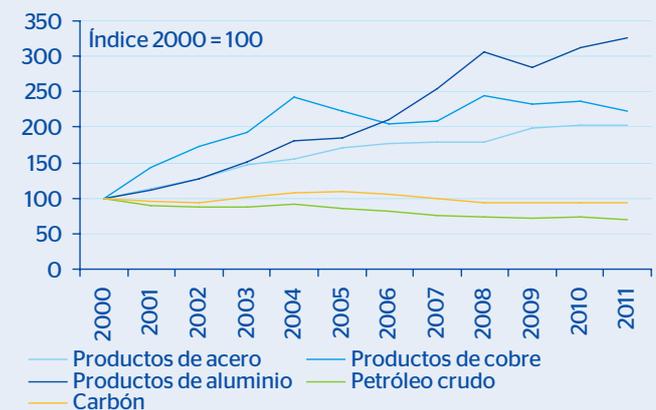
La segunda fila mide las repercusiones del paquete de estímulos del gobierno (2009) calculando la variación de las intensidades de materias primas en 2009 en relación con las medias móviles trienales (desde 2007 hasta 2009), que denominamos "salto", debido a las políticas. Si la intensidad de las materias primas está más positivamente afectada por la inversión que el consumo, como suele suponerse, deberíamos observar un "salto" por encima de la tendencia; si se ve igualmente afectada por la inversión y el consumo, no veríamos dicho salto. Debe destacarse que las existencias de materias primas podrían afectar a las fluctuaciones de materias primas calculadas con nuestro método, lo cual también podría conllevar la fluctuación de índices de intensidad en el transcurso del tiempo, como puede verse reflejado en el Gráfico 20. Sin embargo, a mayor plazo, la fluctuación provocada por las existencias debería quedar reducida en gran medida al centrarnos más en la tendencia, o en la media móvil descrita anteriormente.

Tabla 1  
**Evolución de la intensidad de las materias primas de China**

	Acero	Cobre	Aluminio	Petróleo crudo	Carbón
Tendencia	4.0%	4.8%	15.2%	-1.6%	-1.6%
*Salto	6.6%	1.5%	0.7%	-1.3%	-1.3%

Nota: \*Tendencia = variación media de la intensidad de las materias primas desde 2003 hasta 2008  
\*Salto = intensidad de las materias primas en 2009/su media móvil desde 2007-2009  
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 20  
**Intensidad de uso de las materias primas de China**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Nuestras conclusiones pueden resumirse de la siguiente forma: entre los metales, la tendencia de las intensidades del acero y del aluminio fue ascendente desde 2003 hasta 2008, en tanto que la del cobre se mantuvo plana. Esto implica que el uso del acero y del aluminio se incrementa a un ritmo más rápido que el crecimiento del PIB, mientras que el uso del cobre aumenta al mismo ritmo que el crecimiento del PIB.

1: Intensidad de las materias primas calculada como producción + volumen de importaciones - exportaciones dividido en el PIB real. El análisis podría verse afectado por la acumulación de existencias a corto plazo, aunque todavía debería reflejar la tendencia de la intensidad a mayor plazo.

Por otra parte, las intensidades del acero y del cobre saltaron en 2009 (con respecto a sus medias móviles desde 2007-2009) en un 6,6% y un 1,5%, respectivamente (Tabla 1), lo cual implica que los metales se utilizan con mayor intensidad en la inversión en comparación con el consumo. El aluminio (un salto mínimo del 0,7%) parece verse afectado de igual manera por las inversiones y por el consumo.

Entre las materias primas energéticas, las intensidades del crudo y del carbón muestran un descenso en el transcurso del tiempo, en coherencia con las iniciativas de China para promover la eficacia en el uso de la energía. En 2009, las intensidades del petróleo y del carbón bajaron un 3,1% y un 1,3%, respectivamente frente a sus respectivas medias móviles trienales, lo cual implica que el uso de la energía se ve menos afectado por la inversión que por el consumo.

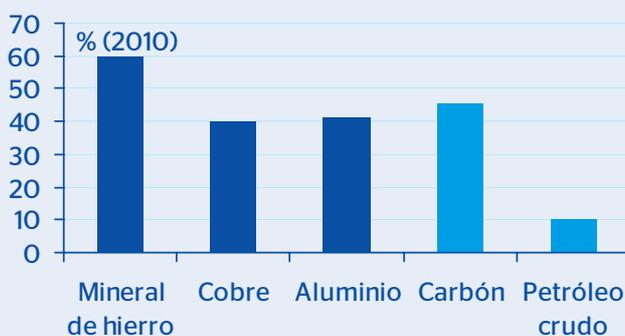
Por consiguiente, podemos concluir que el uso que hace China de las principales materias primas podría incrementarse a un ritmo más rápido que el crecimiento del PIB, al mismo ritmo en el caso del cobre, y a un ritmo más lento en el caso del crudo y del carbón. Con un paquete de estímulos fiscales orientados hacia la inversión se utilizaría más acero y más cobre por PIB. *Entonces, el uso de los metales (acero, aluminio y cobre) debería aumentar a un ritmo más rápido que el crecimiento del PIB si China adopta estímulos orientados hacia la inversión, mientras que el uso de insumos energéticos (crudo y petróleo) debería aumentar a un ritmo más lento.*

