

# Situación China

26 de mayo de 2010

## Análisis Económico

- Se espera que el crecimiento económico permanezca enérgico en 2010 y se sitúe en el 9.8%. Asumiendo que se producirá un aterrizaje suave una vez que las autoridades vayan poniendo en práctica medidas de ajuste adicionales para atajar los riesgos de recalentamiento.
- La inflación se eleva, aunque no constituye una preocupación seria. Se espera que la inflación alcance su máximo a mediados de año y descienda a partir de este momento, siempre que las autoridades consigan contener el rápido crecimiento monetario y de crédito.
- El ajuste monetario continuará con medidas cuantitativas adicionales, junto con subidas de los tipos de interés y una gradual apreciación de la divisa china.
- Los riesgos apuntan hacia el recalentamiento, aunque aparecen nuevos riesgos relacionados con la incertidumbre en los mercados globales, especialmente en Europa.



# Indice

1. Un desafiante entorno global.....	4
2. China: el crecimiento gana terreno, incrementando el riesgo de recalentamiento .....	6
3. El sólido crecimiento continuará en 2010 .....	10
4. Los riesgos apuntan al recalentamiento .....	12
5. Tablas .....	13

## Resumen

**Se espera que el crecimiento económico en China siga siendo muy fuerte en 2010, en torno al 9,8%.** Esta previsión está basada en nuestras expectativas de un "aterrizaje suave" tras el rápido ritmo de crecimiento que se observó en el primer trimestre (11,9% a/a), a medida que las autoridades vayan poniendo en práctica medidas de ajuste adicionales para atajar los riesgos de recalentamiento. El crecimiento en el año 2010 se verá impulsado por la solidez de las inversiones y el giro de las exportaciones netas, que contribuirán positivamente tras haber constituido un freno el año anterior.

**La inflación se eleva pero no constituye una preocupación seria.** Se espera que el índice general de precios alcance su máximo en junio y se sitúe en torno al 4% debido al incremento del precio de los alimentos y a los efectos base, y descienda a partir de ese momento, siempre que las autoridades consigan contener el rápido crecimiento monetario y de crédito. El riesgo de que el aumento de los precios derive en una burbuja inmobiliaria ha llevado a las autoridades al ajuste de las condiciones monetarias, elevando las reservas obligatorias y tomando medidas para absorber la liquidez y el rápido crecimiento de crédito.

**Se prevé que este rápido crecimiento en los préstamos bancarios se ralentice en línea con la tendencia más reciente.** Aunque el crecimiento de crédito ha superado recientemente las expectativas, consideramos que el objetivo que las autoridades plantean al respecto para el 2010, una cifra de 7.500 millones de RMB, resulta asequible (19% de crecimiento en términos anuales). Desde nuestro punto de vista, para ello, sería necesario adoptar medidas cuantitativas adicionales con el fin de frenar el crecimiento de crédito y absorber liquidez, medidas que incluirían subidas adicionales en los ratios de reservas obligatorias, políticas persuasivas tipo "window guidance", operaciones en el mercado abierto y el uso de cuotas de crédito. Se prevé que estas medidas estén apoyadas por pequeñas subidas en los tipos de interés en el segundo y en el tercer trimestre, si bien los riesgos esenciales del entorno externo podrían provocar algún retraso.

**Es probable que las medidas de ajuste monetario se vean acompañadas por una gradual apreciación de divisas que se iniciará en el segundo trimestre.** Al igual que ocurre con las subidas de los tipos de interés, el momento preciso de este movimiento dependerá de la evaluación de riesgos que las autoridades efectúen del entorno externo. No obstante, con el constante incremento de las reservas y un crecimiento de las exportaciones que continúa siendo sólido, se prevé que la apreciación comience a corto plazo y que el RMB se aprecie respecto al USD en 4-5% al cierre del ejercicio.

**Mientras que el principal peligro apunta al recalentamiento, aparecen nuevos riesgos relacionados con la incertidumbre en los mercados globales.** En concreto, se teme que las tensiones financieras en Europa se trasladen a la economía mundial. Se plantea así un desafío para las autoridades, que buscan contener el crecimiento para evitar, por una parte, los riesgos del recalentamiento, mientras que deben conservar el apoyo necesario en caso de se produzca una nueva recesión global.

**Partiendo de los riesgos del entorno, se espera que las autoridades mantengan una política fiscal activa durante el resto del ejercicio.** Aunque el gasto público se está reduciendo, nosotros prevemos que las autoridades continuarán con la implementación del paquete de estímulo fiscal de dos años que se adoptó a finales de 2008. Partiendo de esto, se espera que el déficit fiscal alcance el 2,8% del PIB en 2010, el mismo nivel que el año pasado. El gasto se dirige de forma gradual hacia el sector social, con la aprobación de nuevos proyectos de infraestructura que actualmente están retenidos y con la implantación de esfuerzos para controlar el gasto por parte de los gobiernos locales.

