

Situación China/Asia

Segundo trimestre de 2013
Análisis económico

- **La economía mundial sigue repuntando, pero cada vez hay más divergencias entre las regiones.** El crecimiento de la zona euro continúa débil y la recuperación se retrasa hasta 2014, mientras que el impulso presenta mayor solidez en EE.UU. y en Asia. Esperamos un crecimiento mundial del 3,3% en 2013 y del 3,9% en 2014, ligeramente por debajo de las previsiones anteriores.
- **Las economías asiáticas siguen creciendo en un clima de mejora gradual del entorno exterior y de políticas acomodaticias.** Sin embargo, dado que el ritmo de crecimiento a principios de 2013 es un poco inferior a lo esperado, hemos bajado ligeramente nuestras previsiones de crecimiento del Pacífico Asiático para 2013-14, hasta el 5,4% y el 5,8%, respectivamente.
- **En China, aunque el crecimiento del PIB del 1T decepcionó a la baja, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento del 8,0% para el periodo 2013-14.** La demanda externa mejora, y la moderada inflación ofrece margen para seguir aplicando políticas de apoyo.
- **Los riesgos para las perspectivas se inclinan a la baja debido a que los resultados del crecimiento fueron más débiles de lo previsto y a que el entorno exterior todavía es frágil.** En China, las crecientes fragilidades financieras internas plantean límites para una mayor flexibilización de la política. En el resto de la región, las tensiones de divisas por la depreciación del yen, las entradas de capital y las burbujas de precios de los activos plantean retos a los responsables políticos.

Índice

Resumen.....	3
1. Perspectivas mundiales: Divergencias crecientes en la economía mundial.....	4
2. Tenue repunte en Asia.....	7
Recuadro 1: El impacto de las políticas “Abenómicas” en los países asiáticos.....	11
3. China se enfrenta a dificultades procedentes de las restricciones políticas y las incertidumbres externas.....	13
4. El crecimiento de China continuará con el respaldo de las políticas de apoyo, con riesgos a la baja.....	22
5. Los riesgos vuelven a inclinarse a la baja.....	25
6. Tablas.....	26

Fecha de publicación: 10 de mayo de 2013

Resumen

Tras tocar fondo en 2012, las economías asiáticas siguen creciendo en un clima de mejora gradual, aunque todavía débil, del entorno exterior y bajo políticas internas acomodaticias. Sin embargo, el ritmo de crecimiento de la primera mitad de 2013 ha sido inferior a lo previsto, especialmente en China (véase a continuación), en la India y en las economías de la región que dependen más de las exportaciones. En cambio, el crecimiento entre las economías del Sudeste Asiático (ASEAN), especialmente Indonesia, Filipinas y Tailandia, sigue siendo un hecho esperanzador.

El acontecimiento más significativo de la región con respecto al trimestre pasado ha sido el anuncio que hizo el Banco de Japón el 4 de abril de una aceleración masiva de su campaña de flexibilización cuantitativa. Aunque la estrategia conlleva riesgos, en conjunto parece funcionar por ahora según se refleja en el aumento de la confianza de consumidores y empresas, en las expectativas de inflación y en el rendimiento de los mercados bursátiles de Japón. En el resto de Asia, salvo en las economías de la ASEAN, las políticas monetarias mantienen la tendencia a la flexibilización; es probable que haya recortes adicionales en la India y posiblemente en Corea y Australia.

Nuestras perspectivas de crecimiento para la región siguen contemplando una mejora gradual del impulso de crecimiento basado en un mayor fortalecimiento del entorno exterior. Como consecuencia de ello, nuestras previsiones de crecimiento y de inflación para 2013-14 se mantienen prácticamente sin cambios desde nuestro último informe de *Situación* publicado en febrero, excepto para la India, donde hemos bajado nuestra previsión de PIB en torno al 0,5% en 2013 y 2014, hasta situarlo en el 5,7% y el 6,4% respectivamente. En cuanto a la región del Pacífico Asiático, esperamos un crecimiento del 5,4% en 2013, por encima del 5,2% de 2012.

En China, el crecimiento del PIB del primer trimestre decepcionó a la baja, cayendo hasta el 7,7% a/a desde el 7,9% a/a del 4T a causa de la debilidad de la inversión privada. Además, la disposición de la nueva dirección política para implementar nuevas medidas de estímulo se ha puesto en duda por la acumulación de fragilidades financieras internas, que son en sí mismas el legado de los esfuerzos anteriores para estimular el crecimiento.

A pesar de estas preocupaciones, en general creemos que el crecimiento de China sigue en buen camino para alcanzar el 8,0% en 2013 y 2014 como se había previsto anteriormente. El entorno exterior sigue mejorando gradualmente, y el hecho de que la inflación se mantenga moderada da margen para aplicar políticas fiscales y monetarias que sigan apoyando el crecimiento, tal como indicó la nueva dirección.

Aunque la inflación ha aumentado con respecto al nivel mínimo del pasado mes de octubre, sigue moderada en el 2,4% a/a y se ajusta bien al rango meta de las autoridades, un 3,5%. Los precios de las materias primas, estables o en descenso y la baja inflación de los precios mayoristas deberían contribuir a mantener las presiones inflacionistas a raya, por lo que revisamos a la baja nuestra previsión de inflación media de 2013 hasta situarla en el 3,0% desde el 3,3% anterior. No obstante, prevemos que la inflación subirá gradualmente durante el año como consecuencia de la mayor fortaleza de la demanda, del aumento de los precios de los alimentos y de los efectos base, de modo que se situará en el 3,8% a finales de 2013 y se mantendrá en torno al 4,0% en 2014.

Aunque las políticas de China seguirán apoyando el crecimiento, la aplicación de nuevas medidas de estímulo está limitada por la acumulación de fragilidades financieras internas. La política fiscal apoyará el crecimiento a través del gasto continuado en infraestructura, la construcción de vivienda pública y los recortes de impuestos selectivos. En cuanto a la política monetaria, esperamos que los tipos de interés se mantengan sin cambios durante el resto de 2013, aunque el BPdC podría ajustar la liquidez mediante operaciones en el mercado abierto y ajustes en el coeficiente de reservas obligatorias. Prevemos que el RMB seguirá apreciándose hasta situarse en torno a 6,10 RMB por USD a finales de 2013.

El margen para una flexibilización adicional de la política está limitado por la acumulación de deuda de los gobiernos locales, la intensificación de las actividades de la banca en la sombra y el continuo aumento de los precios inmobiliarios. Las autoridades han implementado políticas para frenar el aumento de estas fragilidades.

Unos resultados de crecimiento más débiles de lo previsto y el entorno exterior, que sigue siendo frágil, plantean riesgos a la baja para las perspectivas de China y del resto de Asia. En caso de que la demanda externa siga débil hay margen para nuevas políticas de apoyo en la mayoría de las economías asiáticas, aunque el margen está un poco limitado, especialmente en China donde se han incrementado las fragilidades financieras internas. Dentro de la región, los riesgos a la baja se deben a las preocupaciones políticas y a los riesgos macroeconómicos de las tensiones de divisas provocadas por la depreciación del yen, así como a las perspectivas de presiones de apreciación y burbujas de activos provocadas por las entradas de capital.

1. Divergencias crecientes en la economía global

Antes de centrarnos en Asia y en China, examinaremos la *Situación Global*. Los lectores que deseen ir directamente a las secciones de Asia pueden hacerlo pasando a la página 7.

A lo largo de los tres últimos meses se han desvanecido algunas amenazas que se cernían sobre la recuperación económica mundial, aunque se registra una mayor divergencia entre las principales áreas (Gráfico 1). Así, hay una creciente disparidad entre EE. UU. por un lado y la zona euro por otro, donde la debilidad ha llegado a las economías del centro. Debido a las revisiones a la baja de nuestras perspectivas de crecimiento para la zona euro, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento para la economía mundial, hasta el 3,3% en 2013 y hasta el 3,9% en 2014, desde el 3,6% y el 4,1% respectivamente.

La respuesta de los mercados financieros mundiales ante eventos de riesgo como la incertidumbre de la política fiscal a largo plazo en EE. UU., la parálisis política de Italia y la crisis de Chipre ha sido reducida (Gráfico 2). De hecho, las primas de riesgo de la zona euro han caído gracias al apoyo implícito del programa OMT del BCE y a la abundante liquidez global. Casi todos los activos se benefician de este cambio de percepción, excepto los indicadores de riesgo de crédito del sector bancario de la zona euro.

El consumo y la expansión monetaria impulsan el crecimiento en EE.UU.

La mejora de la creación de empleo y de la situación financiera de los hogares en EE. UU. conduce a la mayor fortaleza del gasto privado. En conjunto, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento de la economía de EE. UU. en 2013 y 2014 en el 1,8% y el 2,3%, respectivamente. A pesar de la incertidumbre con respecto al abismo fiscal y a los recortes automáticos del gasto público, el gasto privado ha sido sólido. Además, la flexibilización cuantitativa (QE) continuará probablemente hasta que haya mejoras significativas en las perspectivas del mercado de trabajo. Aunque algunos de los datos registrados al comienzo del año podrían haber provocado una retirada temprana de los estímulos, la información más reciente muestra que la economía estadounidense está todavía lejos de unas tasas de crecimiento suficientemente robustas, por lo que la política monetaria seguirá apoyando el crecimiento.

La zona euro se estanca y el BCE entra en acción

El elemento más novedoso de la coyuntura de la eurozona es la extensión de la debilidad de la actividad en los periféricos a las economías del centro del área, especialmente Francia, pero también Alemania y Holanda. En Francia, la incertidumbre en torno a la política impositiva y la consolidación fiscal, y la escasez de reformas, están minando la confianza de los agentes económicos. Del mismo modo, los indicadores de confianza de Alemania han mostrado una nueva tendencia a la baja desde abril, lo que afecta a las exportaciones a pesar de la solidez de la demanda de países emergentes. Holanda también se ha visto abocada a la recesión como resultado de la caída de la inversión y del consumo de sus hogares, a pesar del buen comportamiento de sus exportaciones. Por último, en la periferia de la zona del euro cabe destacar un fuerte apetito de riesgo, en particular por la deuda soberana periférica, gracias al programa OMT del BCE y a la abundancia de liquidez mundial, especialmente después de que Japón implementara una nueva ronda de flexibilización monetaria.

El deterioro de las encuestas de confianza confirma que la actividad está perdiendo impulso y crece el debate sobre cuál es el nivel de consolidación fiscal adecuado que no perjudique la actividad económica. Las recientes declaraciones de la Comisión Europea apoyando el retraso de la consecución del objetivo del déficit público del 3% hasta 2016 en España van en la línea de dar mayor importancia a la calidad y la composición del ajuste más que a la consecución de rápidas correcciones con potenciales efectos negativos sobre el crecimiento.

Con todo, nuestro escenario incluye una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento de la zona euro. Estimamos una caída del -0,1% en el PIB de 2013 y una subida del 1% en 2014, 0,4 y 0,3 puntos porcentuales, respectivamente, por debajo de las previsiones de nuestra publicación de febrero. Los riesgos siguen sesgados a la baja y en un contexto de extensión de la debilidad y de inflación por debajo del objetivo, el BCE recortó el tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos, hasta el 0,50%. Sin embargo, el impacto de los recortes de los tipos en la economía real podría ser limitado.

