

Situación China

China

Cuarto trimestre de 2012
Análisis Económico

- **Las audaces medidas políticas de los bancos centrales han reducido las incertidumbres de las perspectivas mundiales, pero aún hay retos.** Según nuestras previsiones, la economía mundial continuará recuperándose de forma moderada, con un crecimiento del PIB del 3,5% en 2013, por encima del 3,2% registrado en 2012.
- **Tras desacelerarse más de lo esperado en el tercer trimestre, la economía de China está tomando velocidad.** Se prevé que el crecimiento aumente paulatinamente como consecuencia de las políticas de apoyo, llevándolo al 7,6% y el 7,9% en 2012-13, un poco por debajo de las previsiones que hicimos el último trimestre.
- **Dado que la inflación sigue moderada, hay margen para una nueva flexibilización de la política monetaria como protección contra los riesgos bajistas.** Aunque las probabilidades de flexibilización monetaria han disminuido por ahora, nuestro escenario central sigue contemplando nuevas reducciones del coeficiente de caja de 100 pb y no descartamos otro recorte de 25 pb en los tipos de interés en los próximos trimestres.
- **La apreciación de la moneda ha repuntado en los últimos meses, pero es posible que tenga corto recorrido teniendo en cuenta la debilidad de la demanda externa.** Hemos dejado nuestras previsiones de 6,32 yuanes por dólar estadounidense sin cambios, pero se prevé que la apreciación se reanude en 2013.

Índice

Resumen.....	3
1. Perspectivas mundiales: las medidas de los bancos centrales reducen los riesgos de cola.....	5
2. La desaceleración comienza a tocar fondo.....	8
Recuadro 1: ¿Progresan el reequilibrio económico de China?.....	12
3. El modesto repunte del crecimiento.....	18
Recuadro 2: La transición política que se produce una vez por década en China.....	21
4. Los riesgos a la baja.....	22
5. Tablas.....	23

Fecha de publicación: 13 de noviembre de 2012

Resumen

El crecimiento de China siguió desacelerándose en el tercer trimestre más de lo esperado, hasta situarse en un 7,4% a/a desde el 7,6% del 2T debido a las dificultades externas y a que tardan en hacer efecto las medidas de estímulo políticas puestas en marcha a comienzos del año. Aunque repuntó en términos secuenciales, en términos interanuales el crecimiento del PIB cayó a su nivel más bajo en casi 4 años, lo que ha dado lugar a rebajas en las perspectivas de crecimiento y ha suscitado temporalmente nuevas preocupaciones por una desaceleración más abrupta.

Aunque la desaceleración ha sido este año un poco más pronunciada y más prolongada de lo que se esperaba, los indicadores de actividad más recientes muestran indicios de repunte. En concreto, los indicadores de actividad de septiembre y octubre muestran un repunte en la inversión, destacando el aumento del gasto en infraestructuras públicas. El consumo y las exportaciones también se están incrementando, aunque su sostenibilidad sigue en duda. Los datos indican que es probable que la desaceleración haya tocado fondo en el 3T, y el objetivo oficial de crecimiento de todo el año 2012, un 7,5%, se puede alcanzar fácilmente.

Nuestras previsiones de crecimiento actualizadas para 2012-13 han sido revisadas modestamente a la baja, hasta el 7,6% y el 7,9% (en comparación con el 7,8% y el 8,3% previstos anteriormente). Las revisiones se deben a que el resultado del 3T fue más débil de lo esperado y a que se prevé que la demanda externa siga siendo lenta. Dicho esto, nuestras previsiones incorporan un repunte en los próximos meses cuando surta efecto la flexibilización de la política y a medida que mejoren las condiciones externas según nuestro escenario central global.

La inflación ha seguido moderándose y alcanzó un nuevo mínimo del 1,7% a/a en octubre, debido a la reducción de las presiones de demanda, la moderación de los precios de los alimentos y los efectos de base favorables. Esperamos que la inflación aumente gradualmente a medida que repunte el crecimiento, hasta un 2,6% a/a en diciembre y un 3,8% a finales de 2013. Así pues, la inflación debería mantenerse dentro del nivel de confort de las autoridades (un 4%) durante el próximo año, lo que da margen para aplicar políticas de apoyo adicionales según sea necesario.

Con la inflación baja y dado que el reciente repunte del crecimiento está todavía en riesgo, prevemos que la flexibilización de la política continúe en los próximos trimestres. En general, la postura política ha apoyado el crecimiento, el apoyo se ha concretado en los recortes de los tipos de interés y del coeficiente de caja efectuados a comienzos de este año, las inyecciones de liquidez del BPdC más recientemente y la aceleración del gasto en infraestructura. Como medio de protección contra los riesgos que amenazan las perspectivas, en los próximos trimestres esperamos nuevos recortes en el coeficiente de caja (hasta 100 pb) y no descartaríamos otro recorte de 25 pb en los tipos de interés, todo ello acompañado de nuevas iniciativas fiscales.

La apreciación de la moneda ha experimentado un repunte en los últimos meses, pero este repunte podría durar poco antes de volver de nuevo al ritmo de apreciación sostenible previsto en 2013. Después de mantenerse plano frente al dólar estadounidense durante la mayor parte de este año, el RMB se ha apreciado recientemente hasta situarse en torno a lo 6,23 yuanes por dólar estadounidense, lo que refleja una combinación de factores: las nuevas entradas de capitales y, posiblemente, los esfuerzos para atajar las críticas de los socios comerciales, especialmente en el contexto de las recientes elecciones presidenciales de EE. UU. Por tanto, mantenemos nuestras previsiones para fin de año (6,32 yuanes por dólar estadounidense) sin cambios, y creemos que la moneda volverá a un ritmo de apreciación más sostenido aunque modesto (2-3%) frente al dólar estadounidense en 2013 a medida que las condiciones externas vayan mejorando.

Las fragilidades internas siguen siendo manejables, pero corren el riesgo de incrementarse de nuevo debido a los esfuerzos de las autoridades por estimular la economía. Por un lado, las preocupaciones por un aterrizaje brusco en el sector inmobiliario han disminuido, ya que recientemente se ha producido una estabilización de los precios y de las operaciones de venta, incluso cuando siguen en vigor las medidas de ajuste puestas en marcha para mantener la

asequibilidad. Por otro lado, tras estabilizarse el año pasado, la deuda de los gobiernos locales y los préstamos del sistema bancario informal van otra vez en aumento debido a que las autoridades fomentan los flujos de crédito para financiar el gasto en infraestructura. Aunque hay que vigilar estos riesgos a medio plazo, no plantean amenazas inminentes, ya que su magnitud es limitada y las autoridades están haciendo un seguimiento.

El riesgo principal a corto plazo para las perspectivas sigue siendo la incertidumbre del entorno mundial debido a la evolución de la crisis financiera y de deuda soberana de Europa y al “abismo fiscal” de EE. UU. Si los riesgos de desaceleración se intensifican, lo más probable es que los estímulos se incrementen para sostener un crecimiento acorde con las cifras del Plan Quinquenal (en torno al 7%).

1. Las medidas de los bancos centrales reducen los riesgos de cola

Antes de centrarnos en China, repasamos la [Situación global](#). Los lectores que lo deseen pueden pasar directamente a la sección de Asia en la página 8.

Las audaces medidas políticas de los bancos centrales han reducido la incertidumbre, pero aún hay retos

Se prevé que la economía mundial continuará recuperándose de forma moderada, con un crecimiento del PIB del 3,5% en 2013, por encima del 3,2% registrado en 2012. Las perspectivas se basan en la menor aversión al riesgo tras las influyentes decisiones tomadas por los bancos centrales, en especial el BCE. Sin embargo, destacan tres factores que podrían minar las perspectivas: el primero es el riesgo de que resurjan los temores de ruptura del euro; el segundo es la amenaza del llamado "precipicio fiscal" (un recorte del gasto y un plan de aumento de los impuestos equivalente al 4% del PIB) cuya entrada en vigor está prevista para comienzos de 2013 y que devolvería la economía de EE. UU. a la recesión; y el tercero es el riesgo de desaceleración de las economías emergentes, especialmente China.

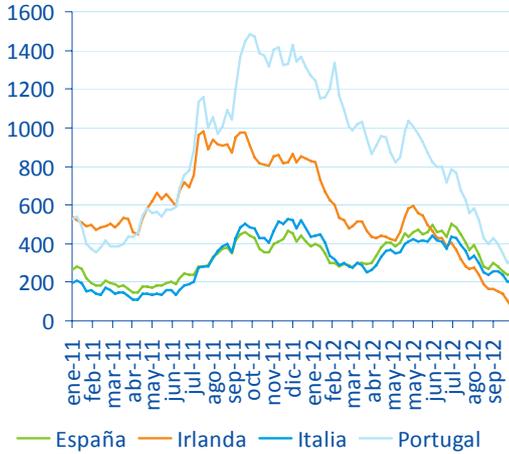
Los bancos centrales al rescate; otros responsables de la política podrían seguir el mismo camino

En un marco de incertidumbre y amenazas para la economía mundial, los responsables de la política, en particular los bancos centrales de la zona euro y de EE. UU., han tomado medidas para evitar un evento sistémico que sería comparable en escala a la crisis financiera de finales de 2008.

