

# Situación China

Cuarto trimestre de 2010

## Análisis económico

- Tras un breve periodo de calma, los últimos indicadores de actividad apuntan hacia la existencia de un impulso positivo renovado, que empuja a las autoridades a tomar más medidas de ajuste, incluyendo una reciente subida de los tipos. Dada la determinación de las autoridades de contener el crecimiento y la inflación para prevenir un sobrecalentamiento de la economía, seguimos esperando una moderación del impulso paralela a un aterrizaje suave de la economía.
- Hemos incrementado nuestra proyección de crecimiento para la totalidad de 2010 hasta un 10,1%, desde el 9,8% anterior, basándonos en el impulso positivo del crecimiento hasta la fecha que ha sido más veloz de lo esperado. Esperamos que el PIB se siga moderando en línea con el producto potencial y que se suavice la progresión de la inflación a finales de año hasta llegar a un 3,2%. Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del 9,2% para 2011.
- Nuestra previsión es que se produzcan nuevas medidas de ajuste monetario, incluso dos subidas más de los tipos de interés en 2011 para frenar el crecimiento del préstamo y controlar los incrementos en los precios inmobiliarios. Mantenemos nuestra previsión para el RMB de 6,54 por USD para final de año, lo cual representa un 4-5% de apreciación para todo el año.
- La balanza de riesgos se ha inclinado de nuevo hacia un recalentamiento, pese a que los riesgos de desaceleración, siguen estando presentes desde la perspectiva de un entorno exterior incierto. Los riesgos de proteccionismo se han incrementado igualmente por la frustración existente entre socios comerciales sobre el ritmo de apreciación de la moneda china.



# Índice

1. Perspectivas globales: lento el norte, rápido el sur.....	5
2. China: preparar un aterrizaje suave.....	9
3. Precaución en el futuro: impedir que el crecimiento sobrepase el límite de velocidad.....	17
4. El péndulo del riesgo se inclina hacia el sobrecalentamiento ....	20
5. Tablas .....	21

## Resumen

**Tras su éxito en lidiar con la crisis global económica de 2008-09 (además de arrastrar la demanda global y regional en el proceso), el crecimiento económico de China se está moderando gradualmente.** La ralentización debería ayudar a evitar un sobrecalentamiento económico, lo cual se está logrando a través de ajustes políticos dirigidos a abandonar las medidas masivas de estímulo implementadas en 2008-09, que marcaron un freno en el rápido crecimiento del crédito y ralentizaron el ritmo del incremento de los precios en el sector inmobiliario. Hemos incrementado nuestra proyección de crecimiento para la totalidad de 2010 hasta un 10,1% (desde el 9,8% anterior) y seguimos esperando un crecimiento del 9,2% para 2011.

**El crecimiento del PIB experimentó una moderación en el tercer trimestre, hasta un 9,6% a/a (a la baja desde el máximo del 11,9% del primer trimestre), ligeramente por encima de las expectativas, pero continúa en línea con la situación de aterrizaje suave.** No obstante, el impulso del crecimiento sigue siendo muy fuerte, con la inflación subiendo. Esto ha instigado a las autoridades a elevar los tipos de interés a mediados de octubre, tal como habíamos anticipado en la anterior publicación de [Perspectivas económicas de China](#), para moderar el crecimiento del crédito lo que incluye una subida adicional en el coeficiente de reserva obligatorio.

**La inflación se ha alimentado de los precios ascendentes en alimentación.** La inflación general de precios aumentó en septiembre hasta el 3,6% a/a, con muestras de repunte en las expectativas inflacionarias. Esperamos que la inflación se modere durante el resto del año hasta un 3,2% a/a antes de diciembre gracias a las recientes medidas de ajuste del gobierno y a los efectos base favorables. Con un crecimiento del PIB, que se espera se mantenga dentro de su potencial, la inflación debería asimismo progresar moderadamente en 2011, hasta un promedio del 3,3%. Sin embargo, con la fuerte demanda y el impulso positivo del crecimiento, la balanza de riesgos en el frente de la inflación se inclina al alza.

**Tras considerar las presiones inflacionarias al alza, el BPdC alzó los tipos de interés en 25 pb a mediados de octubre.** El movimiento fue precedido de una cuarta subida en los coeficientes de reserva obligatorios para el año y de una intensificación de las medidas para enfriar el sector inmobiliario. Esperamos que en el futuro se produzcan más medidas de ajuste monetario, con al menos dos alzas más en los tipos, probablemente en 2011.

**El RMB sigue apreciándose gradualmente respecto al USD dentro de un régimen de tipo de cambio más flexible que se ha adoptado el pasado mes de junio.** Hasta la fecha, la apreciación ascendió a solamente un 2,5% aproximadamente respecto al USD (y realmente se ha depreciado en términos de efectos nominales en los últimos meses), pero sigue estando sin embargo en línea con la expectativa para la totalidad del año de una apreciación que se sitúa en un 4-5% hasta 6,54 por USD a finales de año. Pese a la creciente presión internacional sobre las autoridades para que aceleren el ritmo de la apreciación (más todavía si se tiene en cuenta el importante crecimiento adicional de las reservas de divisas extranjeras en el tercer trimestre), esperamos una continuación del enfoque gradual, con otra apreciación del 4-5% prevista en 2011.

**Se espera que el impulso de la política fiscal continúe apoyando el crecimiento.** En lo que queda de año, las autoridades seguirán implementado el paquete fiscal expansionista a dos años que se adoptó en 2009 como respuesta a la crisis económica global, pese a que el ritmo de gasto es moderado. Los detalles sobre el presupuesto del próximo año se harán públicos únicamente a comienzos del año por venir, pero todo apunta a que el énfasis se seguirá imprimiendo en el gasto social, en las subvenciones de ayuda al consumo interno y en un desarrollo de las infraestructuras adicionales. Se enfatizará especialmente la inversión en viviendas asequibles.

**La balanza de riesgos, hoy por hoy, se ha vuelto a inclinar hacia un sobrecalentamiento.** Tras un breve periodo de calma, los últimos datos apuntan hacia un impulso en el crecimiento fuerte y continuado, una inflación al alza y un repunte del sector inmobiliario. Mientras que sigue la tendencia a la baja de los riesgos en el entorno exterior, el énfasis de las políticas recae ahora sobre las medidas dirigidas a restringir el crecimiento con el fin de garantizar un aterrizaje suave. El sentimiento proteccionista de los socios comerciales de China ha dado lugar a otros riesgos; ello es en parte debido a la frustración que provoca el ritmo lento de la apreciación de la divisa. La tensión diplomática entre Japón y China podría también conllevar una repercusión económica y precisa vigilancia.

**Nuestras previsiones de partida a medio plazo siguen incorporando un reequilibrio gradual del crecimiento hacia el consumo interno.** Tal como se hace notar en el esbozo del XII Plan Quinquenal, el bienestar social constituirá un punto central. En este mismo sentido, las autoridades ya han tomado medidas para ampliar las subvenciones con el fin de impulsar el consumo interno, mantener el gasto social para mejorar los medios de vida en las zonas rurales y mejorar la red de protección social (lo cual ayudaría a reducir la necesidad del ahorro preventivo e incrementar así los niveles de consumo). La apreciación de la moneda es un ingrediente del paquete de reformas políticas para fomentar un mayor consumo, ya que mejora el acceso al crédito al consumo.

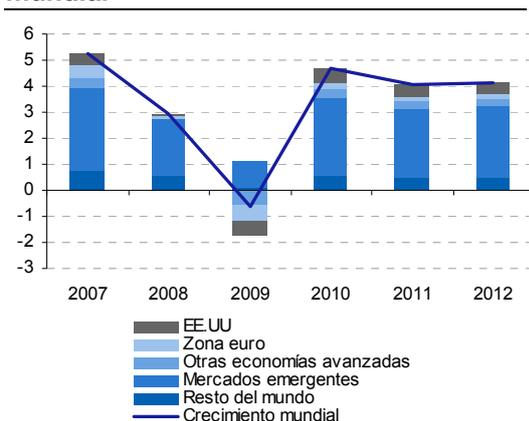
# 1. Perspectivas globales: lento el norte, rápido el sur

## La economía global sigue creciendo con fuerza, fundamentalmente en los países emergentes, mientras que las preocupaciones cíclicas y financieras predominan entre las economías avanzadas

El crecimiento mundial sigue siendo fuerte y se espera que alcance el 4,7% en 2010 y el 4,1% en 2011 (gráfico 1), permaneciendo prácticamente sin cambios con respecto a nuestras perspectivas de hace tres meses. Este buen comportamiento se debe fundamentalmente a la solidez de las economías emergentes, que se han visto menos afectadas por la crisis financiera – dada la mejor salud de sus sistemas bancarios– y por tanto se han recuperado con mayor rapidez. Por el contrario, las renovadas preocupaciones por el ciclo en Estados Unidos se han unido a las preocupaciones financieras que siguen predominando en Europa, en donde los ajustes macroeconómicos y financieros aún siguen pendientes. En este sentido, en línea con lo que esperábamos, las perspectivas para los próximos dos años siguen poniendo de manifiesto importantes brechas entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes (gráfico 2), incluso aunque estas últimas estén iniciando una desaceleración controlada que disminuirá el riesgo de recalentamiento de sus economías.

