

Situación Económica

China/Asia

Tercer trimestre de 2013
Análisis económico

- **Las perspectivas mundiales se ven influidas por la desaceleración del crecimiento de las economías emergentes y por el endurecimiento de las condiciones financieras.** El crecimiento continúa en EE.UU. y en Europa, creemos que en el segundo trimestre se habrá reanudado el crecimiento positivo. Nuestras proyecciones de crecimiento global son del 3,1% en 2013, y del 3,8% en 2014.
- **La evolución del crecimiento asiático es desigual.** En Japón continúa la recuperación, pero en los demás países el impulso ha perdido fuerza, con la desaceleración de China a la cabeza y una demanda exterior que no termina de remontar. Además, las salidas de capitales empiezan a pesar en las inversiones y en la demanda interna.
- **En China hemos ajustado a la baja nuestras proyecciones al 7,6% para el 2013 y 2014.** Aunque el crecimiento se ha desacelerado, existen indicios de estabilización. Sin embargo, las perspectivas para los próximos años son inciertas, ya que las autoridades han manifestado que admitirán un crecimiento más bajo y han mostrado un decidido interés por controlar las fragilidades financieras.
- **Los riesgos para estas proyecciones derivan de la desaceleración de la demanda China y de la volatilidad financiera provocada por la reducción de la QE.** Entretanto, en Japón la confianza podría verse perjudicada si la implementación de las reformas estructurales no se ajusta a las expectativas.

Índice

En resumen.....	3
1. Crecimiento global: sin mejoras hasta 2014, riesgos diversificados	5
2. El crecimiento asiático pierde un poco de fuerza.....	8
Recuadro 1: ¿Cómo repercute en las economías asiáticas la desaceleración de China?	13
3. Nueva ronda de pesimismo sobre China: ¿está justificada?.....	15
Recuadro 2: Actualización sobre fragilidades financieras.....	24
4. El crecimiento continuará en 2013, acompañado con incertidumbre para el futuro.....	26
5. Los riesgos siguen a la baja	29
6. Tablas	30

Fecha de publicación: 9 de agosto de 2013

En resumen

El trimestre pasado, el crecimiento asiático ha sido desigual. En varias economías asiáticas continúa la moderada recuperación, en especial en Japón y, en menor medida, en Corea y algunos países de la ASEAN. Pero en otras partes ha perdido impulso, con la desaceleración de China (véase a continuación) a la cabeza, y la persistencia de una demanda externa que no termina de remontar.

Más allá de la continua desaceleración de China, el acontecimiento más significativo del último trimestre ha sido la reversión de los flujos de capitales, que se disparó por la mejora de tendencias de crecimiento en EE.UU. y las perspectivas de que la Reserva Federal reduzca la compra de activos. El cambio de dirección de los flujos de capital está contribuyendo a frenar el excesivo crecimiento del crédito y a reducir los riesgos de que se creen burbujas de activos. No obstante, ha provocado una creciente volatilidad en los mercados, ha limitado el margen para medidas adicionales de flexibilización monetaria y está ejercitando una presión a la baja sobre la demanda interna. Las economías con déficits por cuenta corriente y que son dependientes de las entradas de inversiones, como India y, en cierta medida, Indonesia, han cargado con el grueso de este ajuste, como puede apreciarse en las presiones bajistas sobre sus monedas.

En Japón, la evolución económica ha sido en gran medida positiva y podría parcialmente compensar la desaceleración de China. El Banco de Japón ha sostenido la política expansiva anunciada el pasado mes de abril. El gobierno está implementando su paquete de estímulos fiscales y la victoria de la coalición oficialista en las elecciones de julio para la Cámara Alta ha reforzado la muy necesaria estabilidad política. Se observan tendencias al alza en la producción industrial, las exportaciones y la confianza de las empresas. Sin embargo, persiste el escepticismo en cuanto al programa de reformas estructurales, fundamental para el éxito concluyente de la estrategia.

Nuestras perspectivas siguen apuntando a una tendencia de mejora gradual del crecimiento, basado en políticas internas que lo sustentan y en una esperada mejora del entorno exterior. Sin embargo, estamos realizando modestos ajustes a la baja en algunas de nuestras proyecciones para que reflejen la disminución del crecimiento en China y el impacto sobre la demanda interna de la reversión en los flujos de capitales. Además de China, los ajustes a la baja más destacados en nuestras proyecciones los hemos aplicado a Australia, Indonesia y Taiwán. Por lo que respecta a la región del Pacífico Asiático, prevemos un crecimiento del 5,3% en 2013 (sin variaciones por los resultados de 2012), y del 5,6% de 2013.

En China, y tal como se esperaba, el crecimiento del PIB se desaceleró en el segundo trimestre al 7,5% a/a desde el 7,7% a/a del 1T, como consecuencia de la debilidad de la inversión privada. Si combinamos esto con el incremento de las fragilidades financieras y de la incertidumbre política, la desaceleración añade nuevos riesgos a las perspectivas de crecimiento de China.

Por el momento, hemos rebajado nuestras previsiones de China para 2013 y 2014 solo modestamente, al 7,6% cada año, desde el 8,0% de nuestra anterior proyección trimestral. Aunque la incertidumbre ha crecido, en especial para 2014 y para los años siguientes, nuestros pronósticos se ven reforzados por la política de apoyo del gobierno para alcanzar el objetivo de crecimiento del 7,5% para 2013, y por la esperanza de que la demanda exterior mejore. Observamos indicios de que el crecimiento del 3T se está estabilizando. Con la inflación bien contenida (2,7% a/a) en julio, estamos revisando a la baja nuestra proyección de inflación media para 2013 desde el 3,0% anterior al 2,8%, y creemos que a final del año se situará en el 3,5%.

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, construcción de vivienda pública y 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 mostrarse más flexible inyectando puntualmente liquidez al sistema bancario mediante operaciones en el mercado abierto y ajustes en el coeficiente de reservas obligatorias. Considerando la fragilidad del sector exterior y la considerable apreciación de la moneda, prevemos que durante el resto del año las perspectivas de revalorización del RMB, hasta 6,10 por dólar, son muy limitadas.

Los riesgos para las perspectivas asiáticas derivan de la posibilidad de un crecimiento más lento en China y de la renovada volatilidad del mercado cuando los inversores evalúen el momento y la magnitud de la reducción de las compras de activos por parte de la Reserva Federal. Entretanto, en Japón la confianza podría empeorar si el programa de reformas estructurales no está a la altura de las expectativas o si existen retrocesos en la consolidación fiscal a medio plazo. India, e Indonesia en menor medida, pueden seguir experimentando presiones exteriores por las salidas de capitales, exacerbadas por los déficits “gemelos” –por cuenta corriente y fiscal– en la primera, y la inflación en la segunda.

1. Crecimiento global: sin mejoras hasta 2014, riesgos diversificados

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 6.

La economía mundial ha entrado en una fase de debilidad cíclica, sobre todo en las economías emergentes, y se enfrenta a un endurecimiento de las condiciones financieras.

La situación económica mundial es menos favorable que hace tres meses, cuando publicamos nuestras anteriores proyecciones de crecimiento. Por consiguiente, hemos revisado a la baja nuestras perspectivas de crecimiento del PIB mundial al 3,1% en 2013, 0,2 puntos porcentuales por debajo de las previsiones que hicimos tres meses atrás. Para 2014 mantenemos nuestras previsiones de continua expansión, en el 3,8%, es decir, 0,2 puntos porcentuales por debajo de la cifra proyectada en el último trimestre. Estas revisiones se basan en al menos dos motivos. En primer lugar, las economías emergentes están experimentando una desaceleración más pronunciada de lo esperado. En segundo lugar, se ha producido un endurecimiento imprevisto de las condiciones financieras globales.

Incertidumbre en las economías avanzadas; deterioro en los países emergentes.

En los últimos trimestres, los datos macroeconómicos han sido menos que totalmente positivos. El crecimiento de EE.UU. ha estado a la altura de las expectativas, pero bastante lejos de ser estelar (la economía no supera el 2% desde el 3T12). En Europa, tras un principio de año decepcionante, con seis trimestres consecutivos de contracción, los actuales datos son más favorables y creemos que la economía de la zona euro habrá crecido el segundo trimestre. Entretanto, durante el primer trimestre Japón experimentó una recuperación del PIB, y los datos más recientes apuntan a que se trata de una mejora sostenida, apoyada por las medidas de estímulo del nuevo gobierno.

Por contraposición, la situación macroeconómica de los mercados emergentes se ha deteriorado. En América Latina preocupa especialmente Brasil, que parece no ser capaz de salir de su contracción de 2011-2012, y que es objeto de incertidumbres adicionales debido a las tensiones sociales. México perdió impulso en el primer semestre de 2013 debido al debilitamiento de la demanda exterior, a la que se sumó un descenso del gasto público tras el cambio de gobierno. Entretanto, en Asia se ha desacelerado el crecimiento de China e India. En la primera ha proseguido la desaceleración, lo que supone consecuencias desfavorables para el crecimiento de otros mercados emergentes, sobre todo los dependientes de la demanda de materias primas.

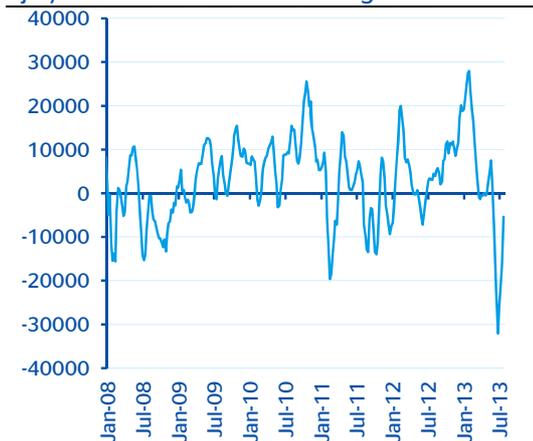
Ajuste a una liquidez más restringida

Otro factor que está limitando las perspectivas mundiales es el endurecimiento de las condiciones económicas que se ha producido desde mediados de mayo, cuando la Reserva Federal anunció sus planes de limitar —y, en última instancia, de terminar— su flexibilización cuantitativa. La Fed ya ha dado a entender sus intenciones de empezar a abandonar las medidas extraordinarias de liquidez adoptadas en los últimos años. Recientemente, estos planes han ido tomando forma, y los mercados descuentan que la Fed empezará a reducir el ritmo de compras de activos ya en septiembre. Y que concluirá totalmente el programa cuando el paro caiga por debajo del 7%, en torno al segundo trimestre de 2014. Sin embargo, no creemos que los tipos de interés vayan a subir hasta el segundo semestre de 2015.

Todavía existen dudas acerca de la solidez real de la recuperación que se está produciendo en EE.UU. La consolidación fiscal está restringiendo el crecimiento, y sectores tales como el manufacturero todavía dan muestras de debilidad. El sector de la construcción residencial se está fortaleciendo, pero en parte ello se ha apoyado en una situación financiera muy favorable que está empezando a invertirse. Y, por último, aunque las tendencias se orientan en dirección correcta, el empleo no experimenta un crecimiento particularmente robusto.