**Independientemente del peligro que supone la economía global, existen potenciales riesgos respecto a nuestras previsiones, especialmente en caso de que el crecimiento del crédito no se pueda contener de forma eficaz.** En una situación de riesgo relativamente benigna, las presiones inflacionarias y las burbujas en el precio de los activos podrían hacer necesarias medidas adicionales para enfriar la economía a corto plazo, incluyendo la retirada de alguno de los estímulos fiscales planificados. En el caso más extremo pero menos probable de recalentamiento, si estallase la burbuja y se produjese una súbita pérdida de la confianza, los préstamos de dudoso cobro podrían incrementarse y provocar un ciclo de "contracción", lo que daría como resultado un descenso más acentuado del crecimiento.

**Nuestra previsión a medio plazo tiene en cuenta los esfuerzos que realiza China para reequilibrar su patrón de crecimiento para que, en lugar de basarse en exportaciones e importaciones, se apoye más en el consumo privado.** Estos esfuerzos incluyen reformas con el fin de reducir el ahorro de precaución, como un fortalecimiento de la red de seguridad social, mejoras en las pensiones y avances de los sistemas sanitarios. De forma similar, las constantes políticas destinadas a promover el crédito al consumo deberían ayudar a impulsar los niveles de consumo. La apreciación de divisas debería permitirse con el fin de potenciar la rotación del crecimiento hacia la demanda nacional.

# 1. Un desafiante entorno global

**La economía global evoluciona con dos fuerzas en conflicto: el impulso cíclico positivo de los países emergentes y EE.UU. y el incremento de las primas de riesgo que avanza desde Europa. Aunque el paquete de rescate de la UEM reduce la incertidumbre a corto plazo, el balance de riesgos a medio plazo continúa manteniendo una tendencia negativa**

La situación cíclica ha mejorado significativamente en los últimos trimestres, impulsada por la recuperación de las economías emergentes y de Estados Unidos. El comercio global está creciendo a una tasa del 7% y preveemos que será del 4,2% para todo el año 2010. Al mismo tiempo, surgen dudas acerca de la capacidad de la Unión Monetaria Europea, en el marco de decisiones actual, de afrontar el elevado nivel de deuda de algunos de sus países. Estas dudas han dado lugar a un incremento de los diferenciales y han aumentado la tensión financiera. Esta situación puede afectar, en primer lugar, a la economía europea, provocando posibles repercusiones en el resto del mundo. El plazo y la extensión de estos efectos adversos dependerán de forma crucial de la eficacia y la duración de los efectos del anuncio del paquete de rescate acordado por el Consejo europeo el 9 de mayo y las medidas excepcionales adoptadas por el BCE. Aunque este paquete de medidas ha estabilizado las condiciones de mercado a corto plazo, se mantiene la incertidumbre en tres áreas principales: i) la implantación del paquete de rescate en los próximos meses; ii) la credibilidad de la consolidación fiscal posterior que deberá adoptarse en determinados países de la UE y iii) el compromiso establecido a medio plazo en relación al paquete de medidas por los países centrales de la UEM.

**Tras el impulso a corto plazo de la expansión monetaria y fiscal mundial sin precedentes, la sostenibilidad de la recuperación no se garantiza más allá del 2010, principalmente en los países desarrollados**

Aunque la recuperación económica de los primeros meses del ejercicio ha sido general, su intensidad varía en gran medida entre los países. Esto es resultado del diferente grado de relajación en sus políticas fiscales y monetarias. Estas medidas han resultado particularmente útiles para ofrecer un impulso al crecimiento cíclico de China, como se describe a continuación, y Estados Unidos. Al mismo tiempo, las economías emergentes se benefician de la fortaleza de su propia demanda nacional. Como resultado, en estos mercados la recuperación parece resultar más autosostenible. Por el contrario, en los países desarrollados, a medida que se difuminan las políticas expansionistas, surgen dudas acerca de la sostenibilidad de la recuperación más allá del año 2010.

**Se incrementan las diferencias entre las estrategias de salida monetaria para el futuro: enfoque gradual en EE.UU.; sin un plazo determinado para la UEM; y ninguna estrategia única válida para todas las economías emergentes**

Se prevé un incremento muy gradual de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. Éstos no se esperan hasta el inicio del año 2011 y se situarán en un porcentaje ligeramente superior al 1% a finales de dicho ejercicio. Existen diferencias básicas en los entornos económicos de Estados Unidos y Europa, que darán lugar a una evolución monetaria distinta en ambas zonas. Aunque se puede prever un crecimiento económico lento para el año 2010 y períodos posteriores, el riesgo de una reversión general de la dinámica actual en Estados Unidos resulta bastante improbable, con incipientes presiones inflacionarias que se avecinan. En Europa, por el contrario, además de observarse una situación financiera más frágil, la tendencia favorable es más incierta y no aparecen presiones inflacionarias. En el caso de la política monetaria de las economías emergentes, no existen dudas acerca de la necesidad de medidas de ajuste más rígidas. Dadas las divergencias cíclicas, las estrategias de salida variarán entre los distintos países. En algunos, si no se implanta pronto el ajuste de la política monetaria acompañado de otras medidas, los desajustes macroeconómicos se ampliarán.