### Sensibilidad de los precios a la demanda de China

Con la oferta de materias primas restringida a corto plazo, todo incremento súbito de la demanda de materias primas por parte de China podría conllevar un aumento de los precios globales (Gráfico 21). Durante la implementación del paquete de estímulos de 2009-2010, del orden de los 4 billones de RMB, la aportación de las inversiones al crecimiento del PIB subió hasta 6,2 puntos porcentuales (2009-2011, 6,8 puntos porcentuales en 2009-2010) desde 5,1 puntos (2001-2008). Se espera que el actual paquete de estímulos a la inversión, aunque posiblemente será mucho menor que el anterior, impulsará las inversiones.<sup>2</sup>

Gráfico 21

#### Cuota mundial del consumo de materias primas de China



Fuentes: WP/12/115 del FMI, informes de prensa y BBVA Research

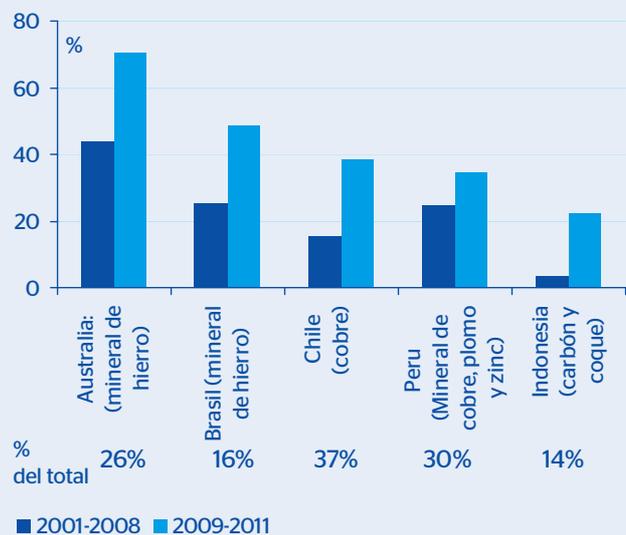
### Países que más se beneficiarán

Las importaciones chinas de determinados metales básicos desde países asiáticos y latinoamericanos ha crecido notablemente durante la última década. Las cuotas de estas exportaciones específicas de materias primas a China aumentaron más durante el periodo posterior a la crisis (Gráfico 22) como consecuencia de los efectos del paquete de estímulos. En Australia, el 70% de las exportaciones de hierro se dirige a China, frente a aproximadamente el 40% del periodo anterior a la crisis financiera. En Brasil, el 50% de las exportaciones de hierro llegan a China, frente al 25% anterior. Otros países, como Chile (el 40% de las exportaciones de cobre van a China), Perú (el 35% de las exportaciones de cobre, plomo y zinc) e Indonesia (el 20% de las exportaciones de carbón) comparten historias similares.

Por consiguiente, un trastorno en la demanda china posiblemente tendría enormes repercusiones en las exportaciones de materias primas de estos países. Debido a la importancia de las exportaciones de materias primas dentro del total de las exportaciones de estos países (el 26% del total en Australia, el 16% en Brasil, el 37% en Chile, el 30% en Perú y el 14% en Indonesia), los canales comerciales de las economías de estos países se verían significativamente afectados en caso de un trastorno en la demanda de China. Entre ellos, Australia y Chile serían los más susceptibles, e Indonesia la menos afectada.

Gráfico 22

#### Países con importantes export. de materias primas a China



Nota: las cifras entre paréntesis representan el porcentaje de cada materia prima en el total de exportaciones de cada país.

Fuentes: Comtrade de la ONU y BBVA Research.

2: Esta conclusión coincide con Roache, Shaun K. (2012): "China's Impact on World Commodity Markets", Documento de trabajo del FMI WP/12/115.

## Flexibilización de la política para sostener el crecimiento

La posición política de las autoridades se ha tornado cada vez más favorable al crecimiento, en respuesta a las decepcionantes cifras de actividad y a la desaceleración global. Oficialmente, las autoridades siguen describiendo sus posiciones como "monetariamente prudentes y fiscalmente proactivas". Las recientes declaraciones han hecho hincapié en un "ajuste fino" para fomentar el crecimiento. Más recientemente, las autoridades han aumentado el gasto en infraestructuras, y al hacerlo parecen estar repitiendo la serie de medidas de estímulos de la inversión que tan eficazmente sostuvieron el crecimiento durante la crisis financiera mundial de 2008-2009, aunque a escala mucho más limitada.

