

Situación

Servicio de Estudios

Enero 2009



El crecimiento del PIB real de China desaceleró al 6.8% en el cuarto trimestre de 2008 como consecuencia de la contracción en la demanda externa. Para el total del año, la economía creció al 9.0%.

En 2009, China podría crecer un 8.1% dados el masivo paquete de estímulo fiscal, el amplio margen de política monetaria y las mejoras institucionales.

Índice

Fecha de cierre: 22 de enero de 2009

1. Resumen ejecutivo	2
2. Últimos acontecimientos económicos	3
Recuadro 1: “El impacto de la desaceleración global sobre las exportaciones chinas”	5
Recuadro 2: “La desaceleración de las exportaciones y el problema del desempleo en China”	8
Recuadro 3: “¿Por qué le interesa a China un tipo de cambio estable?”	15
3. Perspectivas económicas	17
Recuadro 4: “¿Por qué confiamos en que China crezca un 8% en 2009?”	19
4. Apéndice: Tabla estadística de China	25

Coordinación de la publicación:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Esta publicación ha sido elaborada por:

Li-Gang Liu
Andrew Tsang

lliu@bbva.com.hk
andrew.tsang@bbva.com.hk

1. Resumen ejecutivo

- El crecimiento del PIB real de China desaceleró al 6,8% en el 4T, frente al 9,0% del 3T, arrastrado por el fuerte descenso de la demanda externa. La economía, no obstante, creció un 9,0% en 2008, la tasa más alta entre las principales economías mundiales. La presión inflacionista, por otro lado, cedió considerablemente; la inflación medida por el IPC fue del 1,2% en diciembre y la inflación de los precios a la producción (IPP) bajó al 1,1% interanual. El IPC descendió significativamente en el 4T, registrando un 2,5% como consecuencia de la menor actividad económica y el continuo descenso de los precios de los alimentos, la energía y las materias primas. En el conjunto del año, el IPC aumentó un 5,9%, en torno a 1,1 puntos porcentuales por encima del objetivo del gobierno para 2008.
- La respuesta al rápido deterioro de las condiciones financieras y económicas mundiales desde que publicamos nuestro análisis de octubre ha sido rápida por parte de las autoridades chinas. Las autoridades anunciaron un paquete de estímulo fiscal masivo de 4 billones de RMB en noviembre de 2008 destinado a impulsar el gasto en infraestructuras y reanimar el sector de la construcción e inmobiliario. Además, en enero de este año el gobierno anunció una reforma sanitaria que prevé un incremento del gasto de 850.000 millones de RMB en los próximos tres años (2009-2011) y cuyo objetivo es garantizar la atención médica a todos los ciudadanos. Estos oportunos y extensos paquetes fiscales ofrecen, por tanto, un fuerte respaldo al crecimiento económico sostenido de China.
- A la vista del enorme estímulo fiscal que se va a llevar a cabo, del amplio margen para la relajación monetaria del que disponen las autoridades y de las mejoras institucionales, somos optimistas de que el crecimiento de la economía de China en 2009 será cercano a su potencial de crecimiento. Por ello, nuestro pronóstico de crecimiento chino para 2009 se mantiene inalterado en torno al 8,1 %. Se prevé que la presión inflacionista siga siendo mínima siendo nuestra previsión central de inflación de 0,7%, muy inferior a la meta del 4% fijado por el gobierno. Esto se debe sobre todo al descenso de los precios de los alimentos y las materias primas en todo el mundo y a la reducción de la demanda externa.
- Con vistas al futuro, si bien nuestras perspectivas para la economía china en 2009 son relativamente optimistas, existen una serie de riesgos e incertidumbres a tener en cuenta. En primer lugar, aunque el extenso paquete de estímulo fiscal es muy necesario para mitigar el fuerte impacto de la recesión mundial, existe el riesgo de que el paquete de medidas actual desequilibre aún más la estructura económica de China, lo cual no favorecería un crecimiento sostenido. Por ello, las autoridades podrían aprovechar esta oportunidad para acometer otras reformas estructurales en áreas infradotadas, como la educación y la seguridad social, y así reequilibrar la economía china en profundidad.
- En segundo lugar, el riesgo del sector bancario podría aumentar si los bancos adoptan una política de concesión de préstamos sin tener en cuenta los riesgos comerciales en una fase de deterioro económico por lo que consideramos que la morosidad podría volver a aumentar. Por consiguiente, las autoridades reguladoras necesitan buscar un equilibrio entre la necesidad de fomentar el préstamo bancario en un momento de desaceleración económica y la necesidad de mejorar la gestión de riesgos para evitar que vuelva a repuntar la morosidad en el sistema bancario.
- En tercer lugar, el empeoramiento de la situación económica y una fuerte caída del crecimiento de las exportaciones agudizarán el problema del desempleo chino en 2009, tanto en áreas urbanas como rurales, y podrán ser causa de inestabilidad y tensiones sociales. Aunque esta situación pondrá de manifiesto la necesidad de emprender una reforma urgente de la actual red de bienestar social, los gobiernos locales podrían tener que tomar iniciativa mediante la creación de programas sociales innovadores dirigidos a mantener la estabilidad social.

2. Últimos acontecimientos económicos

1. Crecimiento del PIB y actividades económicas

El crecimiento del PIB real de China desaceleró al 6,8% en el 4T, frente al 9,0% del 3T, arrastrado por el fuerte descenso de la demanda externa, que contrajo las exportaciones y la actividad, mientras que el consumo interno y las exportaciones netas se mantuvieron sólidos (Gráfico 1). En el conjunto del año, la economía, no obstante, creció un 9,0% en 2008, la tasa más alta entre las principales economías mundiales.

La desaceleración concuerda con algunos indicadores de la actividad económica. La actividad industrial fue especialmente escasa en el 4T y la producción industrial de valor añadido creció sólo un 6,4% interanual, lo que supone un descenso respecto al 13,0% interanual del 3T y al 16,3% del primer semestre. La desaceleración económica también ha afectado a los beneficios industriales, cuyo crecimiento retrocedió hasta el 4,9% interanual en los once primeros meses de 2008, frente al 37,0% del mismo periodo de 2007.

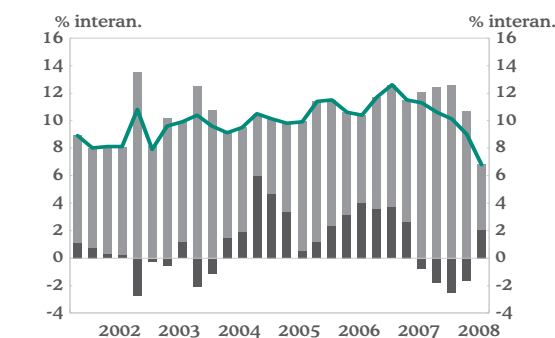
La intensa desaceleración de la producción industrial en el 2S□2008 se debió al brusco frenazo del crecimiento de las exportaciones, que a su vez se resintió del notable empeoramiento de las expectativas de actividad económica en EE.□UU. y la UE (Gráfico 2). En concreto, el crecimiento de la producción, tanto de la industria pesada como de la industria ligera, experimentó una brusca ralentización, hasta diciembre de 2008 cuando ésta remontó ligeramente.

Moderando su ritmo de crecimiento respecto al fuerte aumento interanual del 18% de 2007, la renta disponible de los hogares siguió subiendo en torno al 14,7% interanual en 2008. No obstante, las ventas minoristas siguieron creciendo a buen ritmo. Las nominales aumentaron un 20,6% interanual en el 4T, frente al 23,2% interanual del 3T y al 21,4% del primer semestre de 2008 (Gráfico 3). Las ventas minoristas reales se incrementaron aún más, con un aumento del 17,3% interanual en el 4T, tras crecer un 16,4% interanual en el 3T y un 13,0% en el primer semestre.

Aunque en términos nominales la inversión en activos fijos (IAF) descendió ligeramente, hasta un 23,4% interanual en el 4T frente al 28,8% interanual del 3T y el 26,8% interanual del 1S□2008, el crecimiento real de la IAF repuntó hasta el 20,5% en el 4T respecto al 17,4% interanual del 3T, como consecuencia de la caída de los precios de producción. Este ritmo es prácticamente igual que la tasa de crecimiento del 4T□2007 (Gráfico 4).

Pese a que la IAF general aguantó bien, algunos sectores han experimentado fuertes retrocesos. Concretamente, el crecimiento de la IAF en el sector inmobiliario se ralentizó hasta poco más del 10% (Gráfico 4). Como el aumento de la inversión en el sector manufacturero chino está estrechamente relacionado con el aumento de las exportaciones, esperamos que el crecimiento de la IAF en el sector manufacturero registre más descensos en el futuro.

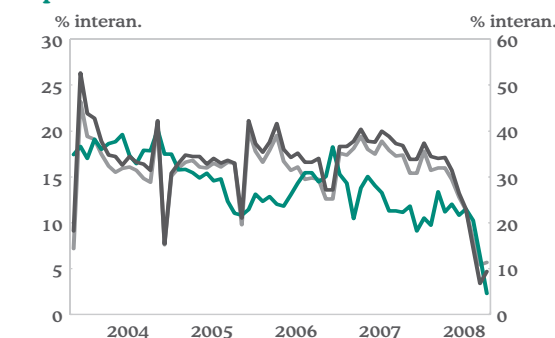
Gráfico 1: Crecimiento del PIB Real



■ Demanda doméstica ■ Crecimiento PIB real
■ Demanda externa

Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

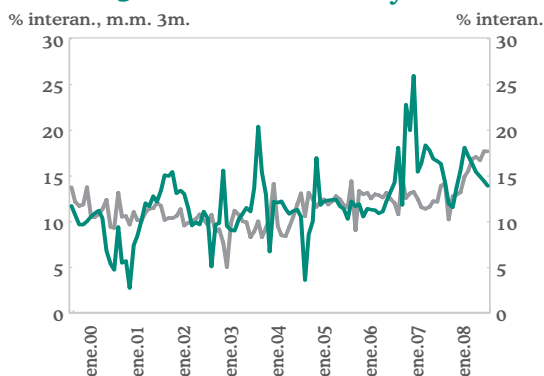
Gráfico 2: Producción industrial y exportaciones



■ Producción industrial (IZQ.) ■ Exportaciones (DCHA.)
■ Industria pesada (IZQ.)

Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

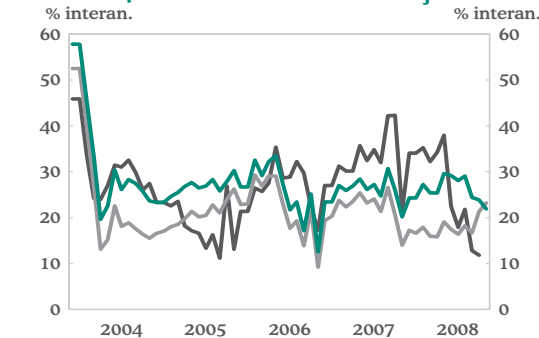
Gráfico 3: Ventas minoristas y renta



■ Renta disponible hogares (izq.)
■ Ventas minoristas (dcha.)

Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

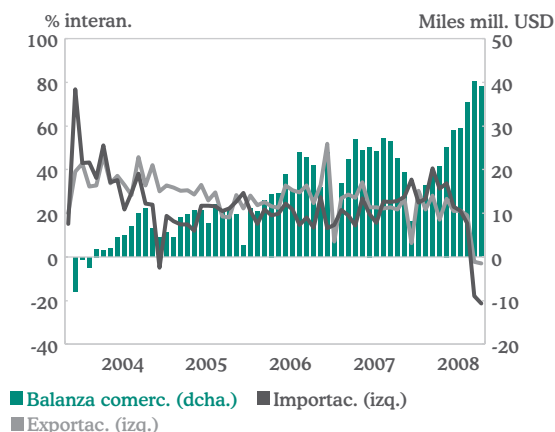
Gráfico 4: Inversión en activo fijo



■ IAF inmobiliario nominal ■ IAF real
■ IAF nominal

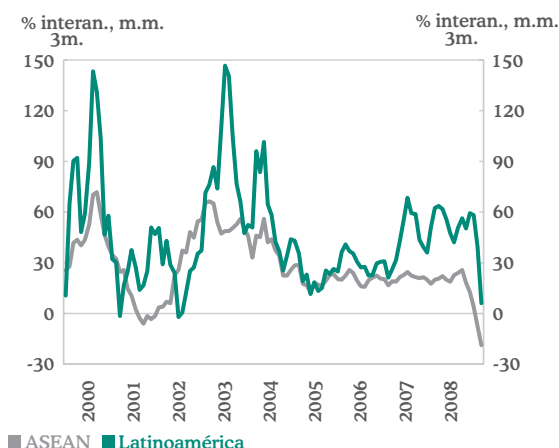
Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Gráfico 5: Evolución del comercio



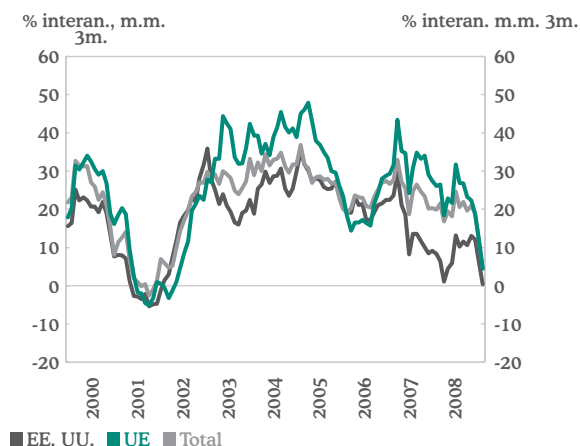
Fuente: CEIC.

Gráfico 6: Fuertes descensos en el crecimiento de las importaciones



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Gráfico 7: Exportaciones por mercados



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Tabla 1: Cifras del PIB según distintos enfoques

	Basado en Producción				Basado en Gasto
	Preliminar		Final		
	PIB Nominal (RMB bn)	PIB Real (% yoy)	Nominal GDP (miles mill. RMB)	PIB Real (% interan.)	PIB Nominal (miles mill. RMB)
2005	18.232,1	(9,9)	18.386,8	(10,4)	18.869,2
2006	20.940,7	(10,7)	21.192,3	(11,6)	22.165,1
2007	24.661,9	(11,4)	25.730,6	(13,0)	26.324,3
2008	30.067,0	(9,0)	n.d.	n.d.	n.da.

Fuente: Instituto chino de estadística.

2. Comercio exterior

Las exportaciones chinas se contrajeron más en diciembre, un 2,8% interanual, frente al descenso del 2,2% de noviembre. Sin embargo, la caída de las importaciones fue mucho más intensa, ya que llegó al 21,3%. De este modo, el superávit comercial en diciembre siguió siendo considerable: 39.000 millones de USD (Gráfico 5). Para el conjunto del año, las exportaciones chinas crecieron un 17,2% interanual, cifra inferior al 25,8% de 2007.

La fuerte contracción de la demanda exterior, unida a la subida de los salarios y la apreciación real del tipo de cambio del renminbi, condujeron a una reducción de las exportaciones. Está previsto que el crecimiento de las exportaciones chinas siga descendiendo en 2009, mientras que el superávit comercial seguirá siendo positivo en el futuro por dos motivos: en primer lugar, el volumen de las exportaciones de China es mucho mayor que el de sus importaciones. En segundo lugar, los productos manufacturados chinos se concentran sobre todo en la cadena de valor bajo, por lo que la demanda de este tipo de artículos no varió a pesar de la situación de la desaceleración económica. Sin embargo, la contribución neta de las exportaciones al crecimiento seguirá siendo negativa en 2009.

El crecimiento de las importaciones en 2008 se desaceleró hasta el 18,5% interanual, frente al 20,5% de 2007, principalmente como consecuencia de la caída de los precios del petróleo y las materias primas en la segunda mitad de 2008. No obstante, el superávit comercial creció hasta los 295.500 millones de USD en 2008, cifra que superó la de 2007 en 30.300 millones de USD. Por tanto, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB debería seguir siendo muy positiva en el 4T, pese al frenazo de las exportaciones en el 4T 2008.

El fuerte descenso de los precios de las materias primas tras el 1S 2008 ayuda a explicar la contracción de las importaciones (Gráfico 6). Como China importa productos primarios sobre todo de la ASEAN y Latinoamérica, el crecimiento de las importaciones desde estas economías se redujo drásticamente, especialmente en el caso de la ASEAN.

El crecimiento de las exportaciones hacia los principales mercados bajó bruscamente en diciembre. Concretamente, las exportaciones a la UE y EE.UU. registraron importantes retrocesos, debido a la propagación de la crisis financiera de la Bolsa a la economía real (Gráfico 7). Además, la llegada de la crisis financiera a las economías de los mercados emergentes ha empañado aún más las perspectivas de evolución de las exportaciones chinas.

Aunque PIB basado en la producción se ralentizó considerablemente, nuestro análisis de los últimos acontecimientos económicos parece demostrar que los indicadores del parámetro del PIB basado en el gasto siguen aguantando bien.

Por consiguiente, pensamos que existe una alta probabilidad de que las mediciones del PIB basadas en la producción, arrastradas por un fuerte descenso del crecimiento de la producción industrial y una importante reducción de la rentabilidad, puedan haber sesgado a la baja la cifra del PIB del 4T.

Dado que existen notables discrepancias entre el PIB basado en la producción y el basado en el gasto en años anteriores, pronosticamos que el PIB de 2008, en particular el crecimiento del PIB real del 4T, será revisado al alza a finales de este año (Tabla 1).

Recuadro 1: El impacto de la desaceleración global sobre las exportaciones chinas

El crecimiento de las exportaciones chinas se contrajo en los últimos dos meses de 2008, arrastrado por la intensificación de la desaceleración económica de sus socios comerciales más importantes. De hecho, 2009 podría llegar a ser el año más complicado para los exportadores chinos desde la reforma del país y su apertura en 1978. De cara al futuro, prevemos que el comportamiento de las exportaciones se deteriore aún más. En este cuadro se analiza el impacto de la desaceleración global sobre las exportaciones chinas empleando la elasticidad del comercio estimada a partir de ecuaciones de balanza comercial y exportaciones.

1) Elasticidades del comercio

La teoría del comercio sugiere que las exportaciones de un país están determinadas por la demanda exterior, medida habitualmente por el crecimiento del PIB mundial (aproximado por el crecimiento del G-3) excluyendo al país exportador y el tipo de cambio efectivo real (TCER), un parámetro que mide la competitividad comercial. Por otro lado, la ecuación de la balanza comercial viene determinada por la demanda exterior, el TCER y algunas variables de control, como el porcentaje de su exportaciones en el mercado internacional y el crecimiento de la inversión.¹ De acuerdo con Shu y Yip (2006), en el próximo recuadro de texto se muestran las especificaciones detalladas de las ecuaciones de exportaciones y balanza comercial.²

Relación a largo plazo:

$$x_t = \alpha_0 + \alpha_1 W GDP_t + \alpha_2 REER_t + \varepsilon_t$$

$TB_t = \beta_0 + \beta_1 W GDP_t + \beta_2 REER_t + \beta_3 X_t + \varepsilon_t$ donde X_t es un vector para variables de control como la cuota de mercado de las exportaciones y el crecimiento de la inversión en China

Dinámica a corto plazo:

$$\Delta x_t = \gamma_0 + \gamma_1 ecm_{t-1} + \gamma_2 \Delta W GDP_t + \gamma_3 \Delta REER_t + \sum_{i=1}^n \varphi_i \Delta x_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\Delta TB_t = \gamma_0 + \gamma_1 ecm_{t-1} + \gamma_2 \Delta W GDP_t + \gamma_3 \Delta REER_t + \sum_{i=1}^n \varphi_i \Delta TB_{t-i} + \varepsilon_t$$

Estas ecuaciones se han calculado empleando una técnica de corrección de errores que da cabida a una dinámica a corto plazo y un valor de equilibrio a largo plazo. Los resultados se muestran en la Tabla B1.1.