**Los mercados han marcado los límites de las políticas fiscales anticíclicas. Las economías con una elevada deuda pública y un desapalancamiento del sector privado limitado resultan extremadamente vulnerables a la evolución alcista de los tipos de interés y a las mayores primas de riesgo**

Durante períodos de marcada aversión al riesgo, los mercados financieros son particularmente buenos a la hora de reconocer políticas macroeconómicas inconsistentes, que en tiempos de normalidad podrían resultar descuidadas. A pesar del amplio paquete de rescate de Europa, prevalecerían en el mercado sustanciales primas de riesgo en una situación de incertidumbre de las vías de consolidación fiscal. Una clara muestra de la fragilidad de la situación actual ha sido la capacidad de contagio entre distintos países. La historia de la economía está plagada de ejemplos de contagio entre países a raíz de una crisis. En tales casos, las vinculaciones geográficas o las similitudes cíclicas tienen con frecuencia mayor peso que las diferencias en los factores fundamentales. De hecho, el episodio actual de contagio no parece estar totalmente justificado por el canal financiero directo activado por la crisis griega ni por ninguna similitud en los factores fundamentales. Aunque su justificación podría someterse a debate, para afrontar las presiones de los inversores internacionales existe una necesidad imperiosa de incrementar la credibilidad de algunos países.

**La consolidación fiscal a largo plazo es el reto principal de los países desarrollados**

Existe una creciente preocupación acerca de las consecuencias a largo plazo del crecimiento de la deuda pública. Inevitablemente, esta situación daría lugar a presiones alcistas sobre los tipos de interés reales y a elevadas primas de riesgo durante un período prolongado. Incluso aunque se difuminase gradualmente la situación de contagio más reciente, prevalecería la cada vez mayor discriminación entre países en función de la credibilidad de su situación fiscal.

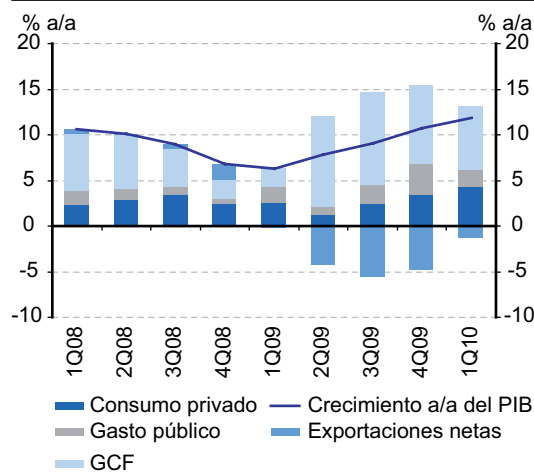
**La ausencia de una reestructuración decisiva en el sector bancario y el futuro proceso regulador plantea un riesgo para la recuperación**

La incertidumbre que surge del sector financiero tiene básicamente dos focos. La lenta reestructuración de la industria financiera, particularmente en Europa, que provocará una recuperación con falta de crédito. Se trata de una preocupación en aumento, ya que tanto la historia como las pruebas empíricas demuestran la importancia del canal de crédito en las primeras etapas de las recuperaciones económicas. También existe cierta incertidumbre respecto a la constante reforma reguladora. El resultado más probable es un significativo incremento en las necesidades de capital y liquidez. Esto podría obstaculizar la capacidad del sector bancario para otorgar créditos en los próximos años.

## 2. China: el crecimiento gana terreno, incrementando el riesgo de recalentamiento

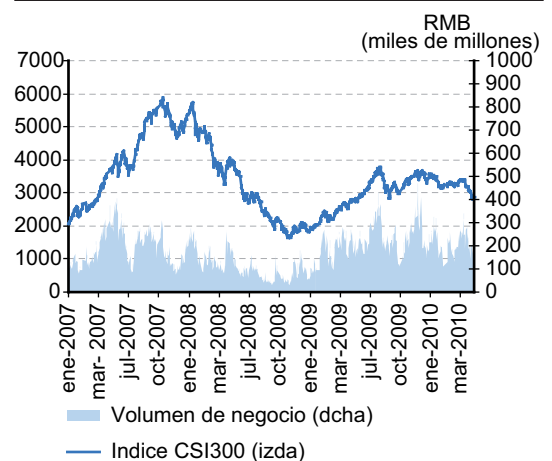
El crecimiento en China ha seguido ganando terreno con el respaldo de las políticas de estímulo fiscal y monetario y la creciente mejoría de la demanda externa. Tras el impresionante resultado global del año pasado del 8,7%, el crecimiento del PIB se aceleró todavía más en el primer trimestre del 2010, hasta el 11,9% interanual (a/a) gracias a las fuertes inversiones y a la mejoría de las exportaciones netas (Gráfico 1). Con el output gap estimado (diferencia entre el PIB potencial comparado con el actual) ahora cerrado, el sólido crecimiento y el rápido incremento del crédito han elevado el riesgo de recalentamiento. Quizá como reflejo de estos riesgos, y a pesar del fuerte crecimiento económico, el mercado de valores ha descendido en un porcentaje cercano al 20% acumulado anual.

