

Situación China

Primer trimestre de 2011

Análisis Económico

- Tras un breve periodo de calma, la actividad económica volvió a tomar impulso a finales de 2010 y elevó el crecimiento anual al 10,3%, por encima de las previsiones. El aumento de la inflación y el recalentamiento han impulsado a las autoridades a implementar un ajuste monetario más agresivo, en combinación otras medidas para enfriar los precios inmobiliarios.
- Dada la determinación de las autoridades para lograr un aterrizaje económico suave, mantenemos nuestras previsiones de un crecimiento del 9,2% para 2011. Al mismo tiempo, elevamos nuestras previsiones de inflación al 4,5%, con riesgos al alza. El fuerte crecimiento y una postura fiscal de apoyo hacen que se sea muy improbable una desaceleración abrupta.
- Nuestro escenario central da por sentado un mayor ajuste monetario, incluidas otras dos subidas de los tipos de interés de 25 pb anticipadamente en 2011 y un incremento de al menos 100 pb en el coeficiente de reservas obligatorias. También mantenemos nuestras perspectivas de apreciación gradual de la moneda y creemos que en 2011 el RMB se cotizará a 6,30 con respecto al dólar estadounidense.
- Los riesgos apuntan al recalentamiento. Los riesgos bajistas han retrocedido, pero siguen todavía presentes debido a las frágiles perspectivas de los países industrializados y a la posibilidad de que el ajuste de la política monetaria sea más agresivo.



Índice

1. Entorno internacional: desacoplamientos en marcha	4
2. China: el impulso sigue siendo fuerte.....	7
3. Retos a la vista para manejar el crecimiento y la inflación	12
4. Los riesgos apuntan al recalentamiento.....	14
5. Tablas.....	15

Fecha de publicación: 11 de febrero de 2011

Resumen

Durante buena parte del año pasado, las autoridades chinas estuvieron tratando de diseñar un aterrizaje suave desde la situación de rápido crecimiento que comenzó tras el enorme estímulo de política monetaria implementado a finales de 2008 y 2009. Ese estímulo, que adoptó la forma de flexibilización monetaria y de un gran plan de estímulo fiscal de dos años, contribuyó a que la economía mantuviera un fuerte crecimiento durante la crisis económica mundial, y en el proceso hizo que la región saliera de la recesión. Pero también desató una oleada de préstamos bancarios y una fuerte demanda que las autoridades tratan de frenar, tarea en la que hasta ahora sólo han tenido un éxito parcial.

Unas cifras del PIB y del crecimiento del crédito por encima de lo previsto, junto con el aumento de la inflación, han impulsado a las autoridades a implementar un enfoque cada vez más agresivo del ajuste monetario. El crecimiento del PIB se aceleró en el cuarto trimestre de 2010, lo que eleva el crecimiento anual al 10,3% y lo sitúa por delante de las expectativas. Basándonos en la determinación de las autoridades para desacelerar el crecimiento, mantenemos la cifra del 9,2% para el PIB de 2011, en línea con nuestras previsiones de un aterrizaje suave, mientras que revisamos nuestras previsiones de inflación y las elevamos al 4,5% desde el 3,3% anterior.

Uno de los problemas más acuciantes es el considerable aumento del índice general de precios, impulsado inicialmente por subidas de los precios de los alimentos debido a las condiciones climáticas, pero que también se ha extendido más recientemente a otros componentes no alimentarios. La inflación se aceleró hasta el 5,1% a/a en noviembre, antes de moderarse hasta el 4,6% a/a en diciembre, cifra que sigue por encima del objetivo del 3% establecido por las autoridades para 2010. El aumento de la inflación no alimentaria sugiere un repunte de las presiones de demanda subyacentes, lo que es coherente con nuestras estimaciones de que la brecha de producción está cerrada y se pone en evidencia en el rápido aumento de los salarios. En 2011, prevemos que la inflación subirá por encima del 5% hasta mediados de año, antes de retroceder hasta el 3,6% a finales de año como consecuencia de la moderación del crecimiento y del ajuste monetario.

El ajuste de la política monetaria se ha producido en forma de subidas de los tipos de interés e incrementos en los coeficientes de reservas obligatorias. Después de un movimiento alcista de los tipos efectuado por sorpresa el pasado mes de octubre, el BPdC subió su tipo de interés de referencia en diciembre de 2010 y en febrero de 2011, con una subida de 25 pb cada vez. Estos movimientos de los tipos de interés han ido acompañados de nuevas subidas de los coeficientes de reservas obligatorias (CRO), hasta un total de tres aumentos de 50 pb sólo en el cuarto trimestre, y un aumento adicional de 50 pb en enero de 2011. Prevedemos que habrá otras dos subidas de los tipos en 2011 y un nuevo incremento de 100 pb en el CRO, lo que probablemente se producirá en la primera mitad del año. Si contrariamente a lo que se espera la inflación no se reduce, el ajuste monetario podría ser aún más agresivo.

Se prevé que las medidas de ajuste irán acompañadas de una nueva apreciación gradual de la moneda y de la implementación de medidas macroprudenciales para enfriar el mercado inmobiliario. Esperamos una apreciación adicional del 4-5% del RMB frente al dólar estadounidense en el transcurso de 2011, con la posibilidad de que se produzca una apreciación aún más rápida si se mantiene el resultado de las exportaciones y si la inflación no disminuye como se espera. Además de unos requisitos de entrada más altos, se podrían incluir otras medidas para enfriar el sector inmobiliario, como el aumento de los impuestos sobre la propiedad. De modo más general, es probable que se hagan más esfuerzos para frenar el crecimiento del crédito, incluida la aplicación de requisitos de reservas diferenciados en los distintos bancos.

En cambio, se prevé que la política fiscal seguirá apoyando el crecimiento, tanto para protegerlo contra los riesgos de las perspectivas externas como para favorecer los objetivos políticos internos. Aunque los detalles de los presupuestos para 2011 no estarán disponibles hasta marzo, anticipamos la ampliación de varios programas de subvenciones cuyo objetivo es impulsar el consumo privado, así como un énfasis en la inversión en vivienda pública (10 millones de unidades) y en infraestructuras, incluida la ampliación de la red de ferrocarriles de alta velocidad y de las instalaciones de distribución de agua de China.

La rentabilidad del sector bancario se mantuvo alta durante los tres primeros trimestres de 2010. Aunque es posible que las medidas de ajuste monetario del año pasado, especialmente a partir de la adopción de una postura más agresiva en el cuarto trimestre, reduzcan considerablemente la rentabilidad de cara al futuro, es improbable que las perspectivas a corto plazo se vean afectadas significativamente, dado que el crecimiento del crédito se mantiene todavía fuerte y los márgenes financieros netos son adecuados. Los créditos dudosos han seguido cayendo y varios bancos cumplieron satisfactoriamente sus planes de captación de capital en 2010.

A lo largo del pasado año, los riesgos han oscilado entre un crecimiento más débil como consecuencia de la fragilidad de la economía mundial y el recalentamiento debido al rápido crecimiento del crédito. Aunque no descartaríamos los riesgos respecto a la economía mundial, está claro ahora que los riesgos de recalentamiento son los que prevalecen. El riesgo principal a corto plazo está en las perspectivas de inflación, en especial si se mantienen elevados los precios de los alimentos y de las materias primas. En comparación con la situación de hace tres meses, los riesgos de burbujas de precios de los activos, en especial los relativos al sector inmobiliario, han retrocedido un poco gracias a las medidas de ajuste del gobierno. Dicho esto, la liquidez se mantiene alta y es posible que continúe el comportamiento especulativo. Los riesgos a la baja para las perspectivas provienen de la posibilidad de un entorno externo más débil y de la amenaza de un ajuste monetario más agresivo.