En Asia, persisten las dudas sobre la fortaleza del crecimiento de China

Como se describe detalladamente en el resto de este informe de Situación, la economía china perdió algo de fuerza en el primer trimestre de 2013 como consecuencia de que la inversión fue más débil de lo previsto, lo que se debe en parte a la incertidumbre acerca de las medidas para hacer frente al incremento de las fragilidades financieras internas. Sin embargo, continúa el cambio de modelo de crecimiento hacia una economía más orientada al consumo. Dado que la inflación fue también menor de lo previsto, se ha reducido la presión para implementar condiciones monetarias más ajustadas. Como consecuencia de ello, las autoridades tienen margen de maniobra. Nuestra previsión sobre el crecimiento de China se mantiene inalterada en el 8% para 2013-14.

En Japón, la economía se beneficiará de un agresivo plan de políticas de estímulo. Entre ellas está su masiva expansión cuantitativa, cuyo tamaño asciende aproximadamente al 25% del PIB de Japón (cada uno de los QE implementados por la Fed representaba un promedio del 10% del PIB de EE. UU.), que tiene como objetivo cambiar las expectativas de inflación y fomentar el crecimiento. Este impulso monetario será más eficaz si va acompañado de medidas fiscales y reformas estructurales. Por tanto, nuestra previsión de crecimiento de la economía japonesa en 2013 y 2014 se mantiene en el 1,7%, por encima del consenso.

Resulta difícil cuantificar el impacto y predecir cómo reaccionarán los inversores. Por ejemplo, en el ámbito global, si esta política tiene éxito en fomentar el crecimiento y la confianza a nivel nacional, podría generar mayores entradas de capital netas (en vez de salidas). Además, su impacto a nivel doméstico en Japón también resulta incierto, ya que la política del Banco de Japón conlleva algunos riesgos: fuerte volatilidad de los bonos soberanos (JGB), riesgos para los balances bancarios y costes de endeudamiento del gobierno cuando los rendimientos nominales crezcan, siempre que el Banco de Japón tenga éxito en el cumplimiento del

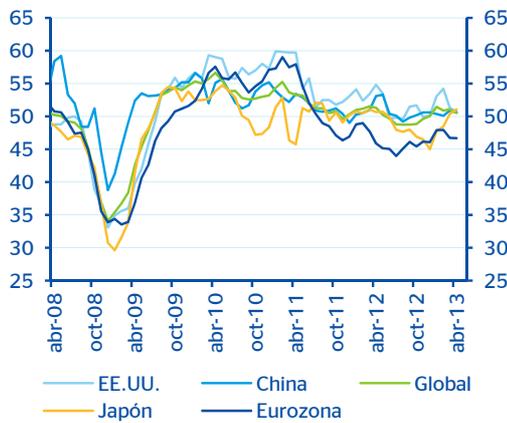
objetivo de inflación del 2%. No obstante, la nueva facilidad monetaria proporciona argumentos a favor para que los inversores japoneses inviertan en el exterior.

La flexibilización monetaria favorece la asunción de riesgos

Los mercados financieros siguen dominados por los flujos procedentes de los bancos centrales. En este contexto, los tipos de interés a largo plazo sobre los bonos estadounidenses y alemanes han caído en los últimos meses. La precipitación por obtener rendimientos en un entorno con menos aversión al riesgo (debido en parte a las acciones del BCE) ha provocado una pronunciada caída de la rentabilidad de los bonos del gobierno en la periferia de Europa hasta niveles que no se habían visto desde 2010. En este contexto, se han producido entradas de capital en los mercados emergentes de renta fija, especialmente en los de mayor liquidez (Turquía, Brasil y México), anticipando así salidas de capitales de Japón tras anunciarse su programa de QE, que incluye compras de deuda pública por parte del Banco Central de Japón.

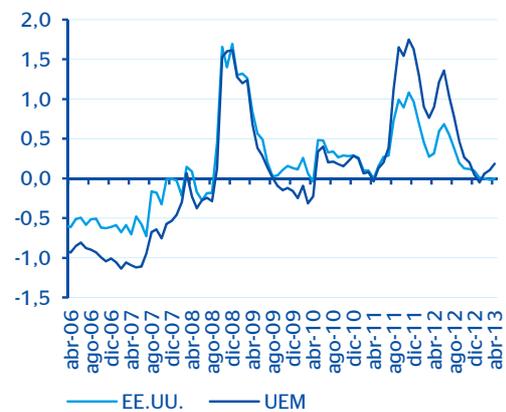
Como resultado de ello, el euro se ha mantenido sólido ante la debilidad cíclica de la zona. En particular, la menor probabilidad de escenarios de alto riesgo y una política monetaria menos acomodaticia en comparación con otros bancos centrales han llevado a un euro fuerte. En ausencia de eventos de riesgo importantes en Europa y al no haber sorpresas en la estrategia de salida del QE por parte de la Fed, el euro podría seguir cotizándose en el nivel de 1,30 a 1,32 dólares por euro hasta finales de año. No se descartan con ello episodios de apreciación del dólar como resultado de los cambios que se produzcan en el balance de riesgos cíclicos y de las distintas reacciones de los bancos centrales.

Gráfico 1
Indicadores de confianza
(índice de gerentes de compras)



Fuentes: Markit y BBVA Research

Gráfico 2
Indicador de tensiones financieras de BBVA

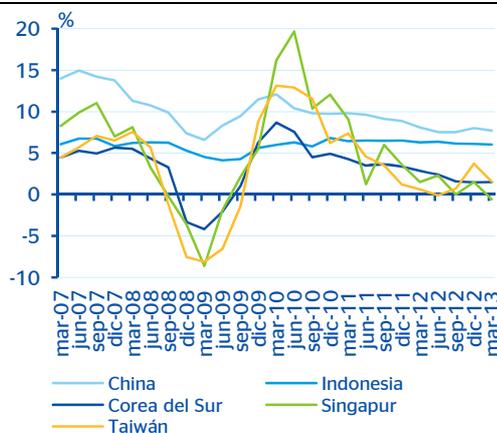


Fuente: BBVA Research

2. Tenue repunte en Asia

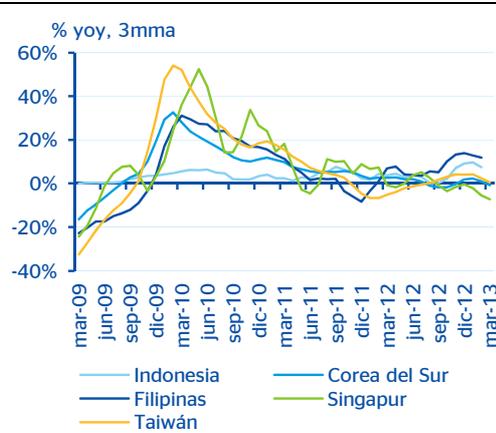
Tras tocar fondo en 2012, las economías asiáticas siguen creciendo en un clima de mejora gradual, aunque todavía débil, del entorno exterior y bajo políticas internas acomodaticias (Gráficos 3 y 4). Dicho esto, el ritmo de crecimiento de la primera mitad de 2013 ha sido inferior a lo previsto, especialmente en China (como se detalla en la siguiente sección), en la India y en las economías de la región que dependen más de las exportaciones. En cambio, el crecimiento entre las economías del Sudeste Asiático (ASEAN), especialmente Indonesia, Filipinas y Tailandia, sigue siendo un factor positivo impulsado por la fortaleza de la demanda interna y las entradas de capital.

Gráfico 3
El crecimiento bajó inesperadamente en el 1T...



Fuentes: Haver y BBVA Research

Gráfico 4
Producción industrial



Fuentes: Haver y BBVA Research

El Banco de Japón cambia las cosas

Posiblemente el acontecimiento más significativo de la región con respecto al trimestre pasado ha sido el anuncio que hizo el Banco de Japón el 4 de abril de una aceleración masiva de su campaña de flexibilización cuantitativa (Recuadro 1). Desde el pasado mes de diciembre, se daba por descontado una postura más expansiva de la política monetaria tras la elección del primer ministro Shinzo Abe y su énfasis en trazar unas nuevas directrices políticas con vistas a revitalizar el crecimiento y terminar con la tendencia de la inflación. Su plan se basaba en una estrategia triple de estímulo fiscal, expansión monetaria y reformas estructurales. Sin embargo, la magnitud de la expansión anunciada por el nuevo gobernador del BdJ, Haruhiko Kuroda, llegó por sorpresa: el plan es doblar la base monetaria en los dos próximos años, y desató nuevas presiones de depreciación sobre el yen (Gráfico 5).

Esta política ha generado críticas entre los escépticos que ponen de relieve los posibles riesgos de inestabilidad en el mercado de bonos de Japón (especialmente dado el nivel sumamente elevado de la deuda pública, que representa más del 200% del PIB), las dificultades para controlar la inflación una vez que comience a subir, los retos para gestionar una estrategia de salida y, de forma más inmediata, las repercusiones negativas de la depreciación de la moneda sobre los socios comerciales de Japón. Aunque esos riesgos no se pueden desestimar, en conjunto parece que hasta ahora la política está funcionando, a juzgar por los datos de la confianza de consumidores y empresas, las expectativas de inflación y el rendimiento de los mercados bursátiles (dados los habituales retardos, todavía es demasiado pronto para valorar el impacto sobre la actividad económica). Además, con la excepción de Corea, el competidor comercial de Japón más importante de la región, la inquietud por la depreciación del yen se ha calmado, especialmente tras el respaldo del G20 al enfoque de la política de Japón. Para conseguir un efecto positivo más duradero sobre la economía nacional de Japón, que a su vez sería beneficioso para el crecimiento regional, será necesario seguir

los planes del gobierno para la consolidación fiscal a medio plazo y las reformas estructurales para estimular el crecimiento.

Decepcionantes resultados de crecimiento en China, la India y las economías dependientes de las exportaciones...

Aunque todavía se mantiene la tendencia a la mejora después de haber tocado fondo en el 3T de 2012, los últimos resultados de crecimiento de gran parte de la región han decepcionado a la baja. En China, aunque el gasto público y las exportaciones se han mantenido bien, el crecimiento del PIB del 1T ha sido más débil de lo previsto, un 7,7% a/a, debido a la lentitud de la inversión privada, lo que a su vez puede que se haya debido a las incertidumbres con respecto a la postura política de los nuevos dirigentes. Por otro lado, el crecimiento continúa mostrando un bajo rendimiento en la India, donde en el 4T de 2012 cayó al 4,5% a/a, el nivel más bajo en una década, por lo que el crecimiento de todo el año 2012 se quedó en el 5,1%, muy por debajo del 7,5% registrado en 2011. Los últimos indicadores de actividad sobre la producción industrial y las ventas de vehículos muestran que el impulso de crecimiento sigue débil en 2013 y ha provocado que el Banco de Reserva de la India recortara los tipos de interés tres veces este año, con un descenso acumulado de 75 pb. Además del débil entorno global, la reducción del crecimiento se debe a varios problemas internos interrelacionados, incluidos los atascos de las reformas políticas, la persistente inflación y las vulnerabilidades derivadas de los déficits "gemelos", es decir, el déficit fiscal y el déficit por cuenta corriente. Resulta esperanzador que el gobierno haya comenzado a abordar estos asuntos poniendo énfasis en la consolidación fiscal y acelerando el ritmo de las reformas políticas (véase el Observatorio Económico *Balance de las reformas políticas*).