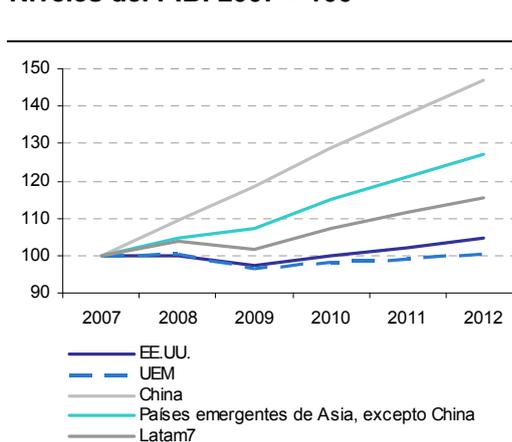
Sin embargo, existen importantes diferencias en materia de políticas dentro de cada uno de estos grupos. En Estados Unidos está previsto que se intensifique la expansión monetaria en términos relativos con respecto a Europa (y a la mayoría del resto de países), y esto se ha reflejado en una depreciación del dólar frente al euro y ha complicado un poco más la recuperación en Europa. En las economías emergentes, continúa existiendo una fuerte asimetría entre las políticas cambiarias de Asia y Latinoamérica, lo cual obliga a los países latinoamericanos a soportar (junto con el euro) una parte significativa de la apreciación del tipo de cambio derivado de la renovada relajación de la política monetaria en Estados Unidos.

Gráfico 1  
**Aportaciones al crecimiento del PIB mundial**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
**Niveles del PIB: 2007 = 100**



Fuente: BBVA Research y Datastream

## El crecimiento en Estados Unidos se mantendrá bajo debido a la continuación del desapalancamiento de los hogares, si bien es muy improbable que se produzca una recaída en la recesión

En el último trimestre, la aparición de indicadores de actividad económica relativamente débiles en Estados Unidos ha planteado entre los analistas la posibilidad de una recaída en una nueva fase de recesión. La debilidad observada en algunos sectores clave que se habían beneficiado directamente

del apoyo fiscal proporcionado a través de incentivos para la compra (vivienda y bienes duraderos) constituye una señal importante de que la demanda privada en Estados Unidos no puede aún sostenerse por sí misma. Esta debilidad es el resultado del proceso de despalancamiento que actualmente están llevando a cabo los hogares, así como de la debilidad del mercado laboral. Ello seguirá empujando a los hogares a ahorrar más que lo observado desde la segunda mitad de la década de los 90. Si bien esta tendencia se sitúa en la dirección correcta para reequilibrar el modelo de crecimiento de Estados Unidos, también aumenta las preocupaciones cíclicas dado que el consumo (uno de los pilares de la recuperación en las anteriores recesiones) se mantendrá en niveles débiles y se verá compensado sólo de manera parcial por un aumento de la inversión en equipo por parte de las empresas y por las exportaciones.

Las recientes preocupaciones sobre la situación del sector de la vivienda en EE.UU. son, en nuestra opinión, excesivas y la posibilidad de que se produzca una recaída en los precios de los inmuebles es muy reducida, dado que ya se ha producido un ajuste de alrededor del 30%. Es evidente que siguen existiendo elementos preocupantes, como el aumento de las existencias en el mercado de la vivienda y un posible incremento de la oferta de vivienda resultante de las nuevas ejecuciones hipotecarias (bien sean consecuencia del aumento de la morosidad o porque los propietarios desistan en los pagos ante un valor de las hipotecas superior al valor de la vivienda –negative equity–). Pero también existen elementos de soporte favorables, como los enormes avances en la accesibilidad de la vivienda desde que comenzó la crisis y las tendencias demográficas, que deberían contribuir a impulsar la demanda en el futuro. Es cierto que si los precios de la vivienda continuaran descendiendo, podrían tener un impacto no desdeñable en el consumo, pero al menos el sistema bancario parece estar en condiciones de absorber una moderada caída adicional de los precios. Con todo, un escenario de significativas caídas adicionales de precios es muy poco probable. Por el contrario, lo más probable es que asistamos a un periodo relativamente estable de los precios de la vivienda, mientras se van reabsorbiendo finalmente los excesos anteriores.

En definitiva, los lastres existentes sobre el consumo y la baja probabilidad de que se produzcan nuevos estímulos fiscales –teniendo en cuenta las dimensiones actuales del déficit y especialmente si se produce un cambio en el equilibrio de poderes tras las elecciones al Congreso de noviembre– serán parcialmente compensados por una recuperación de la inversión privada, en tanto que se recuperen las perspectivas de ventas y disminuya la incertidumbre regulatoria. Esto implicará una salida de la crisis para Estados Unidos a un ritmo mucho menor a lo experimentado en ciclos anteriores (gráfico 3), en línea con nuestras previsiones desde hace tiempo. Pero la posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión en Estados Unidos es altamente improbable. En cualquier caso, la falta de solidez de la demanda interna inducirá a Estados Unidos a ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo (especialmente sobre los países con superávit por cuenta corriente) para aumentar su demanda y contribuir al necesario reequilibrio global. La renovada expansión monetaria de Estados Unidos puede interpretarse en este contexto como una fórmula para inducir parte de este ajuste sobre el resto del mundo.

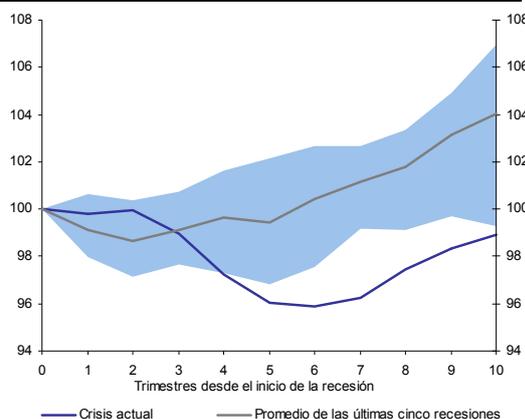
**Las tensiones financieras en Europa siguen siendo la principal fuente de preocupación, si bien el riesgo sistémico es menor que antes del verano. La consolidación fiscal sigue siendo fundamental para sostener la confianza y no tendrá un impacto negativo significativo sobre el crecimiento más allá del corto plazo**

Tras los decisivos avances experimentados en materia de consolidación fiscal, las medidas adoptadas para apoyar a los gobiernos con mayores dificultades y, sobre todo, tras las pruebas de stress del sector financiero, se ha producido un cambio cualitativo en la dinámica experimentada por la crisis en Europa. Aún a pesar de que los diferenciales medios de deuda soberana se han mantenido relativamente estables, los mercados han comenzado a diferenciar entre los distintos activos soberanos, reduciendo así el riesgo de que se produzca un acontecimiento sistémico. Asimismo, los mercados financieros han comenzado a abrirse –si bien de manera selectiva– y las nuevas emisiones de deuda son una señal evidente de la relajación de las tensiones.