1. Entorno internacional: desacoplamientos en marcha

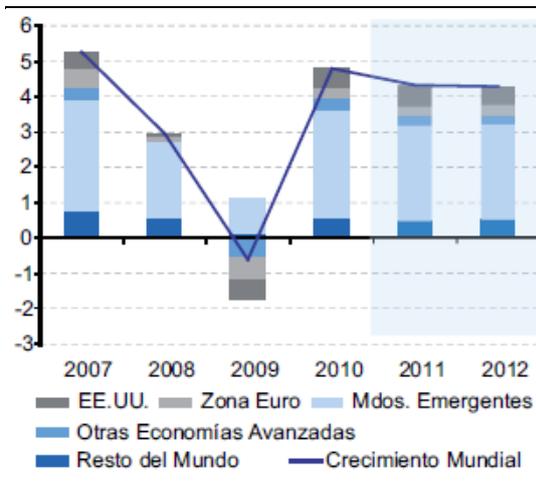
Antes de centrarnos en China, revisamos la [Situación Global](#)

Continuarán las divergencias en la economía mundial, ampliándose el desacoplamiento tanto en términos de crecimiento como de políticas

El crecimiento global se mantiene con fuerza. Tras cerrar 2010 con una tasa de crecimiento del 4,8%, se prevé que la economía mundial experimente una ligera desaceleración hasta niveles del 4,4% tanto en 2011 como en 2012: un comportamiento mejor de lo que podría haberse anticipado hace 12 meses. Esto se explica a través de la mejora de las perspectivas entre las economías avanzadas, debido a (i) unas mejores expectativas de crecimiento en EE.UU. tras las medidas de estímulo fiscal, y (ii) un sólido comportamiento de las principales economías del centro de Europa, que se han desacoplado de los países de la periferia, los cuales se ven lastrados por las tensiones de los mercados financieros. De hecho, a pesar de que las tensiones de los mercados financieros empeoraron en Europa durante el último trimestre de 2010, la actividad económica en la región ha podido acelerarse, demostrando de este modo –al menos temporalmente– un cierto grado de desacoplamiento también entre la actividad económica real y la financiera. En líneas generales, el patrón de crecimiento de la economía mundial se mantiene prácticamente sin cambios, dado que el verdadero motor de dinamización sigue siendo el mundo emergente, liderado por Asia (China e India en particular, véase Gráfico 1) al tiempo que las economías desarrolladas siguen cediendo terreno, más en Europa que en Estados Unidos.

Gráfico 1

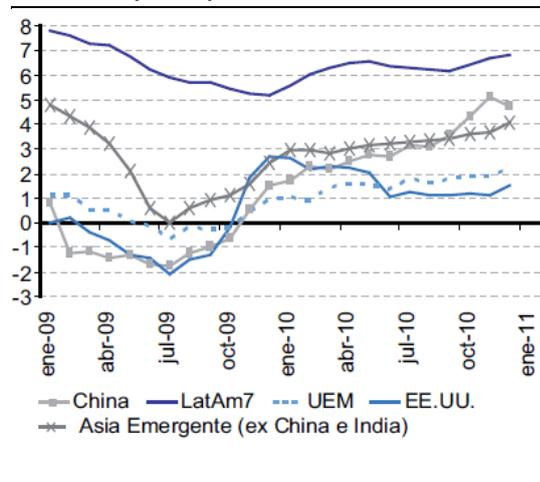
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Inflación (% a/a)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Todos estos desacoplamientos tienen tres importantes consecuencias de cara a las perspectivas. En primer lugar, la divergencia entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes seguirá conllevando unas políticas macroeconómicas diferenciadas en ambas regiones. Las políticas monetarias seguirán siendo altamente expansivas en Estados Unidos y en Europa, promoviendo la búsqueda de rentabilidades en otros ámbitos (en los mercados emergentes y, cada vez más, en las materias primas). Al mismo tiempo, están comenzando a aparecer signos de recalentamiento en algunos países de Asia y Latinoamérica, lo cual está empujando a las autoridades de estos países a considerar la implantación de políticas de endurecimiento monetario, antes de lo previsto anteriormente, debido a las incipientes presiones inflacionistas detectadas, especialmente en Asia (Gráfico 2). Los incentivos resultantes para la entrada de capital en las economías emergentes intensificarán los dilemas ya existentes en materia de políticas en ambas regiones entre, por un lado, las políticas de endurecimiento monetario que garanticen una transición fluida y, por otro, las políticas que eviten apreciaciones bruscas y repentinas de los tipos de cambio.

En segundo lugar, las divergencias de crecimiento entre EE.UU. y la UEM –junto con el riesgo financiero– ejercerán una presión bajista sobre el euro y, quizá aún más significativo, seguirán dirigiendo la atención de los mercados hacia la relativa dificultad de la UEM para crecer, dados sus elevados niveles de deuda pública. Este es uno de los elementos –junto con los diferentes tamaños de los programas de compra de deuda pública de los bancos centrales y las tensiones sobre la gobernanza económica en Europa– que explican por qué los mercados no han reaccionado de forma significativa ante un retraso adicional de la consolidación fiscal en Estados Unidos. La diferencia entre esta falta de reacción y el castigo ejercido por los mercados sobre algunos países de Europa no podría ser mayor.

Finalmente, el creciente desacoplamiento experimentado dentro de la UEM empezará a presionar sobre la política monetaria común en la región, ya de por sí dividida entre un incipiente riesgo de inflación, especialmente en los principales países del centro de Europa, y la necesidad de seguir respaldando la estabilidad financiera, especialmente –aunque no exclusivamente– en las economías periféricas.

Repunta el crecimiento en las principales economías avanzadas, pero se mantienen las fragilidades. Las posibilidades de un escenario de recaída en la recesión en Estados Unidos, que considerábamos muy bajas, se han disipado. El riesgo de subida de los tipos de interés a largo plazo ha cobrado más relevancia

Tal y como esperábamos, EE.UU. no ha vuelto a caer en recesión y las posibilidades de que este escenario se produzca en el futuro se han disipado desde el verano. Este cambio de sentimiento se debe a cuatro factores fundamentales. En primer lugar, la mejora de los datos macroeconómicos a final de 2010 puso de relieve que el consumo en los hogares era más resistente de lo previsto. En segundo lugar, las contundentes medidas adoptadas por la Reserva Federal, implantando una segunda ronda de expansión cuantitativa (QE2) dio apoyo a los precios de la deuda en particular y a los precios de los activos en general. En tercer lugar, se espera que la reducción de la incertidumbre y el aumento de la confianza empresarial favorezcan la inversión. Por último, y quizá lo más importante, la aprobación de un nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 constituyó un importante impulso para reactivar el crecimiento económico. Por tanto, hemos ajustado al alza nuestra previsión de crecimiento para 2011 en 0,7 puntos porcentuales hasta el 3%.

Sin embargo, aún no han desaparecido las debilidades. Los mercados inmobiliarios se mantienen frágiles y siguen siendo susceptibles de dar sorpresas negativas. La renta de las familias sigue débil debido a que el ritmo de la recuperación económica no es suficiente para reducir las tasas de desempleo de forma significativa. Asimismo, el crecimiento del crédito y los procesos de titulización siguen siendo escasos. Si bien ninguno de estos factores debería impedir la recuperación, sigue desarrollándose un escenario en el que cualquier tensión adicional negativa podría perjudicar a la economía. Por el momento, este panorama de recuperación económica gradual con bajas presiones inflacionistas por el lado de la demanda permitirá que la política monetaria siga siendo expansiva durante un periodo prolongado de tiempo.

Asimismo, no deberían olvidarse las lecciones derivadas de la crisis de deuda soberana en Europa. La implantación del nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 supone un impulso al crecimiento en el corto plazo, en un momento en el que se percibían las dudas sobre una posible recaída en un escenario de recesión. Pero no debería sobrevalorarse la solidez ni la persistencia de los factores que han evitado una reacción negativa de los mercados de deuda ante un nuevo retraso en la consolidación fiscal en Estados Unidos. Las compras de bonos por parte de los bancos centrales y las tensiones experimentadas en Europa (y la huida a la calidad de la deuda pública estadounidense) son, por su propia naturaleza, factores a corto plazo que desaparecerán en el medio plazo y, antes de que eso suceda, Estados Unidos deberá mostrar su claro compromiso con la consolidación fiscal o, de lo contrario, se enfrentará a una subida repentina de los tipos de interés a largo plazo. Las agencias de calificación ya han empezado a señalar este riesgo. Hay tiempo para abordarlo pero deben ponerse en marcha las conversaciones y los planes oportunos con la mayor brevedad posible para reducir las preocupaciones fiscales a largo plazo.

Las reformas económicas e institucionales en Europa serán fundamentales para resolver la crisis financiera

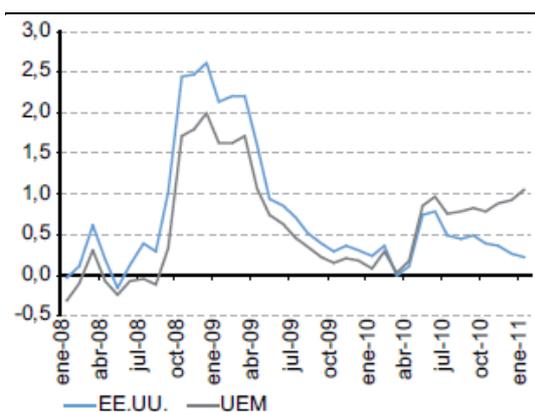
Desde octubre de 2010, han vuelto a resurgir las tensiones financieras en Europa (Gráfico 3), especialmente en los países de la periferia. Las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y las pérdidas del sector financiero volvieron a aparecer, provocando una ampliación de los diferenciales de deuda soberana y las presiones sobre la financiación. Sin embargo, al contrario de lo sucedido en mayo, el efecto contagio a otros países europeos y fuera de la UE fue más limitado.