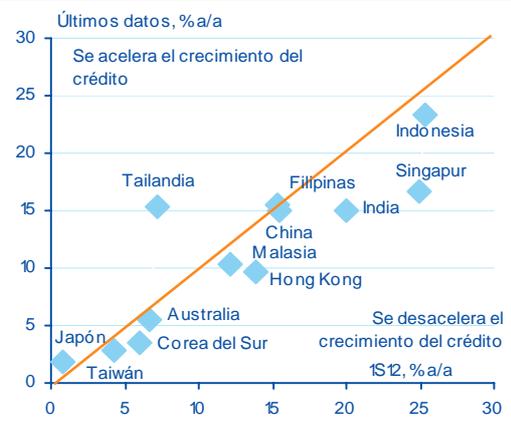
Las economías de Corea, Taiwán y Singapur, que dependen de las exportaciones, también se han desempeñado por debajo de las expectativas en lo que va de 2013. En particular, el crecimiento del PIB del 1T en Taiwán y Singapur, un 1,5% y -0,6% a/a respectivamente, no llegó a las expectativas debido a la lentitud de las exportaciones. En Corea, el PIB del 1T resultó ligeramente por encima de las expectativas, situándose en el 1,5%, pero el débil crecimiento del consumo privado como consecuencia de la elevada carga de deuda de los hogares y la lentitud de las exportaciones siguen pesando sobre el impulso de crecimiento, por lo que el nuevo gobierno del presidente Park Geun-hye ha tenido que implementar nuevas medidas de estímulo fiscal que se calcula que conseguirán un crecimiento de un 0,3% en 2013.

Gráfico 5
El yen se deprecia frente a las divisas regionales



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 6
El crecimiento del crédito se desacelera en toda la región



Fuentes: CEIC y BBVA Research

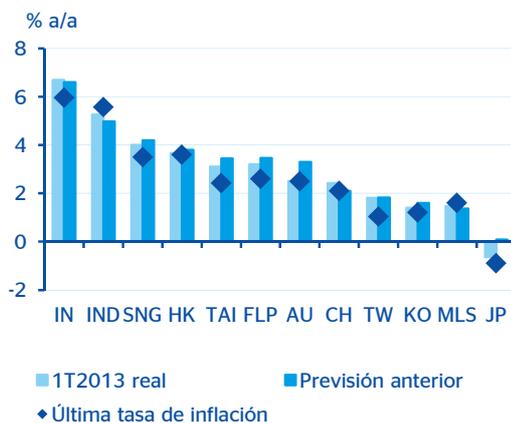
...mientras que los países de la ASEAN siguen con resultados brillantes

El impulso de crecimiento de las economías de la ASEAN se mantiene fuerte, apoyado por la robusta demanda interna y la continuada solidez del crecimiento del crédito (Gráfico 6), las entradas de capital y el comercio intrarregional. Filipinas, que registró el segundo mejor resultado del PIB en Asia en 2012 (6,8%), consiguió su segunda mejora del grado de inversión a comienzos de mayo, ya que S&P siguió la tendencia iniciada por Fitch a finales de marzo. Por su parte, Indonesia sigue creciendo con fuerza; el PIB del 1T se situó en el 6,0% debido al aumento de la inversión y a los flujos de IED, que alcanzaron la cifra récord de 6.700 millones de dólares en el 1T, pese a la inquietud de los inversores por la incertidumbre con respecto al incremento del precio doméstico de los combustibles y a los indicios de tendencias nacionalistas en lo que respecta al comercio y la inversión. Tailandia también sigue obteniendo buenos resultados gracias al gasto público para recuperarse de los trastornos ocasionados por las inundaciones de principios de 2012.

Con la inflación bajo control, las políticas monetarias siguen siendo de apoyo para contrarrestar las dificultades externas

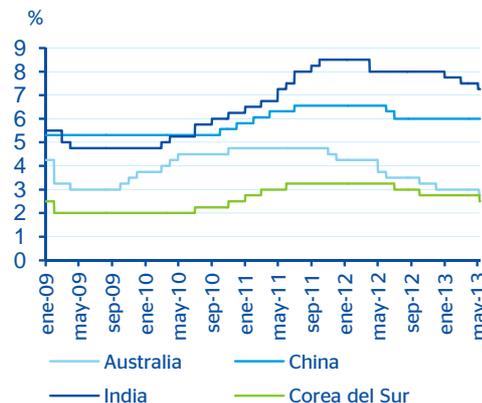
En vista de que la inflación está en los rangos meta o por debajo de ellos, las políticas monetarias tienden en su mayor parte hacia la flexibilización, pero de forma heterogénea en toda la región (Gráficos 7 y 8). Como hemos observado anteriormente, el BdJ ha retirado todos los topes con sus últimas medidas de flexibilización cuantitativa. China se ha mantenido a la espera desde mediados de 2012 mientras se protege contra las fragilidades financieras internas. El Banco de Reserva de Australia recortó los tipos de interés en 25 pb el 7 de mayo después de mantenerse sin cambios este año mientras valoraba el impacto de los anteriores recortes efectuados entre noviembre de 2011 y diciembre de 2012, que supuso un descenso de 175 pb acumulados. Por su parte, el Banco de Corea también recortó los tipos en 25 pb el 9 de mayo, después de mantenerse a la espera desde el mes de octubre del año pasado, en vista del lento impulso de crecimiento y de la baja inflación (1,2% a/a en abril, muy por debajo del rango meta oficial, entre el 2,5% y el 3,5%). De cara al futuro, esperamos otro recorte de los tipos de interés por parte del Banco de Reserva de la India, que se sumará a los recortes de 75 pb efectuados en lo que va de año, debido a los indicios de estabilización de la inflación (6,0% a/a en marzo). Aunque no consta en nuestro escenario central, también están aumentando las probabilidades de que se recorten los tipos de interés en Tailandia dadas las fuertes entradas de capital que han ejercido presiones alcistas sobre la divisa. En cambio, los próximos movimientos de las políticas monetarias en Filipinas e Indonesia podrían ser de ajuste, dado el fuerte impulso de crecimiento y los crecientes indicios de recalentamiento.

Gráfico 7
La inflación ha sido por lo general inferior a lo previsto



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
Las políticas monetarias tienden hacia la flexibilización



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Las perspectivas de crecimiento se mantienen intactas, pero con riesgos a la baja y retos derivados de las entradas de capital

En coherencia con los últimos informes de Situación trimestrales, nuestro escenario central sigue contemplando una tendencia a la mejora gradual del impulso de crecimiento. Las posturas políticas de apoyo y una mayor mejora del entorno exterior debería respaldar el crecimiento durante el resto del año. Como consecuencia de ello, nuestras previsiones de crecimiento y de inflación para 2013-14 se mantienen prácticamente sin cambios desde nuestro último informe de Situación publicado en febrero, excepto para la India, donde hemos bajado la previsión del PIB en torno al 0,5% en 2013 y 2014, hasta situarlo en el 5,7% y el 6,4% respectivamente (Tabla 3). Por consiguiente, en cuanto a la región del Pacífico Asiático, esperamos un crecimiento del 5,4% en 2013, por encima del 5,2% de 2012.

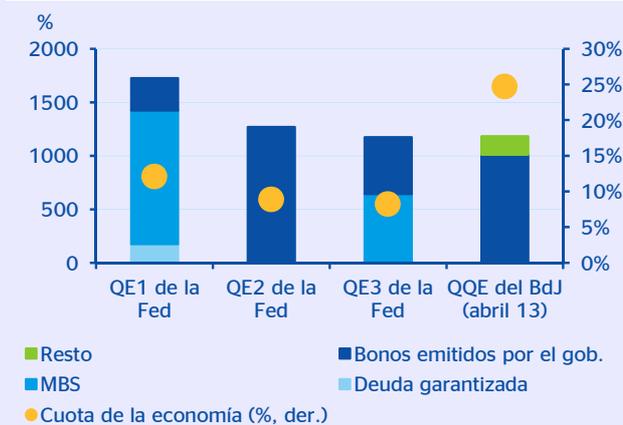
Sin embargo, los riesgos para las perspectivas han cambiado a la baja debido a que los resultados de comienzos de 2013 han sido peores de lo esperado, especialmente en China, y se han rebajado las perspectivas de crecimiento de la UE. Los responsables políticos tendrán que hilar fino y buscar el equilibrio entre apoyar el crecimiento en vista de que la demanda externa continúa débil y al mismo tiempo prestar la debida atención a los riesgos de recalentamiento. Las laxas condiciones de liquidez global, fomentadas por la agresiva flexibilización cuantitativa del BdJ, favorecen las entradas de capital, lo que plantea retos en las economías donde hay riesgo de burbujas de activos, como en los sectores inmobiliarios de Hong Kong y Singapur. Las presiones alcistas sobre las divisas regionales se abordarán probablemente mediante una combinación de intervención y medidas macroprudenciales.

Recuadro 1: Las políticas “Abenómicas” y su impacto sobre las economías asiáticas

Los tres pilares de las políticas “Abenómicas”

Políticas “Abenómicas” se ha convertido en el término que se utiliza para describir la estrategia defendida por el primer ministro Shinzo Abe para reavivar la lenta economía de Japón. La estrategia incluye tres pilares: flexibilización cuantitativa, estímulos fiscales a corto plazo con consolidación a medio plazo y reformas estructurales. Hasta ahora, la flexibilización monetaria es lo que más ha llamado la atención después de que se estableciera un objetivo de inflación del 2% y de que el Banco de Japón, bajo el mandato del nuevo gobernador, Haruhiko Kuroda, anunciara el 4 de abril una enorme aceleración de la flexibilización cuantitativa para acabar con la persistente deflación (Gráfico 9). El plan tiene como objetivo doblar la base monetaria en dos años a través de la compra mensual de bonos del gobierno a largo plazo, con un vencimiento medio de tres a siete años y a un ritmo equivalente a aproximadamente un 12% del PIB al año, es decir, el doble de la flexibilización cuantitativa de la Reserva Federal de EE. UU. (un 6,5% del PIB al año). Las compras mensuales ascenderían a 600.000-700.000 millones de USD al año (aproximadamente 2/3 del volumen de compras de la Fed), lo que daría como resultado que las tenencias totales de valores del Tesoro por parte del BdJ se incrementaran hasta el 20% a finales de 2014 (Gráfico 10).