A pesar de todo ello, la tensión de los mercados financieros en Europa sigue siendo la principal fuente de riesgo de la región (gráfico 4), especialmente debido a la relación existente entre las

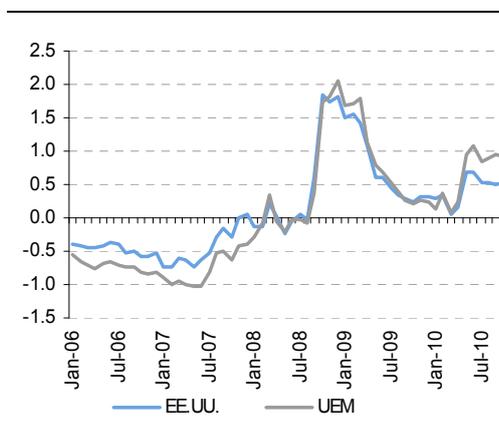
preocupaciones por la deuda soberana y los riesgos del sector financiero, teniendo en cuenta su exposición nacional e internacional. Asimismo, el reciente fortalecimiento del euro constituye un reto cíclico añadido, dado que las economías que han experimentado un mejor comportamiento se han visto respaldadas por la demanda externa. Esto implica que se aúna más importancia a abordar con decisión a corto plazo las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica de la región, es decir, la sostenibilidad fiscal y los desequilibrios externos, evitando además mayores retrasos en la reestructuración de la parte más débil de los sistemas bancarios. La clave es seguir restableciendo la confianza para reducir las tensiones en sostener el crecimiento a largo plazo, será fundamental llevar a cabo una serie de reformas estructurales e institucionales que son muy necesarias, estando estas últimas especialmente orientadas a evitar y resolver futuros desequilibrios fiscales. El foco en la reforma estructural más que en el sostenimiento de la demanda ha sido precisamente el factor diferencial entre el BCE y otros bancos centrales, generando de este modo un menor tono expansionista que la Fed.

Gráfico 3  
**Evolución del PIB de EE.UU. en el ciclo actual y en recesiones anteriores\*. Nivel al comienzo de cada recesión=100.**



Fuente: BBVA Research y NBER  
\* Área sombreada: rango de evolución del PIB en las 5 últimas recesiones

Gráfico 4  
**Índice de tensiones financieras.**



Fuente: BBVA Research

**La política monetaria de las economías avanzadas será expansiva durante mucho tiempo, añadiendo presión sobre los tipos de cambio en todo el mundo**

Las perspectivas de crecimiento muy bajo y de unas débiles presiones inflacionistas en las economías avanzadas se traducirán en unos bajos tipos de interés durante un periodo prolongado de tiempo en las tres principales economías avanzadas (Estados Unidos, Europa y Japón). Si embargo, en un contexto marcado por unas renovadas preocupaciones cíclicas y por el escaso espacio para estímulos fiscales adicionales, la atención de los mercados se centra en la nueva ronda de medidas no convencionales de expansión monetaria (habitualmente conocidas por su denominación en inglés como Quantitative Easing 2, o QE2). Las expectativas de este nuevo aumento de la liquidez han reducido el tipo de cambio del dólar de forma generalizada, incluso en relación con el euro. De cara al futuro, dado que la mayor parte de las medidas de expansión monetaria ya han sido descontadas por los mercados, los tipos de cambio euro-dólar dependerán en mayor medida de las perspectivas relativas de crecimiento (que favorecen a EE.UU. frente a la UEM), pero también en la percepción de la política monetaria en ambas áreas y la evolución de los flujos de inversión. Al mismo tiempo, esperamos que se sigan manteniendo las presiones alcistas sobre los tipos de cambio de las economías emergentes debido al aumento de la liquidez global, a la mayor solidez de sus fundamentos económicos y a los diferenciales positivos de rentabilidad que favorecen las nuevas entradas de flujos de capital.

**Los mercados emergentes se enfrentan a cada vez mayores dilemas de política económica derivados del sólido crecimiento experimentado, de la abundante liquidez mundial y de las intervenciones cambiarias en otras áreas**

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza y Asia se mantiene a la cabeza de la recuperación mundial. Tanto en Asia como en Latinoamérica, la demanda interna privada está sustituyendo a los estímulos de las políticas económicas como fuente principal de la recuperación. En adelante, el crecimiento se ralentizará en Asia debido a la reducción del impulso proveniente del ciclo mundial de existencias, una demanda externa más débil y la retirada de los estímulos de política económica, reduciendo de esta forma el riesgo de recalentamiento de esas economías. Con todo, la región seguirá siendo el principal contribuyente al crecimiento mundial.

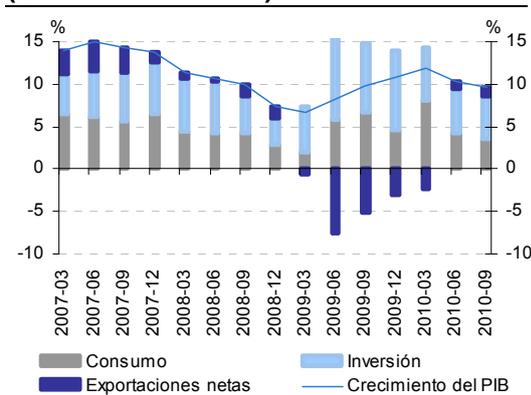
Tanto Asia como Latinoamérica se enfrentan a unos dilemas cada vez mayores en materia de política monetaria y cambiaria, al debatir entre enfriar la fuerte demanda interna y evitar así las fuertes entradas de capital y mantener su competitividad con respecto a los mercados extranjeros. Algunos países han empezado a introducir medidas administrativas para desalentar la fuerte entrada de flujos de capital mientras que otros países han retrasado la prevista senda de endurecimiento de su política monetaria.

Teniendo en cuenta la relativa falta de flexibilidad de los tipos de cambio en China (y, en menor medida en el resto de Asia), Latinoamérica se enfrenta a tener que asumir una parte significativa del ajuste, hasta el punto de que las futuras apreciaciones en los tipos de cambio o comenarán a constituir un problema para el crecimiento. Por tanto, muchos países de la región están considerando nuevas intervenciones en los mercados cambiarios si bien la experiencia demuestra que su efectividad es bastante limitada, contribuyendo fundamentalmente a ralentizar el aumento de los tipos de cambio, pero no a evitarlo. Con todo, existe el riesgo de que el aumento de la intervención en los mercados de divisas termine por provocar represalias comerciales. Esto pone de manifiesto la importancia de aplicar una mayor flexibilidad en materia de tipos de cambio en Asia (particularmente en China), con vistas a proporcionar un mayor margen de actuación de política económica al resto del mundo.

## 2. China: preparar un aterrizaje suave

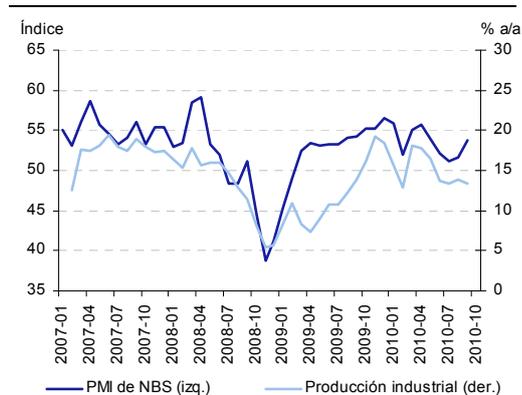
Tras haber capeado la crisis global económica (además de arrastrar la demanda global e interna en el proceso), el crecimiento económico de China se está moderando gradualmente. La ralentización se está logrando a través de ajustes políticos muy bien hilados dirigidos a poner freno al rápido crecimiento del crédito y a ralentizar el ritmo del aumento de los precios en el sector inmobiliario. El crecimiento del PIB ha experimentado una moderación partiendo de un máximo de 11,9% a/a en el primer trimestre, hasta un 9,6% en el tercer trimestre (Gráfico 5). No obstante, el impulso positivo del crecimiento sigue siendo incómodamente fuerte, con la presencia de riesgos de sobrecalentamiento. La inflación en alza y el fuerte crecimiento continuado del crédito han llevado a las autoridades a implementar más medidas de ajuste, las cuales incluyen un incremento de las tasas de interés a mediados de octubre que podría marcar el comienzo de un nuevo ciclo de ajuste. Por otra parte, bajo una intensa presión internacional, la moneda sigue apreciándose, pero a un ritmo muy gradual. Basándonos en los fuertes indicadores de la totalidad del tercer trimestre, hemos modificado al alza nuestra proyección de crecimiento para todo el año 2010 y lo situamos en un 10,1% (desde el 9,8% anterior), además, mantenemos nuestra proyección del 9,2% para 2011. Al observar los signos de debilidad de la demanda externa y la determinación de las autoridades para evitar el sobrecalentamiento, nuestros datos referenciales se siguen centrando en torno a un aterrizaje suave de la economía.