Una observación interesante que surge sistemáticamente en nuestro análisis es que los coeficientes de demanda exterior aproximados por la tasa de crecimiento del PIB real del G-3 son mucho mayores que los del tipo de cambio medidos por el TCER. Como se muestra en la Tabla B1.1, el coeficiente de efecto de los ingresos es cerca de 5,1 veces mayor que el del efecto del tipo de cambio. Sin embargo, el mismo ratio entre ingresos y tipo de cambio es mayor para el comercio ordinario, donde las operaciones se realizan sin intervención de importaciones intermedias, mientras que para el comercio de procesamiento es mucho menor, lo que sugiere que el efecto del tipo de cambio afecta al crecimiento de las exportaciones chinas en el comercio de procesamiento mucho menos que en el comercio ordinario. La Tabla B1.2 muestra un resumen de estos resultados.

¹ Esto también presupone el cumplimiento de la condición de Marshall-Lerner, esto es, que el efecto del volumen predomina sobre efecto del valor. El hecho de que esta condición se cumpla o no y la estabilidad de las elasticidades comerciales tendrán su importancia para pronosticar el posible efecto de una variación del tipo de cambio real de una economía sobre su balanza comercial.

² Shu, Chang y Remond Yip, 2006, "Impact of Exchange Movements on the Mainland Economy", *China Economic Issues*, Hong Kong Monetary Authority, julio.

Tabla B1.1: Determinantes de las exportaciones y la balanza comercial de China

	Exportaciones	De las que:		Balanza comercial
		Export. ordinarias	Export. de procesamiento	
Relaciones largo plazo				
$G3\text{ PIB}_t$	8,55*** (34,16)	8,59*** (28,51)	8,34*** (39,23)	0,19*** (7,60)
$TCER_t$	-1,67*** (-6,41)	-2,12*** (-6,78)	-1,22*** (-5,54)	-0,04** (-2,45)
Dinámicas corto plazo				
ecm_{t-1}	-0,10** (-2,28)	-0,14*** (-2,56)	-0,10*** (-2,79)	-0,13* (-1,72)
$\Delta G3\text{ PIB}_t$	3,36* (1,94)	2,17 (0,81)	4,89*** (3,31)	0,06*** (2,82)
$\Delta TCER_t$	-0,17 (-0,59)	-0,03 (-0,06)	-0,20 (-0,82)	-0,04* (-1,76)
R ² ajustado	0,27	0,15	0,27	0,60
Periodo muestra	1T1994-4T2008			

Fuente: Previsiones de BEVA.

Nota: los valores t están entre paréntesis, *, ** y *** indican que las variables son significativas a niveles del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Tabla B1.2 Elasticidades del comercio

	Elasticidad ingresos (A)	Elasticidad tipo de cambio (B)	Ratio (A/B) (valor absoluto)
Exportaciones	8,55	-1,67	5,1
De las que:			
Export. Ordinarias	8,59	-2,12	4,0
Export. de Procesamiento	8,34	-1,22	6,8
Balanza comercial	0,19	-0,04	4,8

Fuente: Previsiones de BEVA.

2) Previsiones para la balanza comercial de China en 2009

Utilizando nuestras elasticidades del comercio estimadas y diversos escenarios de crecimiento del PIB en las economías del G-3, podremos obtener previsiones para las posibles balanzas comerciales de China en 2009. Suponiendo que el TCER sube un 2% y el crecimiento del PIB del G3 retrocede un 0,3%, el crecimiento de las exportaciones chinas descenderá un 11% y la balanza comercial un 7%. Pese a una fuerte disminución del crecimiento de las exportaciones, el superávit comercial sigue siendo considerable. La proyección es que se sitúe en los 276.000 millones de USD. Nuestra primera estimación muestra que la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB será del -0,6%.

Sin embargo, si las economías del G3 experimentasen una recesión más grave, con una contracción económica del 1,9%, y el TCER se mantuviera en 2009 en el nivel de 2008, las exportaciones chinas caerían un 21% y la balanza comercial un 55%. A pesar del enorme descenso, es probable que China todavía conservase un superávit comercial de 133.000 millones de USD, debido principalmente a que sus exportaciones son 1,3 veces mayores que sus importaciones. En términos de contribución al crecimiento del PIB, las exportaciones netas de mercancías contribuirían negativamente, con -3,8 puntos porcentuales.

Tabla B1.3 Previsiones de comercio exterior

	Basado en Producción				Basado en Gasto
	Preliminar		Final		
	PIB Nominal (RMB bn)	PIB Real (% yoy)	Nominal GDP (miles mill. RMB)	PIB Real (% interan.)	PIB Nominal (miles mill. RMB)
2005	18.232,1	(9,9)	18.386,8	(10,4)	18.869,2
2006	20.940,7	(10,7)	21.192,3	(11,6)	22.165,1
2007	24.661,9	(11,4)	25.730,6	(13,0)	26.324,3
2008	30.067,0	(9,0)	n.d.	n.d.	n.da.

Fuente: Previsiones de BBVA.

Algunas repercusiones

Ciertamente, nuestras estimaciones acerca de la balanza comercial de China y su contribución al crecimiento afectan considerablemente a la previsión de acumulación de reservas de China para 2009. El superávit comercial ha sido un factor importante de la acumulación de reservas de China en los últimos años, con contribuciones de 102.000, 177.000, 263.000 y 295.000 millones de USD en 2005, 2006, 2007 y 2008 respectivamente, los principales componentes de las reservas chinas de divisas chinas en este periodo.

Si la balanza comercial descendiese hasta un rango de entre 133.000 y 276.000 millones de USD y disminuyeran los flujos de inversión extranjera por la contracción del crédito global, es probable que la acumulación neta de divisas siguiera siendo reducida. Por lo tanto, el banco central ya no necesitaría esterilizar entradas de capital y disminuirían las presiones para una apreciación del RMB.

Esto también reduciría considerablemente la adquisición neta de deuda estadounidense. No obstante, como las posiciones de China en activos financieros de EE.ºUU. siguen siendo pequeñas, del 2% y un 9,5% del total de las posiciones de activos estadounidenses en el extranjero, prevemos que el impacto sobre la curva de rentabilidad estadounidense será más bien limitado.

Gráfico B1.1: Posiciones en activos financieros estadounidenses a largo plazo (Junio 2007)

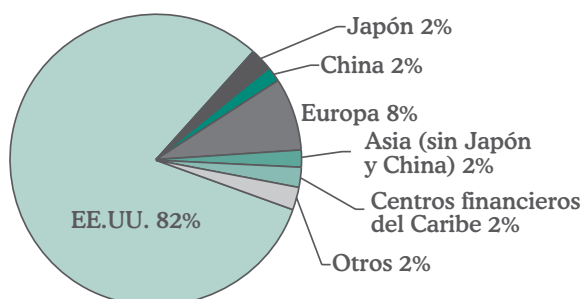
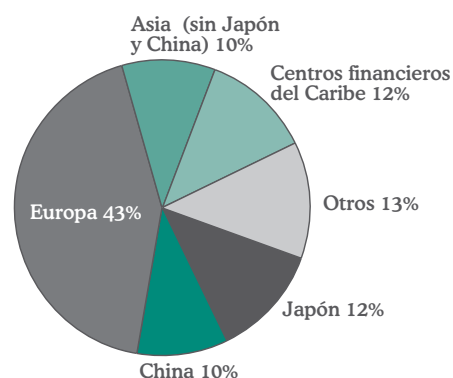


Gráfico B1.2: Total de activos financieros estadounidenses a largo plazo (Junio 2007)



Recuadro 2: La desaceleración de las exportaciones y el problema del desempleo en China

1) La presión del empleo en China en 2009

Si 2009 es un año complicado para que China mantenga la fortaleza de su ritmo de crecimiento, las condiciones del empleo serán aún más duras. Como cerca del 50% de la producción de valor añadido del sector manufacturero procede del sector exportador, el menor crecimiento de las exportaciones hará que aumente el desempleo este año. Este problema se verá especialmente agravado por el gran número de universitarios recién licenciados, tras unos años de rápido aumento de las matrículas en el sistema de enseñanza superior de China.

Según diversas estimaciones publicadas por organismos académicos y gubernamentales, está previsto que en 2009 se incorporen al mercado laboral entre 12 y 13 millones de personas en edad de trabajar (Tabla B2.1). Aunque la presión del empleo ha aumentado en los últimos años, la capacidad de China para generar nuevos puestos de trabajo parece haberse debilitado, debido principalmente a su estructura económica, muy dependiente de la industria pesada. De hecho, el porcentaje que la producción de la industria pesada representa en el total de la producción industrial se ha duplicado desde el 30% de 1997 hasta cerca de un 60% en 2007.

Basándonos en la elasticidad del empleo, estimamos que China podrá generar menos de 4 millones de puestos de trabajo en 2009, aproximadamente, si suponemos una tasa de crecimiento del 8,1%, conforme a nuestra última previsión de PIB (Tabla B2.2). Por tanto, esto provocará un aumento neto del número de desempleados en las áreas urbanas de entre 8,24 y 9,28 millones de personas (columna 4 de la Tabla B 2.1). Después de contabilizar el desempleo urbano registrado del año anterior, calculamos que el desempleo urbano en China avanzará desde cerca del 4,20% en 2008 hasta el 7,84% en 2009.

Tabla B2.1 Estimación de oferta laboral y desempleo en China para 2009

Year	Mano de obra ¹ (mil. personas)	Mano de obra nueva ² (mill. personas)	Aumento neto desempleo ³ (mill. personas)	Desempleo urbano registrado ⁴ (mill. personas)	Mano de obra urbana registrada ⁵ (mill. personas)	Tasa desempleo urbano registrado (%)
2004	771,29	7,06	—	8,27	196,9	4,20
2005	778,17	6,88	0,63	8,39	199,8	4,20
2006	784,52	6,35	0,60	8,47	206,6	4,10
2007 ^{4/}	794,52	10,00	4,10	8,30	207,5	4,00
2008(f) ^{5/}	805,65	11,13	7,01	9,12	217,1	4,20
2009(f) ^{6/}						
{máx}	818,65	13,00	9,28	18,00	229,5	7,84
2009(f) ^{6/}						
{mín}	817,61	11,96	8,24	16,96	229,2	7,40

Fuentes: Organización Internacional del Trabajo (OIT), Academia China de Ciencias Sociales (CASS, por sus siglas en inglés) y Ministerio de Recursos Humanos y Seguridad Social (MOHRSS, por sus siglas en inglés).