En cuanto a los aspectos monetarios, el BPdC implementó en junio y julio recortes consecutivos de los tipos de interés, sumados a las reducciones de 150 pb del CC anunciadas desde el pasado diciembre (junto con medidas hacia la liberalización de los tipos de interés). A nivel financiero, las autoridades complementan estas medidas con diversas modalidades de flexibilidad normativa para impulsar el crédito bancario. Sin embargo, es de destacar que las limitaciones a la especulación en el mercado inmobiliario siguen vigentes, y que las autoridades han reiterado su compromiso de mantenerlas.

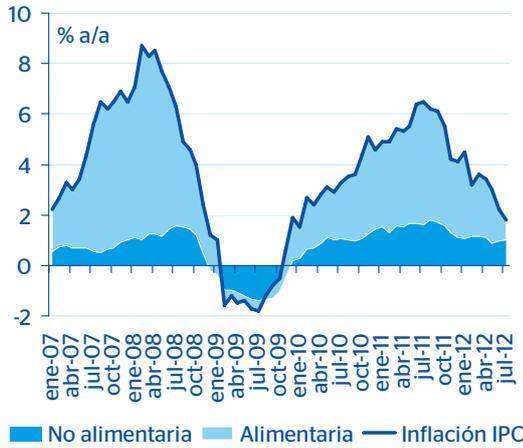
## El rápido descenso de la inflación ofrece margen para la flexibilización monetaria

La desaceleración del crecimiento ha provocado una reducción de las presiones de la demanda que, junto a la moderación de los precios de las materias primas, ha conllevado un descenso de la inflación mayor que el previsto, ya que en julio se situó apenas en el 1,8%, bien por debajo de la zona de tolerancia de las autoridades del 4%. La inflación mayorista cayó todavía más, hasta el -2,9% a/a en julio, el quinto mes consecutivo de desaceleración.

Las previsiones de inflación benigna para los próximos meses ha ampliado el margen para una mayor flexibilización monetaria (Gráfico 23). El BPdC sorprendió a los mercados con recortes consecutivos de los tipos de interés el 8 de junio y el 6 de julio, con lo que el descenso acumulado del tipo de préstamo de referencia a un año alcanzó los 56 pb, y 50 pb los tipos de depósito. Sin embargo, los recortes de tipos se inclinaron hacia los de crédito tras considerar una ampliación del descuento admitido hasta el 30% (desde el 10% antes de junio), y una prima del 10% para los tipos de depósito (anteriormente no se permitía ninguna prima). Además, el coeficiente de caja (CC) fue recortado tres veces desde que comenzó el ciclo de flexibilización el pasado mes de noviembre, con una reducción acumulada de 150 pb, situándolo en el 20% para los grandes bancos (Gráficos 24 y 25). Junto con los recortes de los tipos de interés y las operaciones de recompra en el mercado abierto, esta situación ha dado lugar a la flexibilización de las condiciones de liquidez y a la moderación de los tipos interbancarios (Gráfico 26).

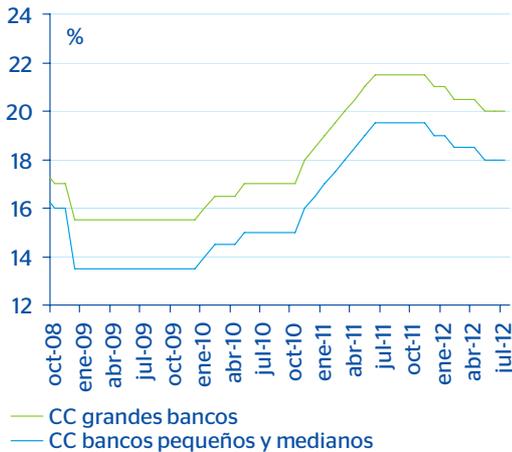
La preocupación por la desaceleración del crecimiento ha provocado nuevos retrocesos de los mercados bursátiles chinos (Gráfico 28). Las previsiones de nuevas medidas de flexibilización y de repunte del crecimiento durante el segundo semestre sustentarán el avance y la esperada inflexión hacia finales de 2012.

Gráfico 23  
**La inflación ha seguido cayendo**



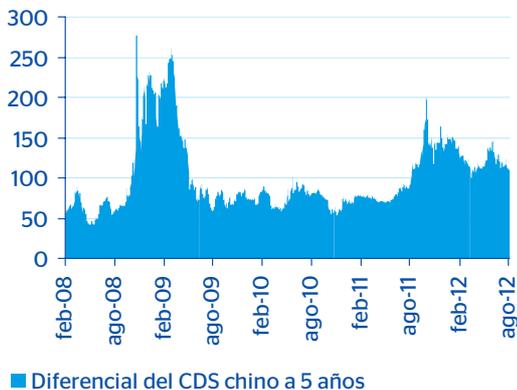
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 25  
**Tres reducciones de los coeficientes de caja desde noviembre**