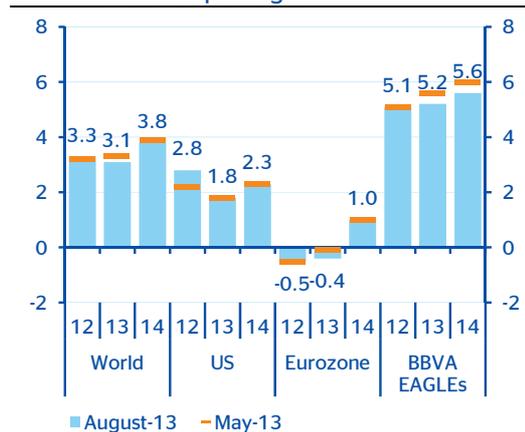
Los países emergentes han sido los más afectados por el reciente empeoramiento de las condiciones financieras. Las políticas monetarias expansivas implementadas por los bancos centrales de las economías avanzadas generaron flujos hacia los activos más riesgosos de los países emergentes. En este momento, la situación se ha invertido, ya que los capitales salen desde los mercados emergentes en forma de renta variable y fija, hasta alcanzar los 85.000 millones de dólares entre mediados de mayo y mediados de julio¹. Además de retrocesos en los mercados bursátiles y en los precios de los bonos, también se ha producido una depreciación generalizada de las divisas. En algunos países, las salidas de capitales y la depreciación han sido tan intensas que sus bancos centrales debieron aumentar los tipos de interés (Indonesia y Turquía) o eliminar las barreras a las entradas de capitales.

Gráfico 1
Flujos netos hacia fondos de inversión en renta fija y variable de mercados emergentes



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2
Evolución del PIB por región



Fuentes: Haver y BBVA Research

Sin embargo, a pesar de que el ritmo de salida de capitales desde los países emergentes es muy alto, existen motivos para el optimismo. En primer lugar, los datos recientes demuestran que las salidas de capitales se están moderando. Segundo, el perfil de los inversores que han generado las salidas corresponde al de un horizonte de inversión a corto plazo, a diferencia de los inversores institucionales, cuyos horizontes son de mayor plazo. En tercer lugar, el motivo subyacente para la retirada de liquidez por parte de los bancos centrales es que el ciclo económico está mejorando. Y, por último, los fundamentos de las economías emergentes siguen siendo sólidos.

Las perspectivas de la recuperación europea siguen intactas

En Europa, aunque los indicadores de actividad han mejorado, las tensiones financieras han vuelto a aumentar en los últimos meses, deshaciendo así el camino recorrido a principios de año. Las causas del incremento de las tensiones financieras hay que buscarlas en los ajustes de cartera que se dieron tras el anuncio ya descrito de la Fed, en la inestabilidad política de los países del sur de Europa (sobre todo Portugal), en las dudas acerca de la capacidad del programa de TMD del BCE para contener las tensiones financieras y, por último, en los lentos progresos hacia la formación de la unión bancaria de la UE.

¹ Si desea información más detallada, consulte el Observatorio económico "Behind the Emerging Market sell-off: some stylized facts" de BBVA Research en: www.bbvaresearch.com

En general, las perspectivas de la economía en la zona euro siguen básicamente sin cambios. Las reformas para mejorar la gobernanza en la región posiblemente reciban un impulso después de las elecciones en Alemania. Además, las políticas económicas han adoptado un cariz más flexible, y se han suavizado algunos de los objetivos fiscales de la UE para 2013 y 2014. El BCE ha adoptado medidas adicionales de apoyo, incluyendo una bajada de los tipos de interés en mayo, y el compromiso de mantener los intereses de referencia en sus actuales niveles, o más bajos, durante un período prolongado.

Eventos con riesgo más diversificado, pero con menor impacto

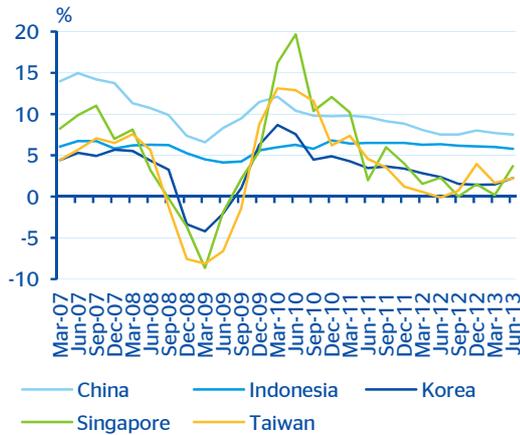
Los riesgos están más diversificados que en los trimestres recientes, aunque sus potenciales repercusiones sobre la economía mundial son menores. En primer lugar, existe la posibilidad de que el proceso de salida de la Fed sea desordenado. En segunda instancia, las previsiones de crecimiento de China siguen siendo inciertas. Y, por último, quedan posibilidades de que empeore la crisis de la zona euro, donde la situación mejora pero sigue siendo vulnerable.

2. El crecimiento asiático pierde un poco de fuerza

Aunque en varias economías asiáticas (especialmente la japonesa y, en menor medida, Corea, Taiwán y algunos países de la ASEAN) sigue la recuperación del crecimiento, en otros lugares el impulso ha perdido fuerza en los últimos trimestres, con la desaceleración de China a la cabeza, y la persistencia de una demanda externa que no termina de remontar (Gráficos 3 y 4). Más recientemente, la mejora de las tendencias de crecimiento en EE.UU. y las probabilidades de que la Reserva Federal reduzca sus compras de activos han generado salidas de capitales, provocando la volatilidad en los mercados, limitando el margen para nuevas medidas de flexibilización monetaria y sometiendo a la demanda interna a nuevas presiones.

Las economías con déficits por cuenta corriente y que son menos dependientes de las entradas de inversiones, como India y, en cierta medida, Indonesia, han cargado con el grueso de este ajuste, como puede apreciarse en las presiones bajistas sobre sus monedas. No obstante, los fundamentos subyacentes de la región siguen siendo sólidos, y el cambio de dirección de los flujos de capital está contribuyendo a frenar el excesivo crecimiento del crédito y a reducir los riesgos de que se creen burbujas de activos.

Gráfico 3
En el 2T se ha frenado el impulso en China e Indonesia, pero ha remontado en otros países...



Fuentes: Haver y BBVA Research

Gráfico 4
... mientras que las tendencias de la producción industrial siguen sin animarse

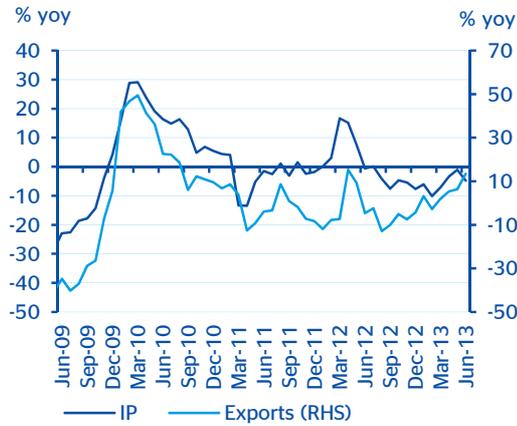


Fuentes: Haver y BBVA Research

Japón se mantiene como rayo de luz, pero persisten los retos

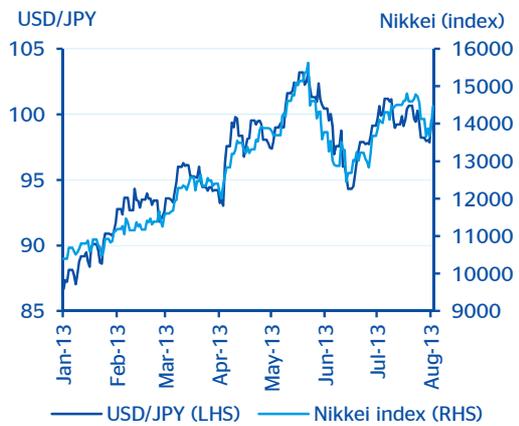
Aunque en Asia los obstáculos para el crecimiento han aumentado el trimestre pasado, la evolución económica de Japón se mantiene, en general, positiva. El Banco de Japón ha sostenido la política monetaria expansiva anunciada el pasado mes de Abril (en virtud de la cual duplicará la masa monetaria en los próximos dos años), y el gobierno está implementando su paquete de estímulos de 10,3 billones de ¥ (el 2,2% del PIB). Hasta ahora, estas dos "flechas" de la estrategia del gobierno han surtido efecto: en la producción industrial, en las exportaciones y en la confianza de los empresarios se observan tendencias alcistas (Gráfico 5). En el primer trimestre, el PIB creció un 4,1% (desestacionalizado), en tanto que la inflación de junio arrojó cifras positivas por primera vez desde mayo de 2012. No obstante, todavía queda camino por recorrer para llegar al objetivo del 2% en 2014.

Gráfico 5
La producción industrial y las exportaciones de Japón crecen...



Fuentes: Haver y BBVA Research

Gráfico 6
... pero los mercados financieros se han tomado un respiro



Fuentes: Haver y BBVA Research

A pesar de los resultados positivos obtenidos hasta el momento, todavía quedan por superar importantes retos y riesgos. El componente que falta es la implementación del programa de reformas estructurales, la así llamada “tercera flecha” de la estrategia de crecimiento. La victoria de la coalición gobernante en las elecciones para la Cámara Alta del 21 de julio ha dado al partido oficialista el control de todo el Parlamento por primera vez en seis años, toda una garantía de estabilidad política. En teoría, esta victoria debería incrementar las probabilidades de promulgación de las reformas estructurales necesarias para impulsar las perspectivas de crecimiento a largo plazo, incluyendo la apertura del sector agrícola, una mayor flexibilidad del mercado de trabajo y un plan creíble de consolidación fiscal a medio plazo.

No obstante, hasta el momento la reacción de los mercados ha sido decepcionante. Las bolsas retrocedieron en torno al 8% desde las elecciones, y el yen volvió a apreciarse por debajo del nivel de 100 frente al dólar estadounidense (Gráfico 6). Para añadir dudas a la idoneidad de la agenda de reformas, la implementación de un más que descontado aumento del impuesto sobre el consumo para 2014-15 sigue envuelta en la incertidumbre mientras el gobierno evalúa cómo lastrará el crecimiento y si la recuperación es lo bastante sólida como para continuar. En cuanto a lo positivo, la rentabilidad de los bonos se estabilizó tras las ventas generalizadas de mayo.

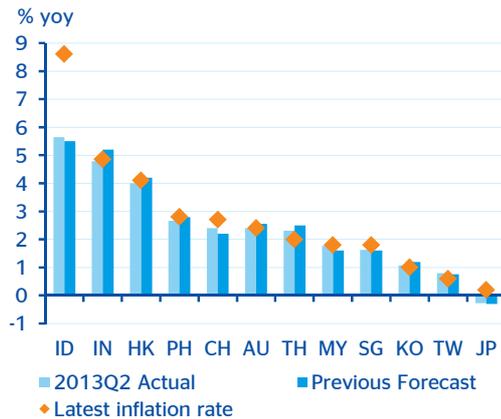
El crecimiento regional se ve afectado por la desaceleración de China y las salidas de capitales, entre una serie de indicadores de actividad desiguales.

Tras un decepcionante primer trimestre, el impulso del crecimiento en gran parte de Asia ha mejorado a ritmo moderado, bajo la influencia de políticas de apoyo y de una modesta mejora del entorno exterior. Sin embargo, los indicadores de actividad han sido contradictorios, ya que reflejan una demanda interna todavía fuerte pero en declive, problemas provocados por la desaceleración de China y nuevas presiones por las salidas de capitales. En el 2T, el crecimiento del PIB chino se desaceleró hasta el 7,5% a/a, tal y como se había anticipado, continuando el descenso gradual de los últimos 4-6 trimestres. De este modo, el crecimiento del semestre quedó en el 7,6% a/a, apenas por encima del objetivo para todo el año, 7,5%.