Gráfico 5  
**El crecimiento de China se está moderando... (Contribución al PIB)**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 6  
**...ya que la producción se frena, pese a que el impulso positivo mantiene su fuerza**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

### El impulso positivo del crecimiento mantiene su fuerza entre muestras de una saludable moderación

La economía muestra síntomas de moderación gradual en el impulso económico. El crecimiento del PIB se ralentizó desde un 10,3% en el segundo trimestre hasta llegar a un 9,6% a/a en el tercer trimestre, de forma que aún se mantiene lejos de las expectativas (BBVA: 8,9%). El breve respiro en los indicadores económicos del segundo trimestre da lugar a un renovado impulso positivo en el tercer trimestre. De hecho, nuestras previsiones de crecimiento trimestral (desestacionalizado) sugieren que el impulso positivo se recuperó en realidad desde un 8,0% en el segundo trimestre hasta un 9,6% en el tercero (dadas las restricciones en los datos, las previsiones de crecimiento t/t están sujetas a un margen de error inusualmente amplio). Hemos incrementado nuestra proyección de crecimiento para la totalidad de 2010 hasta un 10,1% (desde el 9,8% anterior) y mantenemos nuestra proyección para 2011 del 9,2%.

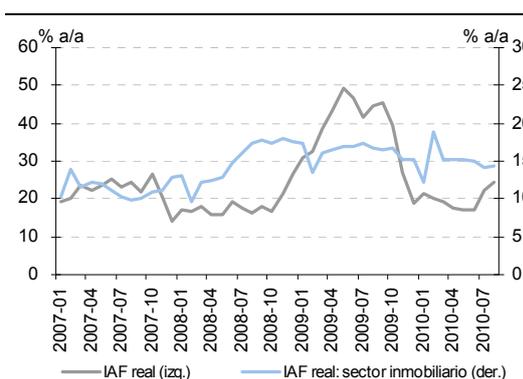
La producción industrial experimentó una aceleración en agosto, antes de caer hasta el 13,3% en septiembre, quizá como respuesta a las medidas gubernamentales para reducir el consumo y emisiones energéticas (Gráfico 6). Sin embargo, el índice de gerentes de compras (PMI), que es un

indicador adelantado de las tendencias en el sector manufacturero, muestra signos de repunte tras una breve ralentización en junio y julio. El índice PMI fue mucho más alto de lo que había previsto el mercado en septiembre y octubre, lo cual refleja una actividad en alza.

En lo que respecta a la demanda, los indicadores de inversión muestran signos de moderación, pese a que se mantienen fuertes (Gráfico 7). Las ventas de comercio minorista también muestran solidez, en parte se debe a las continuas iniciativas gubernamentales que se han diseñado para impulsar el consumo, como las subvenciones para la compra de automóviles y programas de incentivos para electrodomésticos.

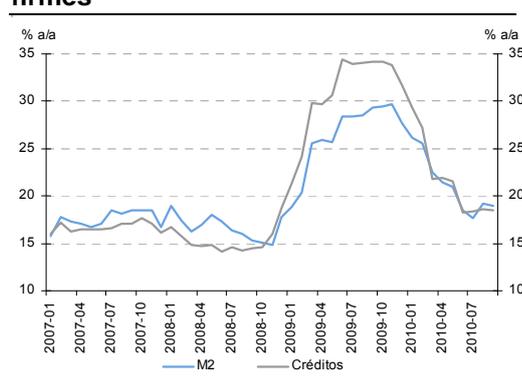
Lo que resulta relevante es que el crecimiento monetario y crediticio mantiene su estabilidad, siguiendo la expansión del pasado año tras las medidas de estímulo gubernamentales (Gráfico 8). Los nuevos préstamos para el año, hasta septiembre, ascendieron a 6,29 billones de RMB, lo cual sugiere que el límite de 7,5 billones de RMB que se fijaron las autoridades para préstamos nuevos en 2010 se puede alcanzar aún (el típico patrón estacional de nuevos créditos se concentra en el comienzo del año). No obstante, esto requerirá un esfuerzo continuado por parte del gobierno para restringir el crecimiento del crédito. Para el mes de septiembre, los créditos nuevos aventajaron ampliamente a las expectativas, situándose en 595.500 millones de RMB (consenso: 500.000 millones).

Gráfico 7  
**Los indicadores de la inversión y del consumo se mantiene sólidos**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 8  
**El crecimiento del crédito y de la M2 muestran una desaceleración, pero recientemente se han mantenido firmes**



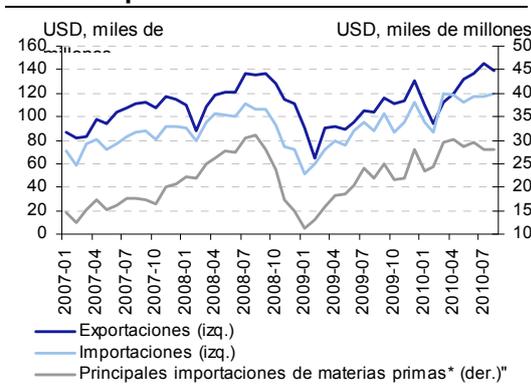
Fuentes: CEIC y BBVA Research

En el ámbito externo, pese a cierta ralentización en términos interanuales debido a los efectos base (hasta un 25,1% a/a en septiembre desde un 34,4% del mes anterior), las exportaciones mantienen su fuerza y se han recuperado para superar su máximo anterior a la crisis en términos de USD nominales (Gráfico 9). Los destinos principales de las exportaciones chinas siguen siendo UE y EE.UU.; sin embargo, la cuota de exportaciones a otros países se encuentra al alza. Por ejemplo, las exportaciones chinas a América Latina representan más del 6% del total de las exportaciones. Los productos manufacturados siguen contribuyendo principalmente a la estructura exportadora de China (96%).

El crecimiento interanual de las importaciones se moderó en septiembre (24,1% a/a), pero sigue siendo alto en lo que respecta a los niveles, lo cual refleja una demanda interior muy sólida. Resulta significativo que las importaciones de materias primas (que han alimentado la demanda desde regiones ricas en materias primas) estén mostrando una tendencia descendente debido a la disminución del acopio de material y a una moderación en los proyectos de infraestructuras dirigidos por el gobierno.

Gráfico 9

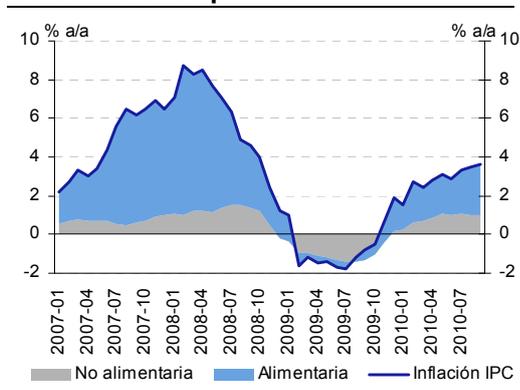
**Las tendencias en exportación e importación son sólidas, con signos de debilitamiento en la demanda de materias primas**



Nota: \*incluye mineral y productos metalíferos, carbón y petróleo.  
Fuente: estimaciones del CEIC y BBVA Research

Gráfico 10

**La inflación del IPC se ha incrementado por los precios de los alimentos y por los precios globales de las materias primas**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

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

La inflación del IPC general ha excedido ligeramente las expectativas y se ha sobrepasado el nivel aceptable para el gobierno (que se pensaba rondaría el 3% en su generalidad), debido al incremento continuado en los precios de los alimentos (Gráfico 10). La inflación ha alcanzado el máximo de los dos últimos años, situándose en el 3,6% interanual en septiembre, un 0,6% m/m más respecto a agosto (sin ajuste estacional). La inflación fuera de la industria alimentaria, por su parte, no ha hecho mucho ruido. En lo que respecta a los precios mayoristas, se están moderando, con una inflación del IPM que se sitúa en el 4,3% interanual en septiembre.

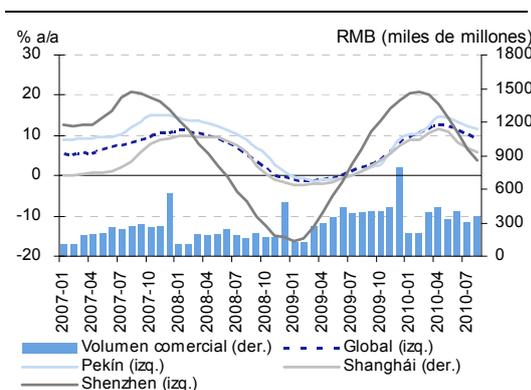
Esperamos que la inflación general se modere durante el resto del año, hasta llegar a un 3,2% a/a en diciembre, dada la suficiente capacidad que muestra la economía, los incrementos previstos en la producción agrícola y las medidas gubernamentales para frenar la subida en el precio de los alimentos. No obstante, existen riesgos alcistas respecto a la perspectiva de inflación, especialmente cuando el precio de los alimentos en aumento (que anteriormente se pensaba se debía de forma provisional a los trastornos climatológicos), parece ahora consolidarse, lo que refleja las presiones de la demanda. Las expectativas inflacionarias y los salarios tienden asimismo al alza. Las subidas mínimas en los salarios han ascendido este año al 20-30%. El salario medio en el tercer trimestre en el sector manufacturero se ha incrementado en un 6,4% desde el segundo trimestre.