Gráfico 9
Rondas sucesivas de QE (miles de millones de USD), Fed y BdJ

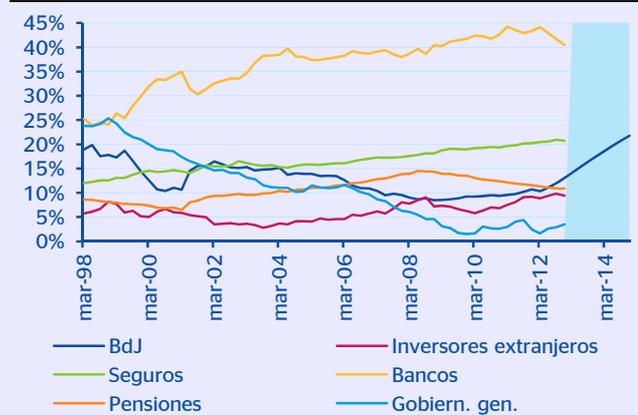


Fuentes: Haver y BBVA Research

En cuanto al aspecto fiscal, el pasado mes de enero el gobierno lanzó un plan de estímulo por valor de 10,2 billones de ¥ (un 2,1% del PIB de 2012) con un enfoque hacia las obras públicas. En cuanto a las reformas estructurales, la estrategia aún tiene que articularse plenamente (es posible que se publiquen los

detalles después de las elecciones de la cámara alta en julio); hasta ahora se ha puesto énfasis en el mercado de trabajo y en la desregulación de sectores como la agricultura y los servicios. Por el momento, las medidas más concretas han consistido en ampliar los acuerdos de libre comercio, incluida la participación de Japón en la Asociación Transpacífico.

Gráfico 10
Tenedores de JGB* desde 1998



* Incluidas letras del tesoro y bonos FILP; el sector público incluye los fondos de créditos fiscales pero excluye los fondos de pensiones públicas que se incluyen en las pensiones
Fuentes: Haver y BBVA Research;

Sigue habiendo mucho escepticismo sobre el funcionamiento de la estrategia para reavivar el crecimiento, en especial dadas las dificultades que Japón ha tenido en el pasado con el fracaso de medidas de estímulo (véase el “Recuadro: Japón: el nuevo gobierno pretende poner en marcha la economía” en nuestro último informe trimestral Situación Asia), y las dificultades para sacar adelante la agenda de reformas estructurales, sin la cual las políticas monetarias y fiscales, por sí solas, probablemente fracasarían. Dicho esto, la estrategia ha tenido éxito hasta ahora en aumentar la confianza de consumidores y empresas y en dar origen a una pronunciada subida del mercado de valores y a la depreciación del yen (Gráfico 5).

Impacto sobre las entradas de capital de Asia: hay que esperar y ver

La compra de bonos del gobierno por parte del BdJ dará como resultado el desplazamiento de los inversores domésticos, que tienen actualmente el 90% del stock de los JGB, lo que provocará salidas de capitales en busca de rentabilidades más altas. Se prevé que el proceso irá acompañado de enormes salidas de capitales desde Japón hacia otros países asiáticos y el resto del mundo. Sin embargo, hasta la

fecha, aún no se han observado esos flujos sino que al contrario, los datos apuntan por el momento a entradas netas de capitales (Gráfico 11) y a compras de títulos japoneses.

Gráfico 11
Compras y ventas netas de títulos nacionales por parte de no residentes (billones de yenes)



Fuentes: Haver y BBVA Research

El impacto sobre los exportadores asiáticos: ganadores (Filipinas y Malasia) y perdedores (Corea)

El impacto de la política “Abenómica” para las exportaciones asiáticas tiene una doble vertiente. Por un lado, un repunte del crecimiento económico japonés debería aumentar la demanda de importación de Japón desde los socios comerciales asiáticos. Por otro lado, a corto plazo un yen más débil hará que sus exportaciones sean menos competitivas, tanto en el mercado japonés como en los mercados de terceros países. Para examinar el impacto que ha tenido hasta ahora, analizaremos el peso de las exportaciones asiáticas en Japón (Tabla 1). Los países miembros de ASEAN tienen una exposición comercial a Japón relativamente grande, de en torno al 10-20% del total de las exportaciones. Las economías del Norte de Asia exportan una pequeña proporción de sus productos a Japón (normalmente menos del 10%), pero pueden competir duramente en terceros mercados, especialmente en lo que se refiere a automóviles (Corea), productos electrónicos (Corea y China), y componentes (Taiwán).

Aunque puede que sea demasiado pronto para medir las repercusiones de la depreciación del yen dado el habitual retardo del impacto de las fluctuaciones de los tipos de cambio en los flujos comerciales, es instructivo, no obstante, observar cómo han evolucionado hasta ahora dichos flujos (Gráfico 12). En el 1T, las exportaciones de Corea e Indonesia a Japón perdieron

impulso, al contrario de las de Filipinas y Malasia. Así, parece que la depreciación del yen ha tenido un impacto negativo en las exportaciones de Corea e Indonesia a Japón, pero su impacto es positivo en las exportaciones de Filipinas y Malasia, y solo ha tenido impactos menores en el resto de la región. El resultado implica que Corea ha sufrido hasta ahora por la depreciación del yen, lo que probablemente se debe a que compiten lado a lado en los segmentos de piezas de automóviles, vehículos y productos electrónicos. En Indonesia, la caída puede deberse simplemente al efecto del descenso de los precios de las materias primas sobre sus valores de exportación.

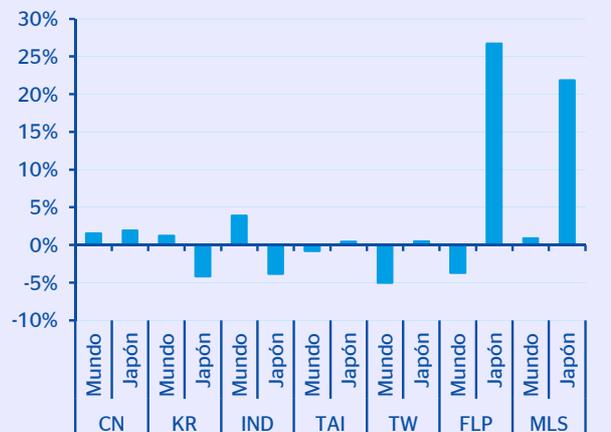
El impacto sobre los exportadores asiáticos podría ser más evidente en terceros países donde estos países compiten. Por otro lado, un yen más débil puede bajar los costes de los insumos de los países asiáticos al abaratare las importaciones desde Japón. Aunque importantes, estos efectos van más allá del ámbito de este recuadro.

Tabla 1
Exportaciones de Asia a Japón

A fecha de 2012	Exportaciones a Japón / Total de exportaciones	Total exportaciones / PIB	Exportaciones a Japón / PIB
Malasia	12%	75%	9%
Tailandia	10%	63%	6%
Taiwán	6%	60%	4%
Corea del Sur	7%	48%	3%
Alemania	2%	42%	1%
China	7%	25%	2%
Indonesia	16%	22%	3%
Filipinas	19%	21%	4%
Estados Unidos	5%	10%	0%

Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 12
Variación de tasa de crecimiento de las exportaciones (q/q desest.) (1T2013/4T2012-4T2012/3T2012)



Fuentes: Haver y BBVA Research

3. China se enfrenta a dificultades procedentes de las restricciones políticas y las incertidumbres externas

Después de un año difícil como 2012, cuando el crecimiento del PIB cayó al 7,8%, el nivel más bajo en más de una década, la confianza en que se evitaría un aterrizaje brusco mejoró cuando los datos comenzaron a mostrar que el crecimiento había tocado fondo en el 3T. El repunte del crecimiento se debió a las políticas de estímulo, a la recuperación del sector inmobiliario y a la estabilización de las exportaciones. Sin embargo, en fechas más recientes esa confianza se ha puesto de nuevo a prueba por los indicios de que el repunte ha perdido fuerza. En concreto, el crecimiento del PIB cayó en el 1T de 2013 al 7,7% a/a desde el 7,9% a/a del 4T, a causa de la debilidad de la inversión privada. Además, la nueva dirección política ha indicado una mayor tolerancia a un crecimiento más bajo, ya que su disposición para implementar nuevas medidas de estímulo se ha puesto en duda por la acumulación de fragilidades financieras internas, que son en sí mismas el legado de los esfuerzos anteriores para estimular el crecimiento.

A pesar de estas preocupaciones, en general creemos que el crecimiento sigue en buen camino para alcanzar el 8,0% en 2013 y 2014 tal como se prevé en nuestro anterior informe de *Situación* de febrero. Aunque es cierto que los últimos indicadores de actividad pintan una imagen heterogénea del impulso de crecimiento, creemos que la economía sigue en una modesta senda de recuperación. El entorno exterior sigue mejorando gradualmente, y el hecho de que la inflación se mantenga moderada da margen para aplicar políticas fiscales y monetarias que sigan apoyando el crecimiento, tal como se indicó en las declaraciones políticas de la nueva dirección.

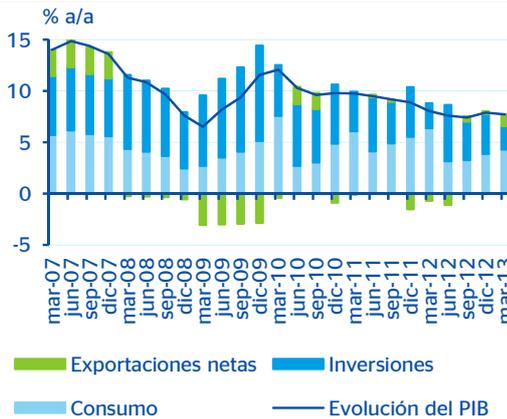
El impulso muestra una imagen heterogénea mientras la economía pierde fuerza

El crecimiento del PIB del primer trimestre decepcionó a la baja, pues cayó hasta el 7,7% a/a desde el 7,9% a/a del 4T de 2012 (Gráfico 13). En términos secuenciales desestacionalizados, el crecimiento trimestral anunciado oficialmente cayó al 1,6% (6,6% anualizado), el ritmo más lento desde el 1T de 2012 (sin embargo, los datos secuenciales no son muy fiables dada la calidad de los datos y los problemas de ajuste estacional). La caída del crecimiento parece deberse a que la producción manufacturera y la inversión inmobiliaria fueron más débiles de lo previsto.

Según la Oficina Nacional de Estadísticas (NBS), en términos interanuales el consumo interno (incluido el del gobierno) lideró el crecimiento en el 1T y aportó 4,3 pp, seguido por la inversión (2,3 pp) y las exportaciones netas (1,1 pp). Desde esta perspectiva, la inversión fue el punto débil, ya que su aportación cayó desde los 3,9 pp de 2012. Por otro lado, la aportación de las exportaciones netas fue positiva, pues pasó de una aportación negativa (-0,4 pp) a crecer en 2012 gracias a la estabilización de la demanda externa. Aunque ha continuado el ritmo de gasto en infraestructuras públicas, la inversión general, incluida la acumulación de inventarios, parece haberse debilitado debido en parte al descenso de la confianza por las expectativas de ajuste de la política, ya que las autoridades han destacado los objetivos de evitar la aceleración de los precios de la vivienda y frenar el crecimiento de la deuda de los gobiernos locales y del crédito de la banca en la sombra. También puede haber contribuido a ello la fragilidad de la economía externa. En cuanto a la producción, la cuota del sector servicios sigue subiendo (Gráfico 14), lo que es indicio de reequilibrio económico, junto con la reciente caída del déficit por cuenta corriente y un repunte gradual de la ratio consumo-PIB.