“... lo que sea necesario...”

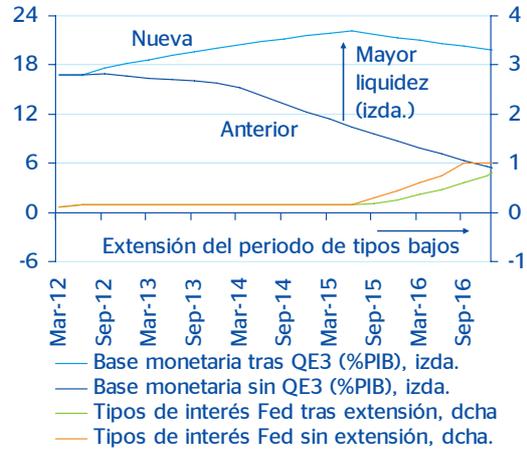
En nuestra opinión, el anuncio que hizo a finales de julio el presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, de un nuevo programa de compra de bonos (Transacciones Monetarias Directas, u OMT por sus siglas en inglés), fue un paso decisivo hacia el fin de la crisis de deuda en Europa. En determinadas condiciones, el BCE intervendría en los mercados de deuda soberana secundaria. La medida del BCE se adoptó tras la cumbre de la zona euro celebrada en junio, donde los líderes llegaron a un acuerdo sobre una hoja de ruta amplia hacia un único responsable de la banca, planes de gran alcance sobre los asuntos fiscales y medidas de apoyo al crecimiento. El BCE se ha comprometido a comprar cantidades ilimitadas de bonos soberanos de los países que buscan ayuda financiera en los fondos europeos (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y Mecanismo Europeo de Estabilización) con una “condicionalidad estricta y efectiva”. Las tensiones de los mercados financieros se han moderado notablemente desde junio (véase el Gráfico 1).

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras, zona euro¹



Fuentes: Haver y BBVA Research

Gráfico 2
QE3 y prórroga de las directrices políticas



Fuente: BBVA Research

Otros elementos han reforzado la unión monetaria de Europa. En primer lugar el fondo permanente que se encargará de los nuevos rescates en la zona euro (el MEDE) se ha puesto en marcha. En segundo lugar, el proceso para lograr la unión bancaria en Europa sigue avanzando, aunque con lentitud.

Se prevé que la zona euro ideará eventualmente un plan completo que reforzará su gobernanza. Como ya hace tiempo que venimos argumentando, dicho plan debería comprender la unión bancaria, la unión fiscal y una línea de crédito de último recurso. Se han hecho progresos en todos estos frentes, y aunque dichos avances no son aún lo suficientemente ambiciosos como para cambiar rápidamente la dinámica actual, con el tiempo aliviarán las presiones. A corto plazo, el programa del BCE y el apoyo del MEDE con condicionalidad fiscal crea un punto de referencia para abordar las difíciles situaciones de financiación a las que podrían enfrentarse países como Italia y España. Al mismo tiempo, la implementación eficaz de los planes de unión bancaria y una mayor definición del diseño de la unión fiscal serán fundamentales para la sostenibilidad de la zona euro a largo plazo.

“... tanto tiempo como sea necesario...”

Dada la situación de lento crecimiento de la economía y la persistencia de elevadas tasas de desempleo en EE. UU., y en medio de una enorme incertidumbre en Europa, la paralización preelectoral sobre cómo bajar el déficit en EE. UU. es lo último que necesitaba la economía de ese país. En este marco, la Fed no dudó en tomar medidas. Primero, y de acuerdo con su “orientación política a largo plazo”, la Fed anunció su intención de mantener los tipos de interés en los bajos niveles actuales hasta mediados de 2015 como mínimo. Segundo, la Fed anunció una nueva ronda de flexibilización cuantitativa (QE) para apoyar el crecimiento y recuperar el empleo. Esta nueva relajación monetaria será diferente de las rondas anteriores: la Fed comprará cédulas hipotecarias (MBS) en lugar de valores del Tesoro, y seguirá con esta política durante un periodo de tiempo considerable, incluso después de que se fortalezca la recuperación.

Desde nuestro punto de vista, al embarcarse en el QE3 y prorrogar la orientación política, la Fed está comprando un seguro contra el “precipicio fiscal”, pero no es una varita mágica. Según nuestro escenario central, se alcanzará un acuerdo que evite que se lleve a cabo el plan completo de recortes automáticos del gasto y las subidas de impuestos. Pero también prevemos que habrá alguna forma de consolidación fiscal que será un lastre para el crecimiento. La Fed ha hecho lo que le corresponde para dar a la economía el impulso necesario y evitar la vuelta a la recesión en 2013. Como han mostrado los anteriores

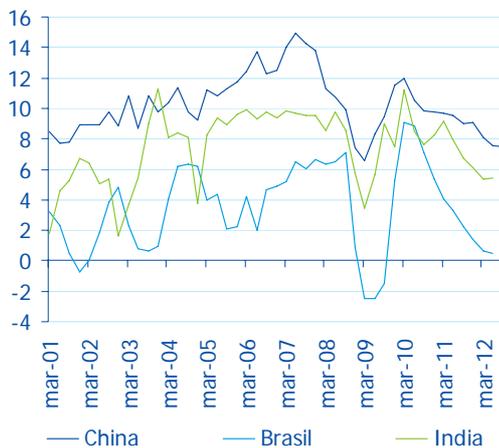
¹ El índice de tensiones financieras (ITF) es un indicador sintético de: medición de riesgo (CDS de 5 años, CDS de empresas no financieras y deuda financiera), volatilidad (acciones, tipos de interés y tipos de cambio) y estrés de liquidez (diferencial a 3 meses entre interbancario y activo sin riesgo).

programas de QE, se han incentivado los flujos de capital a las economías emergentes, disminuyendo así las primas de riesgo y reduciendo los costes de financiación.

Las respuestas de los bancos centrales no son suficientes para un crecimiento firme

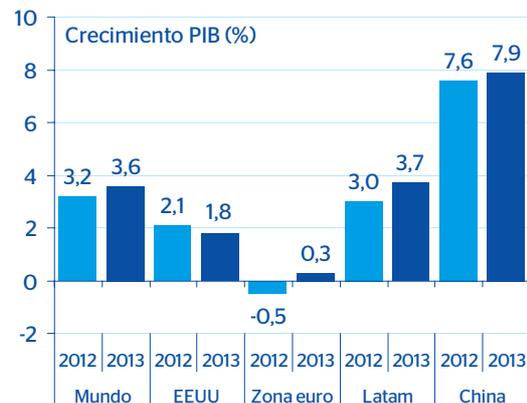
Es posible que la economía mundial haya evitado desacelerarse hasta sus niveles de crecimiento más bajos de los últimos 30 años (dejando aparte la gran recesión de 2009) pero el entorno continúa con un crecimiento bajo. Las economías avanzadas han perdido impulso desde 2011. Y más recientemente, también se han visto afectadas las economías emergentes (véase el Gráfico 3). La economía de Brasil casi se estancó en la primera mitad del año, el PIB de la India creció un 5,3% y un 5,5% a/a en el primer y en el segundo trimestre, respectivamente, lo que marca el ritmo más lento desde principios de 2009; y en el tercer trimestre del año la economía china se desaceleró hasta una tasa de crecimiento del 7,4%, la tasa más baja desde 2009, aunque otros datos más recientes apuntan a que ya ha tocado fondo.

Gráfico 3
Crecimiento del PIB en emergentes (% a/a)



Fuentes: Haver y BBVA Research

Gráfico 4
Tasa de crecimiento del PIB (%)



(*) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela

Fuentes: Haver y BBVA Research

De acuerdo con nuestro escenario central, el crecimiento de la zona euro probablemente tomará impulso en 2013. Aunque el PIB se contraerá en 2012 (-0,5%), debería repuntar ligeramente en 2013 (+0,3%). En EE. UU. mantenemos nuestras previsiones: el crecimiento seguirá en torno al 2% en 2012 y 2013. La principal revisión a la baja en nuestro escenario de octubre corresponde a China (con un descenso de -0,2 pp en 2012 y de -0,4 pp en 2013), aunque su tasa de crecimiento se mantiene todavía cerca del 8% en ambos años gracias a los estímulos políticos. Otras economías emergentes compensarán esta carencia: las perspectivas de crecimiento en América Latina se han revisado ligeramente al alza en 2013 y la región crecerá un 3,7%, por encima de la tasa de crecimiento del 3% correspondiente a 2012.