**Las autoridades siguen controlando las tendencias en el sector inmobiliario, por los síntomas de repunte**

Las autoridades han intensificado recientemente las medidas para enfriar el sector inmobiliario por muestras que apuntan a que los volúmenes y precios de las transacciones han estado subiendo tras un reciente enfriamiento. Las autoridades se muestran especialmente al acecho en el control de las tendencias en el sector inmobiliario a causa de su preocupación respecto a las desestabilizadoras burbujas de precios y, desde una perspectiva social, respecto a la asequibilidad de la vivienda. Tras las medidas que se introdujeron el pasado abril, las autoridades han tomado recientemente medidas drásticas con respecto a la entrada en vigor de los requisitos de entrada inicial y a la prohibición de las hipotecas para las compras de terceras viviendas. Más recientemente, redujeron el descuento que pueden aplicar los bancos sobre las hipotecas para las compras de una primera vivienda, hasta un 15% en comparación con el 30% anterior. Ante la insistencia del gobierno central, los gobiernos locales están también acelerando sus iniciativas por hacer cumplir la ley y continúan los debates sobre una posible introducción de un impuesto sobre la propiedad a modo de prueba en ciudades

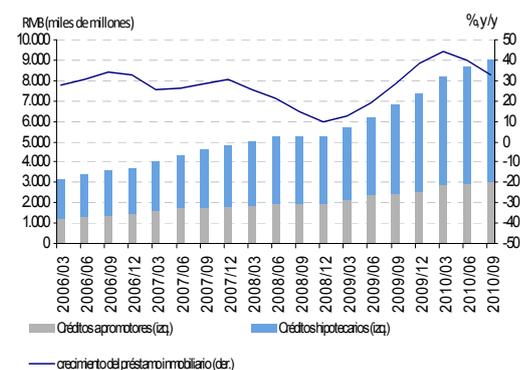
como Shanghai y Shenzhen que comenzará a aplicarse el año próximo. En cuanto a la oferta, las autoridades también están apretando el paso en sus esfuerzos por promover la inversión en viviendas asequibles e incrementar la disponibilidad de terrenos.

Gráfico 11  
**El sector inmobiliario se enfría, pese a que los síntomas al alza se mantienen**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

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



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Los precios inmobiliarios (datos de INBS para las 70 ciudades más grandes) se vieron incrementados en un 9,1% a/a en septiembre, una moderación más con respecto al 9,3% a/a de agosto; pero desde este mismo mes, se experimentó un aumento intermensual del 0,5 por ciento (Gráfico 11). Las transacciones comerciales también experimentaron un aumento. Asimismo, el crecimiento crediticio en el sector inmobiliario sigue moderándose en términos interanuales, con una desaceleración mayor en los créditos a promotores inmobiliarios que en el crédito hipotecario (Gráfico 12).

**La política fiscal se mantiene expansionista y favoreciendo el crecimiento**

Pese a los esfuerzos para contener el rápido crecimiento del crédito a través de medidas cuantitativas y, más recientemente, un incremento en los tipos de interés, el empuje de la política fiscal se mantiene mayoritariamente prestando su apoyo al crecimiento. Se prevé que el déficit presupuestario global para 2010 ascienda al 2,8% de PIB, al igual que la cuota en 2009. Esta política refleja la implementación del paquete de estímulo que se viene aplicando desde hace dos años por parte de las autoridades y que se adoptó a comienzos de 2009, lo cual incluye los esfuerzos para promover el desarrollo de las infraestructuras. El interés de la inversión pública se centra ahora en la ampliación de los proyectos en infraestructuras existentes. Una fuente principal de gasto en infraestructuras es la ampliación de la vasta red ferroviaria de China. En el tercer trimestre, se iniciaron tres proyectos ferroviarios importantes, que dan cobertura a 5 67 km de la red ferroviaria en los distritos industriales del noroeste y en las provincias menos desarrolladas de Yunnan y Tíbet. Por otra parte, los gobiernos locales están implementando también su propio paquete de proyectos de desarrollo. Por ejemplo, el gobierno de Beijing ha emprendido un proyecto para la red de transporte público destinado a 12 líneas de metro que dan cobertura a 300 km. A finales de 2010, la red de autopistas (compuesta por cuatro vías rápidas) de la ciudad quedará terminada.

Las autoridades no han publicado aún información detallada sobre los objetivos presupuestarios para 2010 (el presupuesto se finalizará a comienzos de 2011). Esperamos que el impulso de la política fiscal siga respaldando el crecimiento en 2011, en línea con los objetivos anunciados de las políticas a medio plazo, que apuntan a prestar su apoyo al bienestar social, a la inversión en vivienda pública y a reducir la diferencia de ingresos (véase la opinión de más abajo sobre el siguiente Plan Quinquenal). Por otra parte, el gobierno ha anunciado su intención de ampliar los programas de subvenciones con el fin de apoyar el consumo de bienes duraderos y las compras de vehículos durante 2011.

Las iniciativas de gasto se mantienen fácilmente financiadas gracias a los recursos sustanciales del gobierno central y a su aún reducido coeficiente deuda-PIB que se sitúa justo por debajo del 18% del PIB. Es posible que las finanzas públicas en el ámbito de los gobiernos locales no gocen de tan buena salud debido a la deuda pública contraída a través de los medios financieros del gobierno local (LGFV). Según los datos que ha aportado la Comisión de Regulación Bancaria de China (CBRC), los préstamos pendientes para tales medios ascendieron a 7,66 billones de RMB a fecha de junio de 2010 (19,2% de la totalidad de los préstamos bancarios), de los cuales al menos un cuarto se consideraba que tenía riesgos de impago. Si se tienen en consideración tanto las deudas del gobierno central como del local, así como la deuda emitida por los bancos oficiales y el Ministerio para la Red Ferroviaria china, el coeficiente deuda-PIB se mantendrá por debajo del 40%.

### **Por el contrario, se siguen aplicando ajustes a la política monetaria...**

Tal como se ha indicado más arriba, si se consideran los signos del fuerte impulso positivo del crecimiento, la inflación en aumento y la especulación renovada en el sector de la propiedad, se explica que las autoridades hayan intensificado recientemente los esfuerzos para contener el crecimiento del crédito e incrementar los costes del préstamo. Además de acelerar la implementación de las medidas administrativas en el sector inmobiliario, a mediados de octubre el Banco Popular de China (BPdC) elevó el coeficiente de reservas obligatorias (CRO) en seis de los principales bancos comerciales en 50 pb, hasta un 17,5%. La medida supuso la cuarta subida en el CRO este año y la primera medida de tal índole desde el último mes de mayo.

Tras la subida en el CRO, a mediados de octubre el BPdC aumentó sus tipos de interés de referencia por sexta vez desde diciembre de 2007. En concreto, el tipo de interés de referencia para préstamos se elevó hasta un 5,56% y el tipo de depósito de referencia a un año aumentó hasta llegar al 2,50% (a demás, los tipos de depósito a seis meses se incrementaron en 22 pb, y los tipos de depósito a cinco años en 60 pb; el tipo de interés para préstamos a cinco años se incrementó en 20 pb). La subida de los tipos cogió a los mercados por sorpresa, ya que las declaraciones oficiales habían llevado a los observadores a esperar que las medidas cuantitativas adicionales, en lugar de subir los tipos, iban a contener el crecimiento del crédito. Creemos que las medidas (que habíamos anticipado para el cuarto trimestre en nuestra última publicación trimestral [Perspectivas económicas de China](#)) marcan el comienzo de un nuevo ciclo de subida de tipos. Aunque es posible que se aproxime otra subida de los tipos antes del final del año, con toda seguridad esperamos que la próxima medida se tome en el primer trimestre de 2011.