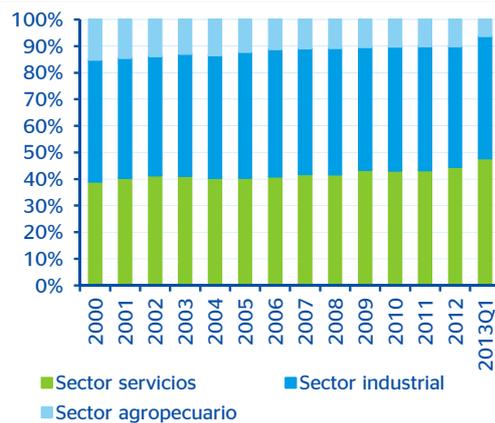
A pesar de la desaceleración, el mercado de trabajo se mantiene fuerte. El desempleo urbano se mantuvo en una tasa relativamente baja, un 4,1% en el 1T, mientras que la economía creó 3,4 millones de empleos nuevos. Según los datos del Ministerio de Recursos Humanos y Seguridad Social, la ratio demanda-oferta de trabajo subió al 1,1 en el 1T (Gráfico 15), un indicio más de que el mercado de trabajo está ajustado.

Gráfico 13
El crecimiento bajó inesperadamente en el 1T...



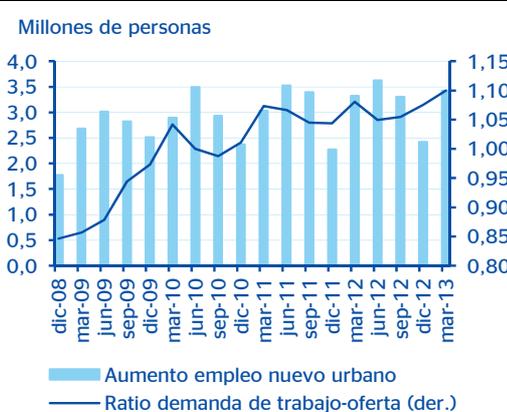
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 14
La cuota del sector servicios aumenta



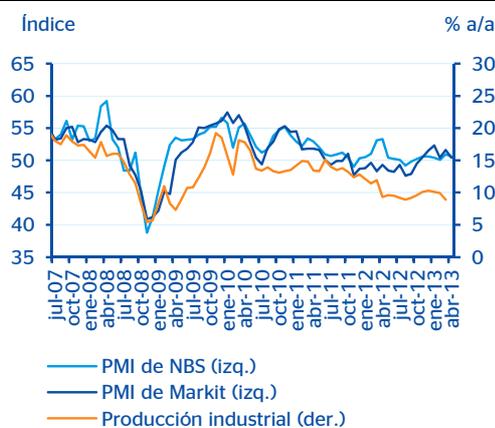
Fuentes: NBS, Wind y BBVA Research

Gráfico 15
El mercado de trabajo se mantiene ajustado



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 16
La producción industrial se ha desacelerado



Fuentes: CEIC y BBVA Research

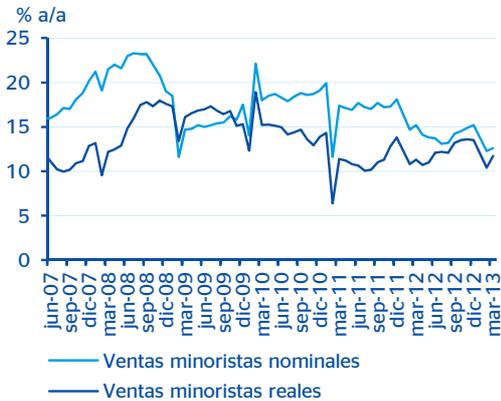
Los últimos indicadores de actividad mensuales también reflejan una imagen heterogénea del impulso de crecimiento. En lo que respecta a la oferta, la producción industrial ha seguido desacelerándose y los resultados del índice de gerentes de compras se han moderado, aunque todavía siguen dentro de la zona de expansión (más de 50) (Gráfico 16). Aunque los beneficios industriales cayeron en marzo, subieron hasta el 12,1% en lo que va de año en el 1T desde el 5,3% de 2012. No obstante, el mercado de valores ha decepcionado debido a las preocupaciones sobre las perspectivas de los beneficios (Gráfico 17). En lo que respecta a la demanda, el crecimiento interanual de las ventas minoristas ha caído (Gráfico 18), tal vez debido en parte a los esfuerzos del gobierno para poner freno a los gastos suntuosos de los funcionarios públicos, pero todavía está en un nivel saludable. Por otro lado, como ya hemos expuesto, la inversión privada se ha desacelerado más de lo previsto, mientras que la inversión en infraestructuras públicas (cerca del 20% del total de la inversión) se ha mantenido bien (Gráfico 19).

Gráfico 17
El rendimiento del mercado de valores de China ha sido inferior



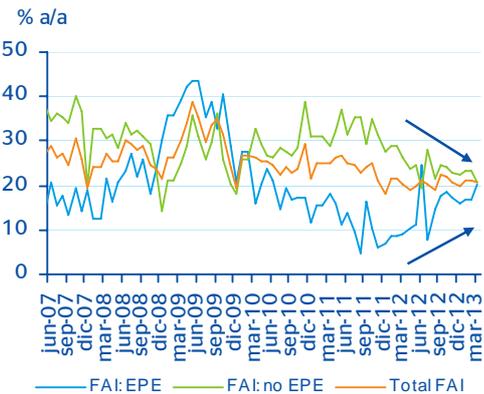
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 18
Las ventas minoristas se desaceleraron en el 1T



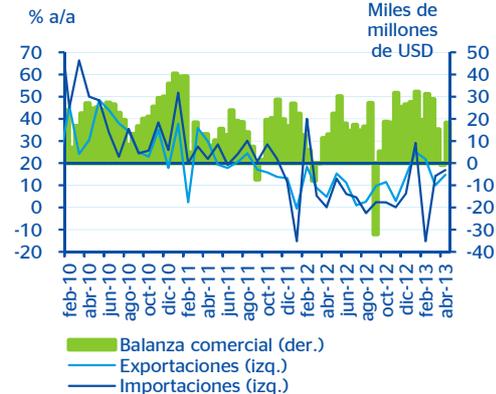
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 19
La continuidad de la inversión pública ha compensado la debilidad de la inversión privada



Fuentes: CEIC y BBVA Research

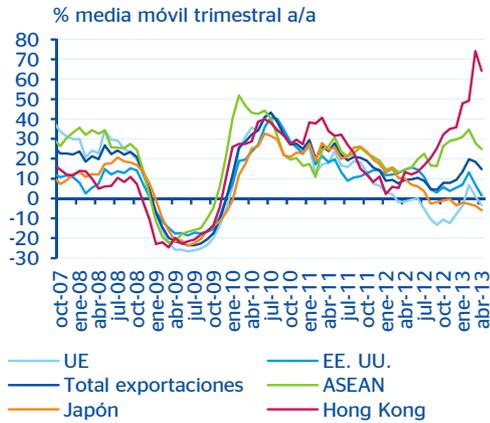
Gráfico 20
La balanza comercial sigue con superávit



Fuentes: CEIC y BBVA Research

En el plano externo, las exportaciones se han comportado sorprendentemente bien, con un aumento del 18,4% a/a en el 1T, mientras que las importaciones subieron un 8,4% (Gráfico 20), tendencia que continuó en abril (crecimiento de las exportaciones del 14,7% a/a y crecimiento de las importaciones del 16,8%). Sin embargo, los resultados sorprendentemente sólidos de las exportaciones ponen en duda la exactitud de los datos subyacentes. En particular, el fuerte rendimiento se debe casi en su totalidad al incremento de las exportaciones a Hong Kong (Gráfico 21), lo que no coincide con los datos correspondientes por el lado de Hong Kong (Gráfico 22). Esto aumenta las posibilidades de que la sobrefacturación para enmascarar entradas de capitales podría ser la causa subyacente del aparente aumento de las exportaciones en el 1T. Por otra parte, las exportaciones a otros destinos repuntaron en el 1T, incluidas las exportaciones a la UE, EE. UU. y la ASEAN. Dada la evolución de las importaciones (Gráfico 23), el superávit comercial general se amplió a 43.000 millones de USD en el 1T, al igual que el superávit por cuenta corriente, que aumentó hasta 55.200 millones de USD, lo que equivale al 2,9% del PIB (Gráfico 24).

Gráfico 21
Las exportaciones a los principales mercados han mejorado, aunque el gran aumento de las exportaciones a HK sea cuestionable



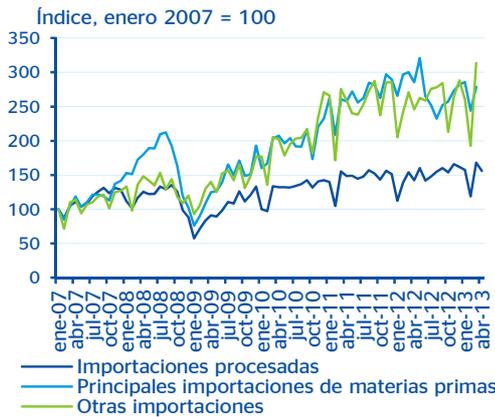
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 22
La divergencia en la correspondencia de datos entre el comercio bilateral China-Hong Kong se ha ampliado



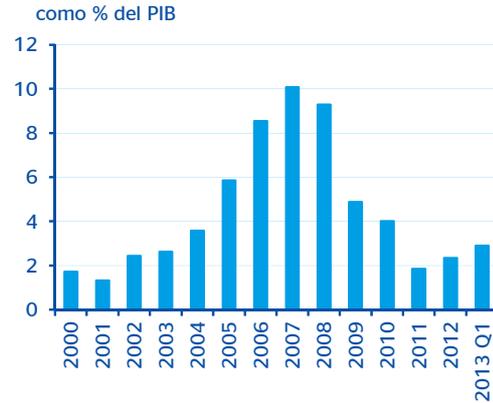
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 23
Las importaciones de materias primas se han nivelado por el descenso de los precios



Fuentes: CEIC y BBVA Research

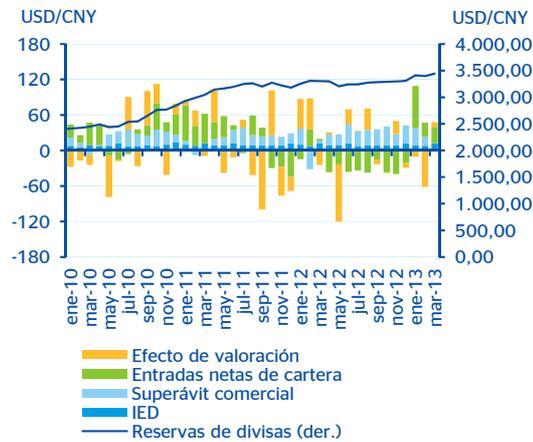
Gráfico 24
La caída del superávit por cuenta corriente ha tocado fondo



Fuentes: CEIC y BBVA Research

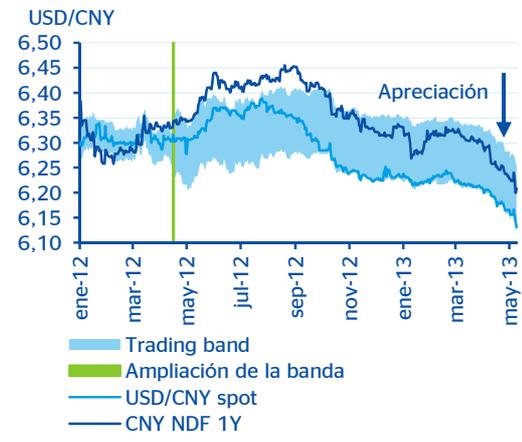
Como resultado de estos acontecimientos, el saldo total registró un superávit de 157.000 millones de USD en el 1T, con un aumento de las reservas de divisas hasta 3,44 billones de USD (Gráfico 25). Después de descontar el superávit por cuenta corriente y los flujos de inversión extranjera neta por valor de 29.400 millones, calculamos otras entradas de capital de 72.400 millones de USD, un cambio brusco con respecto a las salidas del año pasado, probablemente atraídas por la mejora de las perspectivas de crecimiento y por las expectativas de apreciación de la moneda.