Notas:

- Las cifras se refieren a estimaciones de la OIT. Para 2007 en adelante el dato se obtiene añadiendo trabajadores de nueva incorporación del año anterior.
- Variación interanual del número de trabajadores.
- Diferencia entre puestos de trabajo de nueva creación y trabajadores recién incorporados.
- De acuerdo con un sondeo realizado por la CASS, los trabajadores recién incorporados fueron 10 millones de personas en 2007.
- De acuerdo con un sondeo realizado por la CASS, estaba previsto que el desempleo urbano registrado llegase a 10,742 millones y los trabajadores de nueva incorporación aumentaron hasta cerca de 9 millones de personas.
- Según el comunicado publicado por el MOHRSS, en 2009 la oferta laboral urbana de nueva creación aumentará hasta los 13 millones, mientras que el desempleo urbano ascenderá a 8 millones y se jubilarán 3 millones de personas. Asume que la mayoría de los trabajadores se concentra en áreas urbanas y simplemente utiliza esta cifra como límite superior aproximado de la fuerza laboral de nueva incorporación en 2009. De 13 millones de personas, 6,1 millones son titulados de centros de enseñanza superior.
- De los 6,1 millones de titulados superiores, estimamos que 0,57 millones de estudiantes se matricularán en cursos de posgrado. Por consiguiente, el límite inferior de la fuerza laboral de nueva incorporación ascenderá a 11,96 millones de personas.
- Como el desempleo se refiere a personas que desearían trabajar y buscan empleo activamente, se supone que el desempleo urbano en su límite superior se situará en 18 millones (suma de los trabajadores de nueva incorporación más los parados urbanos, restando el número de los que se jubilan). Por el límite inferior, habrá 16,96 millones de desempleados urbanos, excluyendo el número de estudiantes que proseguirán su formación y los jubilados.
- Para los trabajadores urbanos registrados en 2008 y años posteriores, la cifra se obtiene sumando la fuerza laboral de nueva incorporación correspondiente y los trabajadores urbanos registrados del año anterior. Partimos de la base de que el descenso en el número de empleados queda totalmente contrarrestado por el aumento de los desempleados.

Tabla B2.2 Creación de empleo estimada en 2008-2009

Año	PIB real (% interan.)	Crecimiento empleo (% interan.)	Empleo total (mill. personas)	Elasticidad empleo	Puestos trabajo nueva creación ² (mill. personas)
2005	10,4	0,83	758,3	0,08	6,25
2006	11,6	0,76	764,0	0,07	5,75
2007	13,0	0,77	769,9	0,06	5,90
2008 (f) 3/	9,0	0,53	774,0	0,06	4,12
2009 (f) 4/	8,1	0,48	777,7	0,06	3,72

Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Notas:

- Los puestos de trabajo de nueva creación se refieren a la variación real del empleo total en el año.
- La elasticidad del empleo es el ratio crecimiento del empleo/crecimiento del PIB real.
- Números previstos de cifra de empleo y su tasa de crecimiento, suponiendo que la elasticidad del empleo se mantiene invariable.
- Basado en la cifra prevista por BBVA de PIB real en 2009.

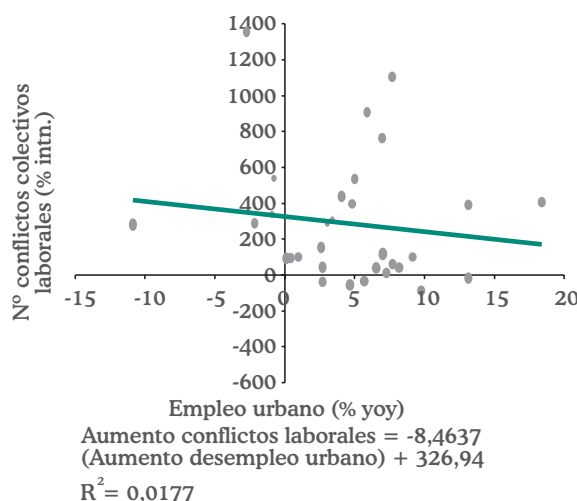
Aunque la presión del empleo en 2009 es elevada, nuestras estimaciones no han incluido el desempleo potencial derivado del incremento del paro en el sector manufacturero por la desaceleración de las exportaciones. Empleando un simple análisis de elasticidad observamos que, si las exportaciones descendieran un 5% en 2009, el desempleo aumentaría en 1,6 millones de personas.

De hecho, nuestras estimaciones hasta la fecha no han tenido en cuenta todavía el incremento del subempleo resultante de un menor crecimiento por la desaceleración de las exportaciones. De acuerdo con un sondeo realizado por la Academia China de Ciencias Sociales, la migración rural ha seguido una tendencia creciente. De 2004 a 2006 la tendencia fue que una media anual de 5,58 millones de trabajadores salieran de las áreas rurales para buscar trabajo en las ciudades³. El aumento del paro en las áreas urbanas sin duda frenará, e incluso dificultará, la migración rural hacia las ciudades.

2) ¿Hay alguna relación entre la desaceleración económica y los conflictos sociales?

El fuerte aumento del desempleo suele provocar un aumento de los conflictos laborales masivos que suponen una amenaza para la estabilidad y la armonía sociales. De hecho, parece que el crecimiento del empleo es inversamente proporcional a los conflictos laborales colectivos. Usando los últimos datos disponibles de 2004, es probable que con un descenso del 1% en el empleo urbano aumente un 8% el número de conflictos laborales colectivos. Ciertamente, si esta relación fuera sólida, el número de conflictos laborales colectivos en 2009 se incrementaría en cerca del 30%.

Gráfico B2.1: Conflictos laborales colectivos en relación con el empleo urbano en 31 provincias en 2004



Fuentes: Oficina Nacional de Estadística de China y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

Una observación preliminar de estas cifras nos muestra que el panorama del desempleo en China es sombrío en 2009. Como el problema del paro masivo supone una amenaza potencial para la estabilidad social, la preocupación que ésta suscita estaría justificada. Aunque el gobierno central estableció un sistema de “garantía en tres etapas” para los trabajadores despedidos, diseñado para proteger su sustento básico, prestaciones por desempleo y gastos mínimos de manutención solamente para residentes urbanos, estas garantías podrían no llegar a los migrantes rurales. Aunque el enorme programa de medidas de estímulo fiscal ayuda a mantener el objetivo de crecimiento, los contenidos del programa se refieren principalmente a gasto en infraestructuras, mientras que el gasto social es bastante limitado (véase Recuadro 4). Los gobiernos locales podrían tener que tomar iniciativas mediante la creación de programas sociales innovadores y dirigidos a mantener la estabilidad social.

³ La media anual de 5,58 millones de migrantes en todas las provincias equivale a un crecimiento medio anual del 5,4%. Basándose en estos datos estadísticos, la CASS dedujo que aproximadamente habrá entre 21 y 26 millones de desempleados en los próximos tres años.

Gráfico 8: IPC

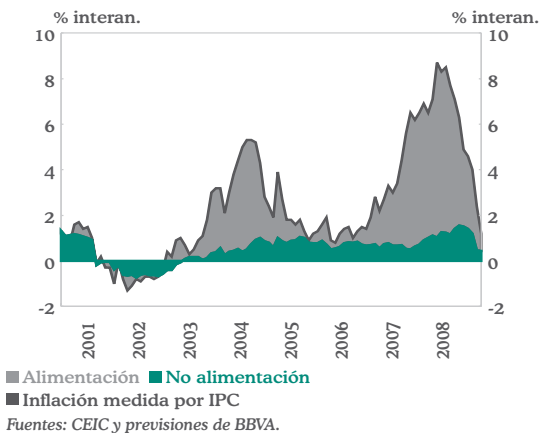


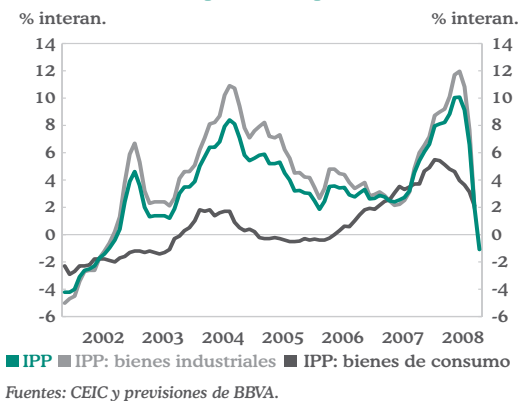
Gráfico 9: Precios minoristas de algunos alimentos



Gráfico 10: Precios de los metales importados



Gráfico 11: IPP por componentes



3. Inflación

El proceso desinflacionista se aceleró en el 4T. El dato de inflación descendió hasta el 2,5% interanual en el 4T desde el 5,3% del 3T, con lo que el IPC de diciembre se situó en el 1,2% (Gráfico 8). La bajada del IPC se debió principalmente a la caída de los precios de los alimentos (Gráfico 9) y a un elevado efecto base. Asimismo, la inflación importada procedente de los precios internacionales de la energía y las materias primas también se redujo drásticamente (Gráfico 10).

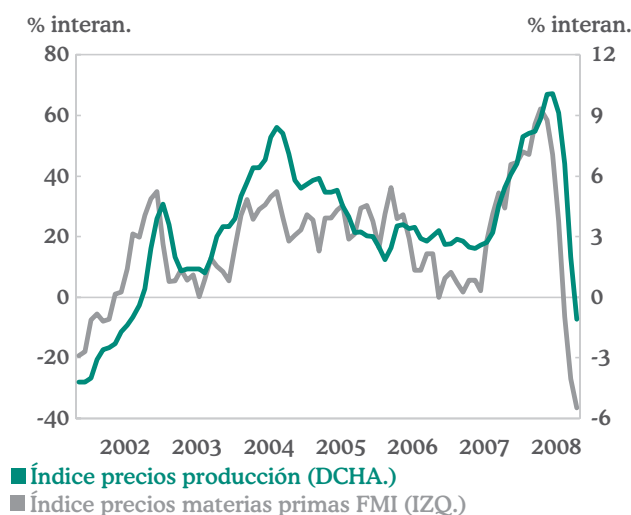
Con la desaceleración de la demanda interna y unos precios de las materias primas mucho más deprimidos, la inflación del IPP descendió drásticamente 7,2 puntos porcentuales hasta situarse en el 2,5% interanual en el 4T frente al 9,7% del 3T llegando incluso a registrar un cambio interanual negativo en diciembre. Entre las subcategorías de las mediciones del IPP, el IPP de bienes industriales fue el que más retrocedió (Gráfico 11).