En resumen, se prevé que la economía mundial continúe con una recuperación suave y el crecimiento del PIB se sitúe entre el 3% y el 3,5%. No obstante, este escenario depende de varios supuestos clave, en particular depende de si los responsables de la política europea cumplen sus compromisos. Mientras tanto, la intervención del MEDE/BCE debería bastar para devolver las rentabilidades de la deuda de España e Italia a niveles coherentes con la sostenibilidad de la deuda pública a medio plazo. Esto implica que ambos países mantengan calificaciones de grado de inversión y cumplan con sus compromisos fiscales (o se les concedan prórrogas para cumplirlos, preferiblemente sobre los saldos estructurales). Por último, en este escenario, Grecia debería seguir en el euro, lo que a su vez requiere un mayor apoyo por parte de Europa en forma de financiación adicional o de un periodo más prolongado para cumplir con la condicionalidad fiscal. Según las experiencias del pasado, todavía hay muchas cosas que pueden salir mal, pero los responsables de la política han mostrado su tendencia a encontrar soluciones cuando llega la hora de la verdad.

2. La desaceleración comienza a tocar fondo

El crecimiento de China siguió desacelerándose en el tercer trimestre, hasta el 7,4% desde el 7,6% registrado en el 2T. Aunque este año la desaceleración ha sido un poco más pronunciada y más prolongada de lo que se esperaba debido a la combinación de dificultades externas y el efecto retardado del estímulo político, los indicadores de actividad más recientes de septiembre y octubre muestran indicios de repunte. Esto indica que es probable que la desaceleración del crecimiento haya tocado fondo en el 3T, y que el objetivo oficial de crecimiento de todo el año 2012, un 7,5%, se puede alcanzar fácilmente. Prevedemos que el crecimiento repuntará en los próximos trimestres, pues según nuestro escenario central la flexibilización de la política continuará y las condiciones externas mejorarán.

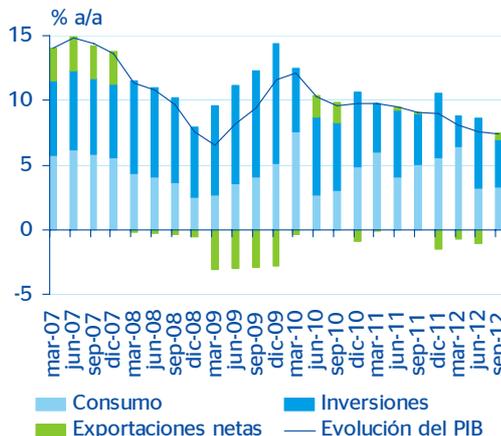
El crecimiento del PIB se ha desacelerado como consecuencia de la debilidad de la demanda interna y externa

Tras repuntar en el 4T 2011, el crecimiento del PIB ha seguido desacelerándose y ha caído hasta el 7,4% a/a en el 3T, su nivel más bajo en cerca de 4 años (Gráfico 5). Sin embargo, en términos secuenciales, el crecimiento realmente ha repuntado hasta el 2,2% t/t desestacionalizado desde el 2,0% registrado en el 3T, según los datos oficiales (nuestras previsiones desestacionalizadas muestran un repunte menor, del 1,7% en el 2T al 1,8% en el 3T).

De acuerdo con los datos oficiales de las cuentas nacionales, la desaceleración del crecimiento interanual del 3T fue atribuible a la mayor debilidad de la inversión, lo que se ha compensado parcialmente por el cambio de la aportación de las exportaciones netas, que ha pasado al territorio positivo cuando fue negativa en el trimestre anterior, así como por el aumento de la aportación del consumo.

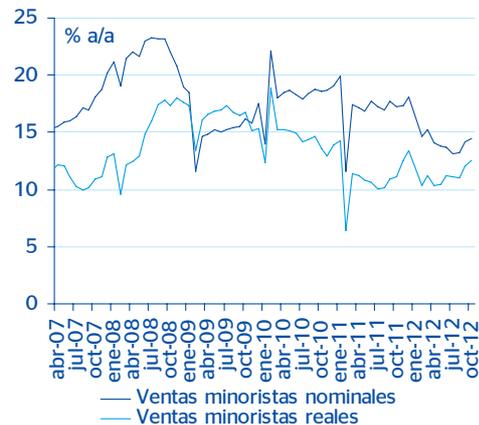
Los indicadores de alta frecuencia correspondientes a septiembre y octubre dan pruebas de que el crecimiento repuntó en el 3T. En particular, la inversión en activos fijos urbanos (22,2% a/a en octubre) repuntó gracias al incremento del gasto público en ferrocarriles y otros proyectos de infraestructura; las ventas minoristas se han fortalecido (14,5% a/a en octubre), la producción industrial ha subido durante dos meses consecutivos (9,6% a/a en octubre), y hasta las exportaciones han aumentado después de un descenso continuo (Gráfico 7). Estos indicadores son coherentes con el alza de los resultados del índice PMI de septiembre y octubre, que volvió a situarse por encima de la zona del 50% que marca la expansión/contracción (Gráfico 8).

Gráfico 5
El crecimiento del PIB se ha frenado por las menores exportaciones netas y demanda interna



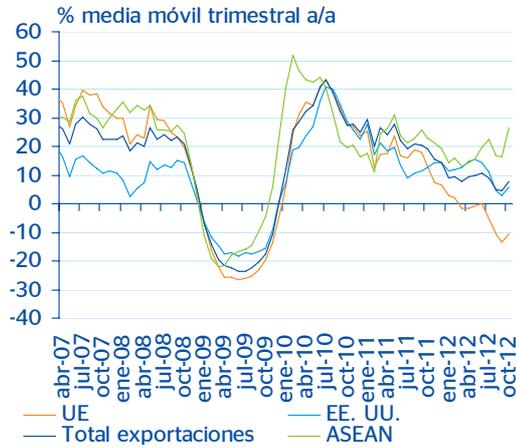
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6
El crecimiento de las ventas minoristas vuelve a repuntar de nuevo



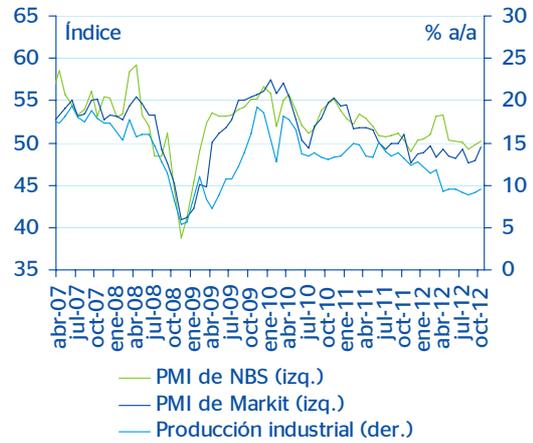
Fuentes: CEIC y BBVA Research

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



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
El PMI oficial ha vuelto a subir por encima del umbral de 50



Fuentes: CEIC y BBVA Research

El sector del comercio se enfrenta a dificultades externas continuadas

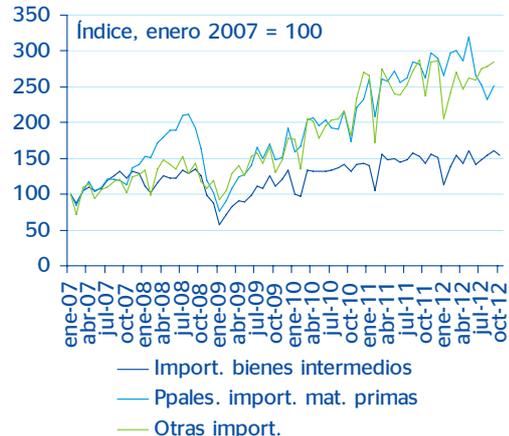
El débil entorno mundial ha seguido pesando en el crecimiento de las exportaciones, que se desaceleraron hasta el 4,5% a/a en el 3T desde el 10,5% a/a del 2T. Las exportaciones subieron más de lo esperado en septiembre y octubre (11,6% a/a), contribuyendo así al repunte la producción del periodo. Pero el repunte podría ser solo temporal dada la débil demanda en mercados de exportación clave: por destino, la UE (el mayor mercado de exportación de China), ha sido, como era de esperar, un lastre importante, aunque la demanda desde otros mercados emergentes, en especial desde el Sudeste Asiático, ha sido más sólida (Gráfico 8). El crecimiento de las importaciones (valor) también se ha desacelerado, lo que se debe sobre todo a la reducción de las importaciones de materias primas al combinarse la debilidad de la demanda interna, la caída de los precios de las mismas y los efectos de base. En cambio, las importaciones de bienes intermedios y de productos acabados, se han mantenido en el 3T (Gráficos 9 y 10). Como resultado de estas tendencias, la balanza comercial se ha mantenido con un superávit sustancial en octubre (Gráfico 11). No obstante, como porcentaje del PIB, el superávit por cuenta corriente ha seguido reduciéndose desde el máximo del 10,1% en 2007, hasta el 2,6% del PIB en el 3T de 2012 (Gráfico 12).