El aumento de las tensiones en los mercados financieros se debió fundamentalmente a dos factores. En primer lugar, la incertidumbre reinante en los mercados con respecto a la capacidad de las instituciones europeas para abordar la crisis de la deuda soberana. Creció la tensión entre los inversores privados ante la propuesta de que tendrían que asumir las pérdidas derivadas de las posibles reestructuraciones a partir de 2013, y que probablemente serían necesarios recortes en la deuda existente para restablecer la sostenibilidad fiscal. El segundo desencadenante fueron las crecientes dudas acerca de la credibilidad de las pruebas de resistencia al sistema financiero, dada la necesidad de tener que ayudar a los bancos irlandeses poco después de que se considerara que tenían una capitalización adecuada. Estos dos desencadenantes se desarrollaron en un entorno de preocupación por la capacidad de algunos países periféricos como Portugal e Irlanda para cumplir sus objetivos de déficit fiscal y las dudas sobre la capacidad de algunas economías europeas para generar un ritmo de crecimiento suficiente que haga sostenible la carga de su deuda.

La fragilidad de la recuperación de los mercados financieros justo después del verano pone de manifiesto que los mercados están cada vez más centrados en los problemas de solvencia de la deuda soberana de algunos países que simplemente en preocupaciones por la liquidez. Esto pone de relieve la necesidad de implantar una solución integral, no sólo para resolver esta crisis, sino también para establecer un mecanismo sólido de prevención y resolución de crisis para el futuro. De cara a la prevención de futuras crisis, es necesario reforzar la coordinación fiscal, proporcionando mecanismos de absorción de posibles tensiones específicas en países concretos, pero reforzando también la vigilancia en el ámbito fiscal y en la dimensión macroeconómica (incluida la acumulación de desequilibrios en el sector privado). En cuanto a la resolución de la crisis, es necesario implantar un mecanismo claro y transparente que defina quién asumirá las pérdidas, de forma que se evite la volatilidad excesiva en los mercados debido a la incertidumbre, si bien probablemente a estas alturas revista una importancia fundamental que se garantice un mecanismo adecuado de transición.

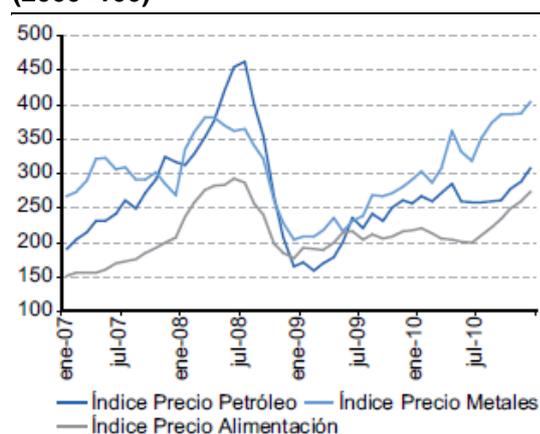
Tal y como se ha indicado anteriormente, el efecto contagio en clave financiera de este último episodio ha sido bastante limitado, incluidos los principales países europeos. De este modo, el crecimiento de la UEM en su conjunto ha sido mayor de lo esperado, especialmente debido a unos resultados muy positivos en Alemania y en otros de los países europeos centrales. Sin embargo, este desacoplamiento entre las tensiones financieras experimentadas por los países periféricos y la actividad de la economía real en Europa no durará si no se acuerda pronto una reforma integral de la gobernanza y si los países no siguen presentando reformas económicas para reducir su vulnerabilidad fiscal, reestructurar el sistema financiero e incrementar el potencial de crecimiento. El acuerdo que se alcance en el próximo Consejo Europeo resultará clave a este respecto.

Gráfico 3

Índice BBVA de tensiones financieras

Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

Precios de las materias primas, (2000=100)

Fuente: BBVA Research

Los precios de las materias primas se estabilizarán pero los riesgos de inflación son cada vez más relevantes en las economías emergentes, economías que seguirán creciendo con fuerza

Los precios de las materias primas se han incrementado de manera generalizada en los últimos meses, situándose en niveles de máximos históricos en el caso de algunos metales (Gráfico 4). Esta escalada es coherente con lo que parece ser el inicio de una tendencia alcista a largo plazo de los precios de las materias primas impulsada por el aumento de la demanda en las economías emergentes, si bien es cierto que también existen otros factores a corto plazo que han contribuido a este repunte reciente, al menos en algunos tipos de materias primas. Por ejemplo, el rápido incremento de los precios de los alimentos en los últimos dos meses es, en gran medida, resultado de factores puntuales asociados a la oferta (climatología adversa), que deberían ir remitiendo a lo largo de 2011. Asimismo, debido a las amplias condiciones de liquidez globales, los inversores han acudido en masa a las materias primas en su condición de activo, incrementado así las primas financieras de forma generalizada.

En adelante, esperamos que los precios de las materias primas en general se estabilicen en torno a los niveles actuales. En el caso de los precios de los alimentos, esto será resultado de la normalización de las cosechas en 2011. En el caso de los metales, el aumento de las existencias comenzará a incidir en los precios. Solo en el caso del petróleo esperamos un mercado más ajustado que siga empujando los precios ligeramente al alza durante 2011 pero que gradualmente irá relajándose. Esta relajación posterior se verá ayudada por una probable reducción de las tensiones financieras en Europa, que debería alejar los flujos de inversión de las materias primas para acercarse a otros activos con unas primas de riesgo más contenidas. Sin embargo, los riesgos están sesgados al alza ya que la fuerte demanda asiática seguirá favoreciendo la tendencia al alza de los precios en el medio plazo.

El incremento de los precios de las materias primas ha sido responsable, en parte, del aumento de la inflación observada en las economías emergentes a finales de 2010 (Gráfico 2). En particular, el incremento de los precios de los alimentos ha tenido un efecto directo e importante en el aumento de la inflación en una serie de países (especialmente de Asia) con el riesgo de contribuir a la inflación general. Sin embargo, en adelante, la estabilización prevista de los precios de los alimentos significará que este factor debería ser menos importante a la hora de determinar la inflación. Aunque el riesgo también ha aumentado en los países desarrollados, este es inferior que en las economías emergentes, dado que los precios de los alimentos tienen una menor ponderación en el IPC, al tiempo que la amplia capacidad productiva sin utilizar y las expectativas de anclaje de la inflación contribuirán a mantener controladas las presiones inflacionistas.

Más preocupante para las economías emergentes es el hecho de que el rápido crecimiento y la fuerte entrada de flujos de capital en Asia y Latinoamérica estén comenzando a generar un riesgo de recalentamiento de la economía, evidenciado en un aumento de la inflación pero también por el rápido crecimiento del crédito y de los precios de los activos. De hecho, esperamos que las economías asiáticas sigan creciendo con fuerza aunque, en nuestra opinión, las autoridades serán capaces de dirigir las hacia un "aterrizaje suave" evitando el recalentamiento, aunque sin duda existe un riesgo más pronunciado que hace tres meses. Impulsada por la demanda interna y los elevados precios de las materias primas, Latinoamérica crecerá con fuerza en 2011, convergiendo hacia un crecimiento potencial de en torno al 4% para el conjunto de la región. Tal y como se mencionó anteriormente, el principal desafío para ambas regiones será gestionar los dilemas que surjan en materia de políticas como resultado de la fuerte entrada de flujos de capital. Esperamos que las políticas de endurecimiento monetario se mantengan en la mayoría de los países, al tiempo que impongan unos controles administrativos cada vez más estrictos para limitar dicha entrada de flujos de capital y medidas prudenciales para limitar el crecimiento del crédito, especialmente en Asia.

2. China: el impulso sigue siendo fuerte

Durante buena parte del año pasado, las autoridades chinas estuvieron tratando de diseñar un aterrizaje suave desde la situación de rápido crecimiento que comenzó tras las enormes políticas de estímulo de finales de 2008 y 2009. Ese estímulo, que adoptó la forma de flexibilización monetaria y de un gran plan de estímulo fiscal de dos años, ayudó a que la economía superara la crisis económica mundial, y en el proceso hizo que la región saliera de la recesión. Pero también desató una oleada de préstamos bancarios y un fuerte impulso de crecimiento que las autoridades tratan de frenar, tarea en la que hasta ahora sólo han tenido un éxito parcial. En concreto, unas cifras del PIB y del crecimiento del crédito por encima de lo previsto, junto con el aumento de la inflación en los últimos meses, han impulsado a las autoridades a implementar un enfoque cada vez más agresivo del ajuste monetario. Basándonos en la determinación de las autoridades para desacelerar el crecimiento en línea con un aterrizaje suave, mantenemos nuestras previsiones de un incremento del 9,2% para el PIB de 2011, mientras que revisamos nuestras previsiones de inflación y las elevamos al 4,5% (desde el 3,3% anterior).