### **...y los bancos incrementan sus esfuerzos para captar capital**

Pese a los esfuerzos de las autoridades para frenar el crecimiento crediticio, la rentabilidad en el sector bancario se mantuvo alta durante la primera mitad de 2010 (véase [Observatorio Bancario de China](#)). Los márgenes de interés neto (MIN) mejoraron de forma sostenida y el volumen de los préstamos en curso aumentó en línea con el objetivo para la totalidad del año de 7,5 billones de RMB. Los ingresos por intereses aumentaron un 27% a/a, mientras que las comisiones percibidas crecieron a un ritmo incluso más rápido del 35% a/a por la fuerte demanda. En el ínterin, la tasa de morosidad cayó a un mínimo histórico de 1,3% de préstamos pendientes (debido al aumento en préstamos pendientes y la caída en el nivel de créditos morosos).

Los bancos se sienten presionados por captar capital nuevo (la especulación del mercado es que el CBRC podría aplicar normas de capital a finales de 2012; en estos momentos, el ratio de capital se sitúa en un 11,5% para los grandes bancos). Durante los primeros ocho meses de 2010, los bancos cotizados habían captado 330.000 millones de RMB de capital nuevo. Pero además, se espera que se implementen más planes de captación de capital con una cantidad de hasta 320.000 millones de RMB durante el cuarto trimestre de 2010 y la primera mitad de 2011.

### Depreciación modesta de la divisa, pese a los flujos de capital externo y a la presión internacional

Después de adoptarse nuevamente un marco de la tasa de cambio más flexible en junio de este año, el RMB se ha apreciado en tan sólo 2,5 % frente al USD, lo cual refleja el enfoque gradual de las autoridades respecto al reajuste de divisas (Gráfico 13). En términos efectivos nominales, en realidad, la divisa se ha depreciado en los últimos cinco meses por la caída del valor del USD, pese a que en términos reales se ha experimentado una modesta apreciación (Gráfico 14). El ritmo de apreciación es tá más o menos en línea con el escenario central existente, lo cual anticipa una apreciación gradual adicional del RMB, que llegará al 4-5 % para todo el año a finales del mismo. Aunque modesto, el ritmo previsto de apreciación supera el 3% de lo valorado actualmente para las cotizaciones de futuros a 12 meses.

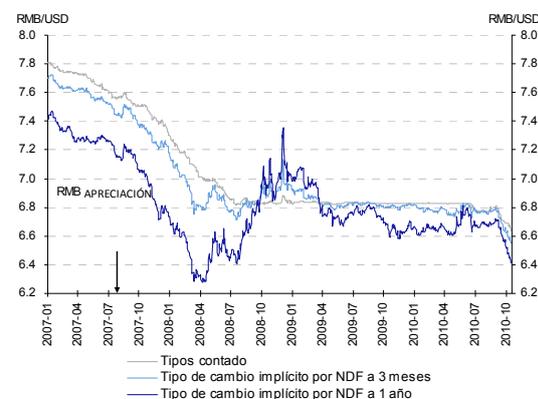
Esperamos que las autoridades reconozcan las ventajas de la depreciación de la divisa para la economía nacional, como uno de los ingredientes del paquete de políticas que traerá consigo una vuelta al equilibrio entre el crecimiento y las fuentes nacionales, además de impulsar el consumo privado. Pese a las crecientes presiones internacionales, vemos que las posibilidades de una apreciación significativa a corto plazo son bajas, dada la preferencia de las autoridades por un enfoque gradual, las inquietudes sobre si la recuperación global es sólida y los miedos de generar flujos de capital especulativo (véase más abajo).

### Se están tomando medidas en la dirección de una internacionalización gradual de RMB.

Pese a que la convertibilidad plena del RMB sigue siendo un objetivo a largo plazo, las autoridades están incrementando las medidas en dirección a una posible internacionalización del RMB. Tales medidas incluyen la introducción de un programa de transacciones comerciales transfronterizas del RMB y el establecimiento de canales de inversión para el RMB. El mes de junio pasado se amplió un programa piloto de transacciones fronterizas en RMB a 20 provincias y municipalidades de China y a todas las naciones extranjeras. El ámbito del programa piloto también se amplió con el fin de incluir el establecimiento de otras cuentas corrientes aparte del comercio de bienes. A modo de indicación del potencial que existe para un mercado de RMB a gran escala, tras un lento comienzo, el volumen de depósitos de RMB en Hong Kong ha experimentado una abrupta subida en meses recientes (Gráfico 15), debido en parte a las expectativas de una apreciación del RMB.

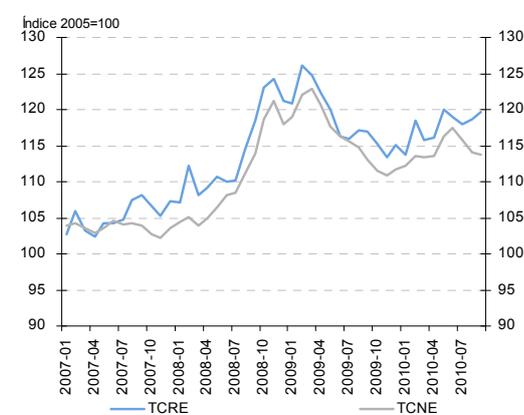
Hong Kong ha sido designada como el principal centro extraterritorial para operaciones en RMB, a tenor de un Memorando de cooperación adicional firmado entre el BPD y la Autoridad Monetaria de Hong Kong (HKMA) el pasado mes de julio. Y en agosto, el BPD emitió una circular que permite a los bancos que transaccionan con RMB en Hong Kong y Macao, a los bancos extranjeros que participan en las transacciones comerciales transfronterizas en RMB y a los bancos centrales o autoridades monetarias extranjeras, a invertir en el mercado de bonos interbancario de China (con permiso del BPD). Esto supone un paso importante hacia el incremento de incentivos para conservar RMB fuera de China. Otra iniciativa es el desarrollo de un canal de inversión de RMB denominado mercado de bonos. Después de Hopewell Infrastructure y MacDonalds Corporation (1.400 millones y 200 millones de yuanes respectivamente), el Banco Asiático de Desarrollo ha emitido recientemente su primer bono denominado en RMB internacional, valorado en 1.200 millones de yuanes. Las autoridades están mostrando gradualmente una intención cada vez mayor de permitir la captación de fondos en RMB en territorio extraterritorial con el fin de que se repatrine a la China continental como inversión directa exterior, pese a que está sujeta a aprobación de cada caso individual.

**Hasta el momento el ritmo de la apreciación es gradual**



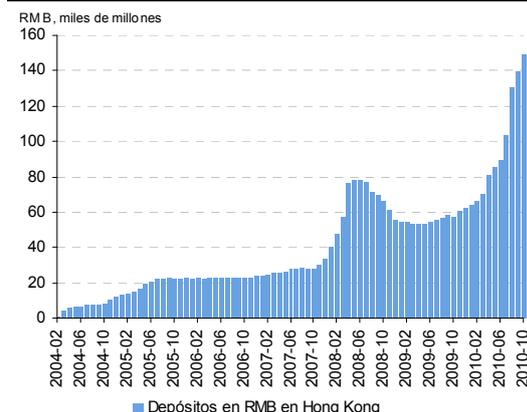
Fuentes: CEIC y BBVA Research

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



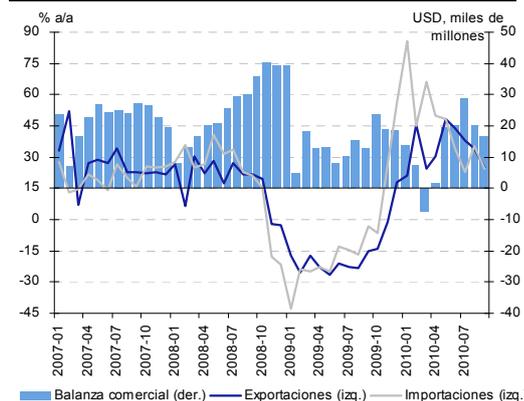
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

**Gráfico 15  
Los depósitos en RMB de Hong Kong han experimentado una abrupta subida**



Fuentes: HKMA y BBVA Research

**Gráfico 16  
El superávit comienza a reducirse, pero recientemente**



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

**El superávit de la balanza de pagos sigue creciendo, con un crecimiento adicional de las reservas**

Las reservas de cambio exterior repuntaron hasta llegar a 2,65 billones a finales de septiembre, un incremento de 194.000 millones de USD para el tercer trimestre y un incremento acumulado de 249.200 millones de USD hasta el momento en 2010. Parte del incremento, quizás un tercio, se atribuye a los efectos de valorización a partir de la caída en el valor del USD (que incrementa el valor de las reservas no en USD). Pese a todo, el incremento en las reservas representa un factor para una presión internacional renovada sobre las autoridades para que favorezcan un ritmo más vivo en la apreciación del RMB.