Gráfico 9
Las importaciones de materias primas han disminuido con la caída de precios



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 10
Las importaciones procesadas y de materias primas se han moderado



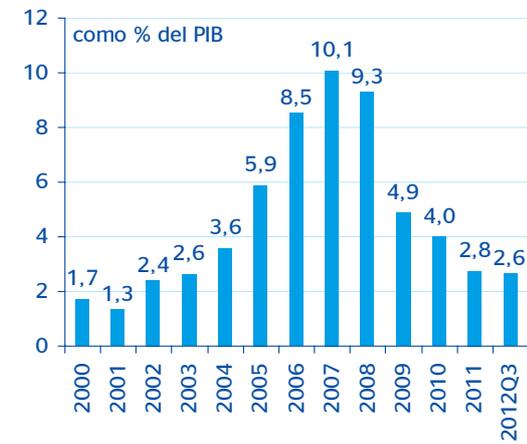
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 11
El crecimiento de las exportaciones y de las importaciones se estabiliza



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 12
Una nueva reducción del superávit por cuenta corriente como % del PIB



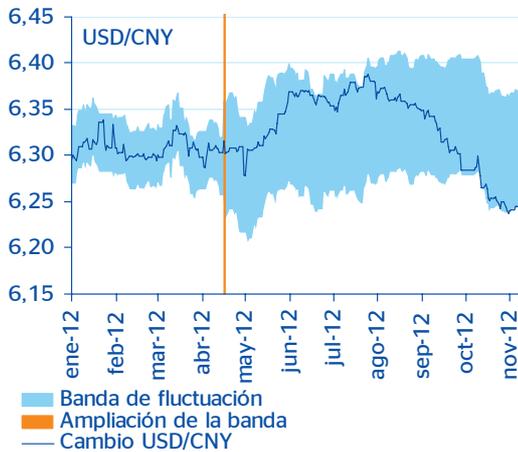
Fuentes: CEIC y BBVA Research

La apreciación de la moneda ha aumentado recientemente

Después de depreciarse en el segundo trimestre, el RMB se ha fortalecido recientemente frente al dólar estadounidense, y ha alcanzado un máximo de 6,23 por dólar estadounidense, lo que equivale a una apreciación del 2,4% desde su punto más bajo en julio, a pesar de la moderación del crecimiento y de las inciertas perspectivas externas. La apreciación comenzó cuando el tipo al contado fue moviéndose progresivamente hacia el extremo fuerte de la banda de cotización diaria +/- 1% del BPdC, y luego a medida que se apreciaron los cambios diarios fijados por el BPdC (Gráficos 13 y 14) (hay que recordar que la banda de cotización diaria se amplió del +/- 0,5% al +/- 1,0% el 16 de abril). El tipo al contado alcanzó el límite superior por primera vez el 11 de octubre y luego en varias ocasiones desde entonces, lo que conlleva una reanudación de la acumulación de reservas. Entre los factores que han impulsado la apreciación se incluyen las entradas de capital incentivadas por el lanzamiento del QE3 en EE. UU. y la mejora de la confianza tras los últimos datos económicos, y a medida que la transición del liderazgo ha ido cumpliendo a tiempo sus plazos. El hecho de que los cambios fijados por el BPdC hayan sido más fuertes en octubre y noviembre podría haber tenido también dimensiones políticas con las reuniones anuales del FMI/Banco Mundial y las elecciones presidenciales de EE. UU. como trasfondo, en las que las campañas electorales se centraron en la moneda y en las prácticas comerciales de China (Gráfico 14).

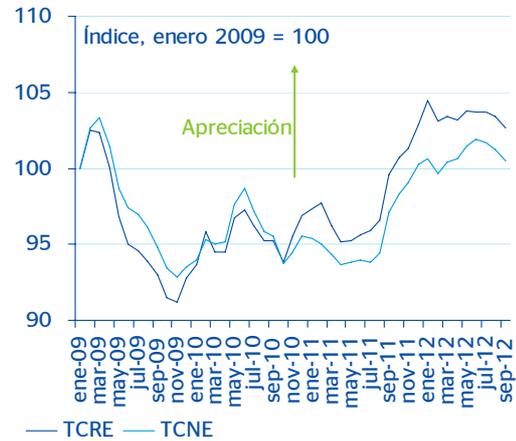
Las reservas de divisas hasta finales de septiembre se mantuvieron prácticamente planas, pues el aumento del superávit comercial fue contrarrestado por las salidas de inversiones de cartera. Así pues, las reservas de divisas se incrementaron hasta 3,29 billones de dólares estadounidenses a finales de septiembre frente a los 3,24 billones de dólares estadounidenses de finales de junio (Gráfico 16).

Gráfico 13
Se ha reanudado la apreciación de la moneda frente al USD



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 14
La moneda se ha apreciado en términos efectivos



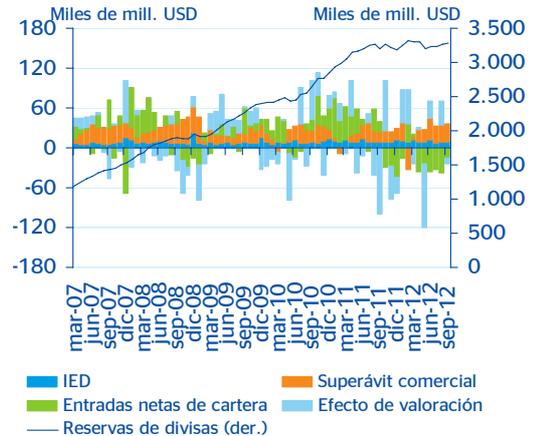
Fuentes: BPI, CEIC y BBVA Research

Gráfico 15
Los NDF* en RMB todavía descuentan la depreciación



* NDF: "Non-deliverable forwards", futuros sin entrega. Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 16
Las salidas netas de cartera: uno de los factores de bajada de la acumulación de reservas



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Recuadro 1: ¿Progresan el reequilibrio económico de China?

Una de las principales prioridades a medio plazo establecidas en el 12º Plan Quinquenal de China es reequilibrar el modelo de crecimiento económico hacia el consumo interno desde la demanda externa y la inversión. Esta fue una de las razones para rebajar el objetivo de crecimiento del gobierno hasta el 7% para el periodo 2011-2015, en comparación con el 7,5% fijado en el 11º Plan Quinquenal. Para lograr el reequilibrio, el 12º Plan Quinquenal establece la tasa de crecimiento de la renta disponible a un ritmo superior a la tasa de crecimiento del PIB (el objetivo de los incrementos del salario mínimo también se elevó al 13% de promedio cada año).

Al abrir el 18º Congreso Nacional del Partido, el presidente Hu Jintao estableció el objetivo de duplicar el PIB real y la renta personal per cápita para 2020, lo que implica un crecimiento mínimo del PIB del 7,2% durante el periodo 2011-20. Mientras tanto, el primer ministro de China, Wen Jiabao, anunció que el gobierno adoptará unas directrices generales para reformar el sistema de redistribución de la renta de China, con el objetivo de abordar la desigualdad de las rentas. Con ello y junto con otras iniciativas que incluyen reformas del gasto fiscal y reformas tributarias, el gobierno trata de reducir la brecha de riqueza, aumentar las rentas de las familias y mejorar la red de protección social, lo que demuestra la determinación de China de reequilibrar su economía, tanto externa como internamente.

¿Se está produciendo el reequilibrio en la práctica? En el plano externo, el superávit por cuenta corriente ha caído de forma pronunciada en los últimos años: después de llegar a su nivel máximo del 10,1% en 2007, el superávit se redujo a tan solo el 2,6% del PIB en los tres primeros trimestres de este año, aunque se trata en parte de un fenómeno cíclico debido a la debilidad de la demanda externa desde los principales socios de exportación. A medio plazo, se prevé que el superávit por cuenta corriente de China se establezca en torno al 4% del PIB (como ya previeron, por ejemplo, el Peterson Institute en mayo de 2012 y el FMI en julio de 2012).