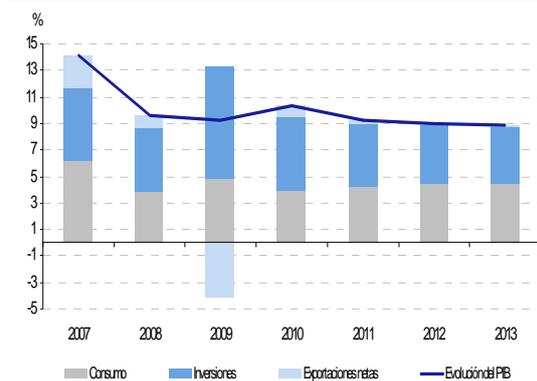
El impulso de crecimiento es todavía fuerte, con algunos indicios de moderación

Tras un breve periodo de calma en el tercer trimestre de 2010, la actividad económica volvió a tomar impulso a finales de año (Gráfico 5). El crecimiento del PIB repuntó en el 4T hasta el 9,8% a/a desde el 9,6% a/a del 3T (o aproximadamente un 12,1% t/t, tasa anual desestacionalizada), lo que eleva el crecimiento de todo el ejercicio 2010 al 10,3%, en comparación con el 9,1% de 2009. En cuanto a la demanda, según los datos preliminares, los principales factores que han contribuido al crecimiento anual del PIB en 2010 han sido el consumo y la inversión, con un 3,9% y un 5,6% respectivamente.

La inflación se aceleró hasta el 5,1% a/a en noviembre, antes de retroceder al 4,6% a/a en diciembre, pero todavía muy por encima del objetivo del 3% marcado por las autoridades anteriormente. Aunque el principal impulso del índice general de precios han sido las subidas de los precios de los alimentos, los componentes no alimentarios también han experimentado un repunte.

Gráfico 5

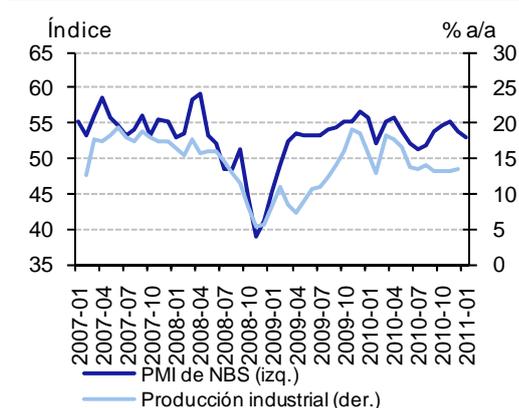
El crecimiento del PIB continúa inquietantemente fuerte... (contribución al PIB)



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6

...aunque los últimos valores del PMI y la producción industrial muestran una tendencia a la moderación



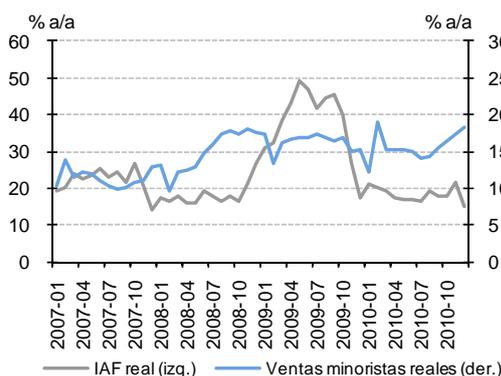
Fuentes: CEIC y BBVA Research

A pesar del repunte del crecimiento del PIB, hay indicios claros de cierta moderación, lo que sugiere que las medidas de ajuste de las autoridades podrían estar dando resultado en la consecución de un aterrizaje suave (Gráfico 6). En concreto, el índice de gerentes de compras (PMI) oficial (NBS) mostró en diciembre de 2010 y enero de 2011 caídas mayores de lo previsto, después de cuatro meses consecutivos con unos resultados más fuertes de lo que se esperaba y cinco meses consecutivos de incrementos. Hay que destacar que los valores se han mantenido firmes en la zona de expansión (+50), lo que indica que el crecimiento se está moderando, pero no está cayendo en picado, lo cual ha contribuido a apaciguar la inquietud de los mercados acerca de un aterrizaje brusco de la economía china. Esta situación se corrobora en los últimos datos de la producción industrial, que se estabilizó en el 13,5% a/a en diciembre, en línea con las expectativas.

En lo que respecta a la demanda, los indicadores siguen mostrando fortaleza. Las ventas minoristas de diciembre crecieron al 19,1% a/a, un ritmo más rápido de lo previsto que indica que el consumo es robusto (Gráfico 7) y aporta más pruebas de que se está produciendo un reequilibrio del crecimiento económico hacia el consumo privado. Sin embargo, la solidez de las ventas minoristas puede deberse en parte a las iniciativas del gobierno para fomentar el consumo, medidas que incluyen subvenciones para la compra de automóviles y programas de incentivos para los electrodomésticos; de hecho, el sólido resultado de diciembre puede haber estado influido por la precipitación para adquirir automóviles en Pekín antes de que entraran en vigor en enero de 2011 las restricciones que se han implementado en la compra de vehículos con el fin de moderar la congestión del tráfico. Por otro lado, los indicadores de inversión también siguen mostrando fortaleza, y la inversión en activos fijos urbanos correspondiente a diciembre registró un sólido crecimiento del 24,5% a/a, en línea con las expectativas.

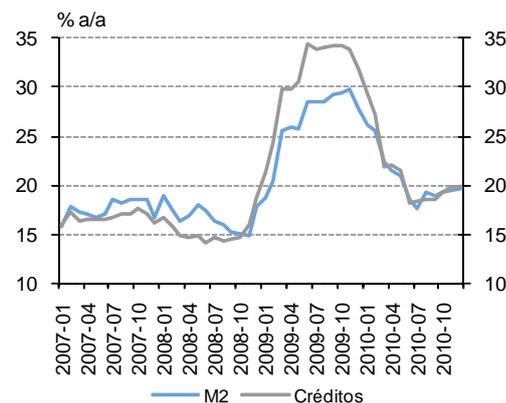
El crecimiento del crédito y de la M2 superó los objetivos anuales en diciembre (Gráfico 8). Los préstamos nuevos siguieron ampliándose a un ritmo rápido hasta diciembre, de modo que ascienden a 7,95 billones de RMB y superan el objetivo anual, establecido en 7,50 billones de RMB. Por tanto, el crecimiento anual del crédito se situó en el 19,9%, por debajo del 31,7% registrado en 2009, pero por encima del objetivo marcado originalmente por las autoridades: un 18,8%. El crecimiento de la M2 en diciembre fue un 19,7% a/a, también por encima del 17,0% que era el objetivo anual de las autoridades.

Gráfico 7
Los indicadores de inversión y consumo se mantienen sólidos



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8
El crecimiento del crédito y de la M2 no se encuentra ya en los picos anteriores, pero todavía sigue siendo fuerte.



Fuentes: CEIC y BBVA Research

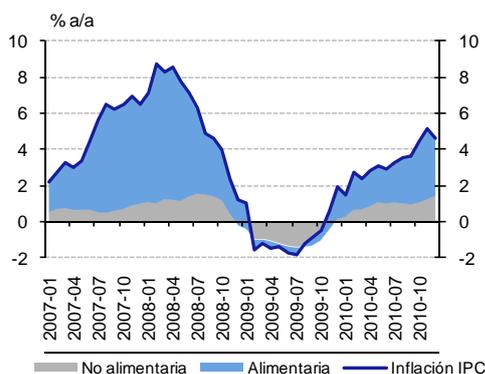
En el plano externo, las exportaciones han mostrado una solidez sorprendente. El crecimiento de las exportaciones y de las importaciones fue enérgico hasta finales de 2010, con un crecimiento del 31,3% y el 38,7% respectivamente para el año. Los resultados llevaron a un superávit comercial en 2010 más pequeño, pero todavía sustancial, de 183.100 millones de dólares estadounidenses (3,4% del PIB), por debajo de los 196.100 millones de dólares estadounidenses registrados en 2009. Un examen más detallado del patrón de comercio revela una cuota creciente con otros mercados emergentes, aunque los principales socios comerciales de China siguen siendo EE.UU. y la UE, con una cuota combinada de aproximadamente un 40%. Los volúmenes de comercio con las economías ASEAN, la India y Brasil se han incrementado rápidamente, un 37,5%, un 42,4% y un 47,5% respectivamente en 2010.