Hasta el momento, las repercusiones regionales de la desaceleración de China han sido modestas, aunque considerando la importancia del mercado chino para las exportaciones, sus efectos seguramente los veremos en las próximas publicaciones de datos (véase el Recuadro 1). En otros países, las tendencias de la producción industrial y de las exportaciones han sido desiguales, aunque los resultados del PIB del 2T en Singapur, Taiwán y Corea mejoraron en

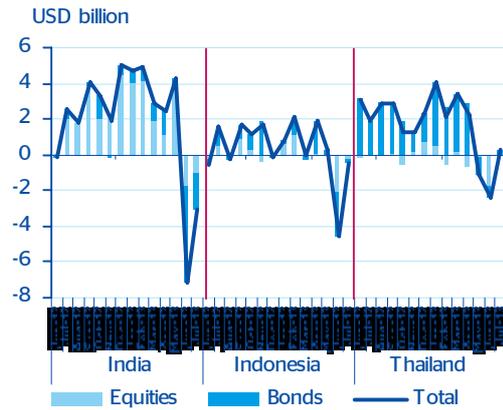
relación con el primer trimestre. Sin embargo, en India el crecimiento sigue enfrentándose a dificultades como consecuencia del retroceso de la demanda interna, los cuellos de botella de la oferta (incluyendo escasez de materias primas y frecuentes cortes de electricidad) y preocupación por la financiación exterior, que han deteriorado la confianza de los empresarios. Con la excepción de Indonesia, donde en junio se implementó un importante aumento del precio de los combustibles subvencionados, la inflación se mantiene contenida (Gráfico 7).

Gráfico 7
La inflación ha sido por lo general inferior a la prevista



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 8
Salidas de inversiones desde EM Asia, anticipando el final de la QE de EE.UU....



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

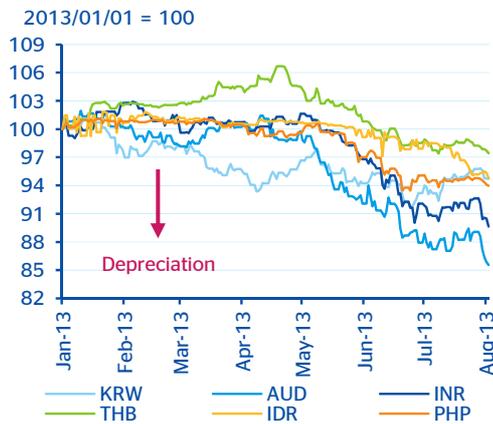
El riesgo de flujos de capitales adicionales está restringiendo nuevos recortes en los tipos de interés oficiales...

Quizá lo más significativo del trimestre pasado fue el cambio de sentido de los flujos de capitales. Hasta finales de mayo, la región –junto con otros mercados emergentes– fue el destino de grandes flujos de entrada de capitales. La mejora de la confianza como consecuencia de los datos positivos de EE.UU. y de la posibilidad de que la Fed dé por terminada la QE3 han generado salidas de capitales y volatilidad en el mercado (Gráfico 8). Hasta el momento, la región ha conseguido hacer frente a esta súbita reversión de los flujos gracias a sus altos niveles de reservas y a sus sólidos fundamentos. De hecho, en cierta medida las salidas de capitales han sido favorables por reducir la apreciación de las monedas y el recalentamiento de la economía (es decir, rápido crecimiento del crédito), con los consiguientes riesgos de formación de burbujas de activos, en especial en los mercados inmobiliarios de Hong Kong y Singapur. Por otra parte, países con déficits por cuenta corriente y, por tanto, dependientes de las entradas de inversiones, como India e Indonesia, han sufrido las peores presiones bajistas sobre sus divisas (Gráfico 9).

Las salidas de capitales han ejercido una presión bajista sobre las monedas, provocando que algunos bancos centrales dejen de recortar los tipos de interés. Por ejemplo, tras recortar los tipos en mayo, el Banco de Corea dejó de hacerlo a pesar de la baja inflación y del modesto (aunque en repunte) crecimiento. A mediados de julio, el Banco de Reserva de la India restringió la liquidez para contrarrestar fuertes presiones a la baja sobre la rupia, tras tres recortes de tipos de interés consecutivos (75 pb en total) entre enero y mayo. Y el Banco de Indonesia fue el primer banco central de la región que subió los tipos de interés en junio (25 pb) y en julio (50 pb) para contrarrestar las presiones inflacionistas provocadas por el aumento del precio de los combustibles y por las presiones para devaluar la moneda como consecuencia de la salida de capitales. También el Banco de Tailandia recortó los tipos en mayo (25 pb), pero desde entonces ha dejado de hacerlo una vez que las presiones para la apreciación de la moneda menguasen. Por contraposición, el Banco de la Reserva de Australia

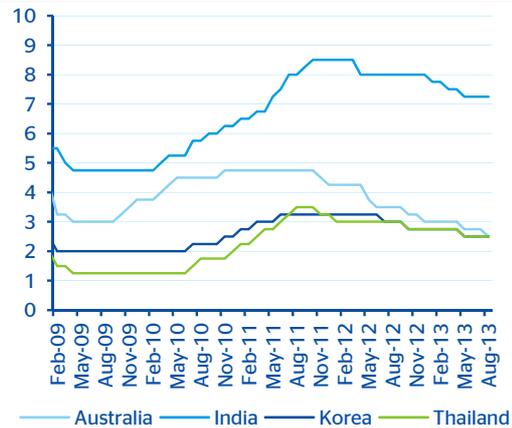
ha indicado su satisfacción por la reciente depreciación del dólar australiano (en torno al 13% frente al estadounidense desde principios de abril), y volvió a recortar los tipos en agosto.

Gráfico 9
... han provocado el debilitamiento de las monedas asiáticas



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 10
Las políticas monetarias tienden hacia la flexibilización



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Las políticas monetarias se mantendrán a la espera, considerando el limitado margen para nuevos recortes de tipos

Las políticas monetarias de gran parte de la región mantienen un tono flexible, consecuencia del anémico crecimiento y la baja inflación (Gráfico 10). Sin embargo, en el nuevo entorno de salida de capitales y presiones bajistas sobre las divisas, esperamos que la mayoría de los bancos centrales mantengan sus políticas como están durante lo que queda de año. Tras el último recorte de principios de agosto, creemos que el banco central de Australia no adoptará nuevas medidas, en tanto que es posible un recorte más en Corea e India, siempre que vuelva la estabilidad a los mercados de divisas. En cambio, las políticas monetarias se endurecen en Indonesia y Filipinas, consecuencia de la elevada inflación de la primera y el todavía sólido crecimiento de la segunda.

Modestas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento

Coherentes con lo manifestado en nuestras recientes previsiones trimestrales, nuestro escenario de referencia sigue apostando por una tendencia gradual de avance del crecimiento como consecuencia de la esperada mejoría del entorno exterior. Sin embargo, estamos realizando modestos ajustes a la baja en algunas de nuestras proyecciones para que reflejen la disminución del crecimiento de China (7,6% en 2013 y 2014, frente al 8,0% anterior) y las repercusiones sobre la demanda interna de la reversión de los flujos de capitales. Además de China, los ajustes a la baja más destacados los hemos aplicado a Australia (2,6% en 2013 y 3,2% en 2014), Indonesia (5,9% en 2013 y 6,5% en 2014) y Taiwán (2,7% en 2013 y 3,9% en 2014).

Los riesgos para estas perspectivas derivan de la posibilidad de un crecimiento todavía más lento en China, considerando los retos internos y la incertidumbre en cuanto a la respuesta de las autoridades, en especial a partir de 2014. Otro riesgo es el de la volatilidad de los mercados, que podría volver si los inversores evalúan la oportunidad y profundidad de la reducción de las compras de activos por la Fed, lo cual podría suponer más presiones a la baja sobre las inversiones y la demanda interna.

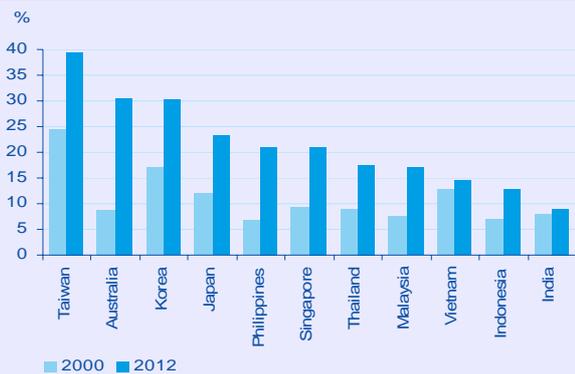
En Japón, la confianza de los mercados podría desaparecer en caso de decepción con el programa de reformas estructurales o si existen retrocesos en la consolidación fiscal a medio plazo, lo cual podría provocar el aumento de la rentabilidad de los bonos y estrangular el

repunte económico. Indonesia, que experimentó un brusco incremento en la rentabilidad de sus bonos, posiblemente tenga que seguir enfrentándose a las presiones externas derivadas de las salidas de capitales y de la inquietud de los inversores por causa de la inflación. También India podría seguir expuesta a presiones exteriores propias, consecuencia de la escasa confianza de los inversores en el programa de reformas del gobierno y en sus esfuerzos por abordar los déficits "gemelos", por cuenta corriente y fiscal. Sobre un trasfondo de endurecimiento de la política monetaria, retracción de las inversiones y estímulos inadecuados, los riesgos para el crecimiento de India tienden a la baja.

Recuadro 1: ¿Cómo repercute en las economías asiáticas la desaceleración de China?

En las dos últimas décadas, China se ha convertido en un socio comercial cada vez más importante para otras economías asiáticas (Gráfico 11), constituyéndose en el primer o segundo mayor mercado de exportaciones. Sin embargo, los vínculos financieros no se han mantenido al mismo ritmo, dados el infradesarrollo de los mercados financieros nacionales de China y su cerrada cuenta de capital. Las mayores repercusiones de una nueva desaceleración de China podrían proceder del canal comercial, tal y como analizamos a continuación. China se ha convertido también en importante fuente de flujos de IED hacia la región (13,4% del total), aunque los efectos de la desaceleración sobre los mismos son ambiguos.

Gráfico 11
Exportaciones a China/HK como % del total (2000 y 2012)



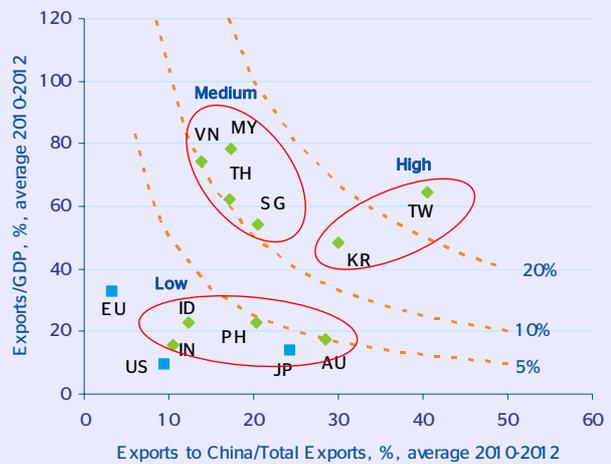
Fuentes: FMI, CEIC y BBVA Research

Dependencia asiática de la demanda china

En el Gráfico 12 evaluamos la importancia de la demanda de las importaciones chinas a través de tres componentes: 1) dependencia de las exportaciones de China, medida por las exportaciones a este país como porcentaje del total de las exportaciones (eje de las x); 2) apertura del comercio, medido por el total de las exportaciones como porcentaje del PIB (eje de las y); y 3) dependencia del crecimiento de las exportaciones a China, medida por las exportaciones a dicho país como porcentaje del PIB, representada por las curvas de indiferencia. Observamos que la dependencia asiática de China está encabezada por *Taiwán*, *Australia* y *Corea del Sur*². Además, el crecimiento de la mayoría de los países asiáticos tiene una dependencia relativamente alta de las exportaciones a China, liderados por *Taiwán*, *Singapur*, *Corea* y *Malasia*. Los países asiáticos con una dependencia relativamente baja de las exportaciones a China y baja apertura comercial incluyen a *India*, *Indonesia* y *Filipinas*.

Aunque gran parte de las importaciones chinas desde el resto de Asia son para procesar y reexportar, China se está convirtiendo en un mercado cada vez más importante de demanda final. (Por ejemplo, por lo que respecta a la ASEAN creemos que la demanda final de China representa una quinta parte de las exportaciones, tras excluir el comercio intrarregional.)