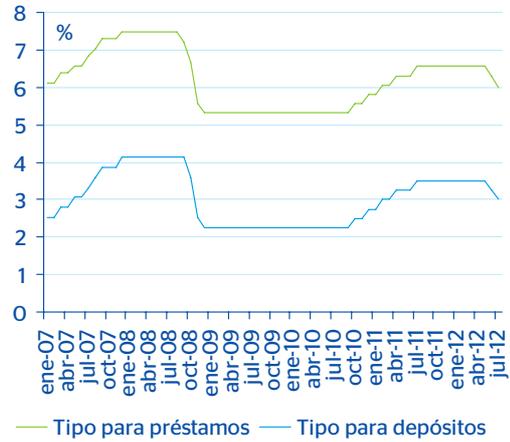
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 27  
**Los diferenciales de los CDS de China siguen elevados por la aversión al riesgo global...**



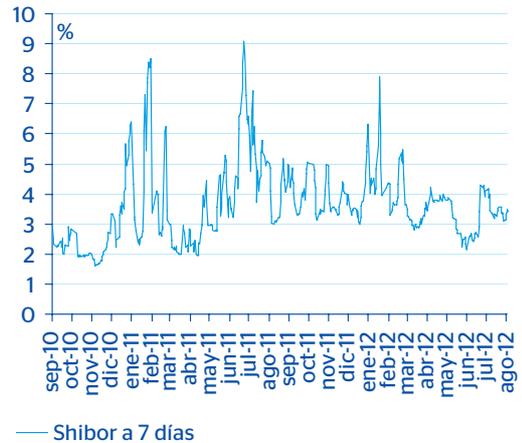
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 24  
**Recortes consecutivos de tipos de interés en junio y julio**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 26  
**Las tasas interbancarias se mantienen razonablemente bajas**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 28  
**... y la rentabilidad de los mercados bursátiles ha sido desfavorable (2010 Ene = 100)**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

### Las masas monetarias y crediticias se recuperan

Tras decepcionar a la baja en el 1T, el crédito y la masa monetaria M2 han comenzado a recuperarse (Gráfico 29), lo cual sugiere que las medidas de flexibilización de las autoridades están comenzando a fructificar. Es de destacar que los créditos han comenzado a repuntar (en junio superaron las previsiones), lo cual ha conllevado un crecimiento general de los mismos del 16,0% a/a, frente al 15,7% de finales del 1T 2012. Los nuevos préstamos acumulados durante el primer semestre del año sumaron 4,86 billones de RMB, lo cual se sitúa en línea con el objetivo informal anual de 8,0-8,5 billones. Al mismo tiempo, también aumentó la financiación social total (FST), un patrón de medida más completo de la evolución del crédito (que combina las formas de financiación bancarias y no bancarias) (Gráfico 30).

### Se incrementa el apoyo a través de la política fiscal

El objetivo de déficit original de las autoridades para 2012, anunciado en las sesiones de marzo del Congreso Nacional Popular (CNP) fue del 2% del PIB (después de añadir el 0,5% del PIB en concepto de transferencias de ingresos del año pasado), un incremento con respecto al 1,3% de 2011. Tras desacelerarse el crecimiento más de lo esperado, las autoridades han comenzado a implementar una serie de medidas de política fiscal más ambiciosas que las previstas en los objetivos presupuestarios anunciados en su momento. Por cuanto están basadas en el gasto en infraestructuras (Gráfico 31), los elementos fundamentales de estas medidas guardan similitud con el paquete de estímulos decidido después de la quiebra de Lehman, aunque de mucha menor escala considerando las condiciones de financiación más ajustadas. Además, es de destacar que recientemente el Consejo de Estado aprobó un plan para promover el desarrollo en seis provincias centrales. Según esta iniciativa, la provincia de Hunan estaría planificando un plan de inversiones que asciende a 829.000 millones de RMB (130.000 millones de dólares, o el 1,7% del PIB) escalonado en varios años, que incorpora unos 195 proyectos como aeropuertos y trenes subterráneos. En julio, el Ministerio de Ferrocarriles anunció también planes para incrementar las inversiones de 2012 en un 16% (hasta los 580.000 millones de RMB).

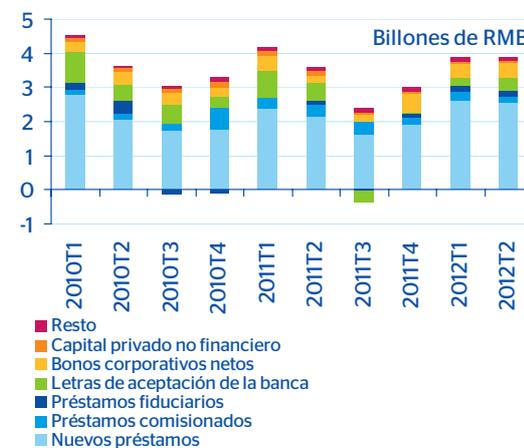
Además de las inversiones, las iniciativas fiscales en curso incluyen subvenciones para la compra de bienes duraderos, aunque la escala es más limitada que la del paquete de estímulos implementado después de la crisis de Lehman Brothers, diferenciándose en la magnitud y en el plazo (un año). También se aplicarán recortes de impuestos como parte de una serie de medidas fiscales estructurales. Es de destacar especialmente una reforma, vigente a partir del 1 de agosto, que sustituye el impuesto comercial por un impuesto al valor añadido en determinados sectores, especialmente el de transporte, que se implementará en diez provincias y grandes ciudades. Esta reforma reducirá la carga fiscal sobre las empresas al eliminar la doble imposición sobre el componente de servicios.