La inflación del IPC se ha visto incrementada debido a otra subida en el precio de los alimentos

Una de las tendencias más preocupantes ha sido un aumento considerable en el índice general de precios, impulsado inicialmente por subidas de los precios de los alimentos relacionadas con las condiciones climáticas, pero que también se ha extendido más recientemente a otros componentes no alimentarios, en particular a los costes de la vivienda (Gráfico 9). El aumento de la inflación no alimentaria parece indicar que han repuntado las presiones inflacionistas subyacentes en el lado de la demanda, lo que es coherente con nuestras estimaciones de que la brecha de producción está cerrada, así como con la evidencia del rápido incremento de los salarios y la flexibilidad de la liquidez (Gráfico 10). La inflación se aceleró hasta el 5,1% a/a en noviembre, antes de moderarse hasta el 4,6% a/a en diciembre debido a efectos base favorables y a una caída de los precios de los alimentos tras las medidas administrativas adoptadas por el gobierno para desacelerar el aumento de los precios (la inflación del precio de los alimentos cayó en diciembre al 9,6% a/a desde el 11,7% del mes

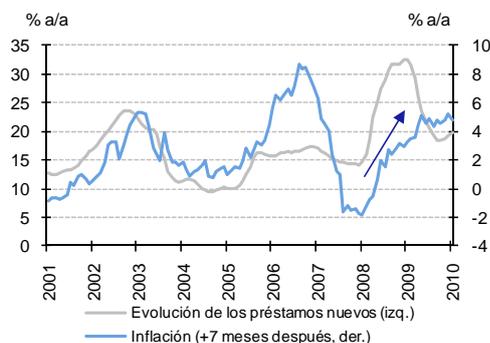
precedente). Por tanto, la inflación se aceleró muy por encima del objetivo anual del 3% marcado por las autoridades. De modo que en vista de las presiones subyacentes, han elevado su objetivo de inflación al 4% en 2011 (véase la Sección 3). La inflación de los precios mayoristas también ha mostrado signos de repunte, aunque se moderó hasta el 5,9% a/a en diciembre desde el 6,1% a/a registrado en noviembre.

Gráfico 9
La inflación del IPC sigue aumentando en los precios de los alimentos y en los precios globales de las materias primas



Fuente: estimaciones del CEIC y BBVA Research

Gráfico 10
Los préstamos nuevos aumentaron rápidamente en 2009, lo que contribuyó a la inflación con retraso...

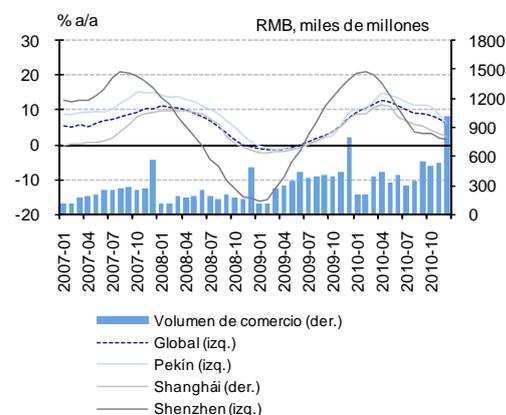


Nota: basado en la inflación prevista para 2001.
Fuentes: CEIC y SEE del BBVA.

El aumento de los precios inmobiliarios ha provocado la adopción de nuevas medidas para enfriar el sector

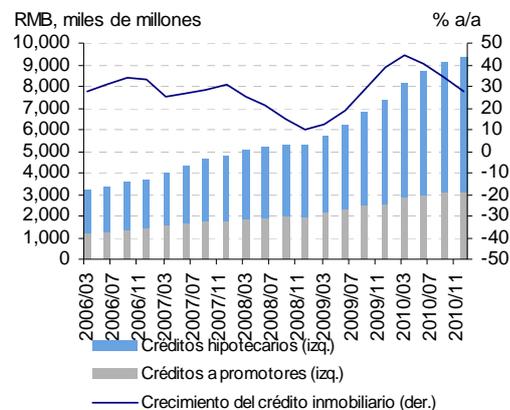
Las autoridades han seguido supervisando de cerca la evolución de los precios inmobiliarios para mantener los precios de la vivienda asequibles y evitar el riesgo de burbujas de precios que resultan desestabilizadoras. Aunque el ritmo de subida de los precios se ha moderado, los últimos datos muestran que el sector sigue muy activo. Los aumentos de precios en diciembre ascendieron a un 6,4% a/a (o un 0,3% m/m), por debajo del 7,7% a/a de noviembre (según los datos del NBS para las 70 ciudades más grandes), pero todavía han registrado un incremento intermensual por cuarto mes consecutivo. Los volúmenes de ventas sumaron 2.060 millones de RMB en el 4T, registrando así un incremento del 24,9% a/a (Gráfico 11). Por otro lado, el crecimiento del crédito en el sector inmobiliario sigue moderándose en términos interanuales, con una mayor moderación en los créditos a promotores inmobiliarios que en el crédito hipotecario (Gráfico 12).

Gráfico 11
La actividad del sector inmobiliario se modera debido a las duras medidas del gobierno



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 12
Los créditos inmobiliarios experimentan una desaceleración, pero el crecimiento de los préstamos aún se mantiene alto



Fuentes: CEIC y BBVA Research

El ritmo de actividad ha provocado que el gobierno tomara medidas drásticas en el sector inmobiliario. En octubre, las autoridades redujeron a la mitad el descuento de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios (en relación con el tipo de referencia oficial) para las compras de primeras viviendas, de modo que el descuento pasó del 30% al 15% (el descuento más alto se lanzó en 2008 como parte del plan de estímulo fiscal). Con esta reducción, los tipos de interés mínimos para las compras de primeras y segundas viviendas se sitúan en el 85% y el 110% de los tipos de interés oficiales para préstamos. En noviembre, el Ministerio de Vivienda y Desarrollo Urbano y Rural anunció restricciones en la compra de viviendas por parte de extranjeros, de forma que se limitaron a una unidad para uso como residencia personal. Más recientemente, en enero de 2011, se elevaron los requisitos de entrada en las hipotecas para las segundas viviendas, que pasaron del 50% al 60% (el requisito de entrada para las hipotecas de primera vivienda sigue siendo un 30%). El crédito hipotecario para la compra de terceras viviendas se prohibió a finales de septiembre. Asimismo, en enero se instó a los gobiernos locales a establecer objetivos de precios inmobiliarios más estrictos y se impusieron limitaciones sobre las compras en determinadas ciudades y ayuntamientos. Por último, en enero de 2011 se introdujo un impuesto sobre la propiedad que ya se había anticipado hace tiempo y que se aplica a las compras nuevas en un programa piloto que se ha implementado en Shanghái y Chongqing.

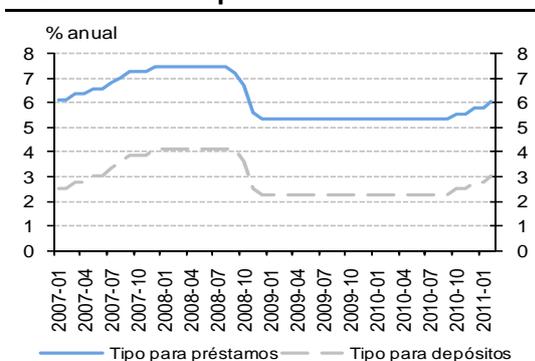
Ajuste monetario con políticas fiscales de apoyo

El impulso de crecimiento más fuerte de lo previsto, el aumento de la inflación y el rápido crecimiento del crédito han impulsado a las autoridades a implementar medidas de ajuste monetario cada vez más agresivas. Después de un movimiento alcista de los tipos efectuado por sorpresa el pasado mes de octubre, el BpDc subió su tipo de interés de referencia en diciembre de 2010 y en febrero de 2011, con una subida de 25 pb cada vez (Gráfico 13). Como ocurrió en octubre, los tipos de interés para depósitos subieron relativamente más en los plazos más largos, dando como resultado una reducción efectiva de los márgenes financieros netos. Estos tipos de interés para depósitos más altos tienen como objetivo aumentar la rentabilidad real para los inversores y alejar los fondos especulativos del mercado inmobiliario.

Los movimientos de los tipos de interés han ido acompañados de nuevas subidas en los coeficientes de reservas obligatorias (CRO) que sólo en el cuarto trimestre han experimentado tres incrementos de 50 pb y un incremento adicional de otros 50 pb en enero de 2011 (Gráfico 14). En comparación con las subidas anteriores realizadas en la primera mitad de 2010, que eximían a los bancos rurales y de pequeñas aldeas, las últimas subidas del coeficiente de reservas obligatorias se aplicaron a todos los bancos y elevaron los coeficientes para los bancos grandes al máximo histórico del 19%. Dicho coeficiente se ha incrementado ahora siete veces desde comienzos de 2010, con un aumento acumulado de 350 pb.