En el plano interno, el consumo privado de China como porcentaje del PIB comenzó a repuntar en 2011 al 35,4% en comparación con el 34,9% en 2010, después de haber caído continuamente en las décadas de 1990 y de 2000 (Gráfico 17). El repunte del consumo privado como porcentaje del PIB es alentador, aunque las actuales medidas fiscales orientadas hacia la inversión para compensar la contracción mundial pueden provocar un desvío temporal del proceso de reequilibrio interno. Según nuestras previsiones, el consumo privado como porcentaje del PIB continuará subiendo, hasta alcanzar el 35,9% en 2015. Otro indicio del reequilibrio que podría estar produciéndose es el aumento del crecimiento del total de los salarios,

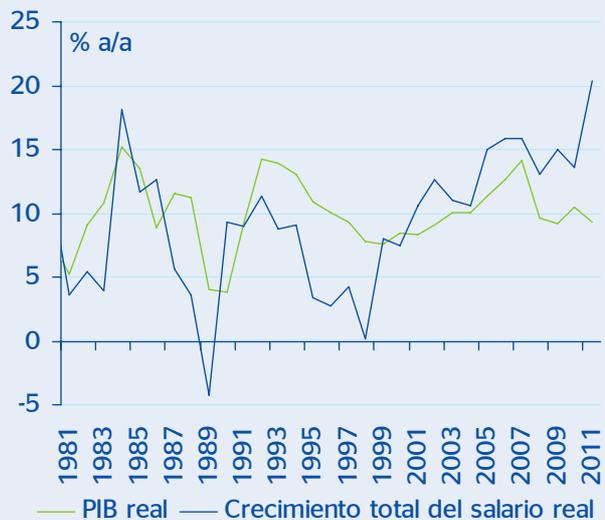
un indicador del poder adquisitivo de las familias, que lleva superando el crecimiento del PIB desde 2008 (Gráfico 18). También se han hecho progresos en el fortalecimiento de la red de protección social, como la cobertura total del nuevo sistema de pensiones rural y del sistema de pensiones sociales urbano en octubre de 2012. Aunque hay un largo camino por recorrer, estas medidas ayudan a reducir los ahorros preventivos de las familias y, por tanto, fomentan el consumo y contribuyen al reequilibrio interno.

Gráfico 17
El consumo privado como % del PIB repuntó en 2011



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research;

Gráfico 18
Los salarios crecen por encima del PIB



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Continúa la flexibilización política pero a un ritmo menos agresivo

Aunque la postura política ha cambiado y apoya el crecimiento en respuesta a la debilidad del entorno mundial y a indicadores de actividad decepcionantes, el ritmo de flexibilización ha sido menos agresivo de lo que se esperaba. En el frente monetario, el BPdC se ha mantenido inmóvil desde julio, después de efectuar recortes consecutivos en los tipos de interés y reducciones que suman 150 pb en el coeficiente de caja entre diciembre de 2011 y mayo de 2012 (Gráficos 20 y 21). En el frente fiscal, se ha intensificado el gasto en infraestructura, aunque principalmente dentro del presupuesto ya existente. Ha habido, no obstante, otras formas más sutiles de flexibilización política, como las inyecciones de liquidez a través de un uso más activo de las operaciones de mercado abierto por parte del BPdC (Gráficos 22 y 23), y diversas formas de flexibilidad normativa para apoyar las necesidades de financiación de las empresas propiedad del estado y de los gobiernos locales. Además de permitir a los bancos la concesión de nuevos créditos bancarios a los vehículos financieros de las administraciones locales (VFAL) en junio, las autoridades relajaron aún más las restricciones para permitir a algunos gobiernos locales la emisión de bonos. Asimismo, las autoridades fueron más indulgentes con el hecho de que los gobiernos locales tomaran préstamos de instituciones no bancarias de crédito (banca informal) como las instituciones fiduciarias.

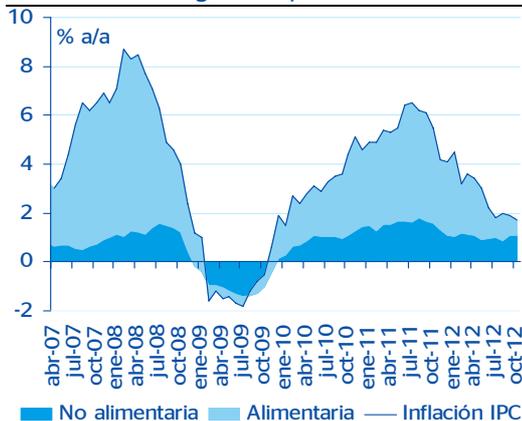
Las razones más plausibles para que no se haya dado una respuesta política más contundente hasta la fecha son las siguientes: (i) preocupación por no alimentar una burbuja en los precios inmobiliarios; (ii) críticas internas de que la reacción política ante la desaceleración de 2008-09 tuviera como resultado un exceso de estímulo y diera lugar a fragilidades financieras internas; (iii) que la desaceleración hasta ahora no ha sido muy grave, especialmente teniendo en cuenta que el mercado de trabajo es todavía sólido y que ahora hay indicios de que la actividad está repuntando; y (iv) tensiones asociadas con el actual cambio de liderazgo. Esperamos que las políticas se hagan más expansivas una vez que se complete la transición del liderazgo, especialmente si las condiciones externas siguen siendo débiles y el repunte de la actividad resulta temporal.

La inflación se mantiene bajo control, mientras que repuntan los mercados crediticios y financieros

El IPC general se moderó hasta situarse en el mínimo de 33 meses, un 1,7% a/a en octubre debido a la moderación de los precios de los alimentos (Gráfico 19). Al mismo tiempo, ha persistido la bajada de los precios mayoristas (-2,8 a/a en octubre), pero parece que se está estabilizando.

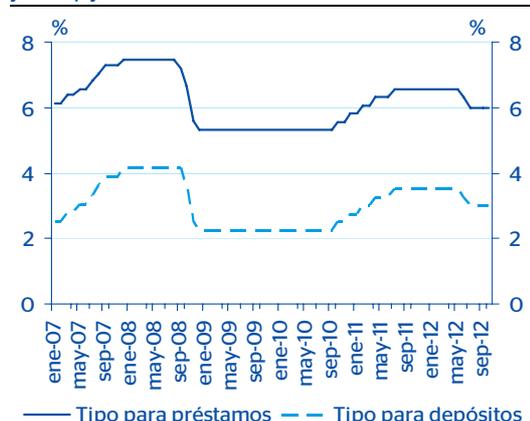
Tras los bajos rendimientos del año pasado, el mercado de valores puede estar preparado para una mejora a medida que repunten el crecimiento y los beneficios (Gráfico 24)

Gráfico 19
La inflación ha seguido cayendo



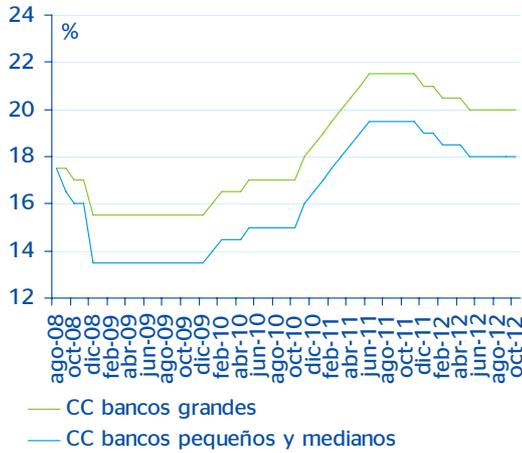
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 20
Recortes consecutivos de los tipos de interés en junio y julio



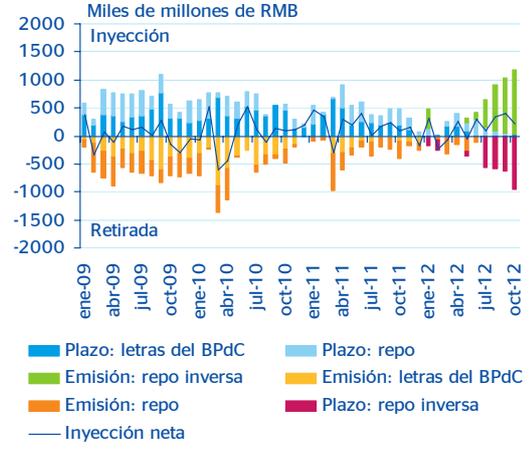
Fuentes: Wind y BBVA Research

Gráfico 21
Tres reducciones de los coeficientes de caja desde noviembre



Fuentes: Wind y BBVA Research

Gráfico 22
El BPdC inyecta liquidez a través de operaciones de repo inverso desde mayo



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 23
Las tasas interbancarias se mantienen razonablemente bajas...



Fuentes: Wind y BBVA Research

Gráfico 24
... y la rentabilidad de los mercados bursátiles ha sido negativa (2010 Ene = 100)



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Por otro lado, el crecimiento del crédito bancario y de la masa monetaria M2 se han mantenido relativamente planos (Gráfico 25). No obstante, la proporción de préstamos a largo plazo se ha incrementado (Gráfico 26), lo que refleja los flujos de crédito hacia los proyectos de infraestructuras públicas y las inversiones empresariales. En general, los nuevos créditos acumulados en los diez primeros meses del año ascienden a 7,2 billones de RMB, prácticamente en línea con el objetivo informal para todo el año, situado alrededor de 8,0-8,5 billones de RMB. Lo más importante es que la "financiación social total" (FST), una medida más completa de la evolución del crédito (que combina las formas de financiación bancarias y no bancarias) se ha acelerado durante el mismo periodo (Gráfico 27). Los préstamos fiduciarios (concedidos por instituciones no bancarias) y las emisiones de bonos corporativos han repuntado.