Dado que la inflación del IPP de China está muy correlacionada con las variaciones de los precios internacionales de las materias primas, el efecto de repercusión sobre el IPP seguirá disminuyendo a corto plazo (Gráfico 12). De acuerdo con nuestras estimaciones, es probable que un abaratamiento de las materias primas del 10% haga descender un 1,2% y un 0,22% el IPP y la inflación no alimentaria respectivamente.

La fuerte corrección de algunos precios de materias primas agrícolas clave desde junio de 2008 también ha afectado a los precios nacionales de estos artículos (Gráfico 13 a) a d)). Por ejemplo, los precios de la soja, aunque siguen superando a los del extranjero, han caído desde más de 800 USD por tonelada hasta poco más de 500 dólares EEUU por tonelada. Los precios del trigo y el maíz también han experimentado algunos ajustes a la baja. Como el precio internacional del arroz se ha desplomado, también es probable que el precio nacional del arroz en China detenga su tendencia alcista.

Dado que las presiones inflacionistas procedentes de las materias primas alimentarias e industriales han disminuido, prevemos que el IPC chino seguirá cayendo a un ritmo más elevado, dando lugar a un serio riesgo de deflación. Esto justifica una política monetaria más agresiva de cara al futuro.

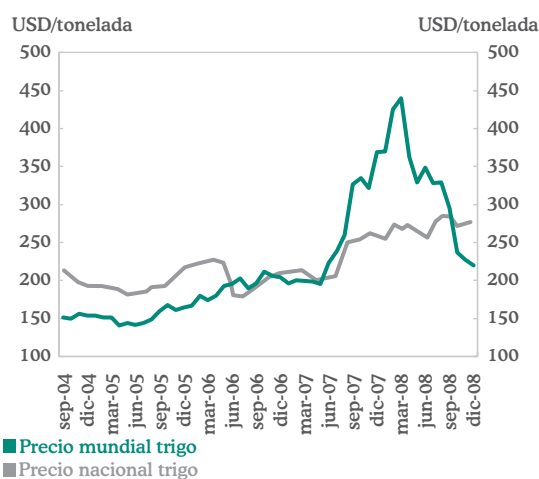
Gráfico 12: IPP y precios de las materias primas



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

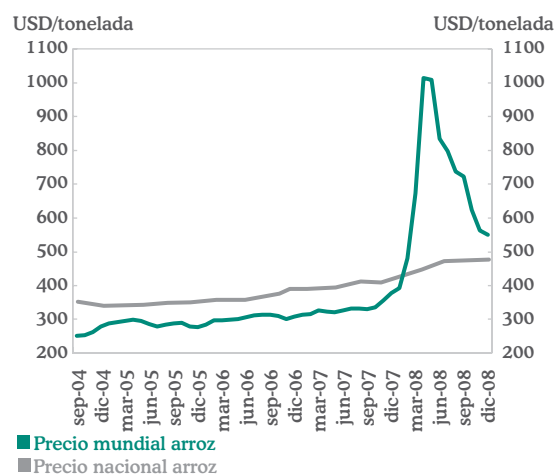
Gráfico 13: Precios mundiales de las materias primas y precios nacionales de los alimentos en China

a) Precios del trigo



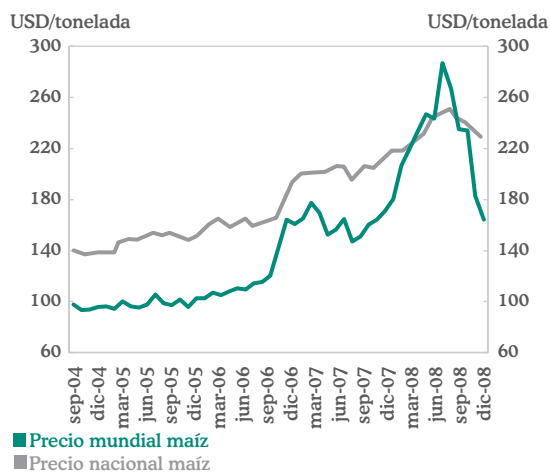
Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

b) Precios del arroz



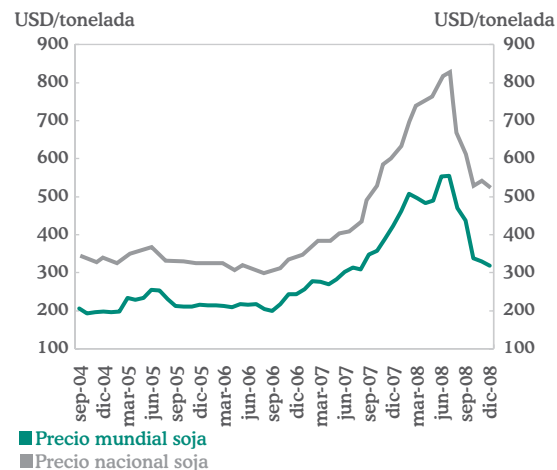
Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

c) Precios del maíz



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

d) Precios de la soja



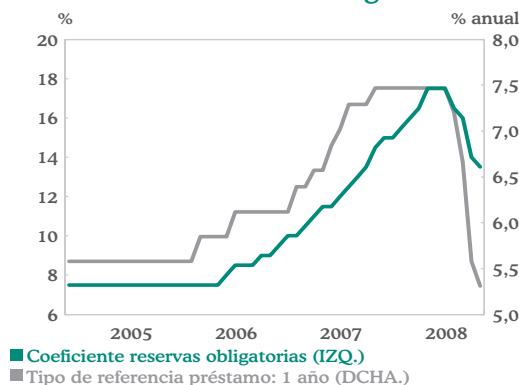
Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Gráfico 14: M2 y crecimiento del crédito



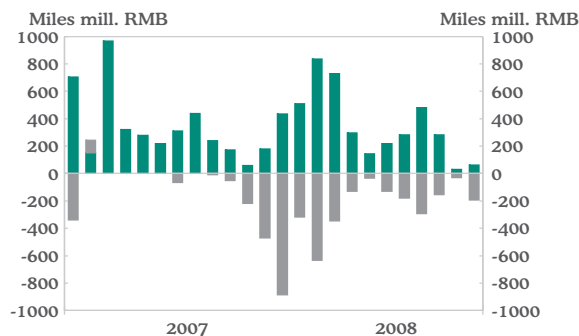
Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Gráfico 15: Tipo de referencia y coeficiente de reservas obligatorias



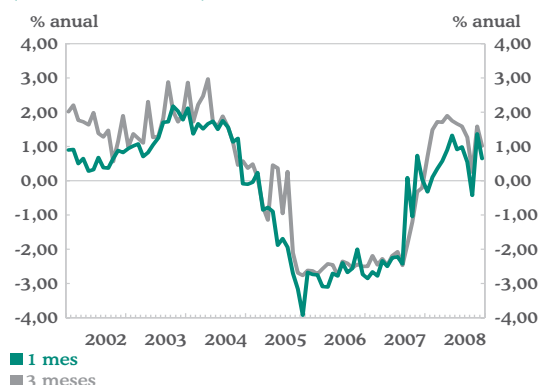
Fuente: CEIC.
Notas: A finales de diciembre de 2008 el coeficiente de reservas obligatorias para entidades financieras pequeñas y medianas era del 13,5%, y del 15,5% para los seis mayores bancos.

Gráfico 16: Operaciones de mercado abierto



Fuente: CEIC.

Gráfico 17: Diferencial tipos de interés (Chibor sobre Libor)



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

4. Condiciones monetarias

El crecimiento de la masa monetaria (M2) repuntó considerablemente en el 4T, hasta el 17,82% interanual desde el 15,29% interanual del 3T, mientras que el crecimiento del crédito aumentó con fuerza, hasta el 18,76% interanual desde el 14,48% del 3T (Gráfico 14). El incremento de la oferta monetaria y de los préstamos indica que las agresivas medidas de relajación de la política monetaria del Banco Popular de China (BPC) desde mediados de septiembre podrían haber empezado a surtir efecto (Gráfico 15).

Las operaciones de mercado abierto del banco central se siguieron contrayendo considerablemente en el 4T, al disminuir las entradas netas de capital. Esto ha reducido los costes de esterilización, calculados como el diferencial entre el tipo del mercado monetario a corto plazo chino y el tipo objetivo de los fondos federales estadounidenses, que aumentó bruscamente desde el 2S de 2007 (Gráfico 16). De hecho, los diferenciales de tipos de interés entre Chibor y Libor a tres meses se redujeron hasta cerca de 100 puntos a finales de 2008 desde aproximadamente 150 p.b. en noviembre, lo que refleja los elevados costes de financiación en el mercado global debido al estancamiento de los mercados mundiales de crédito (Gráfico 17).

El banco central ya ha recortado de modo contundente los tipos de interés y el coeficiente de reservas obligatorias, en 216 p.b. y 200 p.b. respectivamente (400 p.b. para las entidades financieras medianas y pequeñas), y los bancos chinos han reaccionado de forma bastante positiva. La banca china, a diferencia de sus homólogos occidentales, parece estar fuertemente incentivada para conceder préstamos, dada la estructura de su propiedad y su inquietud por las rentabilidades. El gasto previsto de 100.000 millones de RMB en el 4T 2008 también brindó a los bancos nuevas oportunidades para conceder créditos.

La importante mejora de la salud del sector bancario proporciona además un terreno favorable para que los bancos concedan préstamos en unas condiciones monetarias menos restrictivas. A finales de 2008 los índices de morosidad en el sistema bancario habían descendido drásticamente. El último dato publicado del ratio de préstamos morosos de los principales bancos cayó hasta el 2,49%, 4,24 puntos porcentuales menos que a finales de 2007 (Tabla 2).

Además, la liquidez del sistema bancario ha mejorado tras rebajarse el coeficiente de reservas obligatorias, y la rentabilidad ha sido impresionante. Los bancos chinos, por otra parte, no se han visto afectados por la contracción global del crédito, y su deuda en moneda extranjera sigue siendo muy reducida en comparación con las enormes reservas de divisas de China (Tabla 2).