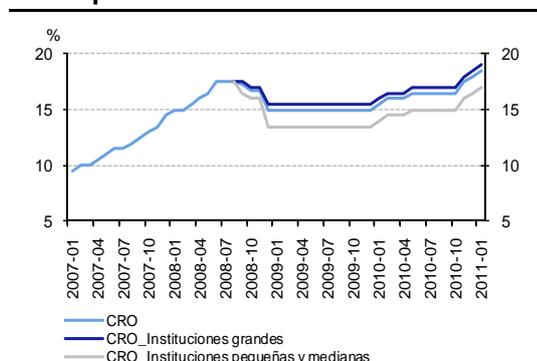
Según los datos preliminares, el déficit presupuestario general para 2010 ascendió al 2,7% del PIB, ligeramente por debajo del objetivo original del 2,8%, debido principalmente a que el crecimiento del PIB fue superior a lo previsto y también un poco por debajo en comparación con el del año 2009, cuyo resultado fue un 2,8% del PIB. En contraste con el ajuste monetario, el plan de las autoridades es mantener una postura fiscal que sirva de apoyo al crecimiento (véase la Sección 3 a continuación).

Gráfico 13
Hasta ahora se han producido tres subidas de los tipos...



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 14
...acompañadas de subidas agresivas en los requisitos de reservas



Fuentes: CEIC y BBVA Research

El rendimiento bancario ha sido sólido

La rentabilidad del sector bancario se mantuvo alta durante los tres primeros trimestres de 2010 (véase el [Observatorio Bancario de China](#)). Aunque es posible que las medidas de ajuste monetario del año pasado, especialmente a partir de la adopción de una postura más agresiva en el cuarto trimestre, reduzcan considerablemente la rentabilidad de cara al futuro, las perspectivas a corto plazo siguen siendo buenas, dado que el crecimiento del crédito se mantiene todavía fuerte y los márgenes financieros netos son adecuados. En cuanto a la calidad de los activos, la tasa de morosidad ha seguido cayendo hasta llegar al mínimo histórico del 1,03% a finales de septiembre, lo que se debe tanto a un aumento de los préstamos pendientes como a un descenso del nivel de morosidad.

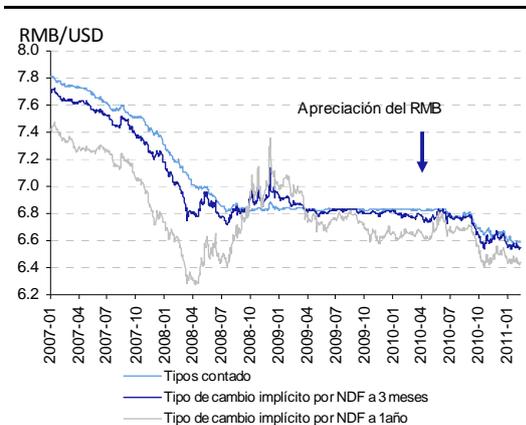
Los requisitos de capital obligatorio se elevaron el pasado mes de marzo hasta el 11,5% para los bancos grandes (desde el 11,0% anterior) y hasta el 10% para el resto de los bancos (desde el 8-10% anterior). Junto con el rápido crecimiento del crédito, los requisitos más altos crearon la necesidad de captar capitales en varios bancos, lo que llevaron a cabo de forma satisfactoria. Es de destacar que varios de los grandes bancos propiedad del estado, incluidos el BOC, ICBC y CCB, tuvieron éxito en cubrir sus necesidades de captación de capital, lo que les permitió superar los nuevos coeficientes mínimos de solvencia. De cara al futuro, preveemos que algunos otros bancos podrían tener necesidades de captación de capital en 2011, por un importe total de 130.000 millones de RMB, una cifra considerablemente inferior a los 510.000 millones de RMB obtenidos por el sistema bancario en 2010.

La apreciación del RMB ha continuado a un ritmo gradual, mientras que las reservas de divisas y la presión internacional siguen creciendo

El RMB se ha apreciado un 2,7% desde la adopción de un acuerdo monetario más flexible el pasado mes de junio (Gráfico 15). Sin embargo, en términos efectivos nominales (TCNE), el RMB en realidad se ha depreciado, aunque si se tiene en cuenta la alta tasa de inflación, sí ha habido cierta apreciación en términos efectivos reales (Gráfico 16).

Gráfico 15

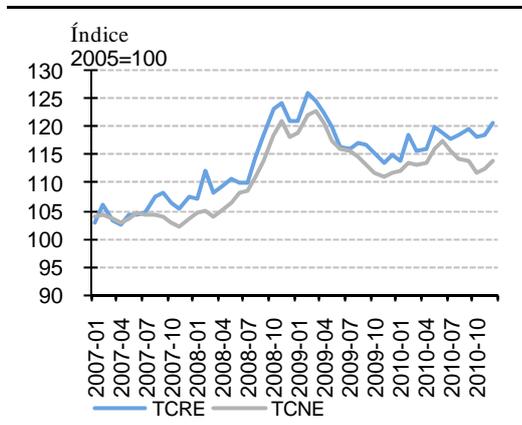
Continúa la apreciación gradual frente al dólar estadounidense



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 16

La apreciación del tipo de cambio efectivo nominal ha sido hasta ahora limitada



Fuentes: NBS, BIS y BBVA Research

Por otro lado, las reservas de divisas se han incrementado a un ritmo acelerado a lo largo del año, 199.000 millones de dólares estadounidenses en el 4T (aproximadamente lo mismo que en el 3T, pero por encima de lo registrado en la primera mitad del año), por lo que las reservas han aumentado hasta la cifra récord de 2,85 billones de dólares a finales de año, lo que equivale a un aumento de casi 0,5 billones de dólares estadounidenses. Dada la reducción del superávit comercial, la rápida acumulación de reservas apunta a un incremento en las entradas de capitales, que en algunos casos podrían ser flujos de capital especulativo en anticipación de una mayor apreciación del RMB. Después de descontar las entradas procedentes del superávit comercial, las variaciones de valoración (debido a las fluctuaciones monetarias) y los flujos de inversión extranjera, estimamos que las entradas de capital especulativo ascienden aproximadamente a 94.000 millones de dólares estadounidenses en el cuarto trimestre, una cifra considerablemente superior a la del 3T (20.000 millones de dólares), debido al retroceso de la aversión al riesgo global.

Continúa la internacionalización gradual del RMB

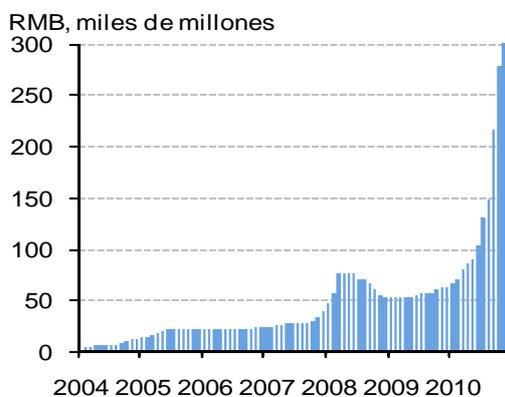
El programa piloto para establecer la liquidación en RMB en el comercio internacional se amplió en junio de 2010 hasta cubrir 20 provincias y ayuntamientos dentro de China y todos los socios comerciales internacionales. Junto con las expectativas de una mayor apreciación monetaria, este factor ha potenciado el rápido crecimiento de las operaciones comerciales internacionales denominadas en RMB. Sin embargo, los volúmenes de comercio con liquidación en RMB todavía representan una cuota relativamente pequeña (un 2,5%) del comercio internacional de China. Es de esperar que esta cuota aumente en los próximos años, ya que las autoridades siguen ampliando el programa de liquidación en RMB. Los últimos pasos en esta dirección se dieron en enero de 2011, cuando a las empresas chinas de las 20 regiones piloto se les permitió hacer inversiones directas extranjeras (lanzar nuevos negocios, fusiones y adquisiciones, así como la participación en inversiones estratégicas, aunque excluyendo las inversiones financieras) en instrumentos denominados en RMB.

Dadas sus diversas ventajas, Hong Kong ha ido avanzando continuamente para convertirse en el principal centro extraterritorial de los negocios en RMB. Como reflejo de ello, los depósitos en RMB de Hong Kong han crecido rápidamente durante los últimos meses (Gráfico 17). También ha aumentado en Hong Kong la emisión de letras en RMB. Se prevé también que las autoridades liberalizarán aún más el mercado de RMB extraterritorial y permitirán que las instituciones financieras de Hong Kong ofrezcan nuevos productos de inversión en RMB, como el "Mini-QFII" (que permitirá a los extranjeros utilizar el RMB extraterritorial para invertir directamente en el mercado de valores de China) y las OPV denominadas en RMB.