Gráfico 12
Exportaciones a China/PIB



Nota: la curva de indiferencia representa la misma ratio entre exportaciones a China y el PIB de cada país, que refleja las repercusiones directas de las exportaciones a China sobre el crecimiento del país. China incluye a China continental y a Hong Kong.
Fuentes: FMI, Haver y BBVA Research

Dependencia de China de las exportaciones de materias primas asiáticas

Además del tradicional canal comercial, los exportadores de materias primas del Pacífico asiático dependen de la demanda china³. Para evaluar esta dependencia, hemos calculado un “índice de dependencia de las exportaciones de materias primas” a partir de la media geométrica del porcentaje de las materias primas en el total de exportaciones, el porcentaje de exportaciones de materias primas a China sobre el total de las exportaciones de materias primas, y la solidez de China como compradora o fijadora de precios (véase García-Herrero, Nigrinis y Liu, 2013)⁴.

El índice (Gráfico 13) muestra que la dependencia de la demanda de China se ha incrementado entre 2002 y 2012 en todas las economías consideradas en la muestra. En comparación con la media de los bien conocidos exportadores de materias primas latinoamericanos, la de Australia es relativamente alta, en tanto que el Sudeste asiático es menos vulnerable (obsérvese que los datos de Malasia posiblemente estén distorsionados por los transbordos a través de Singapur, y que debería estar a la par de Indonesia o por encima).

Gráfico 13
Índice de dependencia de las exportaciones de materias primas



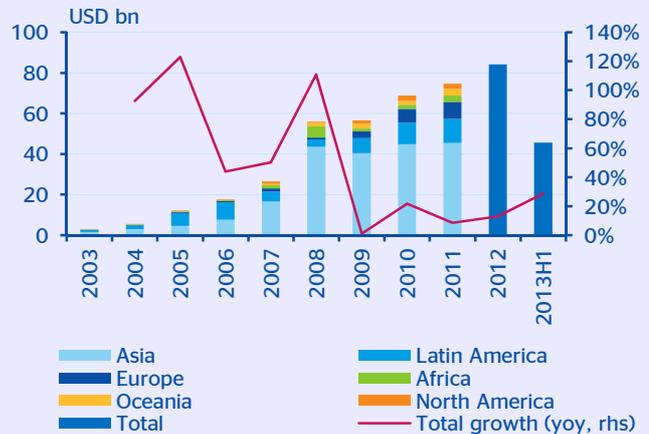
Fuentes: Comtrade de la ONU y BBVA Research. Nota: América Latina incluye Argentina, Brasil y Chile.

IED saliente de China hacia Asia

La inversión extranjera directa saliente (IEDS) de China ha experimentado un fuerte crecimiento desde 2003 (Gráfico 14), hasta convertirse en el tercer país con mayor IEDS del mundo. Los mayores destinatarios son países asiáticos, que reciben más del 60% de la IEDS de China (45.500 millones de dólares en 2011), en comparación con el porcentaje de América Latina del 16,0% (11.900 millones de dólares) y de Europa, 11,1% u 8.300 millones de dólares. Sin embargo, es posible que HK esté sesgando estos porcentajes al alza, ya que parte de la IEDS de China puede estar dirigida a Hong Kong, con destino final hacia cualquier lado, incluso fuera de la región.

El Gráfico 14 muestra que, desde la crisis financiera de 2008/09, el crecimiento de la IEDS china ha caído abruptamente, desde una media del 84% antes de la crisis hasta el 11% después. De cara al futuro, las repercusiones de una desaceleración de la economía china sobre su IEDS son ambiguas: un aterrizaje brusco podría interrumpir los flujos de salida, en tanto que una desaceleración modesta (como la que estamos experimentando) podría conllevar un aumento, ya que las empresas locales buscarán oportunidades de negocio en el extranjero.

Gráfico 14
La IED saliente de China se concentra en Asia



Fuentes: MOFCOM, Haver, CEIC y BBVA Research.

3. Nueva ronda de pesimismo sobre China: ¿está justificada?

De repente, todos han ajustado a la baja las proyecciones de crecimiento de China. Ha vuelto a cundir la inquietud por un aterrizaje forzoso, y no es raro escuchar comentarios indicando que ha terminado el modelo de crecimiento de China tal como lo conocemos. Aunque los riesgos e incertidumbres crecen, y a medida que se tornan más agudos los retos que tienen que asumir las autoridades para sostener el crecimiento sin exacerbar la fragilidad financiera, creemos que la nueva ola de pesimismo acerca de las perspectivas de crecimiento de China es exagerada. Pero, en primer lugar, ¿a qué se debe este súbito cambio en la confianza?

Para empezar, la economía se está desacelerando. En lugar de continuar avanzando tras la recuperación del 4T2012 (hasta el 7,9% a/a), el PIB se ha moderado inesperadamente durante dos trimestres consecutivos: al 7,7% a/a el 1T, y al 7,5% a/a el 2T. En segundo lugar, hasta hace muy poco no quedaba claro cuál era el "límite inferior" de las autoridades en cuanto al crecimiento, ni la magnitud de cualquier estímulo, en su caso, para sostener el crecimiento en 2013. Y, por último, todo esto se ha producido en un contexto de freno del potencial del crecimiento y de concienciación de que son necesarias reformas para reequilibrar la economía, atender a las necesidades sociales y mejorar la calidad del crecimiento en general.

A la vista de la desaceleración del crecimiento hemos rebajado nuestras proyecciones de 2013 y 2014 al 7,6% cada año, desde el 8,0% de nuestra anterior proyección trimestral. Este ajuste refleja tanto unos resultados del 1S inferiores a los esperados como una proyección de crecimiento un tanto menor. Con todo, la revisión a la baja es moderada en comparación con muchas otras del mercado, ya que esperamos que el crecimiento se estabilice el 3T de 2013, y que se vaya recuperando gradualmente el 4T, gracias a la mejora de la demanda exterior y a las políticas de apoyo. Aunque tenemos confianza en que este año las políticas estarán orientadas hacia el cumplimiento del objetivo de crecimiento del gobierno (7,5%), admitimos que las perspectivas para 2014 son más inciertas y dependen de la evolución de los factores de riesgo, y de la aclaración de la posición del gobierno y del programa de reformas en la Conferencia Anual del Partido Comunista, que se celebrará en octubre de 2013.

Nueva desaceleración del impulso de crecimiento

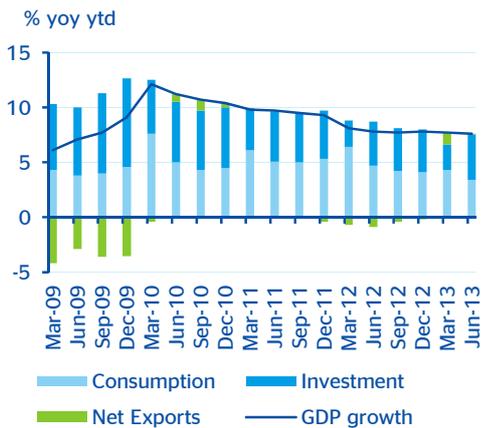
En el segundo trimestre, el crecimiento del PIB se moderó hasta el 7,5% a/a, desde el 7,7% del 1T y el 7,9% del 4T2012 (Gráfico 15), con lo que el crecimiento del 1S se quedó en el 7,6% a/a. En términos secuenciales (desestacionalizados), el crecimiento trimestral anunciado oficialmente en realidad mejoró ligeramente hasta el 1,7% (7,0% anualizado) desde el 1,6% (6,6% anualizado) del trimestre precedente (sin embargo, consideramos que las cifras secuenciales son menos fiables dada la calidad de los datos y los problemas con los factores de ajuste estacional).

En conjunto, aparentemente la desaceleración se debe a una demanda externa más moderada y a una escasa inversión privada. Los datos de la Oficina Nacional de Estadísticas (NBS) correspondientes al primer semestre del año apuntan hacia un descenso del consumo, contrarrestado por sólidas inversiones: las inversiones aportaron 4,1 pp al crecimiento, seguidas del consumo privado (3,4 pp) y las exportaciones netas (0,1 pp). Realizar un análisis detallado del 2T resulta difícil debido a la falta de datos del lado de la demanda. Con estos datos estimamos que la aportación de las inversiones en el 2T fue de 5,7 pp, lo cual posiblemente refleje el gasto público en infraestructuras y vivienda social, a pesar de los indicios de un aflojamiento de la inversión privada. Con respecto a esta última, los indicadores

mensuales de mayor frecuencia apuntan a un descenso, junto con inversiones públicas sostenidas (véase información detallada más adelante).

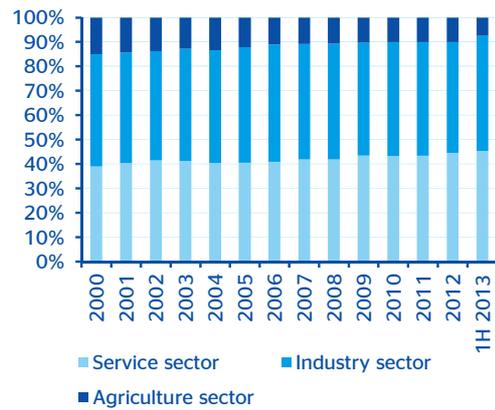
A pesar de la desaceleración general, observamos algunos indicios alentadores en los datos. En primer lugar, el porcentaje del sector servicios en la economía —que históricamente estuvo a la zaga— siguió incrementándose (Gráfico 16). En segundo lugar, el mercado de trabajo se mantiene relativamente sólido a pesar de la desaceleración económica. Y, por último, hay indicios de que el crecimiento ha empezado a estabilizarse en el 3T.

Gráfico 15
El crecimiento volvió a desacelerarse en el 2T...



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 16
La cuota del sector servicios aumenta



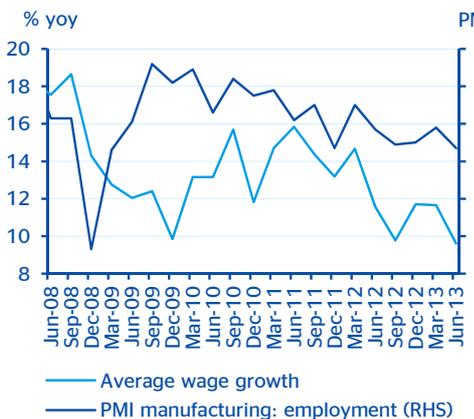
Fuentes: NBS, Wind y BBVA Research

Gráfico 17
El mercado de trabajo resiste relativamente bien



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 18
Pero la reciente desaceleración del crecimiento salarial podría ser un indicio de debilitamiento



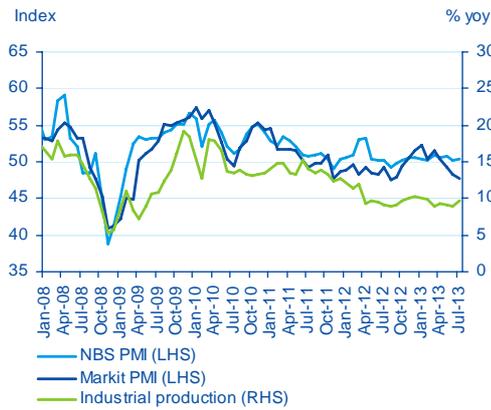
Fuentes: CEIC y BBVA Research

El desempleo urbano se ha mantenido sin variaciones en el 4,1% durante el 1S 2013, período durante el cual la economía creó 7,25 millones de nuevos puestos de trabajo (3,42 millones el 1T y 3,83 millones el 2T). Entretanto, los datos del Ministerio de Recursos Humanos y Seguridad Social (que suelen considerarse más fiables que los datos de empleo de la NBS) también apuntan a la solidez del mercado de trabajo, con una ratio de oferta-demanda de mano de obra en 1,07 durante junio (Gráfico 17). Sin embargo, es necesaria cierta cautela ya que las tendencias del mercado de trabajo suelen reflejar tardíamente la evolución del PIB. De hecho, aunque las condiciones generales del mercado de trabajo se mantienen sólidas, la ratio oferta-demanda de mano de obra retrocedió ligeramente el 2T. Además, diversos

subcomponentes de PMI del mercado de trabajo se han moderado, y el crecimiento salarial se ha desacelerado (Gráfico 18).