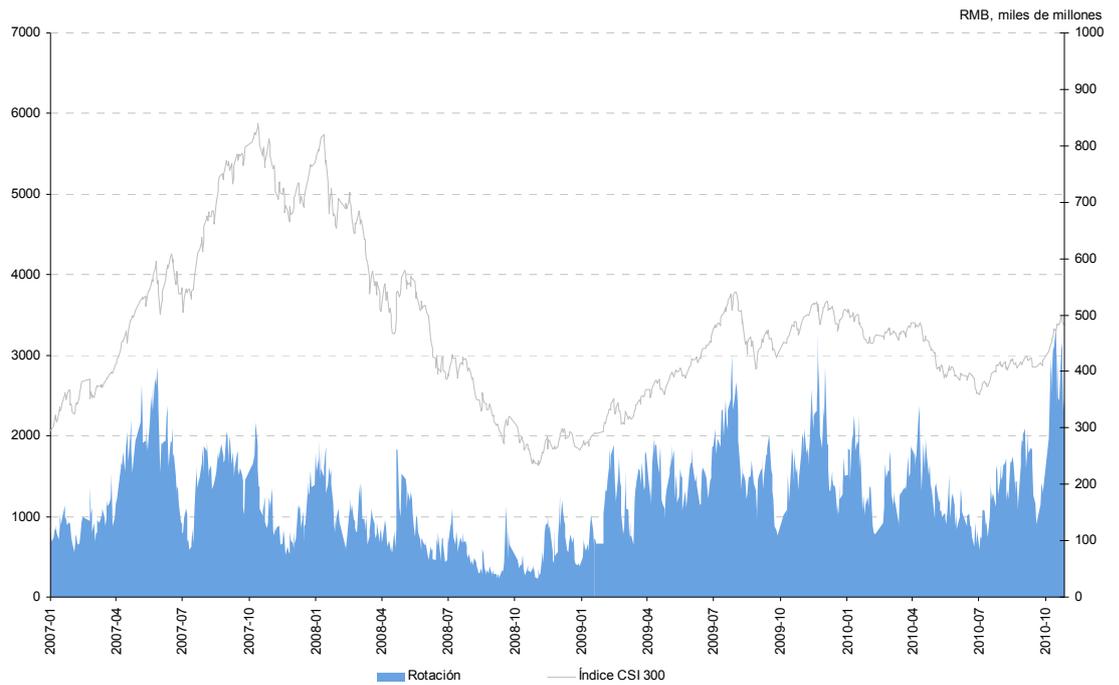
Además de un superávit comercial sustancial (65.500 millones de USD en el T3, en comparación con 41.000 millones en el T2), la subida de las reservas se debe a los flujos de capital, que se aceleraron tras la introducción de un marco de la tasa de cambio más flexible, por las expectativas de una apreciación futura. Los flujos de inversión extranjera en el tercer trimestre sumaron 22.900 millones de USD. Tras considerar el superávit comercial, los flujos de inversión extranjera y el cambio en la posición de los bancos respecto a las compras de divisas (una medida estándar de flujos de divisas), estimamos que los flujos de capital especulativo para el tercer trimestre se sitúen en 20.100 millones

de USD, un incremento sustancial respecto al segundo trimestre cuando sólo había flujos de capital especulativo de 9.500 millones de USD debido a la aversión al riesgo global.

El mercado bursátil ha avanzado rápidamente a comienzos de octubre (Gráfico 17) por los sólidos datos macroeconómicos y la perspectiva para la rentabilidad bancaria. Sin embargo, la cotización de las acciones se ha vuelto más volátil tras la subida de los tipos de interés por parte del BPdC, por la inquietud de que se produzcan nuevas medidas de ajuste.

Gráfico 17

**Rendimiento más sólido del mercado de valores en el T3**



Fuente: BBVA Research

### 3. Precaución en el futuro: impedir que el crecimiento sobrepase el límite de velocidad

Tal como se describe más arriba, las autoridades siguen implementando ajustes políticos muy bien hilados para contener el crecimiento crediticio y situarlo dentro de sus objetivos, además de para controlar unos precios de la vivienda en aumento. Al mismo tiempo, están manteniendo una política fiscal de soporte con el fin de lograr diversos objetivos políticos y a modo de defensa frente a un deterioro abrupto en el entorno externo. Nuestra perspectiva asume que el impulso positivo del crecimiento se mantendrá fuerte y que las autoridades podrán mantener el crecimiento dentro de su potencial, de forma que se eviten las presiones del sobrecalentamiento. A medio plazo y en línea con el esbozo anunciado del XII Plan Quinquenal de desarrollo para 2011-2015, esperamos que el crecimiento se vaya volviendo a incluir gradualmente hacia la demanda doméstica, sostenido por una subida gradual en el ratio del consumo privado.

**Según nuestra referencia, asumimos que el crecimiento se mantendrá dentro de su potencial, lo que dará como resultado un aterrizaje suave.**

En estos momentos, prevemos que el crecimiento para la totalidad de 2010 alcanzará un 10,1% (más elevada que nuestra previsión anterior de 9,8%), de forma que asumimos otra moderación del crecimiento en el T4, hasta un 9,1% a/a (esperamos que el crecimiento se modere hasta un 9,3% a/a en el 2S, desde el 11,1% del 1S). Para 2011, esperamos que el crecimiento se mantenga dinámico, a 9,2%, ya que la política monetaria se seguirá endureciendo gradualmente, acompañada por medidas políticas fiscales de apoyo (Tabla 1). Esperamos que el crecimiento en 2011 se sostenga mediante el crecimiento del consumo y de la inversión de un 9,7% y un 8,6% respectivamente. En nuestro escenario central, el crecimiento se mantiene dentro de su potencial, lo que permite que la inflación se modere hacia finales de año ya que la política monetaria se seguirá endureciendo gradualmente. Mantenemos nuestra opinión de que las autoridades seguirán alerta respecto a los riesgos de sobrecalentamiento durante el resto de 2010 y 2011, y adoptarán medidas adicionales según sea necesario, lo cual incluye más subidas en los tipos de interés, medidas administrativas en el sector inmobiliario y otras políticas persuasivas tipo "window guidance" para contener el crecimiento crediticio y situarlo en línea con el objetivo anual.

Tabla 1  
**Escenario central**

	2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)
PIB (% a/a)	14,2	9,6	9,1	10,1	9,2
Inflación (promedio, %)	4,8	5,9	-0,7	3,0	3,3
Balance fiscal (% del PIB)	0,6	-0,4	-2,8	-2,8	-2,3
Cuenta corriente (% PIB)	10,9	9,6	6,0	5,6	5,0
Tipo de referencia* (%)	7,47	5,31	5,31	5,56	6,06
Tipo de cambio* (CNY/USD)	7,30	6,83	6,83	6,54	6,30

Fuente: BBVA Research

Se han revisado nuestras proyecciones sobre la inflación para considerar el reciente incremento del IPC. Ahora prevemos que la inflación llegue a un valor máximo en octubre de 3,7% y que se modere en lo que resta de año, con un promedio anual del 3,0% (3,2% a/a a finales de 2010). Para 2011, esperamos que la inflación se mantenga moderada, en un 3,3%.

### **Se prevé que se introduzcan nuevos ajustes en la política monetaria**

Opinamos que la reciente subida del tipo de interés marca el comienzo de un nuevo ciclo gradual de subidas en los tipos. En consecuencia, esperamos que haya al menos dos subidas en los tipos en 2011, en el primer y tercer trimestre respectivamente, ya que las autoridades están al tanto de que haya signos de más subidas en la inflación y precios de la vivienda. Las subidas en los tipos vendrán también probablemente acompañadas de más ajustes precisos en el CRO. También es posible que se den medidas administrativas adicionales para enfriar el mercado.

Seguimos manteniendo nuestras expectativas de otra gradual apreciación de la divisa respecto al USD, hasta 6,54 para finales de año, hasta una apreciación de 4-5% para la totalidad del año (la divisa ya se ha apreciado en un 2,2% en 2010) y al mismo ritmo en 2011. Se prevé que la divisa se moverá en dos direcciones en torno a esta tendencia y a un ritmo desigual, ya que las autoridades siguen inyectando volatilidad para reducir los flujos de capital especulativo fruto de una apreciación anticipada.