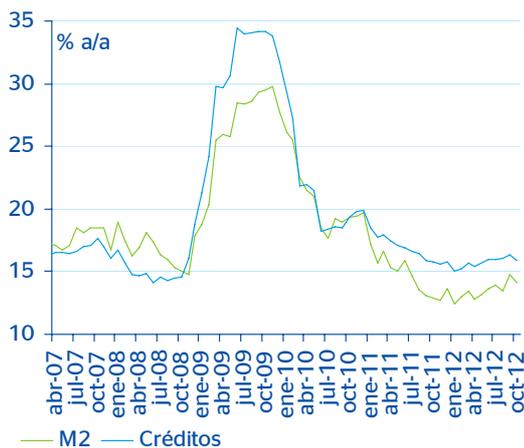
El gasto fiscal ha aumentado modestamente

Como ya observamos en nuestro anterior informe de *Situación*, el objetivo de déficit de las autoridades para 2012, anunciado en las sesiones de marzo de este año durante el Congreso Nacional Popular (CNP) se sitúa en torno al 2% del PIB (después de contabilizar el 0,5% del PIB en concepto de transferencias de ingresos del año pasado), un incremento con respecto al 1,3% de 2011. Con el fin de apoyar el crecimiento, las autoridades comenzaron a

implementar una serie de medidas de política fiscal más ambiciosas que las previstas en los objetivos presupuestarios anunciados en su momento. En la medida en que están basadas en el gasto en infraestructura (Gráfico 28), algunos elementos de estas medidas de apoyo fiscal guardan similitud con el plan de estímulo fiscal que se aprobó tras la quiebra de Lehman, aunque en una escala mucho menor. En el tercer trimestre, varios gobiernos locales anunciaron planes de inversión a gran escala, pero los detalles en cuanto a tiempos y financiación no se han especificado (Tabla 1). La inversión en ferrocarriles y redes de metro es un elemento importante en los planes de los gobiernos locales.

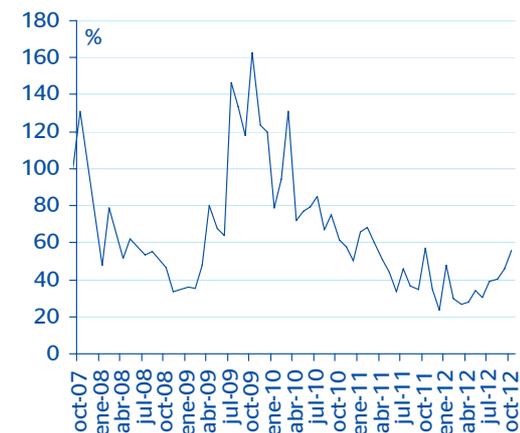
Además de la inversión en infraestructura, las iniciativas fiscales incluyen subvenciones a la compra de bienes duraderos para automóviles y bienes de consumo duraderos. También hay reformas tributarias en marcha, incluido un programa piloto para sustituir el impuesto comercial por un IVA para reducir la doble imposición fiscal sobre las empresas (especialmente las PYMES) en el transporte y en otros sectores (el programa piloto se implementó en Shanghai desde comienzos de 2012 y más tarde se amplió a otras once provincias, ayuntamientos y ciudades principales). El gobierno también sigue acelerando el gasto en los actuales proyectos de vivienda social.

Gráfico 25
El crecimiento del crédito y de la masa monetaria M2 se mantiene plano



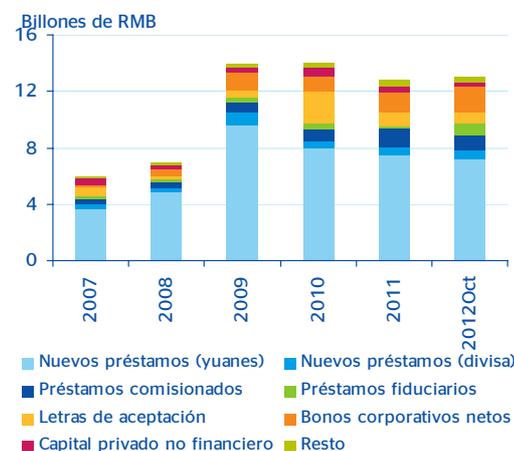
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 26
La cuota de préstamos a medio y a largo plazo podría subir con el aumento de nuevos proyectos públicos



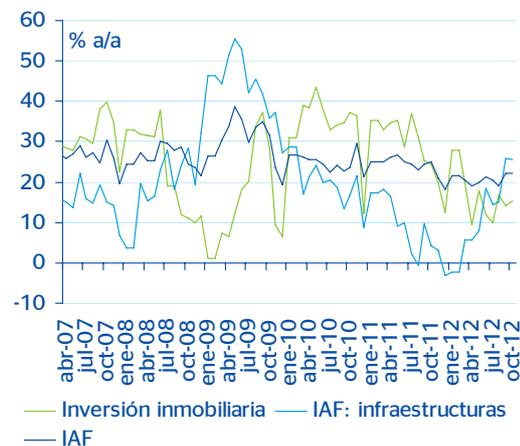
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 27
La TSF* repuntó impulsada por los préstamos fiduciarios y los bonos corporativos



* TSF: "Total social financing", financiación social total. Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 28
Las inversiones en infraestructuras han repuntado



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 1

Planes de estímulo de los gobiernos locales

Administración local	Fecha anunciada	Valor (RMB)	Periodo	Detalles	
Ningbo	Ciudad	Jul 2012		Reducción de impuestos y aceleración de los sectores emergentes principales/estratégicos	
Nanjing	Ciudad	Jul 2012		Estímulo al consumo en propiedades inmobiliarias, automóviles, turismo y otros sectores	
Changsha	Ciudad	Jul 2012	829.000 millones	Infraestructura, desarrollo industrial y otros proyectos	
Guizhou	Provincia	Jul 2012	3 billones	10 años	Infraestructura, viajes ecológicos y otros sectores
Guangdong	Provincia	Jul 2012	235.000 millones		Principales proyectos de infraestructura
Guangzhou	Ciudad	Ago 2012	1 billón		Principales proyectos en los sectores secundarios y terciarios relacionados con el mar
		Ago 2012	200.000 millones		Infraestructura y otros sectores
Fujian	Provincia	Ago 2012	1,4 billones	12º Plan Quinq.	Inversión en actualizaciones tecnológicas para los sectores secundarios y terciarios
Hubei	Provincia	Ago 2012	300.000 millones	12º Plan Quinq.	Principales proyectos de infraestructura
Chongqing	Ciudad	Ago 2012	1,5 billones	3 años	Principales proyectos en 7 sectores secundarios y terciarios
Shanxi	Provincia	Ago 2012			Sectores secundarios y terciarios
Tianjin	Ciudad	Ago 2012	1,5 billones	4 años	Principales proyectos en 10 sectores secundarios y terciarios
Zhejiang	Provincia	Ago 2012	1,2 billones	12º Plan Quinq.	Principales proyectos en los sectores relacionados con el mar
Sichuan	Provincia	Sep 2012	3,67 billones	2 años	Principales proyectos en infraestructura de transportes, energía y sector de servicios modernos

Fuentes: Informes de prensa y BBVA Research

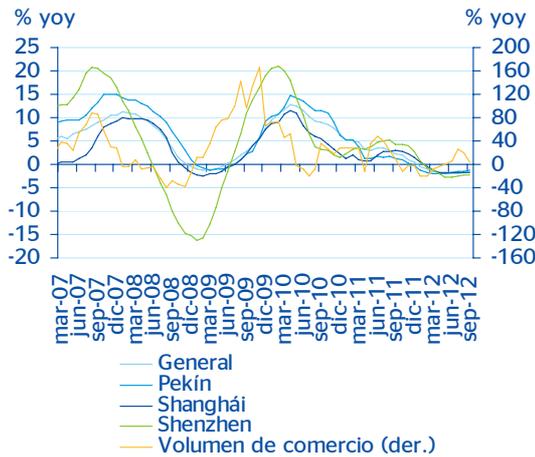
La liberalización financiera avanza paulatinamente

Las medidas de liberalización financiera siguen avanzando. Lo más significativo hasta la fecha es la mejora de la flexibilidad de los tipos de interés adoptada en los pasados meses de junio y julio, cuando el BPdC amplió el rango de descuentos permisibles en el tipo de interés para préstamos hasta el 30% e introdujo una prima del 10% sobre el tipo de interés de referencia para depósitos. También se han implementado otras medidas este año. (Los bancos, por lo general, han hecho uso de la mayor flexibilidad para aumentar sus tipos para depósitos, pero no han utilizado todo el margen que tienen para bajar los tipos para préstamos, ya que en la práctica el tope sobre estos tipos no era vinculante.) Más recientemente, se introdujo el plan del sector financiero en septiembre como continuación del 12º Plan Quinquenal (2011-2015). Aunque los detalles no están muy definidos y no se ha especificado un calendario, el Plan reafirma la intención de abolir los controles de los tipos de interés, abrir la cuenta de capital, fomentar la innovación financiera y fortalecer el marco de regulación financiera. El Plan también establece objetivos cuantitativos para el valor añadido del sector financiero (hasta el 5,0% del PIB de 2015) en comparación con el 4,4% establecido en la pasada década, y la "financiación directa", que consiste en la emisión de bonos y renta variable (hasta un 15% del total de la financiación para finales de 2015, en comparación con el 11% actual).