Gráfico 1  
**El impulso de crecimiento ha repuntado (China: Contribución al PIB)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
**El mercado de valores se contrae por la previsión de las medidas de ajuste adicionales**



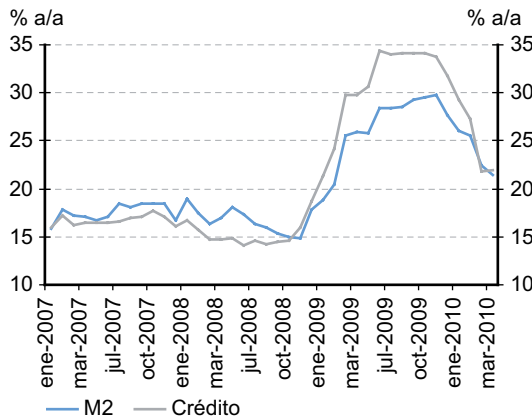
Fuente: CEIC y del BBVA Research

### La actividad económica permanece energética pero comienzan a evidenciarse síntomas de ralentización

Aunque la actividad global continúa siendo sólida existen algunos síntomas de que las recientes medidas promovidas por parte de las autoridades, con el objetivo de moderar el crecimiento hasta niveles más sostenibles, están empezando a surgir efecto. En concreto, el crecimiento del crédito y del M2 ha caído en los últimos meses, a medida que comienza a suavizarse la constitución de nuevos préstamos (Gráfico 3). Dirigida más por los planes de continuidad que por los nuevos proyectos de infraestructura, el crecimiento de la inversión en activos fijos urbanos (FAI) se ha ralentizado después de alcanzar su máxima cota a mediados del año 2009.

Gráfico 3

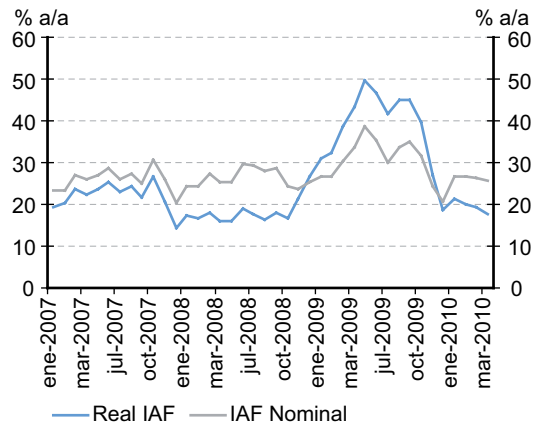
**Se modera el crecimiento monetario y de crédito a medida que ganan terreno las medidas de ajuste**



Fuente: CEIC y del BBVA Research

Gráfico 4

**Se modera el crecimiento de la inversión en activos fijos**

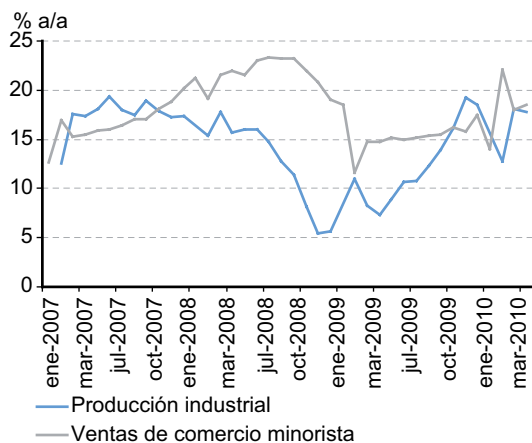


Fuente: CEIC y del BBVA Research

Al mismo tiempo, el consumo privado y los indicadores de resultados continúan siendo sólidos, coherentes con la intención de las autoridades de proporcionar apoyo a la economía con sus políticas. Las ventas del comercio minorista, por ejemplo, se incrementaron en un 18,5% interanual impulsadas por el incremento de los ingresos familiares y las continuas subvenciones gubernamentales para la adquisición de automóviles y electrodomésticos. Mientras, en un contexto de fuerte demanda tanto interna como externa, la producción industrial ha mantenido su impulso, con un porcentaje cercano al 18% a/a en abril.

Gráfico 5

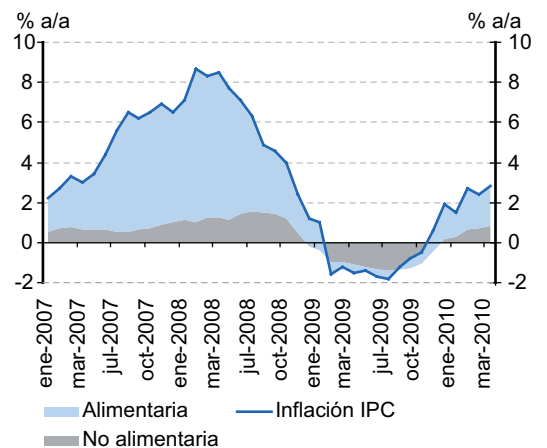
**Los resultados de las ventas del comercio minorista y de la producción industrial mantienen su impulso**



Fuente: CEIC y del BBVA Research

Gráfico 6

**La inflación crece pero todavía no se considera problemática**



Fuente: CEIC y del BBVA Research

**La creciente inflación es preocupante pero todavía no problemática**

El indicador principal de la inflación del IPC se ha elevado (hasta el 2,8% a/a en abril) por el incremento en el precio de los alimentos (Gráfico 6). No obstante, en general, las presiones inflacionarias se mantienen moderadas, con una inflación subyacente (que excluye alimentos y energía) de sólo un 0,7% en abril. Dicho esto, la inflación mantiene una tendencia al alza y, con un output gap cerrado, según nuestras estimaciones, las autoridades deberían continuar supervisando con atención la evolución de los precios.