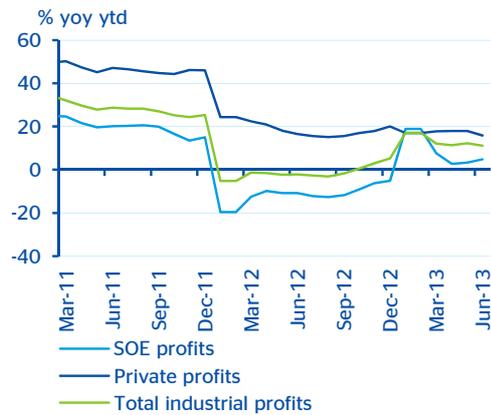
A pesar de la tendencia descendente del PIB, los indicadores de actividad mensual recientes han empezado a estabilizarse. Del lado de la oferta ha disminuido el crecimiento de los beneficios industriales, pero en julio el PMI oficial avanzó (frente al PMI privado de HSBC Markit, que incluye en su muestra a empresa más pequeñas y más orientadas a las exportaciones) (Gráfico 19), y la producción industrial superó las expectativas.

Gráfico 19
La producción industrial de China mostraba una tendencia descendente...



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 20
... y el crecimiento de los beneficios industriales se mantiene moderado



Fuentes: CEIC y BBVA Research

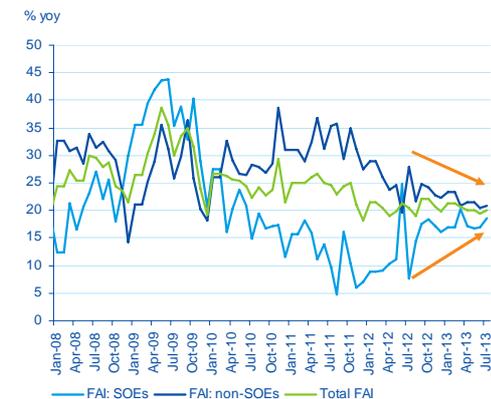
En lo que respecta a la demanda, el crecimiento interanual de las ventas minoristas ha aminorado (Gráfico 21) y la evolución de las inversiones en activos fijos urbanos se ha desacelerado, sobre todo debido a la fragilidad de las inversiones privadas (Gráfico 22). Sin embargo, las inversiones en el sector inmobiliario y el gasto público en infraestructuras y vivienda social se mantuvieron relativamente bien (Gráficos 22 y 23).

Gráfico 21
Las ventas minoristas han aumentado...



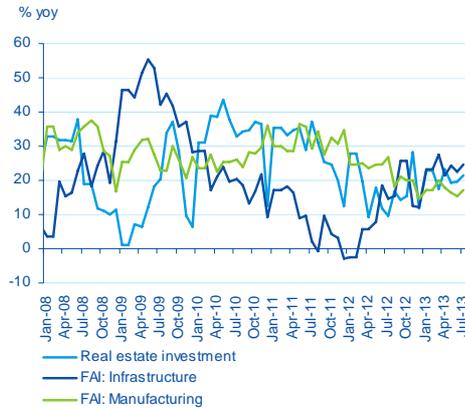
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 22
La inversión pública ha compensado la debilidad de la inversión privada



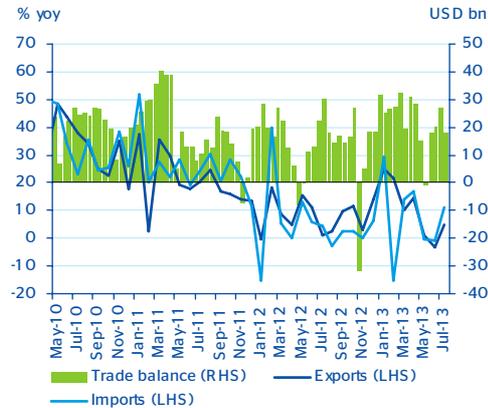
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 23
La inversión en el sector manufacturero ha sido débil



Fuentes: CEIC y BBVA Research

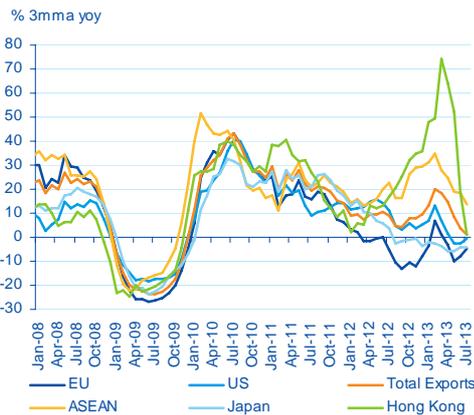
Gráfico 24
Las exportaciones han caído, pero se mantiene el superávit comercial



Fuentes: CEIC y BBVA Research

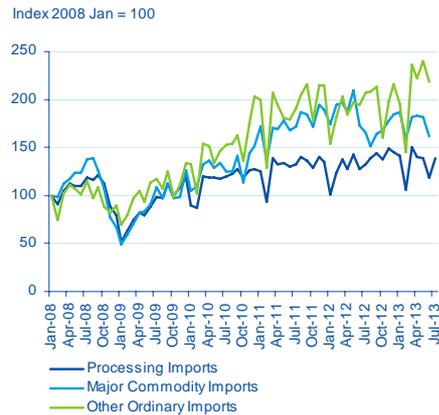
En cuanto al exterior, durante el 2T se debilitó el crecimiento de las exportaciones (Gráficos 24 y 25), lo cual ha sido especialmente evidente en los datos después de que las autoridades tomaran medidas para detener las sobrefacturaciones (realizadas para disfrazar entradas de capitales). La sobrefacturación infló los datos reales de exportación del primer semestre, especialmente en Hong Kong. Para ajustar la distorsión (tomando la tendencia de las exportaciones excluyendo a Hong Kong), creemos que el crecimiento “real” de las exportaciones fue del 5% a/a en el 1S, frente a las estadísticas oficiales del 10,4%, y con el 7,9% de 2012. Sin embargo, en julio las exportaciones subieron al 5,1% a/a como consecuencia de la mejoría de la mayoría de los mercados de exportación.

Gráfico 25
El crecimiento de las exportaciones ha experimentado una caída generalizada



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 26
Las importaciones para procesamiento y de materias primas han descendido; importaciones para uso doméstico se han mantenido

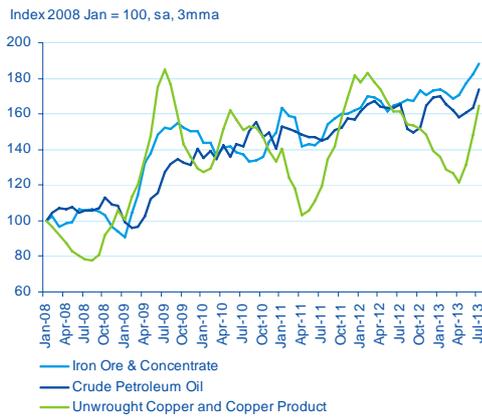


Fuentes: CEIC y BBVA Research

Entretanto, las importaciones se desaceleraron el 2T (Gráfico 24), ya que descendieron los componentes de procesamiento y materias primas, mientras que las importaciones ordinarias –sobre todo generadas por la demanda final interna– aumentaron (Gráfico 26). Por otra parte, todo apunta a que en el 2T se recuperaron las importaciones de materias primas, posiblemente debido a la agilización de las inversiones en infraestructuras públicas, y también porque los fabricantes chinos importaron más para aprovechar la bajada de los precios de las materias primas (Gráfico 27). Además, en julio las importaciones experimentaron un fuerte

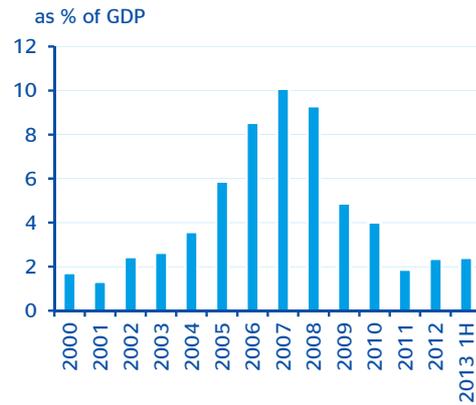
avance, hasta el 10,9% a/a, indicio de una mejora de la demanda interna. En el 2T, el superávit comercial general creció hasta los 65.700 millones de dólares desde los 42.200 millones del 1T, en tanto que el superávit por cuenta corriente experimentó un modesto incremento hasta situarse en el 2,4% del PIB (Gráfico 28). Tras alcanzar un máximo de 3,53 billones en abril, las reservas retrocedieron mínimamente en mayo y junio, reflejo de las salidas de capitales debido a la poca confianza en las perspectivas y como consecuencia de la posible reducción de la QE3 por la Reserva Federal de EE.UU. (Gráfico 29).

Gráfico 27
Importaciones de materias primas, en volumen



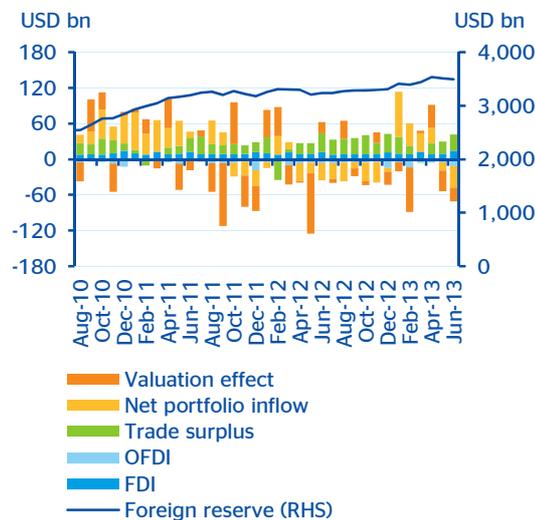
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 28
El superávit por cuenta corriente está empezando a repuntar



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 29
Las reservas de divisas se incrementan gracias al superávit comercial



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 30
La cotización del RMB no ha variado en los últimos meses



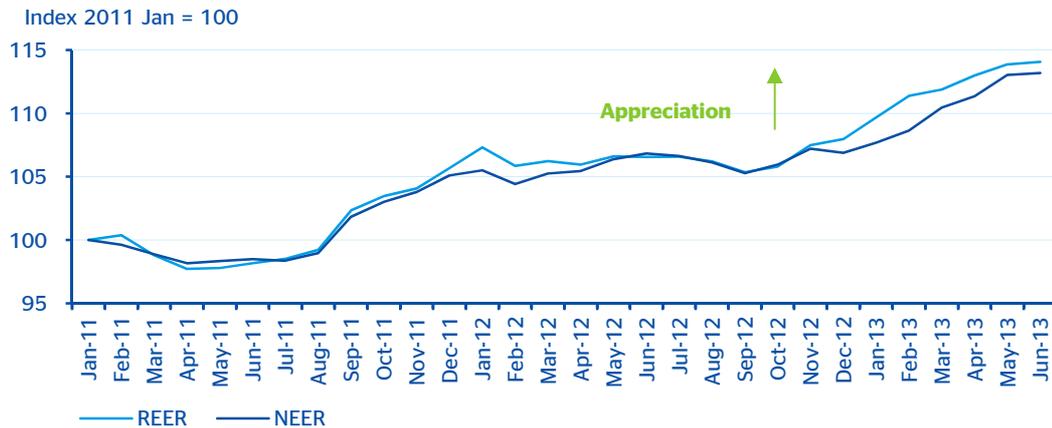
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

La apreciación del RMB se ha frenado al desacelerarse el crecimiento y las exportaciones

Tras una apreciación frente al dólar estadounidense relativamente rápida en el 1T, la cotización del RMB se ha mantenido estable desde junio, aunque sigue en la parte superior de la banda de cotización diaria (Gráfico 30). Es de destacar que los NDF a 1 año se han

depreciado desde mayo, reflejo de la inquietud de los inversionistas por las perspectivas de crecimiento. En términos efectivos, el ritmo de apreciación ha sido incluso más rápido considerando la apreciación del dólar estadounidense frente a otras monedas, en especial el yen japonés (Gráfico 31).