### **El nuevo plan quinquenal: las políticas fiscales futuras apoyarán un crecimiento más equilibrado**

Se ha publicado recientemente un esbozo del plan de desarrollo para los próximos cinco años (2011-2015) y se terminará en marzo de 2011. Tal como se espera, el énfasis se centra en volver a inclinar el crecimiento hacia la demanda interna, especialmente el consumo privado. De esta forma, las autoridades esperan poder lograr un patrón de crecimiento más equilibrado motivado por una combinación del consumo, inversión y exportaciones. El plan enfatiza así mismo el bienestar social, con políticas para abordar la desigualdad y disparidad del desarrollo regional. Las políticas fiscales se deben utilizar para reducir la desigualdad entre las zonas rurales y urbanas y para elevar los ingresos de los campesinos.

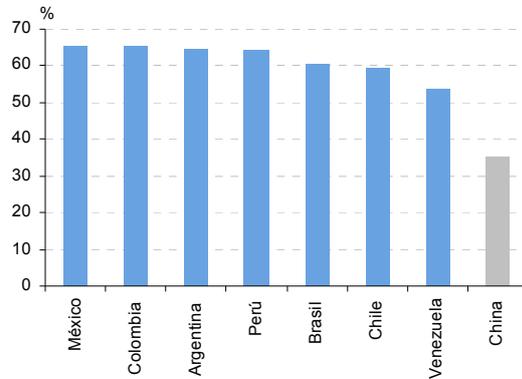
Otro punto que enfatiza el plan quinquenal son las industrias emergentes estratégicas, como tecnología de la información, eficiencia energética y protección medioambiental, nuevas energías, equipos de tecnología punta, nuevos materiales y vehículos con energías alternativas. La nueva industria automovilística de consumo eficiente también recibirá apoyo del gobierno. Mientras tanto, las políticas seguirán fomentando la transformación y actualización del sector manufacturero y una aceleración del crecimiento en el sector servicios.

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

Mientras que esperamos que China mantenga tasas de crecimiento altas a medio plazo, las tasas de dos dígitos que se experimentaron recientemente en el pasado seguramente no se podrán mantener. Estimamos que el crecimiento potencial del PIB se moderará gradualmente desde 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 ya que la economía sigue en desarrollo.

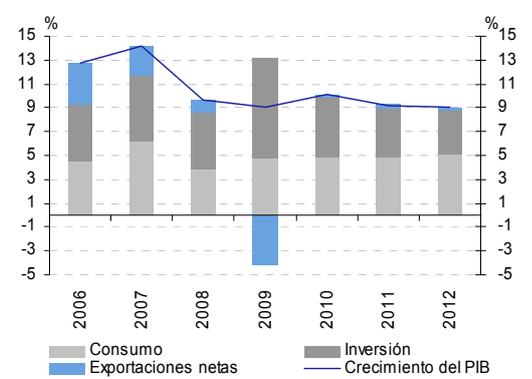
Vemos un amplio margen para un incremento en el ratio consumo-PIB, que es muy bajo en términos relativos (Gráfico 18). Las iniciativas políticas han respaldado un incremento gradual en el consumo, lo cual incluye incentivos fiscales para fomentar el consumo interno, mejoras de la red de protección social que deberían reducir la necesidad del ahorro preventivo con el tiempo, y el reciente paso hacia la apreciación de la moneda. La urbanización y los salarios en aumento deberían apoyar esta tendencia. Consecuentemente, nuestras proyecciones a medio plazo siguen incorporando una rotación gradual del crecimiento hacia el consumo privado, en lugar de basarlas en exportaciones e inversiones como en el pasado (Gráfico 19).

Gráfico 18  
**Se espera una subida en las tasas del consumo en China**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 19  
**Un reequilibrio del crecimiento a medio plazo**



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

## 4. El péndulo del riesgo se inclina hacia el sobrecalentamiento

Los riesgos están básicamente equilibrados entre un sobrecalentamiento, por una parte, y una desaceleración del crecimiento a causa de un entorno externo más débil, por la otra. Una vez dicho esto, la reciente solidez de los datos y de la inflación ascendente sugiere que el péndulo de los riesgos, al menos por el momento, se ha movido hacia el sobrecalentamiento. La mitigación de estos riesgos es el objetivo de las medidas de ajuste progresivas y puntuales de las autoridades. Por otra parte, si se debilitase la demanda externa más de lo esperado, las autoridades seguirán disponiendo de un margen para amortiguar el impacto a través de estímulos fiscales.

Los riesgos de las burbujas de precios de los activos, especialmente en el sector inmobiliario, siguen estando presentes y se están exacerbando a causa de los flujos de capital. Una vez dicho esto, y tal como se ha documentado en nuestra publicación [Perspectiva de l sector inmobiliario](#) de 2010, el incremento en los precios no ha sido especialmente grande en comparación con la experiencia internacional y los esfuerzos puntuales de las autoridades para enfriar el sector deberán ayudar a prevenir que se materialice el ciclo de "prosperidad y depresión".

Otro riesgo, aunque a medio plazo, es la posibilidad de un aumento de los créditos morosos en el sistema bancario tras el rápido crecimiento durante el año pasado. La exposición de los bancos a los medios financieros de los gobiernos locales (LGFV) sigue estando bajo observación especial. Resulta alentador que las autoridades hayan tomado medidas para evitar la generación de una exposición adicional en nombre de los gobiernos locales y de los bancos financiados. El recurso de los promotores inmobiliarios para obtener financiación de las instituciones fiduciarias representa otro riesgo para el sistema financiero que precisa vigilancia.

Con el aumento de las tensiones globales de divisas, la apreciación del RMB chino ha pasado a situarse en el punto de mira. Dada la divergencia en el crecimiento entre China y los países industrializados, que son sus socios comerciales, las tensiones con respecto a la política monetaria persistirán seguramente, pese a que el progreso en los diálogos del G-20 y las elecciones de medio mandato en E.E.UU. podrían contribuir a quitar hierro a la nueva retórica política. No obstante, el proteccionismo seguirá siendo una amenaza continuada en el entorno actual. Las recientes controversias diplomáticas entre China y Japón podrían repercutir económicamente en las relaciones comerciales y económicas entre las dos naciones.

## 5. Tablas

Tabla 2

### Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(tasa de crecimiento a/a)	2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)
EE. UU.	2.1	0.4	-2.6	2.7	2.3
UEM	2.9	0.3	-4.0	1.6	1.2
Asia Pacífico	7.6	4.2	2.0	6.8	5.5
China	14.2	9.6	9.1	10.1	9.2
Mundo	5.3	3.0	-0.6	4.7	4.1

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

### Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

(tasa de crecimiento a/a)	2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)
EE. UU.	2,9	3,8	-0,3	1,6	1,2
UEM	2,1	3,3	0,3	1,6	1,7
Asia Pacífico	2,9	5,1	0,3	2,8	2,7
China	4,8	5,9	-0,7	3,0	3,3
Mundo	4,1	6,1	2,2	3,6	3,5

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

### Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (fin de periodo)

		2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)
EE. UU.	EUR/USD	0,70	0,70	0,70	0,80	0,80
UEM	USD/EUR	1,40	1,50	1,40	1,30	1,30
China	CNY/USD	7,30	6,83	6,83	6,54	6,30

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5

### Previsiones macroeconómicas: tipos de referencia (fin de periodo)

	2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)
EE. UU.	4,3	0,6	0,3	0,3	0,3
UEM	4,0	2,5	1,0	1,0	1,0
China	7,47	5,31	5,31	5,56	6,06

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](http://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

**Bingjie Hu**

bingjie.hu@bbva.com.hk

**Xia Le**

xia.le@bbva.com.hk

**Serena Zhou**

serena.zhou@bbva.com.hk

*Análisis del mercado*

**Richard Li**

richard.li@bbva.com.hk

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*

**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Directores de Estrategia:*

*Normativas y Escenarios Económicos y Financieros*

**Mayte Ledo**

teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@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

*Estados Unidos y México:*

**Jorge Sicilia**

j.sicilia@bbva.bancomer.com

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

*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

## Datos de contacto

**BBVA Research**

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. +852-2582-3272

Fax. +852-2587-9717

researchasia@bbva.com.hk

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