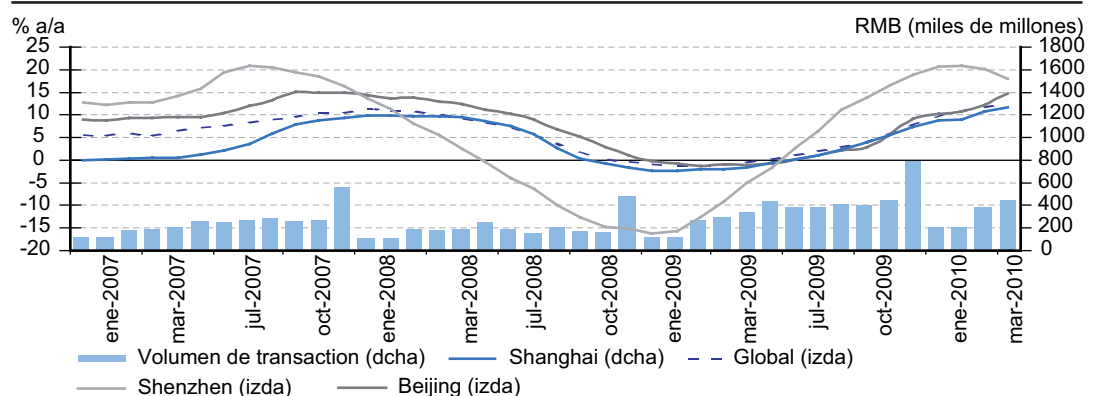


## El incremento del precio de la vivienda representa un motivo de preocupación mientras las autoridades están atentas a las burbujas en los precios de los activos

Gran parte de la atención de la política reciente se centra en los riesgos del incremento de los precios inmobiliarios por la relajación de las condiciones de liquidez. Esta subida en los precios de la vivienda ha continuado acelerándose (Gráfico 7), obligando a las autoridades a tomar medidas dirigidas a enfriar el mercado inmobiliario, restringiendo las adquisiciones especulativas. Estas medidas han incluido un incremento de la entrada necesaria para la adquisición de la segunda vivienda, con un porcentaje que ha ascendido al 50% desde el anterior 40% (que, a su vez, duplicó el 20% del año pasado), al tiempo que se han prohibido los préstamos para la compra de una tercera vivienda. Además, los tipos hipotecarios sobre las adquisiciones de una segunda vivienda se han incrementado desde el 70-80% del tipo de interés de referencia hasta el 110%. Se ha elevado igualmente la disponibilidad de suelo para el desarrollo inmobiliario asequible

Gráfico 7

### Los precios inmobiliarios continúan incrementándose



Fuente: CEIC y del BBVA Research

## Aunque se mantiene una política global de apoyo, las directivas fiscales y monetarias se están ajustando con el fin de frenar los riesgos del recalentamiento

El fuerte crecimiento actual y los riesgos derivados de la burbuja en el precio de los activos han empujado a las autoridades hacia un ajuste gradual de las políticas. Conscientes de los riesgos del entorno global, no obstante, han expresado su intención de mantener una política fiscal activa durante el resto del año.

### Se mantiene la política de estímulo fiscal mientras se reduce el crecimiento del gasto

Desde el punto de vista fiscal, por tanto, continúan implantando el paquete de medidas fiscales de dos años adoptado a finales de 2008. No obstante, se observa una reducción del gasto público y se han aplicado restricciones para la aprobación de nuevos proyectos de infraestructura. Además, se observa un giro gradual hacia el gasto social, como queda patente en los esfuerzos para controlar el gasto de los gobiernos locales. El déficit presupuestario para 2010 se ha previsto al 2,8% del PIB, el mismo nivel que el resultado del año pasado. No obstante, el crecimiento del gasto público parece ralentizarse en 2010 situándose en la mitad de la tasa del año pasado, cuando dicho gasto creció en un 22%.

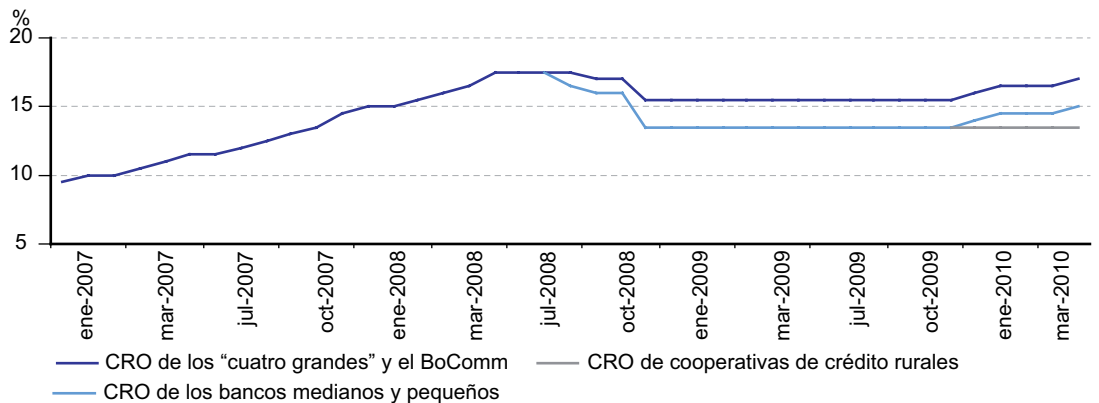
### La política monetaria se ajusta inicialmente mediante medidas cuantitativas