Gráfico 31
Los tipos de cambio nominal y efectivo real han subido, aunque a un ritmo más lento

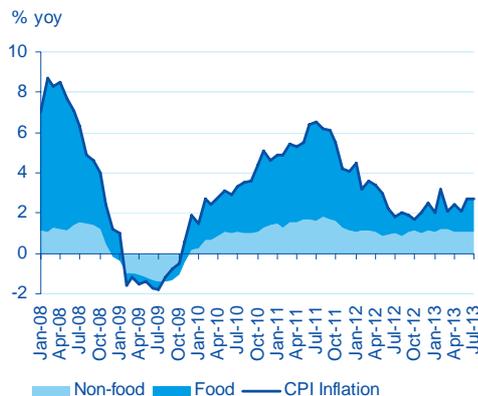


Fuentes: BPI, CEIC y BBVA Research

La inflación no preocupa a corto plazo

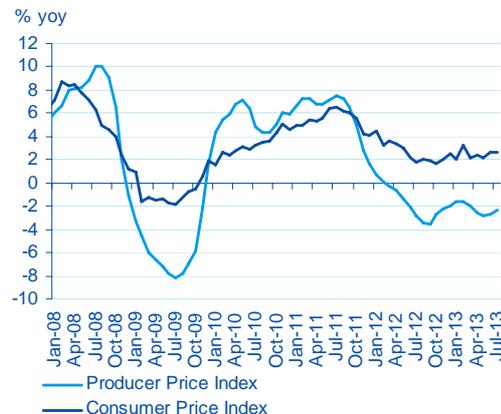
Tras alcanzar un mínimo del 1,7% a/a en octubre, la inflación ha estado subiendo gradualmente, alcanzando en julio el 2,7% a/a por segundo mes consecutivo (Gráfico 32), debido al ligero aumento de los precios de los alimentos (especialmente el cerdo y las verduras). No obstante, la inflación que excluye los alimentos sigue baja en el 1,6% a/a, y la inflación de los precios mayoristas se mantuvo negativa, en el -2,3% a/a, en julio. En consecuencia, las presiones inflacionistas están contenidas, y los recientes resultados están dentro de la banda de objetivos del gobierno, el 3,5% (Gráfico 33).

Gráfico 32
La inflación sigue bajo control debido a la bajada de los precios de los alimentos



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 33
... y los precios mayoristas siguen cayendo

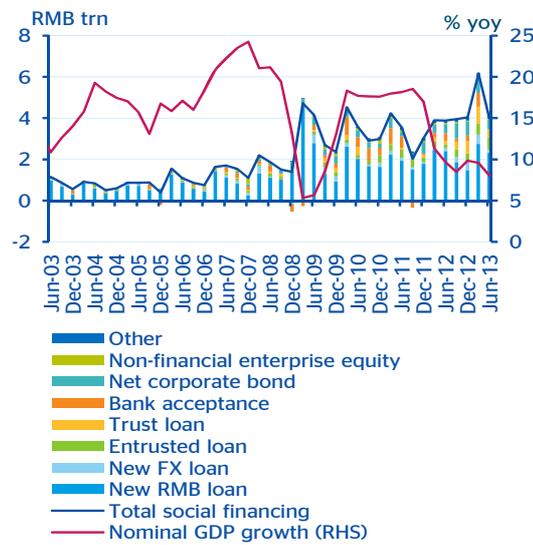


Fuentes: CEIC y BBVA Research

El rápido crecimiento del crédito no ha contribuido a impulsar el crecimiento

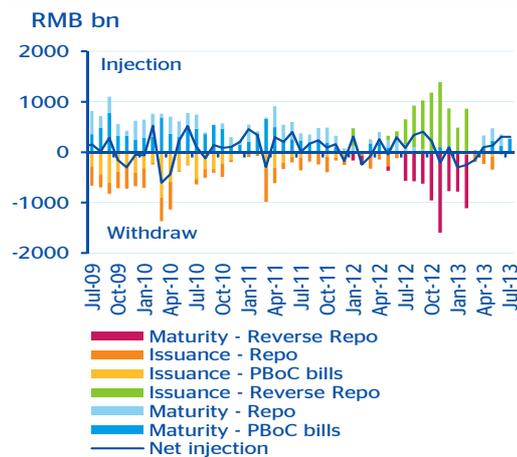
El sólido crecimiento de la M2 y del crédito a principios de año no coincidió con una recuperación de la actividad económica. Por el contrario, el año pasado se produjo un cierto desacoplamiento entre el crecimiento del crédito y del PIB (Gráfico 34), lo que motivó inquietud por un posible sobreapalancamiento y una baja productividad del uso de la financiación.

Gráfico 34
La "financiación social total" descendió después de las restricciones a la liquidez de junio



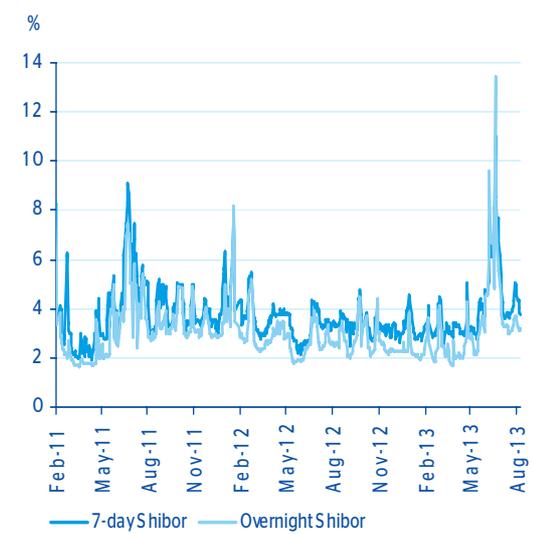
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 36
El BPdC cada vez gestiona más la liquidez a través de operaciones en el mercado abierto...



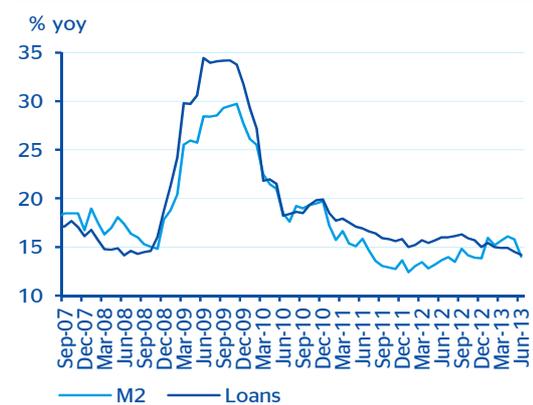
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 35
Los tipos interbancarios retrocedieron después de subir en junio, cuando el BPdC rechazó inyectar liquidez



Fuentes: Wind y BBVA Research

Gráfico 37
El crecimiento del crédito y de la M2 se están desacelerando



Fuentes: Wind y BBVA Research

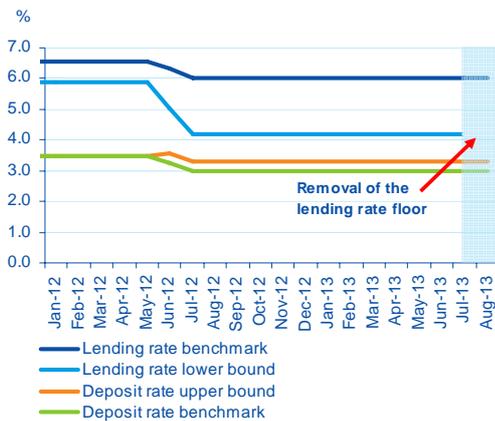
Como respuesta a estas inquietudes, las autoridades han adoptado medidas para restringir el crecimiento de la banca en la sombra. Una de esas medidas supuso que el BPdC impusiese en junio una restricción temporal al mercado interbancario (Gráfico 35) para indicar que las autoridades ya no tolerarían una deficiente gestión de la liquidez ni imprudencias en los créditos por parte de una serie de bancos e instituciones financieras. Durante un tiempo, esta medida contribuyó al pesimismo sobre las perspectivas de crecimiento al provocar

incertidumbre en materia de orientación política de las autoridades y de las repercusiones de las restricciones crediticias sobre la actividad real. De hecho, esa medida fue un retroceso en la crecientemente activa gestión de liquidez por el BPdC a través de operaciones en el mercado abierto, como parte de sus planes de promover el desarrollo de un mecanismo de transición de la política monetaria basado en el mercado (Gráficos 36 y 37). Para contener las repercusiones negativas de las restricciones de liquidez, el BPdC cambió de rumbo y buscó estabilizar el mercado. A principios de julio, los tipos interbancarios habían vuelto a sus niveles normales. No obstante, las restricciones han tenido ciertos efectos persistentes, como lo demuestra la desaceleración en el crecimiento del crédito y de la M2 (Gráfico 37).

El BPdC adelanta la liberalización de los tipos de interés eliminando el suelo de los tipos de interés

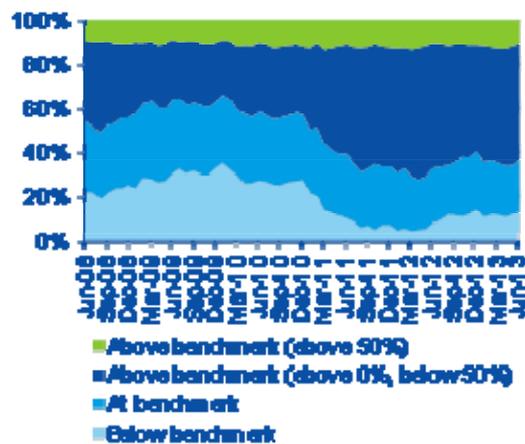
A pesar de las consecuencias de las restricciones de liquidez de junio, el BPdC ha seguido adelante, con pequeños pasos, hacia la profundización de la liberalización financiera. En su primera medida significativa hacia la flexibilización de los tipos de interés desde junio/julio del año pasado, el 20 de julio el BPdC eliminó el suelo de los tipos de interés aplicados a los créditos (con excepción de los hipotecarios), que se había establecido en el 70% del tipo de crédito de referencia. (Además, eliminó los controles sobre los precios de descuento de letras de los bancos y sobre los límites de los tipos de crédito, previamente ajustados en el tipo de interés de referencia x 2,3, sobre las cajas de crédito rurales.) En cierta medida, esta decisión fue solamente simbólica y tendrá mínimas repercusiones a corto plazo, ya que el suelo de los tipos de interés no era vinculante (los bancos no utilizaban el descuento permitido del 30% establecido el año pasado; véanse los Gráficos 38 y 39). No obstante, ha sido un paso adelante en el contexto de una liberalización financiera más amplia. Sin embargo, se mantiene la principal restricción vinculante: los límites a los tipos de interés pagados por los depósitos.