Gráfico 25
Las reservas de divisas aumentan de nuevo por las elevadas entradas de capitales



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 26
La apreciación del RMB se ha acelerado en los últimos meses



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

La apreciación del RMB continúa

El RMB ha seguido fortaleciéndose, con una apreciación acumulada del 1,5% frente al USD hasta mediados de mayo (Gráfico 26). El ritmo de apreciación ha sido incluso más rápido en términos nominales y en términos de cambio real efectivo dado el aumento de valor del USD frente a otras monedas, en especial el yen japonés (Gráfico 27). Como indicador de las presiones de apreciación, el tipo al contado ha seguido oscilando hacia el extremo más fuerte de la banda de fluctuación diaria, y los cambios fijos diarios del BPdC se han situado en niveles cada vez más fuertes. El ritmo ha estado en línea o incluso ligeramente por delante de nuestras previsiones de un aumento del 2-3% frente al USD para todo el año 2013.

Las autoridades parecen incómodas con la fortaleza de las recientes presiones de apreciación, y a principios de mayo, el BPdC anunció nuevas medidas para hacer frente a las entradas de dinero especulativo. Estas medidas incluyen un incremento del nivel de tenencias de USD requerido en relación con los préstamos pendientes de los bancos (limitando de hecho las posibilidades de los bancos para vender en corto frente al USD), y un aumento de la vigilancia de las entradas de capitales ilegales a través del comercio y otros canales. Queda por ver cuán eficaces serán estas medidas, ya que al debilitamiento inicial en los tipos al contado después del anuncio, han seguido nuevas presiones de apreciación.

Las autoridades también han seguido avanzando con la creciente internacionalización del RMB y la flexibilización del tipo de cambio. El porcentaje de comercio de China liquidado en RMB se ha incrementado por encima del 10%. Más recientemente, en abril las autoridades llegaron a un acuerdo con Australia para cambiar el AUD directamente con el RMB, la tercera divisa en hacerlo tras el USD y el JPY. El subsiguiente anuncio del Banco de Reserva de Australia indicando que asignaría un 5% de sus reservas de divisas a bonos del Tesoro chino ha dado un nuevo impulso a las perspectivas de internacionalización. Por nuestra parte, también anticipamos una nueva ampliación de la banda de fluctuación diaria, que se amplió el pasado mes de mayo hasta más/menos un 1,0%.

Gráfico 27

Los tipos de cambio nominal y efectivo real se han apreciado



Fuentes: BPI, CEIC y BBVA Research

Las presiones inflacionistas se mantienen a raya

La inflación sigue bajo control y se situó en el 2,4% a/a en abril desde el 2,1% de marzo. Aunque la inflación ha ido al alza tras tocar fondo en el 1,7% a/a el pasado mes de octubre (Gráfico 28), la caída de los precios de los alimentos mantuvo la inflación general dentro de los niveles de confort de las autoridades, un 3,5%. Por otro lado, la inflación de los precios mayoristas se ha mantenido negativa (-2,6% a/a en abril) debido, entre otras cosas, al menor precio de las materias primas, lo que debería mantener las presiones inflacionistas a raya en el próximo periodo (Gráfico 29).

Gráfico 28

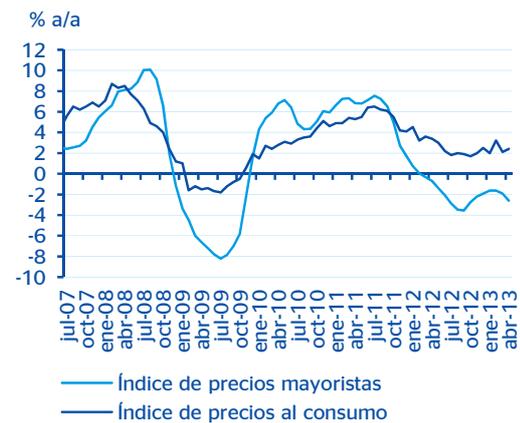
La inflación sigue bajo control debido a la bajada de los precios de los alimentos



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 29

...y los precios mayoristas siguen cayendo



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Condiciones monetarias favorables y fuerte crecimiento del crédito

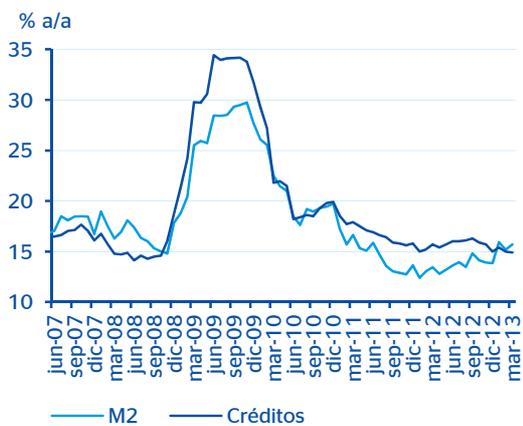
La M2 y el crecimiento del crédito se mantienen fuertes. Cabe destacar que ha habido un repunte en la “financiación social total” (FST), una amplia masa monetaria que incluye tanto el crédito bancario como no bancario, que subió un 58% a/a en el 1T (Gráfico 30). El nuevo incremento del crédito bancario en RMB, que representó el 44,8% del FST en el 1T en términos de flujo, ascendió a 2,76 billones de RMB, coincidiendo en líneas generales con el objetivo informal de las autoridades para 2013 (9,0 billones de RMB). Por otro lado, el crecimiento de la M2 se aceleró hasta el 15,7% a/a en el 1T desde el 13,8% del 4T (Gráfico 31).

Gráfico 30
La “financiación social total” aumenta



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 31
El crecimiento de la M2 se acelera y los créditos se estabilizan

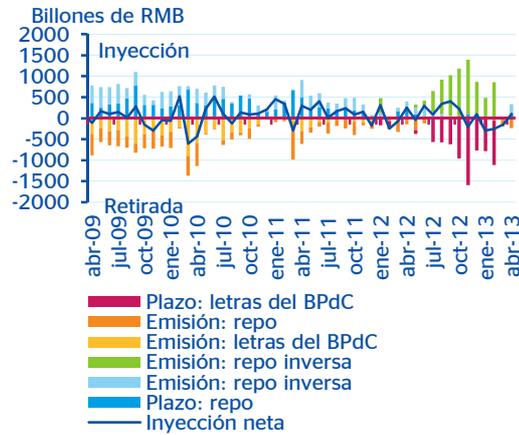


Fuentes: Wind y BBVA Research

El repunte del crecimiento del crédito en el 1T no se corresponde con la desaceleración de la actividad real y podría reflejar en parte las medidas políticas para acelerar el crédito con el fin de impulsar el crecimiento económico. En lo que respecta a la demanda, también podría reflejar un incremento de la inversión futura (especialmente el repunte de la financiación no bancaria). El rápido ritmo de crecimiento del crédito no bancario, en particular del componente que abarca el crédito de la banca en la sombra, es motivo de preocupación dada la escasa regulación y transparencia de ese sector.

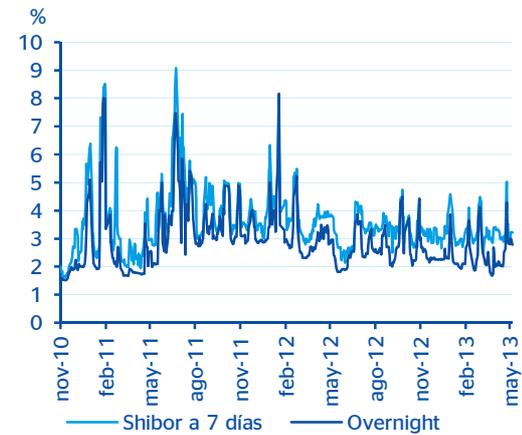
Por otro lado, los tipos de interés y los coeficientes de reservas obligatorias se han mantenido sin cambios desde los recortes consecutivos efectuados en mayo y junio de 2012. El BPdC ha sido cada vez más activo en gestionar la liquidez a través de operaciones en el mercado abierto, en línea con los planes para fomentar el desarrollo de un mecanismo de transición de la política monetaria basado en el mercado (Gráficos 32 y 33).

Gráfico 32
El BPdC cada vez gestiona más la liquidez a través de operaciones en el mercado abierto...



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 33
... y ha conseguido estabilizar los tipos interbancarios

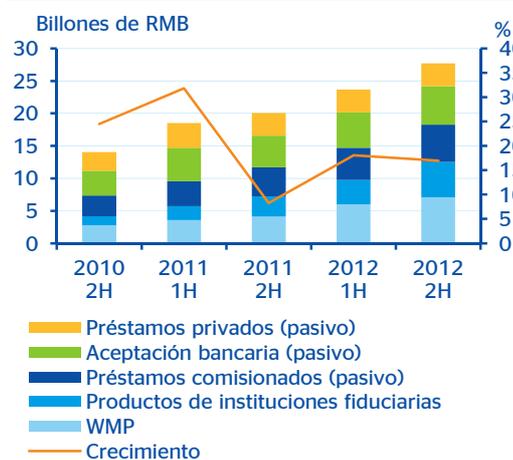


Fuentes: Wind y BBVA Research

El aumento de las fragilidades financieras plantea limitaciones para la flexibilización de la política

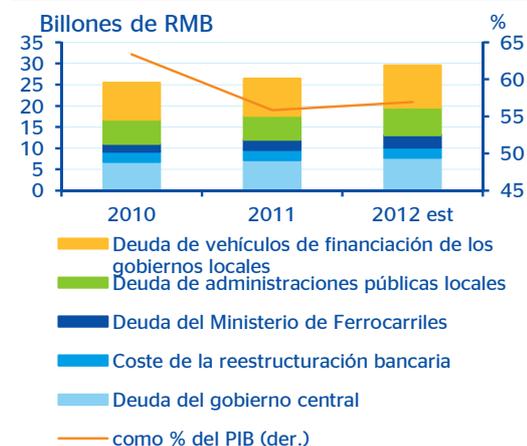
Tras estabilizarse en 2011 gracias a unas regulaciones más estrictas, las fragilidades financieras internas se han vuelto a incrementar con el repunte del crédito de la banca en la sombra (Gráfico 34; véase también nuestro Observatorio Bancario de China: *Actualización sobre la actividad de la banca en la sombra*), la mayor acumulación de deuda de los gobiernos locales y la aceleración del incremento de los precios de la vivienda (véase a continuación). La deuda de los gobiernos locales subió a aproximadamente 16,5 billones de RMB (32% del PIB) a finales de 2012, lo que, junto con el stock de deuda del gobierno central, ha llevado a un ligero incremento del total de la deuda pública al 57% del PIB según nuestras estimaciones (Gráfico 35). Las autoridades han reconocido el aumento de estas fragilidades financieras y su intención de frenarlas para reducir los riesgos planteados para la estabilidad financiera. En abril se establecieron unas directrices para regular el crédito de los bancos a los vehículos financieros de los gobiernos locales (LGFV). Además, se han implementado medidas para frenar la emisión de productos de gestión patrimonial (WMP).