Pero a pesar de las últimas tasas de crecimiento rápido y de las fuertes perspectivas, los mercados bursátiles de China se han quedado por detrás de los de otras economías emergentes por temor a un nuevo ajuste monetario. El Índice de valores de China (el mayor índice de valores del mercado de acciones A de China) cayó un 12,5% en 2010 y ha caído otro 2,9% hasta ahora en 2011 (Gráfico 18), por lo que se sitúa entre los mercados con peores resultados.

Gráfico 17

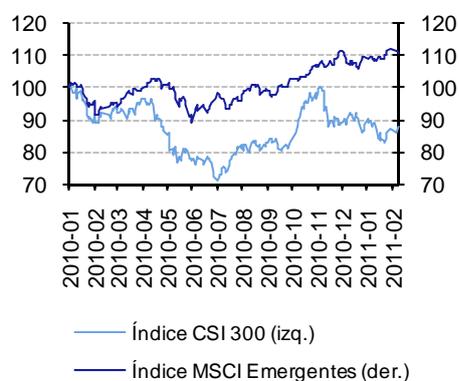
Fuerte aumento de los depósitos en RMB en Hong Kong



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 18

Pobre desempeño del mercado bursátil en 2010 por temor al ajuste



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

3. Retos a la vista para manejar el crecimiento y la inflación

En vista de que el impulso de crecimiento y la inflación han sido superiores a lo previsto, como se ha expuesto anteriormente, las autoridades están adoptando un enfoque más agresivo en el ajuste monetario para frenar el crecimiento del crédito y evitar el recalentamiento. En ese sentido, esperamos nuevas subidas de los tipos de interés (otros 50 pb) y de los requisitos de reservas (al menos 100 pb) en el transcurso de 2011, y probablemente bastante temprano, en la primera mitad del año. Es posible que sea preciso hacer un ajuste monetario aún más agresivo si, contrariamente a lo que se espera, la inflación no se reduce. Dada la determinación de las autoridades para contener la inflación y mantener el crecimiento dentro de los límites del potencial, nuestro escenario central sigue incorporando un aterrizaje suave de la economía.

El impulso más fuerte de lo previsto contrarresta los riesgos del agresivo ajuste monetario

Mantenemos nuestro escenario central con una previsión de crecimiento del PIB del 9,2% en vista de la determinación de las autoridades para lograr un aterrizaje suave (Tabla 1). A pesar de que el aumento de la inflación y una respuesta de ajuste monetario más agresivo podrían elevar el riesgo de un aterrizaje brusco, el impulso de crecimiento es más fuerte de lo previsto y hay buenas perspectivas de que aumente el consumo privado. En este escenario, el crecimiento debería mantenerse dentro del potencial, facilitando así la moderación de la inflación en la segunda mitad de 2011. Dicho esto, hemos elevado nuestras previsiones de inflación media para 2011 al 4,5% desde el 3,3% estimado anteriormente y en comparación con el objetivo de inflación del 4% anunciado por las autoridades (que lo han revisado al alza con respecto al 3% de 2010). Según nuestras previsiones, la inflación se mantendrá en niveles elevados durante la primera mitad del año y llegará al máximo del 5,0% durante dicho periodo antes de moderarse en el segundo semestre hasta el 3,6% (en diciembre) a medida que se ajuste la política monetaria y que, tal como se espera, se moderen los precios de los alimentos y de las materias primas.

Tabla 1

Escenario central

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
PIB (% a/a)	9,6	9,2	10,3	9,2	9,0
Inflación (promedio, %)	5,9	-0,7	3,3	4,5	4,0
Balance fiscal (% del PIB)	-0,4	-2,8	-2,7	-2,3	-2,1
Cuenta corriente (% PIB)	9,9	6,1	4,6	5,1	5,0
Tipo de referencia (% fdp)	5,31	5,31	5,81	6,56	7,06
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,83	6,83	6,62	6,30	6,00

Fuente: BBVA Research

Los riesgos inflacionistas se inclinan al alza

A pesar de nuestro escenario central de inflación moderada, los riesgos se inclinan claramente al alza. Si los incrementos de los precios de los alimentos y de las materias primas no se reducen como se espera, y la reciente sequía del norte de China no augura nada bueno a este respecto, los factores del lado de la oferta seguirán ejerciendo presiones alcistas en el IPC. Además, si el crecimiento no se modera según lo previsto, podrían continuar las presiones del lado de la demanda, lo que desembocaría en una dinámica precios-salarios desfavorable.

Un cambio en la política monetaria, de “flexible” a “prudente”

De cara al futuro, esperamos que las autoridades mantengan el reciente cambio de postura monetaria, que ha pasado a considerarse “prudente” tal como se anunció tras la habitual reunión de fin de año sobre política económica celebrada en Pekín. En este sentido, el BPdC ha señalado que seguirá utilizando una mezcla de herramientas que incluye instrumentos cuantitativos (como los aumentos del CRO) e instrumentos basados en los precios (nuevas subidas de los tipos de interés), todo ello con vistas a frenar el crecimiento de la masa monetaria (M2) hasta un 16% aproximadamente, por debajo del resultado del 19,7% que se registró el año pasado.

En contraste con los años anteriores, el BPdC ha optado por no proporcionar un techo anual explícito sobre los nuevos préstamos bancarios para 2011. No obstante, creemos que es probable que el BPdC siga funcionando con cuotas internas de crédito banco a banco. Para limitar el crecimiento del crédito, las autoridades han anunciado su intención de utilizar un "coeficiente de reservas obligatorias (CRO) diferenciado y dinámico". En la práctica esto significa que el BPdC podría ajustar los CRO de los distintos bancos en línea con el crecimiento de sus respectivos créditos.

La ausencia de un objetivo de crédito anunciado oficialmente para 2011 podría reflejar la insatisfacción que ha producido el no poder cumplir con el objetivo de 2010, pero podría indicar sobre todo un cambio hacia un mayor uso de instrumentos de control monetario indirectos, en reconocimiento de que las complejidades financieras de la economía china son cada vez mayores y más profundas. Ese enfoque también sería coherente con las expectativas de que el gobierno liberalizará los tipos de interés en los próximos años, quizá en el contexto del futuro plan quinquenal.

Se prevé que la apreciación monetaria seguirá siendo gradual

Seguimos esperando una nueva apreciación gradual de la moneda de aproximadamente un 4-5% frente al dólar estadounidense en los próximos años, como complemento del ajuste monetario. Además de reducir el grado de infravaloración de la moneda y de aproximar el tipo de cambio al nivel de equilibrio (la balanza de pagos de China sigue teniendo un superávit considerable), la apreciación contribuiría a frenar las presiones inflacionistas, especialmente al reducir el componente importado de las subidas de los precios de los alimentos y de las materias primas. En este sentido, si las exportaciones continúan con su buen rendimiento y la inflación no se modera según lo previsto, no nos sorprendería ver una apreciación algo más rápida que la que proponemos en nuestro escenario central, donde anticipamos un RMB a 6,30 a finales de 2011.

La política fiscal seguirá apoyando el crecimiento

Dado que la política monetaria está orientada a contener la inflación y a limitar el crecimiento del crédito, se prevé que la política fiscal del próximo año seguirá dando apoyo al crecimiento, tanto para que sirva de protección contra un deterioro de la demanda externa como para apoyar los objetivos de reequilibrio y desarrollo de las infraestructuras que se han establecido a medio plazo. Los detalles del 12º plan de desarrollo quinquenal y los objetivos presupuestarios de 2011 no se anunciarán hasta marzo. Algunas de las iniciativas que se pusieron en marcha con el plan de estímulo de dos años han expirado, como las subvenciones para la compra de automóviles (aunque siguen vigentes las subvenciones para los vehículos con tecnologías limpias), mientras que la mayoría de los programas de subvenciones existentes para las zonas rurales continuarán en 2011, incluidos los relativos a las compras de electrodomésticos, motores y maquinaria agrícola así como productos de ahorro energético (incluidos coches eléctricos y productos de iluminación). También se prevé que el presupuesto de 2011 pondrá énfasis en la vivienda pública (está programado el desarrollo de 10 millones de unidades en 2011, tras los ambiciosos planes de 5,8 millones de unidades en 2010) y la inversión en infraestructuras, incluida la ampliación de la red de ferrocarriles de alta velocidad y las instalaciones de distribución de agua de China.