Gráfico 38
Eliminación del suelo de los tipos de interés de los créditos



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 39
Más créditos por encima de los tipos de referencia



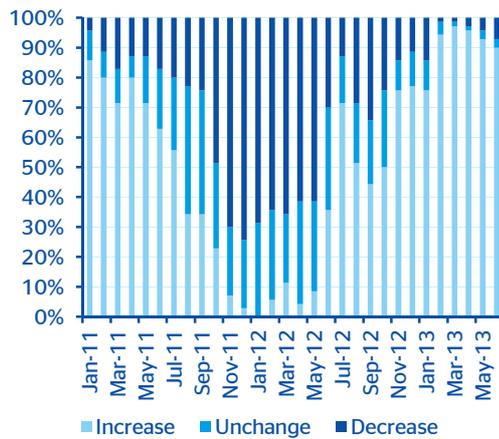
Fuentes: CEIC y BBVA Research

El sector inmobiliario sigue avanzando, ayudando a las inversiones pero restringiendo el margen para la política

El mercado inmobiliario sigue recalantándose desde que tocó fondo a mediados de 2012, a pesar de las restricciones para frenar la especulación y permitir que la vivienda sea asequible. Las ciudades más importantes del Nivel 1 —incluyendo Cantón, Shenzhen, Pekín y Shanghai— siguen a la cabeza del aumento de los precios, que en junio llegó a un nivel del 12-16% a/a (Gráficos 40 y 41). Calculamos que los precios inmobiliarios se incrementaron a nivel nacional

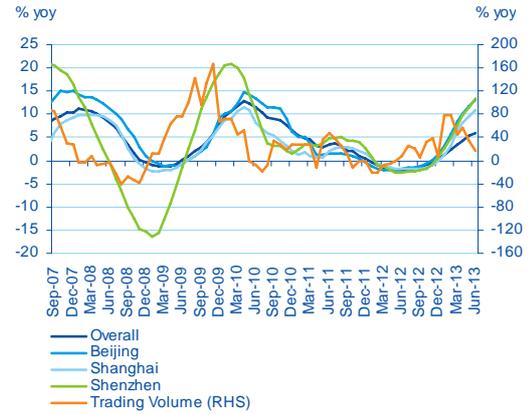
un 5,2% a/a en el 2T frente al 2,4% del 1T y el -0,3% del 4T2012. El aumento de los precios ha ido acompañado de un aumento de los volúmenes de ventas. Como ya indicamos en nuestro informe *Situación Inmobiliaria 2012*, no consideramos que el aumento de los precios de la vivienda sea una burbuja, dados los sólidos fundamentos de la demanda subyacente. Dicho esto, la preocupación que despierta el rápido aumento del precio de la vivienda, conjuntamente con otras fragilidades financieras, restringe el margen para implementar medidas de flexibilización monetaria.

Gráfico 40
En la mayoría de las ciudades aumenta el precio de la vivienda



Fuentes: NBS y BBVA Research

Gráfico 41
Los volúmenes de ventas crecen a ritmo acelerado



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Recuadro 2: Actualización sobre fragilidades financieras

Otros factores que incrementan la preocupación por la desaceleración del crecimiento son una serie de fragilidades financieras, como por ejemplo la aceleración de la financiación no bancaria (en particular, las actividades de la banca gris, o en la sombra) y el endeudamiento de las administraciones públicas locales y del sector corporativo. Dichas fragilidades amenazan la estabilidad del sector financiero. Por ejemplo, la rápida expansión de las actividades de la banca en la sombra supone riesgos como consecuencia de la concentración del crédito, la escasez de liquidez, las asimetrías de vencimientos y los peligros legales y para la reputación del sector bancario. (Véase nuestro *Observatorio bancario*). Entretanto, el alto nivel de endeudamiento de las administraciones públicas locales y del sector corporativo genera vulnerabilidades y supone riesgos para la calidad de los activos de los bancos.

Evolución reciente de las fragilidades financieras

Las actividades de la banca en la sombra han seguido expandiéndose a pesar del endurecimiento de las normas para evitar su crecimiento (Gráfico 42). En abril, las autoridades establecieron una norma que exige a los bancos incluir en sus registros de créditos determinados productos de gestión patrimonial (PGP), con el objeto de restringir todavía más los créditos fuera de balance. Incluso así, el importe total pendiente de PGP subió un 44,5% a/a, hasta alcanzar los 34,2 billones de RMB (en torno al 60% del PIB).

Entretanto, preocupan el endeudamiento de las administraciones públicas locales y, cada vez más, del sector corporativo. Según nuestras estimaciones, la deuda de las administraciones públicas locales y del sector corporativo alcanzaba a finales de 2012 el 32% y el 122%, respectivamente, del PIB. Una gran parte de los proyectos de infraestructuras financiados por las administraciones públicas locales (un tercio, según nuestras estimaciones) generarán ingresos insuficientes para pagarse. Las pérdidas deberán ser asumidas por el gobierno central (en forma de fondos de rescate) y por la banca (en forma de créditos fallidos).

El nivel de endeudamiento corporativo total se incrementó en 2012 hasta llegar al 126,8% del PIB, frente al 99,3% de 2007. A estos niveles, la deuda corporativa de China es significativamente superior a la de sus pares (Gráfico 43). Además, impone una dura carga financiera a las empresas. Por ejemplo, en el 25% de las empresas cotizadas, la relación EBITDA/gastos financieros es menor que 1, lo que implica que sus flujos de caja son insuficientes para

hacer frente al servicio de la deuda (aunque algunas de estas firmas pueden tener activos líquidos que pueden utilizar para este propósito). A nivel macroeconómico, una alta carga de la deuda impone restricciones adicionales al impulso de crecimiento, ya que las firmas endeudadas venden activos y posponen planes de inversión para pagar sus deudas (véase información más detallada acerca de este tema en nuestro próximo *Observatorio*).

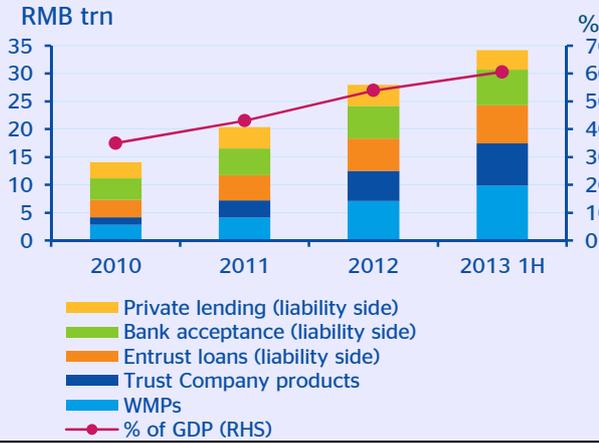
El problema del endeudamiento (tanto de las administraciones públicas locales como del sector corporativo) y las actividades de la banca en la sombra están, en cierta medida, entrelazados, ya que los vehículos de financiación de las administraciones locales (VFAL) y los promotores inmobiliarios han recurrido cada vez más a la banca en la sombra para obtener financiación. Estos vínculos dificultan a las autoridades adoptar medidas drásticas contra la banca en la sombra sin que ello repercuta en el resto de la economía.

Posibles repercusiones sobre el sector bancario

Las fragilidades financieras tratadas anteriormente también influyen significativamente en la rentabilidad de la banca. El endeudamiento de los VFAL y de las empresas los ha hecho más vulnerables a los trastornos económicos, incrementando así la probabilidad de que aumenten los préstamos de dudoso cobro (PDC) de los bancos. Además, las actividades de la banca en la sombra —en especial aquellas en las que están involucrados los bancos— también podrían obligar a la banca a absorber pérdidas en caso de morosidad. En conjunto, estos factores podrían elevar el porcentaje de PDC hasta el 7% en el próximo lustro, desde su nivel actual inferior al 1%. (Véase nuestro *Observatorio bancario*)

En general, consideramos estas fragilidades como riesgos a medio plazo, manejables a corto plazo. Las autoridades ya han implementado iniciativas para contener los riesgos, incluyendo un endurecimiento de las normas para las actividades de la banca en la sombra y los créditos a las administraciones públicas locales. No obstante, son necesarias medidas adicionales, incluyendo la liberalización financiera y el reequilibrio económico a medio plazo.

Gráfico 42
Las actividades de la banca en la sombra han aumentado en el 1S de 2013



Fuentes: Wind y estimaciones de BBVA Research.

Gráfico 43
Los niveles de la deuda corporativa de China son altos en relación a los parámetros internacionales



Fuentes: estimaciones del BIS, Haver BBVA Research.

4. El crecimiento continuará en 2013, acompañado con incertidumbre para el futuro

En un contexto de creciente incertidumbre, recientemente las autoridades han dejado claro que mantendrán el objetivo de crecimiento para 2013 en el 7,5%, y que afinarán las políticas para contrarrestar la desaceleración económica. Sobre esta base, y considerando los indicios de estabilización del crecimiento en el 3T, hemos rebajado nuestras previsiones de crecimiento para 2013 solo modestamente, al 7,6% desde el 8,0% de nuestra anterior proyección. Esperamos un repunte gradual en torno a finales de 2013 como consecuencia de la mejora del entorno exterior y de medidas políticas de apoyo.

Prevedemos que el impulso del crecimiento continuará al mismo ritmo en 2014, en el 7,6%, aunque esto es más incierto considerando la desaceleración que ha tenido lugar, el aumento de las fragilidades financieras y el renovado hincapié de las autoridades en garantizar la sostenibilidad del crecimiento a medio plazo a expensas de implementar medidas de estímulo que impulsen el crecimiento a corto plazo. Esperamos que la política para 2014 y el programa de reformas a medio plazo sean aclarados en la Reunión Anual del Partido Comunista, en octubre de 2013. Las principales reformas podrían incluir reformas del mercado, liberalización financiera, reforma fiscal y de políticas de urbanización (en especial, la reforma del sistema de "Hukou"), así como de las políticas de redistribución de la renta, que se espera que generen "dividendos de la reforma" e impulse el potencial de crecimiento a medio plazo.

Medidas de ajuste para sustentar el crecimiento a corto plazo, con esfuerzos para abordar las fragilidades financieras

Desde que asumió el poder en marzo, los nuevos directivos han indicado que tolerarán un crecimiento más bajo si con ello consiguen resolver las fragilidades financieras y garantizar la "calidad del crecimiento". Esta estrategia política ha sido oficialmente descrita como "prudente" en lo monetario y "proactiva" en lo fiscal. En este último aspecto, toma la forma de paquete de pequeñas medidas para reducir los impuestos a las pymes, facilitar las exportaciones e incentivar las inversiones privadas en la infraestructura ferroviaria y en los servicios públicos. Por otra parte, las autoridades están poniendo renovado énfasis en resolver las fragilidades financieras. En la práctica, esto ha supuesto mantener las restricciones sobre las compras de vivienda, profundizar en la regulación de las actividades de la banca en la sombra y evitar que aumente el endeudamiento de las administraciones públicas locales, incluso si así se ralentiza el impulso del crecimiento. También ha impuesto restricciones en la magnitud de los estímulos: las autoridades se muestran especialmente reacias a lanzar una nueva ola de gastos fiscales o a flexibilizar su política monetaria.

En el frente fiscal, las inversiones públicas en infraestructuras (especialmente ferroviarias), la construcción de vivienda pública y las reducciones de impuestos a las pymes pueden provocar un déficit fiscal ligeramente superior al 2,0% del PIB como consecuencia de ingresos inferiores a los previstos como consecuencia de la desaceleración económica. A título comparativo, el objetivo de déficit fiscal para 2013 se ha fijado en el 2,0%, en tanto que en 2012 fue del 2,1% del PIB (tras el ajuste del 0,5% del PIB por los ingresos pasados a cuenta nueva desde 2011).

Por lo que respecta a la política monetaria, aunque hay margen para flexibilizarla — considerando la desaceleración del crecimiento y la baja inflación— a la vista de la prioridad de las autoridades de contener el aumento de los precios de la vivienda y de restringir los créditos de la banca en la sombra, creemos que los tipos de interés se mantendrán sin variaciones a lo largo de 2014 aunque es posible que el BPdC ajuste la liquidez a través de

operaciones en el mercado abierto y reduzca el CRO, según los flujos de capitales y las condiciones internas.