Gráfico 29  
El crédito y la masa monetaria repuntan



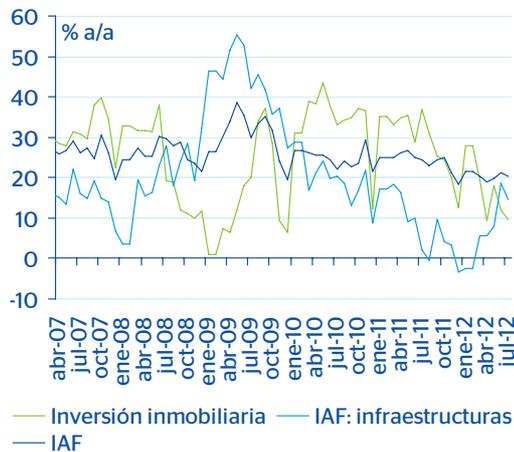
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 30  
La financiación social total repuntó en el primer trimestre



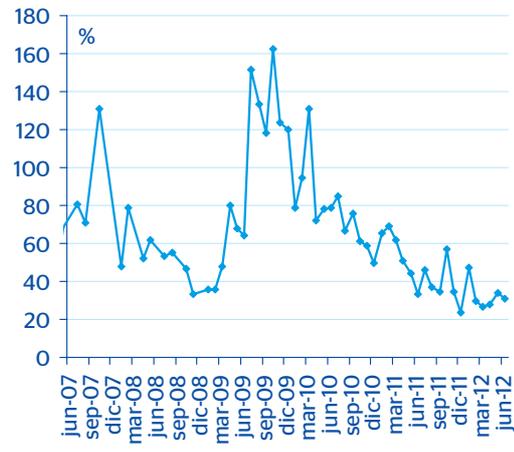
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 31  
**Las inversiones en infraestructuras han repuntado**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 32  
**La cuota de préstamos a medio y largo plazo ha bajado pero puede aumentar dado a los nuevos proyectos públicos**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

## Flexibilidad normativa en apoyo del crecimiento económico

Como complemento de las medidas monetarias y fiscales para promover el crecimiento, desde principios de año las autoridades han tomado una serie de pasos en el aspecto normativo para espolpear el crédito bancario (véase nuestro informe sobre *relajación de la normativa bancaria*<sup>4</sup>). Además del anuncio de febrero pasado, según el cual se permitió a los bancos renovar algunos de sus créditos a las administraciones locales, más recientemente la CBRC relajó más las restricciones para el otorgamiento de nuevos créditos bancarios a los vehículos financieros de las administraciones locales (VFAL) y a los promotores inmobiliarios para impulsar la demanda de inversiones. Por otra parte, para fomentar el crédito a las pymes, en abril la CBRC instó a la banca a aumentar los límites de tolerancia.

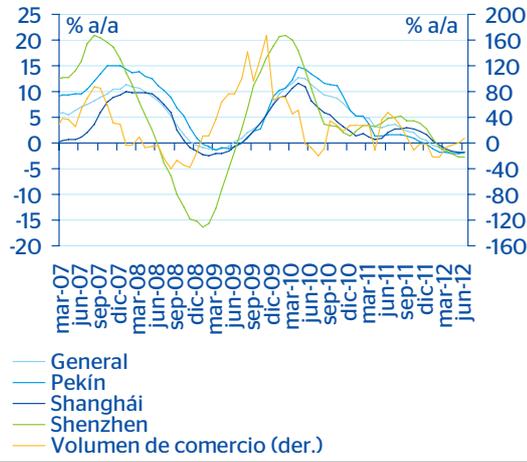
Sobre este particular, una de las noticias más importantes ha sido la moratoria de un año para la implementación del calendario original de Basilea III, hasta enero de 2013. Esta moratoria ya estaba prevista y fue formalmente anunciada por el Consejo de Estado chino en junio. Estas y otras medidas de flexibilidad normativa deberían facilitar los préstamos bancarios en una situación desfavorable al crecimiento, y también dar a los bancos tiempo para capitalizarse. Sin embargo, se implementan a costa de un modesto incremento del riesgo del sector financiero.