Tabla 2: Evolución reciente del sistema bancario

Morosidad (general)	2,45
Morosidad (grandes bancos)	2,49
Ratio reservas mínimas	8,40
Margen financiero	2,98
Ratio préstamo/depósito	63,30
ROA	0,80
ROE	10,10
Crecimiento beneficio neto % interan.	65,80
Ratio de activos exteriores/reserva divisas	13,93
De los que: Corto plazo	8,85

Fuentes: Fuentes oficiales, CEIC y previsiones de BBVA.

5. Precios de los activos

Las cotizaciones bursátiles chinas cayeron cerca de un 70% en 2008 desde su máximo de octubre de 2007, mientras que el descenso de las cotizaciones fue especialmente acusado en septiembre, influido en parte por la crisis financiera global. El PER también volvió a un nivel más sostenible, bajando hasta cerca de 16 veces los beneficios previstos desde el máximo de 70 veces de octubre de 2007. No obstante los precios de las acciones se han estabilizado desde el 4T. El valor de negociación también repuntó un 100% después de tocar suelo (Gráfico 18).

La inquietud por la rentabilidad de las empresas chinas, sobre todo del sector exportador, en una situación de recesión global, podría subyacer a buena parte del retroceso. Sin embargo, la prevista puesta en circulación de acciones anteriormente bloqueadas (o acciones no negociadas) también podría contribuir a explicar este rápido descenso.

Como se ve en el Gráfico 19, las acciones no negociadas que van a entrar en el mercado no lo habrán hecho en su totalidad hasta finales de 2009. De 2009 a 2011, se estima que la capitalización total de mercado por la circulación de estas acciones no negociables ascenderá a 2,1 billones de RMB, lo que representa un 29% de la capitalización de mercado actual. Si se vendiesen todas las acciones no negociadas, las cotizaciones perderían alrededor de un tercio de su valor (es decir, el índice CSI 300 caería desde los 2000 hasta los 1400 puntos). Por consiguiente, la circulación prevista de estos títulos no negociados sigue siendo una espada de Damocles que pende sobre la bolsa china.

Para resolver este problema de forma definitiva, sugerimos el establecimiento de un fondo de estabilización que adquiriera las acciones cuya puesta en circulación ya está prevista. Entre otras suposiciones plausibles, estimamos que los fondos necesarios para adquirir esas acciones no negociadas vendidas por sus titulares podrían ascender a cerca de 600.000 millones de RMB (Tabla 3). La financiación de este fondo de estabilización puede proceder del Fondo de Protección del Inversor o de otras fuentes adecuadas, como el Fondo de la Seguridad Social, que posee un perfil inversor orientado al largo plazo.

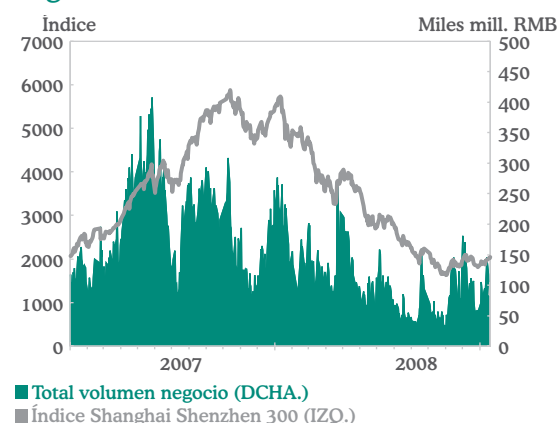
Los precios de los inmuebles registraron un descenso interanual en diciembre de 2008. Los precios inmobiliarios han empezado a caer desde principios de 2008, tras la fuerte subida registrada en 2007 (Gráfico 20). El precio de la vivienda en Shenzhen registró en diciembre un fuerte descenso interanual del -15%. La aguda caída de los precios inmobiliarios podría intensificar el retroceso económico, ya que el efecto riqueza negativo afectará también al consumo privado.

Tabla 3: Fondos necesarios para adquirir acciones no negociadas

Índice CSI 300	2.000	1.500	1.300
Precios medios R.V. (RMB por acción)	6,9	5,1	4,4
% compra de títulos no negociables de grandes accionistas	(Fondos necesarios: miles mill. RMB)		
20%	596	441	382
30%	794	588	510
50%	1.191	882	765

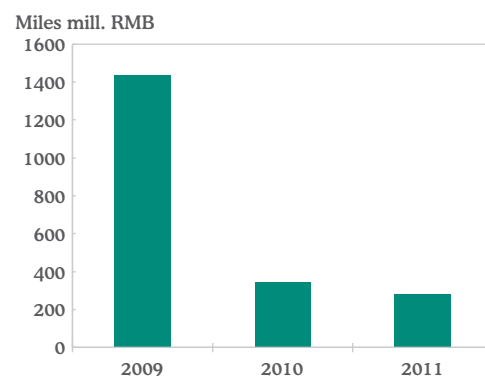
Fuente: Previsiones de BBVA.

Gráfico 18: Cotizaciones y volumen de negocio



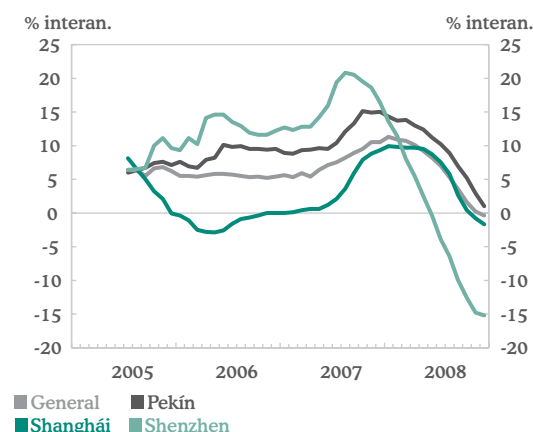
Fuente: CEIC.

Gráfico 19: Circulación de acciones no negociadas (capitalización de mercado)



Fuente: Previsiones de BBVA.

Gráfico 20: Precios inmobiliarios



Fuente: CEIC.

Gráfico 21: Tipo de cambio del RMB

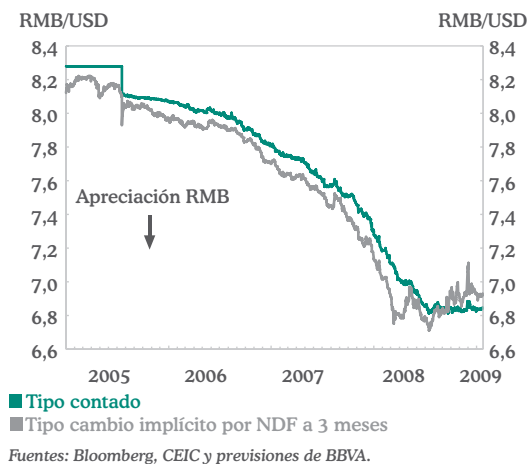
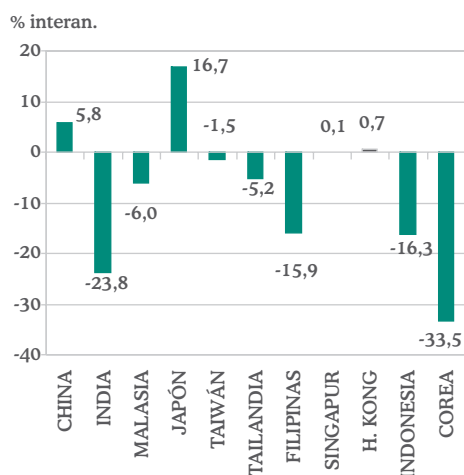
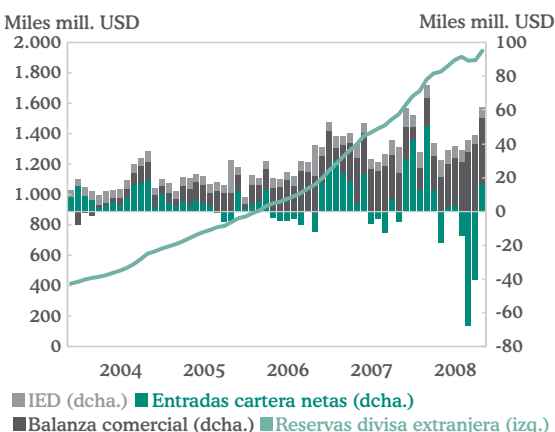


Gráfico 22: Tipo de cambio nominal de las divisas asiáticas



Fuente: Datastream.

Gráfico 23: Flujos de capital



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

6. Tipo de cambio y flujos de capitales

El tipo de cambio del renminbi (RMB) se ha estabilizado desde agosto (Gráfico 21), aunque el mercado descuenta cierta depreciación. Como indican los NDF (*non-deliverable futures*) a tres meses para el cambio CNY/USD, el mercado espera que el renminbi se deprecie en un 1,2%.

Las causas de que la apreciación del RMB se haya detenido podrían ser: 1) El tipo de cambio del RMB se ha apreciado respecto a otras divisas del este de Asia, tanto en términos nominales como reales, debido en gran medida a la drástica apreciación del dólar estadounidense. Con ello se han eliminado, por tanto, los argumentos para nuevas apreciaciones del RMB (Gráfico 22); 2) El crecimiento de las exportaciones se contrajo en noviembre y diciembre en más de un 2%, aunque el superávit comercial sigue siendo elevado. Se prevé que el crecimiento de las exportaciones chinas vuelva a disminuir, ya que la demanda externa procedente de las economías del G-3 cayó vertiginosamente. La desaceleración de las exportaciones provocará una oleada de quiebras en la región costera, y con ello un considerable incremento de la tasa de desempleo y una posible amenaza para la estabilidad social.

Aunque no queda margen para mayor apreciación del RMB, creemos que una depreciación también saldrá cara. Y ello porque la depreciación incitará a tomar medidas comerciales proteccionistas y limitará la capacidad del BPC para utilizar el instrumento de los tipos de interés como medida de relajación monetaria. Además, también acentuará el desequilibrio mundial, ya que podría provocar una devaluación competitiva de las divisas asiáticas y de mercados emergentes.

Así pues, a China le interesa que el tipo de cambio del RMB se mantenga estable. En el recuadro 3 se presentan las razones por las que creemos que China tiene interés en mantener estable su moneda en una crisis económica mundial.