Los precios inmobiliarios se estabilizan...

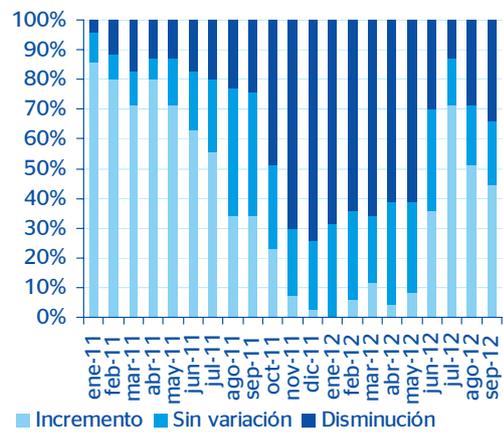
Aunque siguen en vigor las medidas de ajuste del sector inmobiliario, los precios de las propiedades residenciales se han ido estabilizando a partir del segundo trimestre. Basándonos en los datos oficiales de NBS, que cubren 70 ciudades, calculamos que los precios inmobiliarios se incrementaron en un promedio del 0,3% desde mayo de 2012 hasta septiembre de 2012, tras experimentar una caída acumulada del 1,8% entre julio de 2011 y mayo de 2012 (Gráfico 29). Más ciudades han informado de incrementos de precios secuenciales en el 3T que en el 2T (Gráfico 30). Los datos también muestran un fuerte repunte de los volúmenes de venta en el 3T, después de haberse contraído en el 1S. No obstante, las autoridades se han comprometido a seguir aplicando medidas para frenar los precios inmobiliarios con el fin de evitar burbujas de activos y mantener la asequibilidad de la vivienda, y el ritmo del reciente repunte que se ha producido en los precios se ha ido moderando. Un aumento modesto y sostenido del precio de la vivienda sería positivo para facilitar el repunte del crecimiento económico general.

Gráfico 29
Las ventas y precios inmobiliarios se estabilizan



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 30
Menos ciudades registran caídas en el precio de la vivienda



Fuentes: NBS y BBVA Research

3. El modesto repunte del crecimiento

Después de tocar fondo en el 3T, el crecimiento de China parece estar preparado para repuntar modestamente durante el resto del año y en 2013. Como se ha observado anteriormente, el repunte es ya patente en los últimos indicadores de actividad, tendencia que esperamos que continúe debido a los efectos de la flexibilización de la política y a la mejora del entorno externo, tal como contemplamos en nuestro escenario central. En vista de que el resultado del PIB correspondiente al 3T fue más débil de lo previsto y de que se mantiene la debilidad de la demanda externa, hemos revisado nuestras previsiones de crecimiento para 2012-13 hasta el 7,6% y el 7,9% (Tabla 2), respectivamente, en comparación con el 7,8% y el 8,3% anteriores. Los riesgos para 2013 se inclinan a la baja dadas las incertidumbres de las perspectivas mundiales, aunque el margen existente para la aplicación de una nueva flexibilización monetaria y fiscal podría servir de amortiguador. También hemos revisado a la baja nuestra senda de crecimiento a medio plazo en aproximadamente 0,5 pp de promedio, basándonos en las previsiones más bajas del crecimiento potencial del PIB que se derivan de un crecimiento más reducido de la inversión (véase más abajo).

La desaceleración del crecimiento ha tocado fondo

El repunte del crecimiento que desde hace algún tiempo venimos esperando parece que se está produciendo ahora. Dicho repunte ha sido estimulado por los efectos de la anterior flexibilización monetaria y la aceleración actual del gasto en infraestructura, así como la solidez del consumo. Prevemos que el crecimiento de todo el año 2012 alcance el 7,6%, basándonos en el resultado previsto en el 4T, un 7,6% a/a (Gráfico 31). Dada la fortaleza de los indicadores de actividad que acaban de darse a conocer en octubre, el resultado de 2012 podría tener una posible revisión al alza. Aunque la actual combinación de políticas dirigidas a la inversión con el fin de mantener el crecimiento podría desviar temporalmente el reequilibrio económico a largo plazo, esperamos que la tendencia de aumento del consumo continúe y que se reafirme el reequilibrio de la economía hacia fuentes de crecimiento interno, si bien de forma gradual (Gráfico 32).

La inflación debería seguir bajo control

Con la reciente debilidad del crecimiento y la caída de los precios de las materias primas, la inflación se ha frenado. De cara al futuro, prevemos que la inflación alcanzará el 2,6% a finales de 2012 y que subirá hasta el 3,8% a finales de 2013 debido a los efectos de base y a un modesto incremento de las presiones sobre los precios a medida que se reanude el crecimiento. Por consiguiente, la inflación debería permanecer dentro del rango de confort de las autoridades, un 4%, dejando así margen para una flexibilización monetaria adicional en caso de que sea necesario parar apoyar el crecimiento.

Tabla 2
Escenario central

	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
PIB (% a/a)	9,2	10,4	9,3	7,6	7,9
Inflación (promedio, %)	-0,7	3,3	5,4	2,7	3,3
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	5,75
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,83	6,62	6,30	6,32	6,13

Fuente: BBVA Research

Se prevé que el apoyo político continúe tras la transición política

Aunque la probabilidad de una flexibilización monetaria ha disminuido por ahora en vista de la fortaleza de los últimos indicadores de actividad mensuales, dados los riesgos para las perspectivas y el bajo nivel de inflación, nuestro escenario central sigue basándose en una nueva si bien modesta flexibilización de la postura monetaria y en la implementación de

políticas fiscales que apoyen el crecimiento. Estas políticas incluyen nuevos recortes de 100 pb en el coeficiente de caja durante los próximos trimestres, junto con otro recorte de 25 pb en los tipos de interés, especialmente si el entorno externo sigue siendo débil.

Se prevé que la postura fiscal siga siendo de apoyo, con la posibilidad de que se apliquen nuevas medidas fiscales una vez que se haya completado el cambio de liderazgo en las próximas semanas y meses (Recuadro 2). De hecho, el objetivo de déficit presupuestado, un 2,0% del PIB (excluidas las reservas fiscales procedentes de los ahorros del año pasado) podría superarse, lo que depende de la eventual división de la financiación entre el gobierno central y los gobiernos locales. Aun así, lo más probable es que la magnitud de cualquier otra medida de apoyo fiscal sea considerablemente inferior a la del periodo de 2008-2009 debido a las restricciones sobre la acumulación de 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.

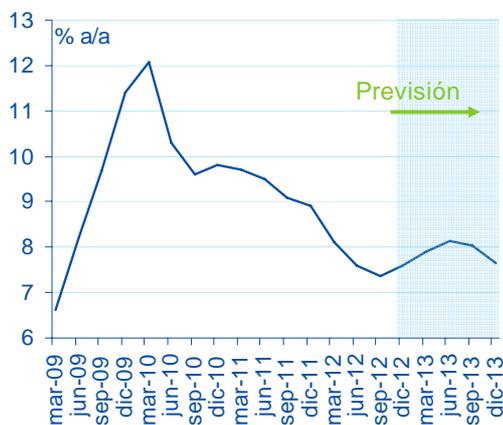
La apreciación de la moneda se reanudará en 2013

A pesar del reciente repunte de la apreciación de la moneda frente al dólar estadounidense, esperamos que se produzca algún repliegue en lo que queda de año como consecuencia de la debilidad del euro y el fin de las presiones políticas (especialmente el fin del ciclo de las elecciones presidenciales de EE. UU. y la publicación del informe sobre divisas del Departamento del Tesoro de EE. UU.). Por consiguiente, hemos mantenido nuestras previsiones de final de año del RMB en 6,32 yuanes por dólar estadounidense a finales de 2012, aunque ahora hay posibilidades de aumento (apreciación) dados los movimientos recientes. Teniendo en cuenta el tamaño del superávit externo (aunque va en descenso), consideramos que hay margen para que se reanude una apreciación más sostenida aunque todavía modesta en 2013, del orden del 2-3% frente al dólar estadounidense, lo que podría llevar al RMB a un nivel en torno a 6,13 yuanes por dólar estadounidense a finales de 2013.