## Los precios inmobiliarios empiezan a estabilizarse...

Los precios inmobiliarios residenciales muestran los primeros indicios de repunte, tras la caída gradual desde sus máximos de julio de 2011. Según los datos oficiales del NBS, que abarcan 70 ciudades, estimamos que los precios inmobiliarios retrocedieron una media del -1,8% entre julio de 2011 y mayo de 2012, antes de repuntar ligeramente en junio, un 0,1% (Gráfico 33). Además, más ciudades han señalado incrementos de precios secuenciales (Gráfico 34). Además, los datos reflejan una fuerte recuperación de los volúmenes de ventas, después de continuos retrocesos desde octubre pasado. Sin embargo, las autoridades se han comprometido a mantener las medidas para frenar el aumento de los precios inmobiliarios a efectos de evitar el riesgo de burbujas de activos y mantener la asequibilidad de la vivienda. Un aumento modesto y sostenido del precio de la vivienda sería positivo para facilitar el repunte del impulso de crecimiento económico general.

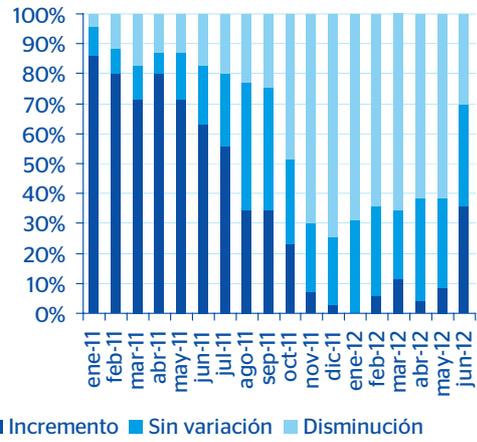
<sup>4</sup> "China Banking Watch: Relaxation of banking regulations in support of growth", 10 de abril de 2012

Gráfico 33  
**Las ventas y precios inmobiliarios se estabilizan**



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 34  
**Menos ciudades registran caídas en el precio de la vivienda**



Fuentes: NBS y BBVA Research

### 3. El crecimiento repuntará durante el 2S

Creemos que el impulso de crecimiento de China repuntará durante el segundo semestre del año, como consecuencia de la flexibilización monetaria y fiscal de una parte, y de la estabilización del entorno exterior, tal y como hemos explicado en la Sección 1. No obstante, a la vista de los resultados inferiores a lo previsto del primer semestre, así como a la profundización de los trastornos externos, hemos revisado a la baja nuestras proyecciones de crecimiento para 2012 y 2013 al 7,8% y 8,3%, respectivamente (Tabla 2), desde el 8,3% y el 8,7% anteriores. En caso de deterioro de las previsiones para Europa y/o EE.UU., las perspectivas de crecimiento de China se tornarían más cuesta arriba. En tal situación, creemos que existe suficiente margen para adoptar medidas políticas que mantengan el crecimiento por encima del 7% en 2012 y 2013.

#### La desaceleración del crecimiento toca fondo con las políticas de apoyo

El previsto repunte del crecimiento en lo que queda de 2012 (Gráfico 35) estará basado en un aumento de la inversión en infraestructuras y en la solidez del consumo interno. Para que se cumpla nuestra proyección de crecimiento para 2012, del 7,8%, basta con que durante el segundo semestre se mantengan los resultados del primero. Aunque la política basada en inversiones para sostener el crecimiento de 2012-2013 pueda desviarse temporalmente del reequilibrio económico a largo plazo, prevemos que la tendencia de aumento del consumo se reanudará a medio plazo (Gráfico 36).

#### La inflación debería mantenerse baja por la desaceleración del crecimiento

Dado que se espera que los precios de las materias primas se mantengan estables, la inflación media de 2012 debería situarse en torno al 3%. Sin embargo, la inflación general mensual posiblemente repunte tras tocar fondo en julio, como consecuencia de los efectos de base y de modestas presiones de demanda durante la recuperación del crecimiento. Sobre esta base, la inflación debería mantenerse en torno al 3% a finales de 2012, y entre el 3,5 y el 4% al final de 2013.

Tabla 2

#### Escenario de referencia

	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
PIB (% a/a)	9,2	10,4	9,2	7,8	8,3
Inflación (promedio, %)	-0,7	3,3	5,4	3,0	3,6
Balanza fiscal (% del PIB)	-2,8	-1,7	-1,3	-2,0	-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	5,75	6,00
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,83	6,62	6,30	6,31	6,13

Fuente: BBVA Research

#### Se prevé que la combinación de políticas se oriente a sostener el crecimiento

Con la inflación previsiblemente dentro del margen de tolerancia de las autoridades del 4%, nuestras previsiones macroeconómicas incorporan una nueva flexibilización de la política monetaria y la implementación de políticas fiscales favorables al crecimiento. En particular, apostamos por nuevos recortes de 150 pb del CC en lo que resta de 2012. Estas medidas posiblemente irán acompañadas de hasta dos recortes de 25 pb en los tipos de interés, en especial si el entorno externo no mejora.