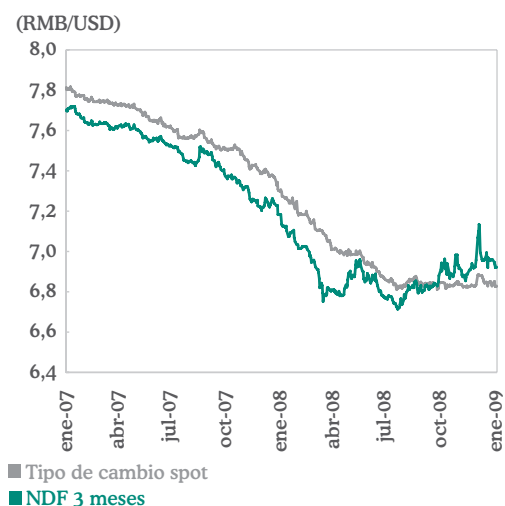
Las entradas netas de capital se moderaron tras las fuertes entradas registradas en el 1S. En concreto, el capital de la cartera experimentó algunas salidas importantes de septiembre a noviembre, antes de registrar nuevas entradas en diciembre. Las entradas netas en cartera disminuyeron en 100.000 millones de USD en el 2S, frente al aumento de 131.000 millones de USD del 1S, lo que posiblemente refleja el afán de repatriación de beneficios, ya que algunas empresas de inversión extranjera podrían necesitar liquidez en sus mercados de origen a causa del deterioro de los mercados financieros internacionales.

No obstante, las reservas oficiales siguieron creciendo, con un aumento de 40.000 millones de USD sólo en el 4T gracias al superávit comercial y a los flujos de inversión extranjera. En términos inter-trimestrales, el aumento de las reservas durante el 4T se ralentizó considerablemente con respecto al aumento de 154.000 millones, 127.000 millones y 97.000 millones de USD del 1T, 2T y 3T respectivamente. En 2008, las reservas oficiales ascendían a 1,946 billones de USD (Gráfico 23).

Recuadro 3: ¿Por qué le interesa a China un tipo de cambio estable?

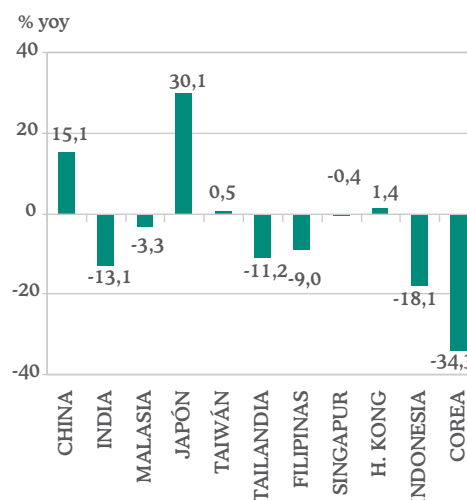
El tipo de cambio del renminbi se ha estabilizado en torno a 6,8 CNY/USD desde mediados de julio de 2008, tras un periodo de apreciación gradual que se inició en julio de 2005. Al empeorar repentinamente la economía mundial en el 4T de 2008 y empezar a contraerse las exportaciones chinas, el mercado comenzó a descontar cierta depreciación del RMB. Tal como se muestra en el Gráfico B3.1, los NDF (*non-deliverable futures*) a tres meses para el cambio RMB/USD han empezado a depreciarse desde mediados de agosto de 2008. A finales de enero de 2009, está prevista una depreciación del tipo de los NDF de igual vencimiento de cerca de un 1,2% en relación con el tipo de cambio al contado actual.

Gráfico B3.1 NDF-RMB a 3 meses



Fuente: Datastream.

Gráfico B3.2 TCER de las divisas asiáticas



Fuente: Datastream.

Ciertamente, las previsiones del mercado, como demuestran los tipos de los NDF, podrían estar en parte justificadas. En primer lugar, el tipo de cambio del RMB ha convertido ya a la moneda en una divisa fuerte respecto a las demás monedas asiáticas de la región. En términos nominales, el tipo de cambio al contado del RMB se ha apreciado en un 5,8% en 2008, lo que supone la segunda mayor apreciación entre las divisas regionales más importantes sin contar el yen, mientras que el won, la rupia hindú, la rupia indonesia y el peso han experimentado fuertes depreciaciones. De igual modo, en términos de tipo de cambio efectivo real (TCER), el RMB y el yen son los que más se han apreciado en 2008, en un 15% y un 30% respectivamente, debido en gran parte a su apreciación nominal, que ha sido importante en términos relativos, y a su relativamente baja tasa de inflación (Gráfico B3.2).

En segundo lugar, también resulta reveladora una valoración implícita del tipo de cambio del RMB basada en la cesta de divisas. Aunque el BPC nunca ha desvelado las divisas que constituyen la cesta tras la reforma del tipo de cambio de china en julio de 2005, su contenido puede deducirse, sin embargo, empleando las ponderaciones comerciales de los principales socios de China. Usando una cesta de 11 monedas que representa hasta el 70% de las cuotas comerciales de China, descubrimos que el tipo implícito de la cesta del RMB sigue al tipo de cambio RMB/USD muy de cerca hasta finales de noviembre de 2007. Desde entonces, la cesta se ha desviado considerablemente del tipo de cambio RMB/USD, y prácticamente sigue una trayectoria propia. Por ejemplo, el tipo implícito de la cesta sugiere que el RMB/USD debería haber sido 7,7459 el 31 de diciembre, mientras que el tipo de cambio real en esa fecha era de 6,823, un 12% de diferencia (Gráfico B3.3). Esto demuestra que el tipo de cambio al contado RMB/USD se ha apreciado más rápidamente de lo que justificaría la cesta de divisas. El BPC no parece tener muy presente una cesta de divisas al determinar la valoración del RMB de 2008, probablemente debido a la preocupación por la inflación interna, en especial cuando la inflación se importó con las subidas de los precios de las materias primas mundiales entre noviembre de 2007 y julio de 2008.

Gráfico B3.3 Tipo de cambio al contado del RMB y tipo implícito de la cesta del RMB



Fuentes: Bloomberg y previsiones de BBVA.

Pero ¿justifican necesariamente esas medidas de valoración las expectativas del mercado sobre una depreciación del RMB? Creemos que no. Aunque parece que las medidas han aliviado, de momento, las presiones de una continua apreciación del RMB, no implican que el RMB vaya a depreciarse necesariamente en un futuro próximo.,

Esto se debe en primer lugar a que el superávit comercial de China respecto a EE.UU. y la UE sigue siendo elevado. La devaluación del RMB dará lugar, sin duda, a nuevas presiones políticas, y posiblemente a más medidas comerciales proteccionistas contra las exportaciones chinas. Además, la devaluación de China podría provocar una devaluación competitiva entre las divisas del este de Asia y, hasta cierto punto, las de los mercados emergentes, y de ese modo agravar el ya deteriorado desequilibrio económico mundial. En consecuencia, aumentaría las tensiones del comercio mundial, y esto no es lo que desea China.

En segundo lugar, nuestros estudios empíricos, igual que muchos otros, demuestran que el efecto de los ingresos (demanda) es un determinante mucho más importante que el efecto del tipo de cambio para el crecimiento de las exportaciones chinas. Para ser más precisos, el efecto de los ingresos es entre 3 y 4 veces mayor que el efecto del tipo de cambio. Por tanto, la depreciación del RMB podría estimular el crecimiento de las exportaciones chinas solo de forma marginal, mientras que el anunciado contragolpe político podría ser mucho más serio y más fuerte por parte de los principales socios comerciales de China.

En tercer lugar, a China tampoco le interesa tener una moneda débil, ya que con ello seguirá empeorando su estructura económica, que depende demasiado de las exportaciones netas y la inversión. Una divisa débil seguirá permitiendo asignaciones de recursos que favorezcan a los sectores comercializables, a costa de los sectores que no lo son y, por tanto, a costa del desarrollo sostenible de China y de su crecimiento a largo plazo. Además, una depreciación en esta coyuntura probablemente provocaría fuertes salidas de capital y reduciría el margen para una nueva relajación de la política monetaria, especialmente cuando es más importante estimular la demanda interna que las exportaciones, ya que esto último es costoso y menos efectivo en el contexto mundial actual.

Así pues, los participantes del mercado, cuando examinen la política cambiaria de la moneda china, deberían ser conscientes de que esta política no se mueve sólo por impulsos económicos. De hecho, con frecuencia sólo se considera un instrumento más en el cálculo general de la política económica exterior de China. En este momento, existen razones concluyentes para creer que los costes de la depreciación tienen un peso mucho mayor que las ventajas por lo que se refiere a las relaciones económicas de China con sus socios comerciales más importantes. Dado que una nueva apreciación resulta demasiado perjudicial para las exportaciones, y que una depreciación saldría demasiado cara, tanto desde el punto de vista económico como político, por ahora la vía preferida es la de un tipo de cambio del RMB estable frente al dólar estadounidense.

3. Política y perspectivas económicas

Respuesta política

La respuesta de los responsables políticos chinos ante el rápido deterioro de las condiciones financieras y económicas registrado en todo el mundo desde que publicamos nuestro análisis de octubre (Gráfico 24) fue la introducción de un paquete de estímulo fiscal masivo de 4 billones de RMB destinado a impulsar el gasto en infraestructuras y a reanimar al decaído sector de construcción e inmobiliario.

Aunque cerca del 70% del paquete se ha destinado a gasto en infraestructuras, el paquete también pretende abordar el problema, cada vez mayor, de la distribución de los ingresos mediante la construcción de viviendas más asequibles para los habitantes más desfavorecidos de las ciudades y mediante un aumento del gasto en el sector rural (véase Cuadro 4).

El gobierno central, reconoce las limitaciones de los incentivos y las primas fiscales, anunció también y por ellos anunció una reforma sanitaria que prevé un incremento del gasto de 850.000 millones de RMB en los próximos tres años (2009-2011) para proporcionar atención médica a todos los ciudadanos. El objetivo del paquete de reformas es extender la cobertura del seguro médico a más del 90% de la población, mejorar las condiciones de igualdad de acceso a la atención sanitaria y establecer un sistema médico y de salud pública eficaz. En concreto, en el paquete se prevé aumentar los subsidios para la población urbana y rural en 120 RMB anuales en 2010.