En lo que respecta a la financiación, esperamos que el gobierno central juegue el papel principal en el gasto y la inversión, con el fin de reducir las vulnerabilidades que se han creado a través de los vehículos de financiación de los gobiernos locales. También se podrían lanzar algunas iniciativas en 2011 para mejorar el sistema de reparto de la recaudación tributaria entre el gobierno central y los gobiernos locales con el fin de incrementar la fortaleza financiera de estos últimos.

El reequilibrio a medio plazo se sostendrá gracias al incremento del consumo

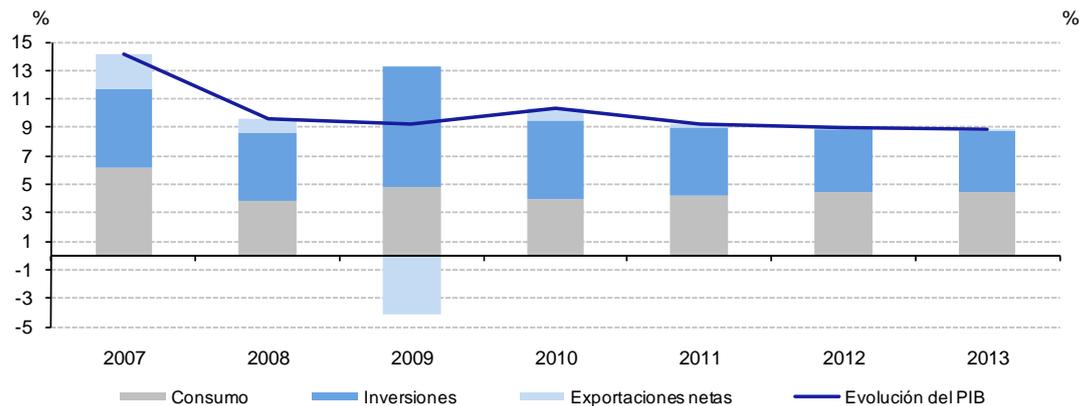
Como ya hemos observado anteriormente en nuestros informes, aunque esperamos que China mantenga unas tasas de crecimiento elevado a medio plazo, no es probable que se mantengan las tasas de dos dígitos registradas en el pasado reciente. Estimamos que el crecimiento potencial del PIB se moderará gradualmente desde una cifra de más del 9% en 2011 hasta ligeramente por encima del 8% en 2015. La moderación prevista se debe a una combinación de las tasas de crecimiento del mercado laboral en descenso y al menor crecimiento de la productividad del factor total a medida que evolucione la economía.

Seguimos viendo un amplio margen para un incremento en la ratio consumo-PIB, que es muy baja en términos relativos. Las iniciativas políticas han respaldado un incremento gradual en el consumo, lo cual incluye incentivos fiscales, mejoras de la red de protección social que deberían reducir la necesidad del ahorro preventivo con el tiempo, y el reciente paso hacia la apreciación de la moneda. La urbanización y el aumento de los salarios deberían apoyar esta tendencia. Consecuentemente, nuestras proyecciones a medio plazo incorporan una rotación gradual del crecimiento hacia el consumo privado, que ya no se seguirá basando en las exportaciones y en las inversiones (Gráfico 19).

La inflación a medio plazo podría seguir siendo elevada, no sólo por el incremento de las presiones de demanda, sino también por los indicios de que los mercados de trabajo estarán más ajustados. China está experimentando lo que en inglés se conoce como un punto de inflexión “Lewisian” (que recibe el nombre del desaparecido Premio Nobel de economía Sir Arthur Lewis, cuyo trabajo explica la evolución de los salarios industriales en los países en vías de desarrollo cuando disminuye el superávit de mano de obra), por lo que es probable que aumenten los costes laborales a medio plazo. El aumento de los precios del suelo y de la vivienda también es probable que sean una consecuencia de una urbanización más rápida. Por consiguiente, la inflación podría muy bien rondar el 4,5% a medio plazo.

Gráfico 19

Reequilibrio del crecimiento a medio plazo



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

4. Los riesgos apuntan al recalentamiento

En China, durante gran parte del año pasado se ha experimentado la influencia de riesgos contrapuestos entre un crecimiento más débil como consecuencia de la fragilidad de la economía mundial y el recalentamiento derivado de un rápido crecimiento del crédito, de las burbujas de precios de los activos y de la fuerte demanda interna. Aunque no descartaríamos los riesgos de la economía mundial, está claro ahora que los riesgos de recalentamiento son los que prevalecen. En nuestra opinión, las autoridades reconocen dichos riesgos de recalentamiento, como se puede observar en su agresivo enfoque del ajuste monetario y en las medidas que han tomado para frenar el aumento de los precios en el sector inmobiliario.

En comparación con nuestra valoración de hace tres meses, los riesgos de burbujas de precios de los activos, en especial los relativos al sector inmobiliario, no han desaparecido, pero han retrocedido un poco gracias a las medidas de ajuste adicionales. Dicho esto, la liquidez se mantiene alta y es posible que continúe el comportamiento especulativo en el sector. En un plano más general, los riesgos de burbujas en otros mercados de activos, como en el mercado de renta variable, han disminuido como consecuencia del descenso de los precios.

Como se ha indicado en las secciones precedentes, el riesgo principal a corto plazo se dirige hacia las perspectivas de inflación. En concreto, si los precios de los alimentos y de las materias primas se mantienen elevados, los resultados de la inflación podrían superar el objetivo que las autoridades han subido recientemente al 4%, tal vez por un margen considerable. El fuerte impulso de crecimiento podría contribuir a este riesgo desde el lado de la demanda.

Los riesgos bajistas para las perspectivas se deben a la posibilidad de que el entorno externo sea más débil, aunque ahora esos riesgos han retrocedido dada la mejora de las perspectivas de EE.UU. y de Europa. Aunque no anticipamos un aterrizaje brusco, dicho riesgo ha aumentado debido a las presiones del recalentamiento y a la amenaza que supone un ajuste monetario más agresivo si la inflación no disminuye según lo previsto.

En el sector financiero, continúan los riesgos de que aumenten la morosidad y las vulnerabilidades derivadas de los vehículos de financiación de los gobiernos locales, especialmente cuando en los últimos meses hay indicios de un crecimiento del crédito aún más rápido. Dicho esto, las autoridades parecen muy conscientes de estos riesgos, y sus continuos esfuerzos de ajuste monetario, medidas macroprudenciales y reglas más estrictas en el uso de los vehículos de financiación de los gobiernos locales deberían ayudar a mantener los riesgos en un nivel manejable en los próximos años. Además, el éxito que tuvieron los bancos el año pasado en sus iniciativas de captación de capital ha contribuido a apuntalar el sistema bancario.

5. Tablas

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
PIB (% a/a)	9,6	9,2	10,3	9,2	9,0
Inflación (promedio, %)	5,9	-0,7	3,3	4,5	4,0
Balance fiscal (% del PIB)	-0,4	-2,8	-2,7	-2,3	-2,1
Cuenta corriente (% PIB)	9,9	6,1	4,6	5,1	5,0
Tipo de referencia (% fdp)	5,31	5,31	5,81	6,56	7,06
Tipo de cambio (CNY/USD, fdp)	6,83	6,83	6,62	6,30	6,00

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

(tasa de crecimiento a/a)	2008	2009	2010 (E)	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	0,4	-2,6	2,8	3,0	2,7
UEM	0,3	-4,0	1,7	1,7	1,8
Pacífico Asiático	5,6	3,7	8,1	6,5	6,4
China	9,6	9,2	10,3	9,2	9,0
Mundo	3,0	-0,6	4,8	4,4	4,4

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (fin de periodo)

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU. EUR/USD	0,70	0,70	0,75	0,78	0,77
UEM USD/EUR	1,50	1,40	1,34	1,29	1,30
China CNY/USD	6,83	6,83	6,62	6,30	6,00

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Previsiones macroeconómicas: tipos de referencia (fin de periodo)

	2008	2009	2010	2011 (P)	2012 (P)
EE.UU.	0,61	0,25	0,25	0,25	0,50
UEM	2,73	1,00	1,00	1,00	1,00
China	5,31	5,31	5,81	6,56	7,06

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 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. Deben ser igualmente conscientes 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. 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, 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) aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y 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 del 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".

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

Economista Jefe de Economías

Emergentes del Grupo

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Economista Jefe de Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Serena Zhou

serena.zhou@bbva.com.hk

China continental

Daxue Wang

daxue.wang@bbva.com.hk

Análisis del mercado

Richard Li

richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Directores de Estrategia:

Normativas y Escenarios Económicos y Financieros

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Normativas

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

Estrategia de Clientes y Mercados:

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

España y Europa:

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macroeconómico de México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Emergentes:

Alicia García Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal de Economías

Emergentes

Daniel Navia

daniel.navia@grupobbva.com

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

Datos de contacto

BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. + 2582 3111

Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

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