Aunque la política monetaria continúa siendo flexible, se han dado pasos para frenar el rápido crecimiento crediticio. La primera de las tres subidas en coeficiente de reservas obligatorio (CRO) se inició en enero (Gráfico 8); en los bancos se aplican cuotas de crédito más restringidas, coherentes con el objetivo global establecido para nuevos préstamos en 7,5 billones de RMB, el equivalente a un crecimiento anual del 19%; se ha acelerado la absorción de liquidez a través de operaciones de mercado abierto. Como se ha descrito anteriormente, se realizan esfuerzos para refrescar el mercado inmobiliario. Al adoptar estas medidas, las autoridades han revelado su preferencia hacia políticas cuantitativas en lugar de subidas en los tipos de interés, al menos hasta el momento.



Gráfico 8

Tres subidas en el CRO hasta el momento



Fuente: CEIC y del BBVA Research

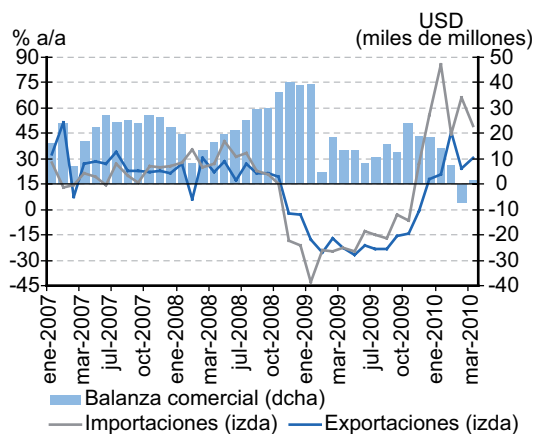
El sólido crecimiento de las exportaciones, el gran superávit por cuenta corriente y las entradas de capital están conduciendo hacia un incremento sustancial de las reservas internacionales, centrando la atención en la política de divisas de China

China continúa mostrando un gran superávit por cuenta corriente. En el año 2009, este superávit se redujo en 3,5 puntos porcentuales, hasta el 6% del PIB, debido al gran impulso de las importaciones derivado de la fuerte demanda nacional y a la debilidad del crecimiento de las exportaciones por la reducida demanda externa. Es probable que el superávit se incremente de forma moderada a corto plazo, debido al fortalecimiento de la demanda externa por el retorno de las cifras de exportación prácticamente al nivel que se mantenía antes de la crisis. Si bien los datos comerciales recientes muestran cierta caída en el superávit comercial (el balance comercial giró temporalmente hacia el déficit en marzo, antes de volver a la situación de superávit en abril) (Gráfico 9), esperamos que mantenga un superávit sustancial dado el continuo fortalecimiento de la demanda externa. Las entradas de capital continúan incrementándose en la inversión extranjera directa (IED) y en la inversión en cartera y las reservas de divisas se han elevado de forma adicional alcanzando un registro de 2,5 billones de USD en marzo.

Mientras tanto, la divisa ha permanecido ligada a todos los efectos al dólar estadounidense. El BPdC ha definido recientemente esta situación como una respuesta "especial" a la crisis financiera global, dejando implícito su interés en permitir una reanudación de la apreciación. Los futuros NDF (12 meses) muestran una ligera apreciación (Gráfico 10), y, anticipando la situación, se incrementan las entradas netas de cartera.

Gráfico 9

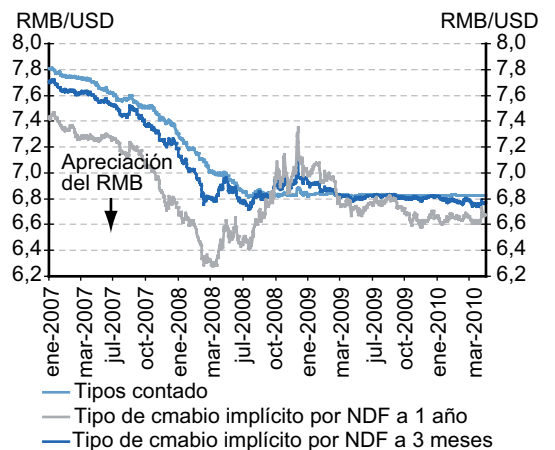
Se prevén superávits comerciales adicionales



Fuente: CEIC y del BBVA Research

Gráfico 10

Los NDF apuntan a una ligera apreciación



Fuente: CEIC y del BBVA Research

### 3. El sólido crecimiento continuará en 2010

En lo que respecta a las previsiones, se espera que la tendencia de crecimiento prosiga en el año 2010. Nuestra referencia incluye un incremento del 9,8% del PIB, lo que implica que las medidas de ajuste de las autoridades para contener el crecimiento se mantienen en línea con el potencial marcado (se estima un output gap cero al cierre de 2009). A menos que se produzca una brusca deterioración de las perspectivas globales, será necesario realizar esfuerzos adicionales para contener el crecimiento crediticio y monetario y, en caso necesario, alguna reducción de las medidas fiscales.