Gráfico 34
Las actividades de la banca en la sombra han aumentado...



Fuentes: Wind, CEIC y BBVA Research

Gráfico 35
La deuda bruta del sector público aumentó en 2012

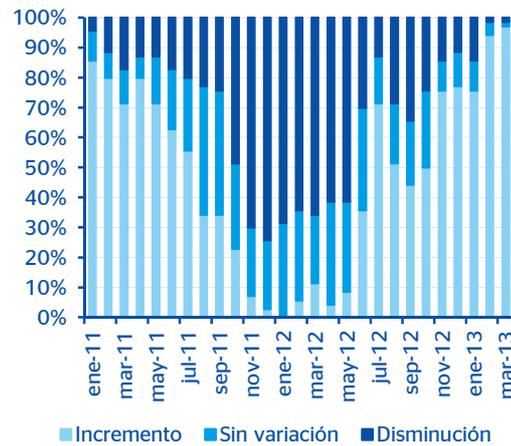


Fuente: estimaciones del CEIC y BBVA Research

El sector inmobiliario se calienta de nuevo

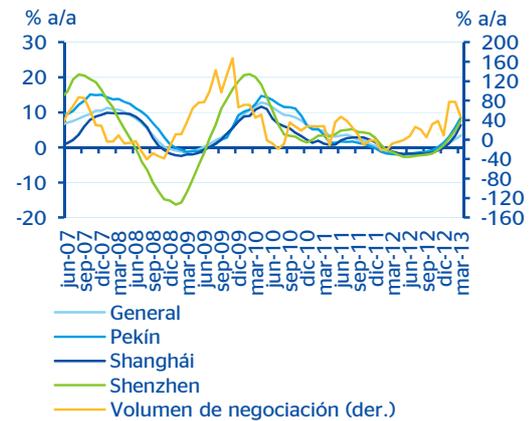
A pesar de las nuevas restricciones para frenar la especulación y mantener la asequibilidad de la vivienda, el mercado inmobiliario ha experimentado un repunte como consecuencia de la mayor liquidez y la mejora de la confianza de los inversores. Aunque los incrementos de los precios han sido más pronunciados en las ciudades de primer nivel, la mayoría de las ciudades medianas y grandes registraron un incremento de los precios de la vivienda durante el 1T (Gráficos 36 y 37). Calculamos que los precios inmobiliarios se incrementaron a nivel nacional un 3,4% a/a en el 1T en comparación con el 0,4% a/a del 4T. El aumento de los precios ha ido acompañado de un aumento de los volúmenes de ventas. El gobierno central ha respondido al repunte anunciando directrices más estrictas en la implementación de las políticas de vivienda de los gobiernos locales y la implementación de un impuesto del 20% por plusvalía sobre las ventas de viviendas de segunda mano. Como ya indicamos en nuestro informe *Situación Inmobiliaria 2012* no consideramos que el nivel actual de los precios de la vivienda sea una burbuja, dados los sólidos fundamentos de la demanda subyacente.

Gráfico 36
En más ciudades aumenta el precio de la vivienda



Fuentes: NBS y BBVA Research

Gráfico 37
...y aumentan los volúmenes de ventas



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

4. El crecimiento de China continuará con el respaldo de las políticas de apoyo, con riesgos a la baja

Los riesgos a la baja para nuestra previsión de un crecimiento del PIB del 8,0% en 2013 y 2014 se han incrementado debido a la inesperada pérdida del impulso en el 1T. Además, la preocupación acerca de la acumulación de fragilidades financieras internas podría limitar el alcance de la nueva flexibilización de la política para apoyar el crecimiento. No obstante, el hecho de que la inflación se mantenga moderada da margen para aplicar políticas de apoyo al crecimiento, y con la economía todavía en vías de expansión y las expectativas de que el entorno exterior seguirá mejorando, creemos que las previsiones de nuestro escenario central son alcanzables.

La nueva dirección se instaló oficialmente en marzo y ha indicado que mantendrá la actual postura de “políticas monetarias prudentes y políticas fiscales proactivas”. Los principales objetivos macroeconómicos se establecieron en la reunión del Congreso Nacional celebrada en marzo, incluidos un crecimiento del PIB del 7,5% (sin cambios con respecto al objetivo de 2012), una inflación media del 3,5% (por debajo del 4,0% del objetivo de 2012) y un déficit fiscal del 2,0% del PIB (prácticamente sin cambios con respecto al objetivo del 2,1% de 2012, pero ligeramente por encima del resultado estimado del 1,6% del PIB después de contabilizar un 0,5% del PIB en transferencias de ingresos desde 2011). Al mismo tiempo, las autoridades han puesto un nuevo énfasis en la calidad del crecimiento, lo que conlleva un reequilibrio económico y conciencia medioambiental, medidas para cerrar la creciente brecha de la renta y políticas para poner freno a los riesgos financieros.

El nuevo equipo dirigente destaca la continuidad de la política, señalando al mismo tiempo su tolerancia con respecto a un crecimiento menor

La nueva dirección del presidente Xi Jinping y del primer ministro Li Keqiang ha destacado que mantendrá la continuidad de la política a través de una postura política de apoyo y que seguirá con las reformas económicas. Sin embargo, con el nuevo foco sobre la calidad y la sostenibilidad del crecimiento, las autoridades muestran cada vez más su disposición a permitir un crecimiento por debajo de las expectativas anteriores, especialmente dado que el mercado de trabajo sigue siendo fuerte y que hay indicios de que el crecimiento potencial se está desacelerando, como observamos en nuestro anterior informe *Situación China*. También tienen que deslizarse por una fina línea para sostener el crecimiento a corto plazo teniendo cuidado a la vez de no agravar las fragilidades financieras internas que podrían tener consecuencias negativas a medio plazo.

A corto plazo, todavía hay margen para ajustar las políticas con el fin de sostener el crecimiento en la meta oficial de 2013 o por encima de ella. En particular, el gasto fiscal puede adelantarse para fomentar la inversión y el consumo, y las políticas macroprudenciales para abordar las fragilidades financieras internas pueden relajarse. En cuanto a la política monetaria, a menos que se produzca una pérdida considerable del impulso de crecimiento, en nuestro escenario central no anticipamos nuevos recortes de los tipos de interés en 2013, y en las circunstancias actuales es probable que cualquier ajuste se posponga hasta 2014 como muy pronto. Por otra parte, el BPdC podría ajustar la liquidez a través de operaciones en el mercado abierto y recortes en el coeficiente de reservas obligatorias, según las entradas de capitales y las condiciones internas.

Las autoridades han destacado repetidas veces que van a seguir adelante con su agenda de reformas orientadas al mercado, que cubren el régimen de precios de la energía, la

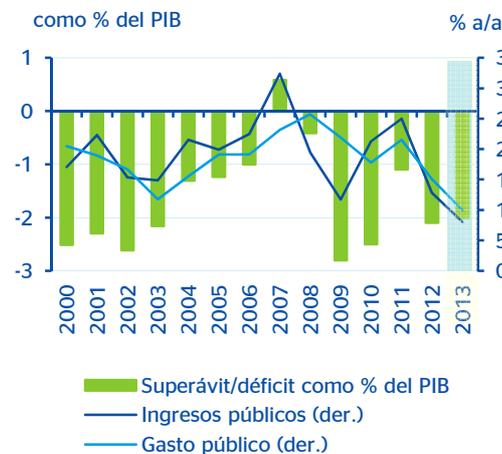
urbanización, la liberalización del sector financiero y la redistribución de la renta. En el ámbito financiero, las autoridades tienen planes de seguir adelante con la liberalización de los tipos de interés y la mayor flexibilidad del tipo de cambio a través de una posible ampliación de la banda de fluctuación diaria del RMB. En lo que respecta a la liberalización de la cuenta de capital, están tomando medidas para permitir la inversión extranjera de particulares y nuevos flujos transfronterizos de capitales denominados en RMB. Creemos que es probable que se anuncien más detalles sobre las políticas de las autoridades en el tercer o cuarto trimestre, en la próxima reunión anual del Partido Comunista.

La política fiscal apoyará el crecimiento

El objetivo del déficit fiscal del gobierno, un 2,0% del PIB es prácticamente similar al resultado de 2012, un 2,1%, después de contabilizar un 0,5% del PIB en transferencias de ingresos de 2011 (Gráficos 38 y 39). Está respaldado por un incremento del 10% en los gastos, que supera el crecimiento del 8% previsto en los ingresos. El gasto se centrará en continuar las infraestructuras y en la construcción de vivienda pública, y se complementará con recortes de impuestos selectivos.

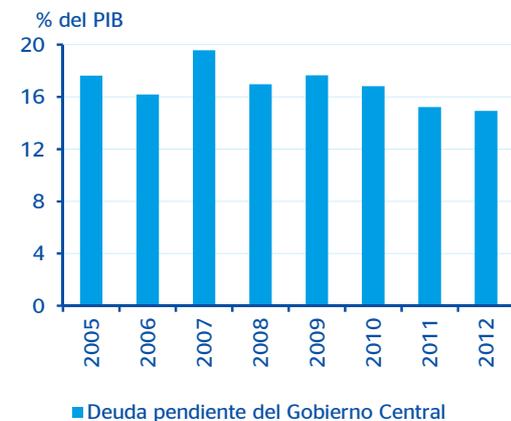
Por otra parte, el programa actual de construcción de vivienda pública sigue siendo un importante pilar del gasto general en infraestructuras, y contribuye a mantener la accesibilidad a la vivienda. El gobierno ha establecido para 2013 el objetivo de construir 6,3 millones de unidades de vivienda pública y de acabar 4,7 millones de unidades. En comparación, en 2012 se iniciaron 7,81 millones de unidades y se acabaron 6,01 millones (5 millones como objetivo).

Gráfico 38
La política fiscal sigue apoyando el crecimiento



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 39
... gracias al bajo nivel de deuda pública oficial



Fuentes: CEIC y BBVA Research

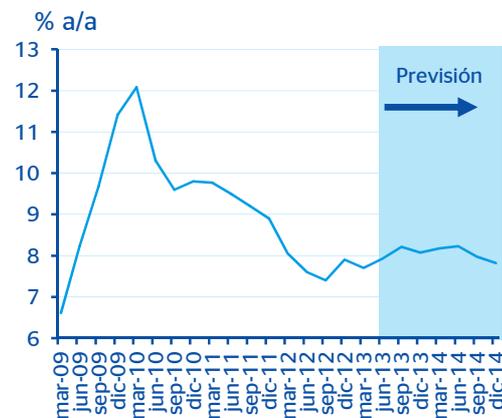
Se reanuda un modesto repunte durante el resto de 2013

En vista de que las políticas siguen siendo favorables al crecimiento y de la actual mejora del entorno exterior, esperamos que el impulso de crecimiento aumente gradualmente durante el resto del año y pase del 7,8% a/a en 1S al 8,2% en el S2 (Gráfico 40). Por consiguiente, las previsiones de crecimiento del 8,0% de nuestro escenario central anterior para 2013 y 2014 se mantienen intactas, si bien sujetas a riesgos a la baja por las incertidumbres exteriores y las limitaciones de la política debido a la acumulación de fragilidades internas. Nuestro escenario central para 2013 contempla un repunte del gasto en inversión privada después del débil resultado del 1T, un consumo estable en líneas generales y un crecimiento de las exportaciones estable situado en torno al 8-10% para todo el año.