Creemos que la política fiscal también se orientará a sostener el crecimiento, y es posible que el déficit exceda del objetivo del 2,0% del PIB presupuestado (excluyendo las reservas fiscales del ejercicio anterior). En última instancia, la magnitud del déficit dependerá del reparto de la financiación entre el gobierno central y las administraciones locales, así como de la importancia de la desaceleración del crecimiento. Sin embargo, lo más probable es que la magnitud del paquete de medidas fiscales sea considerablemente inferior al de 2008-2009 debido a las restricciones de la deuda de las administraciones locales, la preocupación por la calidad de los balances de los bancos y las iniciativas para evitar efectos colaterales indeseables, como burbujas inmobiliarias.

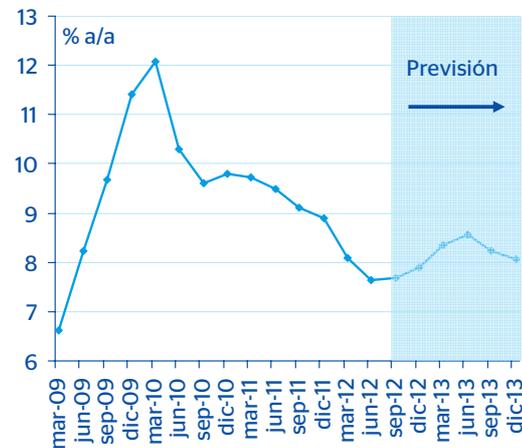
## Previsiones de una reversión gradual de la apreciación de la moneda

Considerando la desaceleración del crecimiento y la fragilidad del entorno exterior, hemos revisado a la baja nuestras proyecciones de apreciación a la moneda a medio plazo. Creemos que, en general, la moneda se mantendrá sin variaciones frente al USD durante lo que resta del año, y que quizá experimente una mínima apreciación en el último trimestre siempre y cuando se produzca una estabilización del entorno exterior. Esto situaría la cotización en torno a los 6,32 por USD hacia finales de 2012, aunque un fortalecimiento de la moneda estadounidense superior al previsto en nuestro escenario de referencia (derivado, por ejemplo, de la debilidad del euro) provocaría que devaluase mínimamente frente al USD. Aunque podría esperarse una volatilidad bidireccional, coherente con la reciente ampliación de la banda diaria de cotización, las probabilidades de una depreciación significativa de la moneda durante lo que queda de año son, en nuestra opinión, limitadas. Sobre todo considerando las presiones de los socios comerciales de China. Esperamos que en 2013 se reanude una apreciación gradual más sostenida, de aproximadamente el 3%.

## Margen para más estímulos fiscales si los riesgos de una desaceleración global se materializan

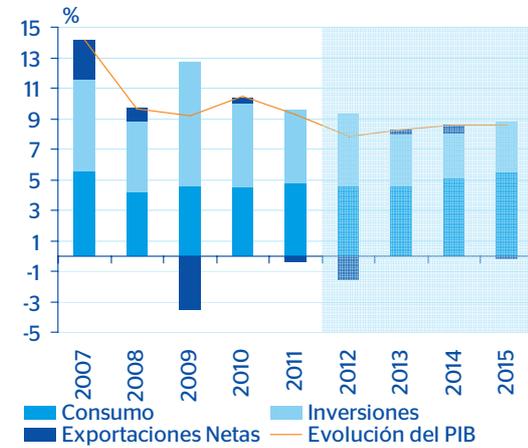
Si el entorno mundial se deteriora, el crecimiento de China se vería afectado sobre todo por la desaceleración de la demanda a través del canal comercial, aunque también por los efectos residuales de los canales financieros, consecuencia de la creciente aversión al riesgo (la naturaleza relativamente cerrada de las cuentas de capital de China limita las repercusiones de trastornos externos a través de flujos financieros). Como ya hemos señalado, creemos que existe suficiente margen para políticas que sostengan el crecimiento en torno al 7% en 2013, tal y como se estableció en el Plan Quinquenal.

Gráfico 35  
Previsión de la evolución del PIB de China



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

Gráfico 36  
Reequilibrio del crecimiento a medio plazo



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

## 4. Los riesgos a la baja

Los riesgos son decididamente bajistas, a la vista de la incertidumbre del entorno externo y de la continua desaceleración interna que, aunque empieza a estabilizarse, ha sido más pronunciada de lo esperado. La fragilidad financiera persiste, aunque en su mayor parte supone un riesgo más a medio plazo que inmediato. A este respecto, en este momento parece menos probable el riesgo de un ajuste abrupto a la baja de los precios inmobiliarios, considerando la reciente estabilización del precio de la vivienda. Además, aunque los altos niveles de deuda de las administraciones locales y los efectos financieros de los préstamos del sistema bancario informal actúan como factores que restringen el volumen de cualquier nuevo paquete de estímulos, los esfuerzos de las autoridades por contenerlos han tenido éxito durante el último año.