Además, para abordar diversos desequilibrios, las autoridades han anunciado medidas para reducir la sobrecapacidad de capital de 19 sectores, y se proponen aclarar la posición de las administraciones locales con respecto a su endeudamiento con una auditoría que se realizará antes de finales de año. En el área de las reformas estructurales, se espera que las autoridades sigan impulsando su programa de mejoras de los precios de la energía, la urbanización (especialmente la reforma del sistema de “Hukou” en pequeñas y medias ciudades) y reformas de la renta (como, por ejemplo, incluirlas en las EPE y en las políticas para incrementar las rentas del trabajo). Por lo que incumbe a la liberalización financiera, esperamos que continúe la flexibilización de los tipos de cambio, que podría traducirse en una ampliación de la banda de cotización diaria del RMB de +/-1,5%, frente al actual +/-1,0% antes de finales de año. En cuanto a la apertura de la cuenta de capital, creemos que el gobierno facilitará más IEDS e inversiones individuales en el extranjero reduciendo las regulaciones, mientras que gradualmente eliminará las restricciones a los flujos interfronterizos de capitales denominados en RMB. Sobre la liberalización de los tipos de interés, en su Informe de Política Monetaria del 2T, el BPdC manifestó que pretende “ampliar gradualmente el alcance de los productos de pasivo con precios de mercado”, lo cual podría incluir eliminar las restricciones de tipos de interés de los Certificados de depósito (CD) y depósitos a largo plazo, y aumentando el techo de los tipos sobre depósitos (en este momento, 1,1 veces los tipos de interés oficiales).

El crecimiento repuntará gradualmente en el 2S de 2013

Considerando la confirmación del gobierno de que ajustará sus políticas para alcanzar el objetivo de crecimiento del 7,5% para 2013, creemos que el crecimiento se estabilizará en el 3T a medida que mejore el entorno exterior, y que aumentará ligeramente en el 4T. De este modo, el crecimiento del ejercicio alcanzaría el 7,6% a/a (igual que en el 1S) (Gráfico 44). Nuestro escenario de referencia para el 2S prevé un repunte del gasto en inversión privada después de los decepcionantes resultados del 1S en cuanto a perspectivas de crecimiento, un consumo en general estable y un avance de las exportaciones de aproximadamente el 8-10% para todo el año. En cuanto a 2014, prevemos un crecimiento anual de la misma magnitud, a pesar del aumento de la incertidumbre.

Gráfico 44
El crecimiento tocará fondo en el 3T



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

Gráfico 45
La inflación se mantendrá dentro del objetivo del 3,5% en el 2013



Fuentes: NBS, CEIC y estimaciones de BBVA Research

La presión inflacionista se mantendrá baja, aunque en aumento

Revisamos a la baja nuestras proyecciones de inflación media para 2013, hasta el 2,8% desde el 3,0% anterior debido a que las cifras de la inflación de los últimos meses fueron inferiores a las previstas. Dicho esto, nuestra proyección sigue apostando por un aumento gradual de la inflación durante el resto del año como consecuencia del refuerzo de la demanda, del aumento de los precios de los alimentos y de las materias primas y de los efectos básicos. Así, acabaremos el año con una inflación del 3,5% (Gráfico 45), tras lo cual creemos que se mantendrá en el mismo nivel en 2014, alcanzando en junio un pico del 4,0%. A largo plazo, creemos que la inflación se situará en torno al 4,0% (superior a la media del 3,0% de la década 2003-2012), como consecuencia del rápido crecimiento de los salarios.

La apreciación del RMB se frenará y habrá una mayor flexibilidad bilateral

Creemos que la apreciación del RMB en lo que queda del año se frenará, considerando el rápido ritmo de los primeros meses, la desaceleración de olas de exportaciones, los problemas del impulso del crecimiento y las salidas de capitales. Esto llevaría a que el tipo de cambio se sitúe en 6,10 RMB por dólar a finales de año. También esperamos que la flexibilidad monetaria bilateral mejorará a través de una posible ampliación adicional de la banda de fluctuación diaria hasta +/-1,5%. Además, se prevé que continuará la internacionalización del RMB, dado que las autoridades continúan promoviendo el uso de esta moneda para las transacciones 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 1

Escenario de referencia

	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
PIB (% a/a)	10.4	9.3	7.8	7.6	7.6
Inflación (promedio, %)	3.3	5.4	2.6	2.8	3.5
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	6.00
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 siguen a la baja

El impulso de crecimiento en Asia sigue siendo desigual y tibio debido a los problemas que ocasiona la anémica demanda exterior. Como ya indicamos en *Situación global*, los riesgos financieros de cola para la economía mundial han menguado, pero las perspectivas de crecimiento siguen siendo inciertas, especialmente en la UE. Además, la desaceleración del crecimiento en China ha agregado nuevos riesgos a las perspectivas regionales y mundial.

Dentro de la región persisten los riesgos geopolíticos, aunque han menguado al bajar el tono de la disputa entre China y Japón, y cedido las tensiones en la península de Corea. (La estabilidad política interior sigue siendo frágil en Tailandia.) En el área macroeconómica también se han aliviado las tensiones de divisas tras moderarse la depreciación del yen y revertirse las presiones de apreciación por entradas de capitales como consecuencia de la reducción de la QE3 por parte de la Reserva Federal de EE.UU. Esto último ha reducido significativamente los riesgos de burbujas de activos y de recalentamiento de la economía, pero ha supuesto nuevos retos en forma de salidas desordenadas de capitales.

Las presiones como consecuencia de las salidas de capitales son mayores en economías que sufren actualmente déficits por cuenta corriente y que dependen de las entradas de inversiones, especialmente Indonesia e India. Indonesia ha experimentado un brusco incremento en la rentabilidad de sus bonos y posiblemente tenga que seguir enfrentándose a las presiones externas derivadas de las salidas de capitales y de la inquietud de los inversores por causa de la inflación tras el reciente aumento de los precios de los combustibles subsidiados. Entretanto, seguimos con atención las presiones externas en India, sobre todo considerando los riesgos de bajada del crecimiento interno debido al pesimismo de los empresarios y a la deficiente implementación del programa de reformas. En Japón, la evolución macroeconómica ha sido favorable, pero la confianza de los mercados podría desaparecer en caso de decepción con el programa de reformas estructurales o si existen retrocesos en la consolidación fiscal a medio plazo, lo cual podría provocar el aumento de la rentabilidad de los bonos y estrangular el repunte económico.

En China ha aumentado el riesgo de desaceleración del crecimiento debido al debilitamiento de indicadores de actividad y a la incertidumbre política, en un escenario en el que las autoridades pretenden frenar la banca en la sombra, controlar los precios de la vivienda y limitar el incremento de la deuda de las administraciones públicas locales. Aunque parece probable que el crecimiento de 2013 se situará dentro del objetivo oficial del 7,5%, las perspectivas para 2014 son más inciertas por los interrogantes en torno a la solidez de la demanda externa y las repercusiones del reequilibrio económico y de las fragilidades financieras sobre el crecimiento a medio plazo. Entretanto, también han aumentado los riesgos políticos porque las autoridades han manifestado que admitirán un crecimiento más bajo y han demostrado un decidido interés por controlar las fragilidades financieras.

6. Tablas

Tabla 2
Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(Tasa de crecimiento % a/a)	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
Estados Unidos	2.5	1.8	2.8	1.8	2.3
Zona euro	1.9	1.5	-0.5	-0.4	1.0
Pacífico Asiático	8.2	5.8	5.3	5.3	5.6
Australia	2.6	2.5	3.6	2.6	3.2
Japón	4.7	-0.6	2.1	1.7	1.5
China	10.4	9.3	7.8	7.6	7.6
Hong Kong	6.8	4.9	1.4	3.3	3.7
India	8.9	7.5	5.1	5.7	6.4
Indonesia	6.2	6.5	6.2	5.9	6.5
Corea del Sur	6.3	3.7	2.0	2.7	3.7
Malasia	7.2	5.1	5.6	4.8	5.2
Filipinas	7.6	3.9	6.6	6.1	5.6
Singapur	14.8	5.3	1.3	2.3	3.8
Taiwán	10.8	4.1	1.3	2.7	3.9
Tailandia	7.8	0.1	6.4	4.7	5.2
Vietnam	6.8	5.9	5.0	5.5	6.3
Asia (excl. China)	6.8	3.5	3.6	3.7	4.1
Mundo	5.1	3.9	3.2	3.1	3.8

Fuente: BBVA Research

Tabla 3
Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

(Tasa de crecimiento % a/a)	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
Estados Unidos	1.6	3.1	2.1	1.6	2.3
Zona euro	1.6	2.7	2.5	1.5	1.4
Pacífico Asiático	3.6	4.7	3.0	2.8	3.3
Australia	2.8	3.3	1.8	2.2	2.5
Japón	-0.7	-0.3	0.0	-0.1	0.7
China	3.3	5.4	2.6	2.8	3.5
Hong Kong	2.3	5.3	4.1	4.2	3.6
India	9.6	9.2	7.7	5.5	5.3
Indonesia	5.1	5.4	4.3	7.0	5.4
Corea del Sur	3.0	4.0	2.2	2.3	3.1
Malasia	1.7	3.2	1.7	2.5	2.7
Filipinas	3.8	4.7	3.0	3.5	4.0
Singapur	2.8	5.2	4.6	2.9	3.5
Taiwán	1.0	1.4	1.9	1.4	1.8
Tailandia	3.3	3.8	3.0	3.2	3.3
Vietnam	10.0	18.1	6.8	7.5	7.8
Asia (excl. China)	3.7	4.3	3.3	2.8	3.1
Mundo	3.7	5.1	4.1	3.7	3.9

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

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	1.30	1.30
Australia	USD/AUD	1.02	1.02	1.04	0.965	0.950
Japón	JPY/USD	81.1	76.9	86.8	110.0	118.0
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	58.0	55.5
Indonesia	IDR/USD	8996	9069	9793	9817	9658
Corea del Sur	KRW/USD	1126	1152	1064	1090	1000
Malasia	MYR/USD	3.06	3.17	3.06	3.09	3.05
Filipinas	PHP/USD	43.8	43.8	41.0	42.0	41.5
Singapur	SGD/USD	1.28	1.30	1.22	1.26	1.23
Taiwán	NTD/USD	29.3	30.3	29.0	29.8	29.3
Tailandia	THB/USD	30.1	31.6	30.6	30.5	29.5
Vietnam	VND/USD	19498	21034	20840	21250	21500

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

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	2.50	4.25	3.00	2.50	3.50
Japón	0.10	0.08	0.10	0.09	0.10
China	6.00	6.56	6.00	6.00	6.00
Hong Kong	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
India	7.25	8.50	8.00	7.00	6.00
Indonesia	6.50	6.00	5.75	6.50	6.00
Corea del Sur	2.50	3.25	2.75	2.25	2.75
Malasia	3.00	3.00	3.00	3.00	3.50
Filipinas	3.50	4.50	3.50	3.50	3.75
Singapur	0.40	0.45	0.40	0.40	0.40
Taiwán	1.88	1.88	1.88	1.88	2.13
Tailandia	2.50	3.25	2.75	2.50	3.00
Vietnam	9.00	9.00	9.00	9.00	8.00

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Economista Jefe de Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

George Xu

George.xu@bbva.com.hk

Weiwei Liu

carrie.liu@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar (India)

sumedh.deorukhkar@bbva.com

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@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@bbva.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 económicos

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovación y procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Regulaciones sobre el sistema financiero:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Inclusión financiera

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y política pública

Maria Abascal

maria.abascal@bbva.com

Datos de contacto

BBVA Research

10/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. + 852-2582-3111; Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

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

www.bbva.com