Las perspectivas de inflación son relativamente benignas

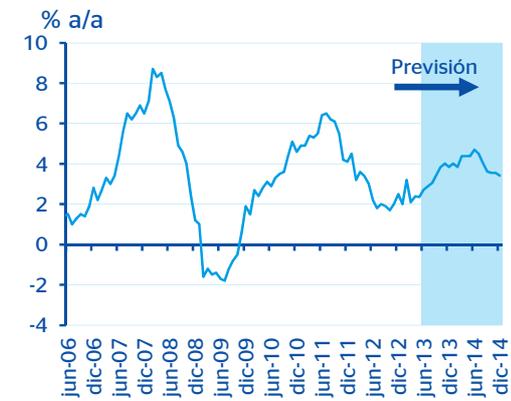
Revisamos a la baja nuestras previsiones de inflación media para 2013, hasta el 3,0% desde el 3,3% anterior debido a que los precios de los alimentos fueron inferiores a los previstos. Dicho esto, nuestras previsiones siguen siendo que la inflación aumentará gradualmente durante el resto del año como consecuencia de la mayor demanda, del aumento de los precios de los alimentos y de los efectos base. Es probable que la inflación interanual se mantenga en torno al 2,5% a 1 o 2 meses vista, subiendo hasta el 3,0% en el 3T y hasta el 3,8% a finales de 2013 (Gráfico 41). Por consiguiente, consideramos que la inflación se estabilizará en torno al 4% en 2014, la media prevista a largo plazo.

Gráfico 40
El crecimiento trimestral de 2013 repuntará gradualmente



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

Gráfico 41
La inflación sigue siendo benigna a pesar de su tendencia al alza



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

El RMB seguirá apreciándose a un ritmo gradual

Dado que el ritmo de apreciación del RMB coincide en líneas generales con las expectativas anteriores y que la balanza de pagos se encuentra en superávit, mantenemos nuestras previsiones de que la apreciación llegará al 2-3% frente al USD para todo el año 2013, lo que situaría el RMB en torno a 6,10 RMB/USD a finales de año. También esperamos que la flexibilidad monetaria en las dos direcciones mejorará a través de una posible ampliación adicional de la banda de fluctuación diaria, que se amplió en mayo de 2012 hasta +/-1% desde el nivel de +/-0,5% anterior. Además, se prevé que en 2013 avanzará la internacionalización del RMB, dado que las autoridades continúan promoviendo el uso de esta moneda para las liquidaciones comerciales y, cada vez más, para los flujos de inversión. Esto último podría incluir la introducción de más productos en RMB en los mercados offshore como vehículos para canalizar los flujos de RMB de vuelta a China continental.

Tabla 2
Escenario central

	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
PIB (% a/a)	10,4	9,3	7,8	8,0	8,0
Inflación (promedio, %)	3,3	5,4	2,6	3,0	4,0
Balanza fiscal (% del PIB)	-2,5	-1,1	-2,1*	-2,0	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	4,0	1,9	2,3	2,8	3,5
Tipo de referencia (% fdp)	5,81	6,56	6,00	6,00	6,50
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,61	6,30	6,23	6,10	5,95

*resultado preliminar; incluye un ajuste del 0,5% del PIB en ingresos transferidos desde 2011.
Fuente: BBVA Research

5. Los riesgos vuelven a inclinarse a la baja

En gran parte de Asia el impulso de crecimiento ha sido más débil de lo previsto en el 1T, por lo que se plantean nuevos riesgos a la baja para las perspectivas. Aunque los factores de los decepcionantes resultados varían de país a país, un elemento común es que la demanda externa sigue siendo lenta. Como ya indicamos en la *Situación Global*, los riesgos financieros de cola para la economía mundial se han reducido, pero las perspectivas de crecimiento siguen siendo inciertas, especialmente en la UE. En caso de que la demanda externa siga débil hay margen para nuevas políticas de apoyo en la mayoría de las economías asiáticas, aunque el margen es más limitado, especialmente en China donde se han incrementado las fragilidades financieras internas.

Dentro de la región, los riesgos a la baja siguen derivándose de las preocupaciones geopolíticas, incluida la actual disputa entre China y Japón y la reciente escalada de los conflictos entre Corea del Norte y sus vecinos. En el área macroeconómica, persisten los riesgos de las tensiones de divisas a causa de la depreciación del yen y las perspectivas de presiones de apreciación por las entradas de capitales. Este último factor se ha agravado debido a la flexibilización cuantitativa del BdJ y puede complicar la gestión monetaria de toda la región, por lo que se necesitarán nuevas medidas macroprudenciales para limitar los riesgos de burbujas de activos. El recalentamiento supone un riesgo en algunas economías de la ASEAN, en especial en Indonesia y Filipinas. En la India, donde hemos efectuado la mayor rebaja a nuestras previsiones de crecimiento, el impulso de reforma tendrá que vigilarse de cerca.

En China, los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento se han incrementado debido a la pérdida de impulso en el 1T y a la creciente consciencia por parte de los responsables políticos de las limitaciones para flexibilizar la política en vista de que las fragilidades financieras internas han vuelto a incrementarse después de haber retrocedido en 2011 y principios de 2012. A este respecto, las recientes medidas que se han tomado para enfrentarse a los riesgos son bienvenidas, aunque su coste podría ser el crecimiento a corto plazo. Por tanto, la nueva dirección se enfrentará al reto de equilibrar estos riesgos frente a la utilización de medidas de estímulo para sostener el crecimiento a corto plazo. Por otro lado, la fragilidad de la economía mundial sigue siendo, en nuestra opinión, el mayor riesgo para las perspectivas a corto plazo.

6. Tablas

Tabla 3
Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(Tasa de crecimiento, % a/a)	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
Estados Unidos	2,4	1,8	2,2	1,8	2,3
Zona euro	1,9	1,5	-0,5	-0,1	1,0
Pacífico Asiático	8,2	5,8	5,3	5,4	5,8
Australia	2,6	2,5	3,6	3,0	3,4
Japón	4,7	-0,6	2,1	1,7	1,7
China	10,4	9,3	7,8	8,0	8,0
Hong Kong	6,8	4,9	1,4	3,5	4,0
India	8,9	7,5	5,1	5,7	6,4
Indonesia	6,2	6,5	6,2	6,3	6,8
Corea del Sur	6,3	3,7	2,0	2,7	4,0
Malasia	7,2	5,1	5,6	4,8	5,2
Filipinas	7,6	3,9	6,6	6,0	5,6
Singapur	14,8	5,3	1,3	2,3	4,0
Taiwán	10,8	4,1	1,3	3,5	4,2
Tailandia	7,8	0,1	6,4	4,7	5,2
Vietnam	6,8	5,9	5,0	5,8	6,3
Asia excl. China	6,8	3,5	3,6	3,8	4,3
Mundo	5,1	3,9	3,2	3,3	3,9

Fuente: BBVA Research

Tabla 4
Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

(Tasa de crecimiento, % a/a)	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
Estados Unidos	1,6	3,1	2,1	2,1	2,2
Zona euro	1,6	2,7	2,5	1,6	1,5
Pacífico Asiático	3,6	4,7	3,0	3,1	3,6
Australia	2,8	3,3	1,8	2,9	2,5
Japón	-0,7	-0,3	0,0	0,1	0,7
China	3,3	5,4	2,6	3,0	4,0
Hong Kong	2,3	5,3	4,1	4,2	3,6
India	9,6	9,2	7,7	6,6	6,1
Indonesia	5,1	5,4	4,3	5,1	5,5
Corea del Sur	3,0	4,0	2,2	2,6	3,3
Malasia	1,7	3,2	1,7	2,6	2,7
Filipinas	3,8	4,7	3,0	3,5	4,0
Singapur	2,8	5,2	4,6	3,4	4,0
Taiwán	1,0	1,4	1,9	1,8	1,9
Tailandia	3,3	3,8	3,0	3,4	2,9
Vietnam	10,0	18,1	6,8	7,5	7,8
Asia excl. China	3,7	4,3	3,3	3,2	3,4
Mundo	3,7	5,1	4,1	3,9	4,0

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (fin de periodo)

		2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
Zona euro	USD/EUR	1,34	1,30	1,32	1,32	1,30
Australia	USD/AUD	1,02	1,02	1,04	1,09	1,08
Japón	JPY/USD	81,1	76,9	86,8	109,0	116,0
China	CNY/USD	6,61	6,30	6,23	6,10	5,95
Hong Kong	HKD/USD	7,77	7,77	7,75	7,80	7,80
India	INR/USD	44,7	53,1	55,0	52,5	52,0
Indonesia	IDR/USD	8.996	9.069	9.793	9.400	9.200
Corea del Sur	KRW/USD	1.126	1.152	1.064	1.060	1.000
Malasia	MYR/USD	3,06	3,17	3,06	2,90	2,80
Filipinas	PHP/USD	43,8	43,8	41,0	40,0	39,0
Singapur	SGD/USD	1,28	1,30	1,22	1,20	1,19
Taiwán	NTD/USD	29,3	30,3	29,0	29,0	28,5
Tailandia	THB/USD	30,1	31,6	30,6	30,0	29,5
Vietnam	VND/USD	19.498	21.034	20.840	22.000	22.000

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Previsiones macroeconómicas: tipos de referencia (fin de periodo)

(%)	Actualmente	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Zona euro	0,50	1,00	0,75	0,50	0,50
Australia	2,75	4,25	3,00	2,75	4,00
Japón	0,10	0,08	0,10	0,09	0,10
China	6,00	6,56	6,00	6,00	6,50
Hong Kong	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
India	7,25	8,50	8,00	7,00	6,50
Indonesia	5,75	6,00	5,75	5,75	6,00
Corea del Sur	2,50	3,25	2,75	2,50	3,00
Malasia	3,00	3,00	3,00	3,25	3,50
Filipinas	3,50	4,50	3,50	3,50	4,25
Singapur	0,40	0,45	0,40	0,40	0,40
Taiwán	1,88	1,88	1,88	1,88	2,13
Tailandia	2,75	3,25	2,75	3,00	3,25
Vietnam	9,00	9,00	9,00	8,00	8,00

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

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar (India)

sumedh.deorukhkar@bbva.com

George Xu

george.xu@bbva.com.hk

Weiwei Liu

carrie.liu@bbva.com.hk

Edward Wu

edward.wu@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

México**Carlos Serrano**

carlos.serrano@bbva.com

Coordinación de América Latina**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com.

Perú**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela**Oswaldo López**

oswaldo_lopez@provincial.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

*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

*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

Datos de contacto:**BBVA Research**

10/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