El riesgo predominante para las perspectivas de crecimiento a medio plazo de China procede de la debilidad de la demanda exterior, factor que se ha intensificado como consecuencia de las irresueltas tensiones financieras de la UE. Aunque el reciente retroceso de los precios del crudo ha supuesto cierto alivio frente a los contratiempos externos, las exportaciones han seguido debilitándose, y la creciente aversión al riesgo ha congelado las inversiones, a pesar de que las autoridades pretenden contrarrestar estos efectos con paquetes de estímulos. Los efectos de la onda expansiva, reflejados en unas condiciones de financiación más restrictivas, quedan en evidencia a través de los decepcionantes resultados de los mercados bursátiles y en la disminución de salidas a bolsa de empresas chinas.

Por contraposición, las fragilidades financieras internas se mantienen bajo control, aunque suponen un problema a medio plazo y bien podrían exacerbarse por la nueva ronda de medidas de estímulo como consecuencia del mayor nivel de endeudamiento de las administraciones públicas locales y por la aceleración del crédito bancario. En este momento, los precios y las ventas del mercado inmobiliario muestran indicios de estabilización, situación que debería disipar los temores de un nuevo descenso de la inversión inmobiliaria y presiones financieras sobre los promotores. En cualquier caso, el descenso generalizado de los precios desde sus máximos de julio de 2011 ha sido más bien modesto.

El nivel de pasivos contingentes del gobierno central, en especial en lo relativo a la deuda pública de las administraciones locales, actúa como restricción parcial para la magnitud del nuevo paquete de estímulos. Dicho esto, en nuestra opinión existe suficiente margen para que las autoridades incrementen el gasto en infraestructuras e implementen otras políticas que sostengan en crecimiento, con arreglo al Plan Quinquenal. Existe el riesgo de que las recientes medidas de relajamiento de los préstamos bancarios a las administraciones locales acentúen la fragilidad financiera en toda la cadena, por lo cual deberán ser objeto de vigilancia a su debido momento. Por el momento, las autoridades se muestran adecuadamente prudentes, y el crecimiento sostenido del PIB debería mantener estos riesgos bajo control en el transcurso del tiempo.

En el terreno de la política, continúan los progresos en la transición hacia el nuevo liderazgo, prevista para los siguientes meses del año. Los nuevos integrantes de la Comisión Delegada Permanente del Politburó, el principal organismo responsable de la toma de decisiones, ocuparán sus cargos en torno a octubre. En marzo de 2013 se elegirá presidente y primer ministro para sustituir a los actuales, Hu Jintao y Wen Jiabao, respectivamente. Tras la defenestración, a principios de este año, del miembro del Politburó y mandamás del Partido Comunista en Chongqing acusado de corrupción, y más recientemente después de la presentación de acusaciones penales contra sus familiares, persisten los rumores de luchas internas entre los principales líderes, con la consiguiente preocupación por la estabilidad del proceso de transición. Aunque los riesgos persisten, parece muy poco probable que se produzca una situación de inestabilidad política, sobre todo porque en octubre la mayoría de las provincias y ayuntamientos ya habrán celebrado sus reuniones de selección posteriores al Congreso Nacional del Partido Comunista. En todo caso, es muy improbable que el cambio de cúpula conlleve modificaciones significativas en la orientación política a medio plazo.

Por último, el aumento de las tensiones geopolíticas supone un riesgo. Es necesario estar atentos a las disputas territoriales de China con sus vecinos en los mares de la China Oriental y China Meridional. Además de minar la confianza de los inversores en la región, estos conflictos provocan cada vez más presiones para aumentar el presupuesto militar, lo que podría desviar el gasto fiscal de inversiones más productivas.

## 5. Tablas

Tabla 3  
Previsiones macroeconómicas

	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
PIB (% a/a)	9.2	10.4	9.2	7.8	8.3
Inflación (promedio, %)	-0.7	3.3	5.4	3.0	3.6
Balanza fiscal (% del PIB)	-2.8	-1.7	-1.3	-2.0	-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	5.75	6.00
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6.83	6.62	6.30	6.31	6.13

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	2.1	1.8
UEM	-4.2	1.8	1.6	-0.3	0.3
Asia-Pacífico	4.2	8.1	5.8	5.4	5.8
China	9.2	10.4	9.2	7.8	8.3
Mundo	-0.6	5.1	3.9	3.4	3.7

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	2.0	1.9
UEM	0.3	1.6	2.7	2.3	1.4
Asia-Pacífico	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
China	-0.7	3.3	5.4	3.0	3.6
Mundo	2.2	3.0	5.1	4.2	3.9

Fuente: BBVA Research

Tabla 6  
Tipo de cambio (fin de período)

	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
UEM USD/EUR	1.43	1.34	1.30	1.23	1.31
China CNY/USD	6.83	6.61	6.30	6.31	6.13

Fuente: BBVA Research

Tabla 7  
Tipo de referencia (fin de período)

	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	0.75	0.75
China	5.31	5.81	6.56	5.75	6.00

Fuente: BBVA Research

**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 maCCeconómico México

**Julián Cubero (i)**

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

**Julián Cubero**

juan.cubero@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