#### Es probable un aterrizaje suave, siempre que se adopten medidas adicionales para contener el rápido crecimiento del crédito

Se prevé un "aterrizaje suave" para el resto del año a medida que hagan efecto las políticas monetarias de ajuste y las medidas amortiguadoras sobre el mercado inmobiliario. El impulso de la inversión debería ralentizarse cuando comiencen a hacer efecto las medidas para enfriar el sector inmobiliario y con la reducción del gasto de los gobiernos locales, aunque el consumo debería mantenerse al alza por el incremento de la renta y las medidas de apoyo del gobierno. Se prevé que el sector exportador se beneficie de la recuperación de la demanda externa, aunque podría ralentizarse en el segundo semestre, cuando comience a atenuarse la reposición global de inventarios. De forma general, se espera que el crecimiento en el año 2011 se modere de forma adicional, hasta el 9,2%, a medida que las políticas de estímulo se reduzcan gradualmente.

Tabla 1

#### Escenario de referencia

	2009	2010P	2011P	2012P
PIB	8,7	9,8	9,2	9,0
Inflación (promedio)	-0,7	3,1	3,3	3,5
Tipo de cambio (promedio)	6,83	6,74	6,42	6,15
Inflación (cierre del período)	1,9	3,1	3,4	3,7
Tipo de cambio (cierre del período)	6,83	6,54	6,28	6,02
Tipo de interés (cierre del período)	5,31	5,85		

\*Note: end-of-period

Fuente: Estimaciones de BBVA Research

El índice general de precios debería alcanzar su máxima cuota, un 4,0% a/a, en junio impulsado por el incremento de los precios de los alimentos y la reducida base de referencia del año pasado, retrocediendo posteriormente hasta el 3,1% al cierre del ejercicio. Según nuestra referencia, el crecimiento en los años 2010-12 debería permanecer en el potencial establecido o ligeramente por debajo, lo que debería mantener las presiones inflacionarias bajo control, siempre que se adopten las medidas monetarias adecuadas.

#### Es probable que aparezcan más medidas de ajuste cuantitativo, seguidas por una moderada subida de los intereses y la apreciación de la divisa

Respecto a las previsiones, nuestra hipótesis de partida asume que se adoptarán medidas cuantitativas adicionales con el fin de frenar el crecimiento de crédito y absorber la liquidez, medidas que incluirían subidas adicionales en los ratios de reservas obligatorias, políticas persuasivas tipo "window guidance", operaciones en el mercado abierto y el uso de cuotas de crédito. Se prevé que estas medidas se vean apoyadas por un total de dos subidas del tipo de interés en 27 puntos básicos en el segundo y en el tercer trimestre. No obstante, es bastante posible que pueda retrasarse el momento de estas subidas en función de la evolución de las presiones del mercado financiero que puedan surgir de la crisis de deuda en Europa.

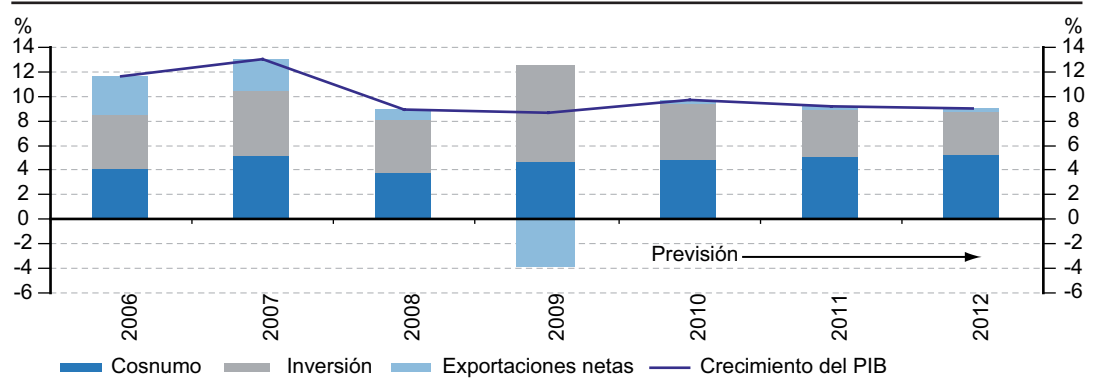
Respecto a la divisa, a pesar de la reciente retórica política, nuestra opinión es que las autoridades permitirán una apreciación gradual que se iniciará en el actual trimestre (T2). De forma similar a lo que ocurre con las subidas de tipos, la evolución europea podría llevar a las autoridades a retrasar el momento de apreciación de la divisa. Dicho esto, nuestras previsiones anticipan una apreciación del 4-5% del RMB frente al dólar a finales de 2010, lo que se traduciría en 6,54 RMB por dólar.

### Un reequilibrio del crecimiento a medio plazo

Nuestra previsión a medio plazo tiene en cuenta los esfuerzos que realiza China para implantar reformas que reequilibren su patrón de crecimiento para que, en lugar de basarse en exportaciones e importaciones, se apoye más en el consumo privado (Gráfico 11). Se incluyen esfuerzos con el fin de reducir el ahorro mediante el fortalecimiento de la red de seguridad social, mejoras en las pensiones y avances de los sistemas sanitarios. De forma similar, las constantes políticas destinadas a promover el crédito al consumo deberían ayudar a impulsar los niveles de consumo. También existe un amplio margen para mejorar la productividad moderando las políticas de inversión y reduciendo los umbrales de entrada al mercado en diversos sectores. La apreciación de divisas debería permitirse con el fin de potenciar la rotación del crecimiento hacia la demanda nacional.