Hay margen para aplicar medidas políticas como protección contra los riesgos mundiales

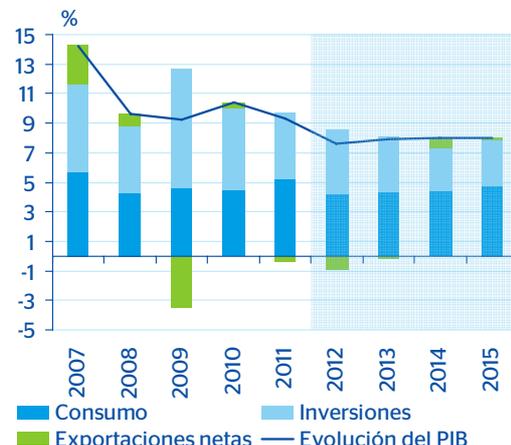
Si se materializaran los riesgos que amenazan el entorno mundial, el crecimiento de China se vería afectado sobre todo por la desaceleración de la demanda a través del canal comercial, aunque también por los efectos residuales de los canales financieros, consecuencia de la creciente aversión a asumir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

Gráfico 31
Previsión de la evolución del PIB de China



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

Gráfico 32
Reequilibrio del crecimiento a medio plazo



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

El crecimiento potencial de China a largo plazo se revisa a la baja

Nuestras previsiones del crecimiento potencial actualizadas son ligeramente inferiores a las previstas anteriormente (8,3% en 2011-2020): además del efecto directo de la mayor debilidad de la demanda externa, resultado de la crisis financiera mundial de 2008-09 y de la crisis de la deuda soberana en Europa, el reequilibrio anticipado de la economía de China hacia un consumo más elevado implica que las tasas de inversión serán inferiores a lo previsto anteriormente. Esto tendrá consecuencias para el inventario de capital total, lo que redundará en un crecimiento potencial inferior durante el periodo 2011-2020, con una caída de 0,5 pp, hasta situarse en un promedio de 7,8% y en un 7,0% para 2020. Como se ha indicado anteriormente, el cambio del crecimiento potencial con respecto a la década anterior (un 9,2% de promedio) se debe a la desaceleración de la productividad total de los factores y al crecimiento del mercado de trabajo.

Recuadro 2: La transición política que se produce una vez por década en China

El 18º Congreso Nacional del Partido comenzó el 8 de noviembre. El Congreso está previsto que termine el 14 de noviembre, momento en el que serán seleccionados los nuevos miembros del Politburó, la base de poder del Partido. En el momento en que escribimos estas líneas, los analistas consideraban que los posibles candidatos para el Comité Permanente del Politburó se reducirían a 7 miembros desde los 9 anteriores, lo que daría como resultado la consolidación del poder para los que están al mando. Además de los primeros puestos dentro del Partido, los miembros del Comité Permanente también asumirán otras funciones, incluidas las de presidente del Estado, primer ministro y presidente del Congreso Nacional Popular. Los nombramientos oficiales para estos puestos fuera del partido terminarán en marzo.

En lo que se refiere a la composición del nuevo Comité Permanente, en el momento de escribir estas líneas se prevé que Xi Jinping y Li Keqiang sigan en el poder, mientras que el resto se espera que salgan de sus puestos, incluido el presidente Hu Jintao y el primer ministro Wen Jiabao. Xi y Li, respectivamente, son los favoritos para asumir estos puestos en marzo.

En los últimos meses, el periodo previo al cambio de liderazgo ha sido más turbulento de lo que se esperaba debido a una serie de escándalos. Las luchas internas entre los líderes del partido culminaron con la muy difundida caída de Bo Xilai, anterior líder del partido en Chongqing. Todo el mundo consideraba que Bo tenía bastantes posibilidades de acceder al Comité Permanente.

En el momento de escribir estas líneas, los inversores han estado haciendo un seguimiento de diversas cuestiones, incluido si el presidente Hu se retiraría de su puesto de presidente del ejército. Si mantuviera el puesto, se especula con que los nuevos líderes podrían verse obstaculizados a la hora de hacer progresos en las reformas de áreas políticas y económicas clave.

En el discurso de apertura del Congreso, el presidente Hu expuso metas ambiciosas pero factibles en cuanto al crecimiento económico y las rentas. También insinuó reformas políticas, incluidas aquellas necesarias para mejorar la independencia del sistema jurídico, ampliar las libertades individuales y reducir la corrupción. La implementación de tales reformas puede depender del grado de concentración de poder en los nuevos líderes y de la medida en que los "reformistas políticos" sean capaces de influir en los "conservadores" del Comité Permanente. Aunque por lo general se considera que el pensamiento de Xi y Li es reformista, el sistema determina que ellos no pueden elegir a otros miembros del Comité Permanente.

Los nuevos líderes de China se enfrentarán a desafíos tanto en el plano económico como en el plano político. Tendrán que seguir facilitando el reequilibrio de la economía hacia la demanda interna, en particular hacia el consumo privado, con el fin de mantener un crecimiento económico sostenible. También tendrán que responder a un creciente coro de demandas para reducir la brecha, cada vez mayor, de la riqueza, así como reducir la corrupción. Por último, tendrán que jugar un papel cada vez más integrado en el orden mundial internacional, en consonancia con el rápido crecimiento de China y con su creciente poder económico.

4. Los riesgos a la baja

Dadas las medidas adoptadas por los bancos centrales que se han descrito en la Sección 1 y el reciente repunte del crecimiento interno, los riesgos han disminuido, pero siguen inclinados a la baja. El entorno externo sigue siendo incierto, y el repunte, aparentemente inducido por la política, todavía tiene que hacerse autosostenible.

En comparación con la situación de hace un año, se han reducido varias fragilidades financieras internas, pero podrían incrementarse de nuevo si se implementan medidas de estímulo. Por un lado, el riesgo de un colapso del mercado de la propiedad residencial se ha reducido aún más con la estabilización actual de las operaciones de venta y de los precios. Por otro lado, el nivel de deuda de los gobiernos locales, después de haberse frenado durante el pasado año está aumentando de nuevo debido a que las autoridades tratan de impulsar el crecimiento a través de la inversión en infraestructura. Además, los gobiernos locales parecen depender mucho más del sistema de la banca informal para cubrir sus necesidades de financiación, pues las restricciones del crédito bancario a los VFAL todavía están en vigor. No obstante, estas fragilidades son manejables por ahora dada su magnitud.

En lo que respecta al plano político, los riesgos del cambio de liderazgo se moderan a medida que avanza el proceso, pues los nuevos miembros del Comité Permanente del Politburó, el principal cuerpo para la toma de decisiones, se elegirán en breve. En marzo de 2013 se elegirá presidente y primer ministro para sustituir a los actuales, Hu Jintao y Wen Jiabao, respectivamente. Parece bastante improbable que se produzca una situación de inestabilidad política o de que el cambio de liderazgo resulte en cambios significativos en la orientación política a corto plazo. Sin embargo, queda por ver si el ritmo de las reformas económicas y políticas se acelerará o por el contrario se limitará.

Por último, el aumento de las tensiones geopolíticas supone un riesgo creciente. Los conflictos de China con sus vecinos regionales, especialmente Japón, por reclamaciones territoriales en los mares de la China Oriental y la China Meridional han aumentado y están teniendo un notable efecto en el comercio y los flujos de inversión entre las dos economías. 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 otras inversiones más productivas.

5. Tablas

Tabla 3
Previsiones macroeconómicas

	2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
PIB (% a/a)	9,2	10,4	9,3	7,6	7,9
Inflación (promedio, %)	-0,7	3,3	5,4	2,7	3,3
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	5,75
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,83	6,62	6,30	6,32	6,13

Fuente: BBVA Research

Tabla 4
Producto interior bruto

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 5
Inflación (promedio)

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 6
Tipo de cambio (fin de periodo)

		2009	2010	2011	2012 (P)	2013 (P)
UEM	USD/EUR	1,43	1,34	1,30	1,28	1,30
China	CNY/USD	6,83	6,62	6,30	6,32	6,13

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	0,75	0,75
China	5,31	5,81	6,56	5,75	5,75

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

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

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

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

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

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Zhigang Li

zhigang.li@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

George Xu

George.xu@bbva.com.hk

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

richard.li@bbva.com.hk

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

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de economías emergentes**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación de América Latina**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile**Alejandro Puentes**

apuentes@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 (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.rodriquez@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