Gráfico 11

#### Crecimiento del PIB desglosado



Fuente: Estimaciones de BBVA Research

## 4. Los riesgos apuntan al recalentamiento

Teniendo en cuenta el fuerte impulso de crecimiento, los riesgos, si bien todavía pueden considerarse asequibles, se centran actualmente en el recalentamiento. En caso de que no se pueda controlar eficazmente el rápido crecimiento del crédito, se prevén dos posibles situaciones de recalentamiento. Una forma "Tipo I" relativamente moderada de recalentamiento podría desarrollarse en caso de que se produjese un incremento de las presiones inflacionarias y una burbuja en el precio de los activos, haciendo necesarias medidas adicionales de ajuste más allá de las que se contemplan en nuestra referencia. Un caso menos probable pero más extremo de recalentamiento, el "Tipo II", se daría si estallase la burbuja y se produjese una súbita pérdida de la confianza, los préstamos de cobro dudoso podrían incrementarse y provocar un ciclo de "contracción". De esta forma, aumentarían las necesidades de capital de los bancos, haciendo necesaria la asistencia del gobierno.

Hasta el momento el nivel de préstamos de dudoso cobro sigue siendo bajo pero, dadas las tasas recientes de crecimiento de los préstamos y la sobreoferta en determinados sectores, como el del acero, el vidrio y el cemento entre otros, podría producirse un deterioro en la calidad del crédito a medio plazo. En concreto, los préstamos para los medios financieros del gobierno local (LGFV) resultan preocupantes ya que el año pasado las entidades bancarias invirtieron un considerable importe crediticio en estos medios, por el paquete de estímulo del gobierno. El riesgo del sistema es elevado porque los datos financieros de estos LGFV son inestables y dependen en gran medida del valor del terreno. Una busca contracción de los precios del terreno podría incrementar dichos riesgos de forma significativa.

## 5. Tables

Tabla 2

### Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(crecimiento a/a)	2007	2008	2009	2010 (p)	2011 (p)
EEUU	2,1	0,4	-2,4	3,0	2,5
UEM	2,7	0,5	-4,0	0,7	1,3
Pacífico asiático	7,3	4,0	1,8	5,8	5,3
China	14,2	9,6	8,7	9,8	9,2
Mundo	5,3	3,0	-0,7	4,2	4,1

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

### Previsiones macroeconómicas: Inflación (promedio)

(crecimiento a/a)	2007	2008	2009	2010 (p)	2011 (p)
EEUU	2,9	3,8	-0,4	2,0	1,8
UEM	2,1	3,3	0,3	1,0	1,2
Asia-Pacific	2,8	4,9	0,2	2,9	2,6
China	4,8	5,9	-0,7	3,1	3,3
World	4,1	6,1	2,2	3,7	3,4

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

### Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (período final)

		2007	2008	2009	2010 (p)	2011 (p)
EEUU	EUR/USD	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
UEM	USD/EUR	1,4	1,5	1,4	1,3	1,2
China	CNY/USD	7,30	6,83	6,83	6,54	6,28

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

### Previsiones macroeconómicas: tipos de referencia (período final)

	2007	2008	2009	2010 (p)	2011 (p)
EEUU	4,3	0,6	0,3	0,1	1,3
UEM	4,0	2,5	1,0	1,0	1,5
China	7,5	5,3	5,3	5,9	6,1

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 tomadas en consideración para la elaboración del presente informe.** Por lo tanto, 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. Debe ser igualmente consciente de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.**

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

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean 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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Orden 2001 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros (Promoción Financiera) de 2000 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Orden 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Orden 2001.

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 y el resto de entidades de Grupo BBVA que no son miembros de la Bolsa de Nueva York ni de la Asociación Nacional de Corredores de Valores (NASD) no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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](http://www.bbva.com / Corporate Governance)".**



Este informe ha sido elaborado por:

*Economista Jefe*

**Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

**Yuande Zhu**

yzhu@bbva.com.hk

**Jenny Zheng**

jenny.zheng@bbva.com.hk

**Serena Zhou**

serena.zhou@bbva.com.hk

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*

**José Luis Escrivá**

*Economistas-Jefe y Directores de Estrategia:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Normativa:*

**Mayte Ledo**

teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros

**Daniel Navia**

daniel.navia@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@grupobbva.com

Normativas

Escenarios Económicos

*España y Europa:*

**Rafael Doménech**

r.domenech@grupobbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@grupobbva.com

*Economías emergentes:*

**Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@grupobbva.com

Unidad de Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica

**Joaquín Vial**

jvial@bbva.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**

apuente@grupobbva.cl

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@provincial.com

*Estrategia de Cliente y de Mercado:*

**Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Renta Variable y Crédito

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Tipos de interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Gestión de Activos

**Henrik Lumholdt**

henrik.lumholdt@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*

**Jorge Sicilia**

j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@compassbank.com

México

**Adolfo Albo**

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macroeconómico de México

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

## Datos de contacto

**BBVA Asia Research**

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. +852-2582-3272

Fax. +852-2587-9717

economicresearch.asia@bbva.com.hk

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