Ya que el sistema de atención médica público es uno de los elementos más débiles del sistema de bienestar chino, esta nueva política va bien encaminada para mejorarlo. Esta reforma, junto con otras pendientes en los infradotados sistemas de educación y seguridad social, contribuirá a reducir las iniciativas de ahorro preventivo de los consumidores chinos y ayudará a reequilibrar la economía china.

En general, estos paquetes han sido oportunos, amplios y sostenibles, por lo que reúnen algunos de los rasgos clave de un paquete fiscal óptimo.

Por otro lado, la política monetaria ha seguido desempeñando un papel instrumental para facilitar la ejecución del paquete de estímulos fiscales. El banco central ha bajado el tipo de interés de referencia y el coeficiente de reservas obligatorias cuatro veces desde mediados de septiembre. La reducción del coeficiente de reservas obligatorias, de entre 200 p.b. y 400 p.b. (400 p. b. para las entidades financieras medianas y pequeñas) equivale a una inyección de liquidez de 1.166.000 millones de RMB.

Los bancos comerciales, hasta el momento, han reaccionado positivamente a estas agresivas medidas de relajación de la política monetaria, como demuestra el drástico rebote observado en los datos de diciembre sobre el crecimiento de los préstamos y de la masa monetaria (M2). De hecho, a diferencia de sus homólogos occidentales, los bancos chinos están bien capitalizados, disponen de liquidez y se encuentran poco lastrados por préstamos de mala calidad, y, por tanto, reaccionarán de forma diferente una vez se hayan relajado las condiciones monetarias.

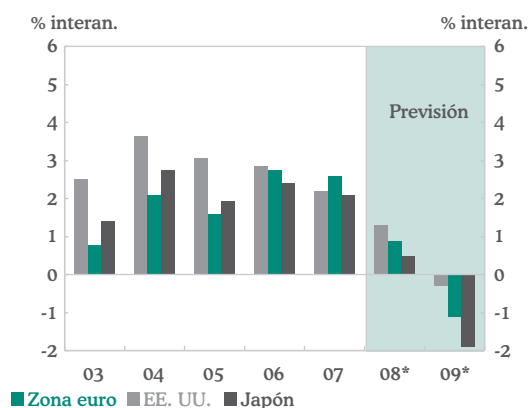
Además, las características de las entidades también sugieren que los bancos chinos se comportarán de forma distinta a la de sus homólogos en una situación de empeoramiento económico. Aunque son entidades comerciales independientes, en los bancos chinos sigue predomi-

Gráfico 24: Índice de actividad real



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Gráfico 25: Supuestos para previsiones



Fuentes: Datastream y previsiones de BBVA.

Tabla 4: Previsiones

	2008 Real Total año	2009 Previsto				Total año
		1T	2T	3T	4T	
PIB	9,0	6,4	7,6	8,4	9,8	8,1
Inflación CPI	5,9	1,2	0,8	0,5	0,2	0,7

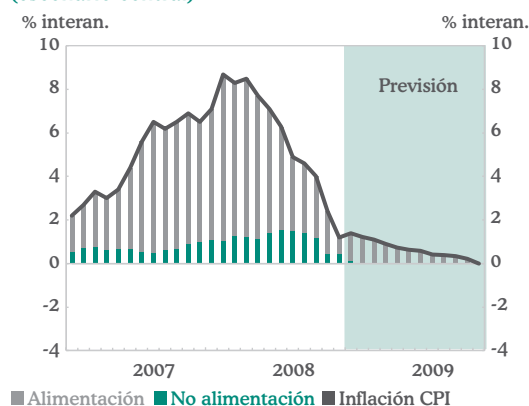
Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Tabla 5: Comparación de previsiones

	Previsiones consenso	BBVA	Real
<i>Previsiones para 2008 (en noviembre 2008)</i>			
PIB	9,5	9,3	9,0
IPC	6,3	6,0	5,9
<i>Previsiones para 2009 (en enero 2009)</i>			
PIB	7,8	8,1	—
IPC	1,7	0,7	—

Fuentes: Datastream y previsiones de BBVA.

Gráfico 26: Previsiones de inflación (escenario central)



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

nando la propiedad estatal. Esto, a su vez, implica que los bancos podrían verse “moralmente” forzados por el estado a prestar incluso en condiciones de retroceso económico. Por tanto, confiamos en que los bancos seguirán respaldando a la economía.

Panorama económico y perspectivas

Las perspectivas económicas para 2009 están rodeadas de considerables incertidumbres. Cabe prever mayor estabilidad financiera, ya que el sector público ha asumido gran parte de las pérdidas del crédito en EE. UU. y la UE, y los mercados de financiación han dado muestras de normalizarse. Con la ayuda de grandes paquetes de fiscales coordinados, y de unas condiciones monetarias extremadamente favorables, debería evitarse una drástica caída del crecimiento del PIB en las economías del G-3.

Sin embargo, el impacto de la política fiscal está sujeto a tremendas incertidumbres, ya que sigue siendo una incógnita si los consumidores reaccionarán positivamente a los estímulos fiscales en las condiciones actuales. Además, la capacidad pública para aguantar las pérdidas y adoptar estímulos fiscales tiene un límite en algunas de las grandes economías afectadas por la crisis.

Teniendo presentes estas incertidumbres de la economía mundial (Gráfico 25) y haciendo uso de nuestras estimaciones iniciales sobre elasticidad fiscal, prevemos que el crecimiento del PIB en 2009 será de en torno al 8,1%. Dado el desfase de la aplicación de la política fiscal, suponemos que la economía china seguirá moderándose durante el 1T de 2009 hasta situarse en torno al 6,4%, para recuperarse a partir del 2T (Tabla 4).

De hecho, nuestra previsión actual para 2009 está en la zona superior de las previsiones del consenso (Tabla 5). Esto refleja claramente nuestra opinión de que el gran paquete de estímulos fiscales de China, en un entorno institucional y de política monetaria favorable, servirá para sustituir la falta de demanda externa (Recuadro 4).

La rápida desaceleración económica, la caída de los precios del petróleo y las materias primas y un elevado efecto base sugieren que la inflación china podría bajar con mayor rapidez de lo esperado. Nuestra previsión sobre el componente alimentario de la inflación medida por el IPC indica que la inflación del precio de los alimentos descenderá hasta el 0,01% interanual a finales del 2009.

A su vez, la disminución de la demanda externa continuará debilitando la capacidad de fijación de precios de las empresas, que podrían verse obligadas a recortar más los precios para mantener cuotas de mercado.

Teniendo en cuenta estos factores, prevemos que los precios no alimentarios se sitúen en el 0,04% respecto a la inflación medida por el IPC. Nuestra previsión del IPC general de partida está en el 0,7% como media del 2009, lo que sugiere que el riesgo de deflación se ha intensificado (Gráfico 26).

Recuadro 4: ¿Por qué China puede crecer un 8% en 2009?

1) El contenido del paquete de estímulo fiscal

China anunció un paquete de 10 medidas fiscales a principios de noviembre. En el paquete se prevé gastar 4 billones de RMB (586.000 millones de USD, cerca del 16% del PIB nominal de 2007) repartidos entre 2009 y 2010, para sacar a la economía de una recesión que posiblemente sea la más grave desde la segunda guerra mundial.

Tabla B4.1: El paquete de estímulo fiscal de 4 billones de RMB (586.000 millones de USD)

	Miles mill. RMB	Porcentaje
Vivienda asequible para población de ingresos bajos	280	(7%)
Infraestructuras rurales y planes para impulsar el ingreso rural	370	(9%)
Inversión en red de transporte	1.800	(45%)
Inversión en servicios médicos, cultura y educación	40	(1%)
Gasto en protección del medio ambiente	350	(9%)
Innovación técnica y reestructuración económica	160	(4%)
Reconstrucción de Sichuan tras el terremoto	1.000	(25%)
Total	4.000	(100%)

Fuente: Consejo de Estado, China

Cerca del 70% de los fondos (unos 3,17 billones de RMB) se destinarán a inversiones en la red de transportes, infraestructuras rurales y la reconstrucción de las zonas afectadas por el terremoto de Sichuan. Aunque hay fondos destinados a la protección del medioambiente, servicios médicos, cultura y educación, estos parecen ser muy escasos, ascendiendo a 390.000 millones, es decir, menos del 10% del total de la financiación. Por otra parte, el gobierno se ha comprometido a proporcionar viviendas más asequibles a la población de rentas más bajas. Este gasto es equivalente al 108% de la inversión en activos fijos del sector de construcción e inmuebles. En nuestra opinión, el paquete reúne algunos de los rasgos importantes de un paquete fiscal óptimo. Es oportuno, extenso y sostenible. Además, la población de rentas más bajas, tanto rural como urbana, se beneficiará de estímulos fiscales masivos. Este paquete podría entenderse como un intento de enderezar el problema del desequilibrio económico de China, concretamente en ámbitos como el de la desigualdad de ingresos y la desigualdad entre las zonas rurales y las urbanas.

Respecto a la financiación, el gobierno central se ha comprometido a aportar hasta el 30% de los fondos (lo que equivale al 19% de los ingresos fiscales), mientras que el resto de la financiación deberán cubrirla los gobiernos provinciales y, posiblemente, los bancos de desarrollo.

¿Por qué necesita China un paquete de estímulos de estas dimensiones? Con una sencilla simulación de contabilidad del crecimiento, podríamos averiguar hasta cierto punto los argumentos que subyacen a este extenso paquete de estímulos.

Tabla B4.2: Gasto extra necesario para una tasa de crecimiento del 8%

Escenario	Supuesto exportaciones netas	Contribución exportaciones netas al PIB (ppt)	Contribución de la inversión y el gasto en consumo estatal al PIB (ppt)	Variación neta de la inversión y el gasto en consumo estatal (miles mill. RMB)
1	Peor escenario	-3,2	8,2	3.117
2	Crecimiento cero	0,0	5,0	2.136
3	Media 5 años	2,0	3,1	1.530

Fuente: Previsiones de BBVA.

Durante los últimos cinco años, las exportaciones netas y el consumo privado (PCE) contribuyeron al crecimiento del PIB, de media, en un 2% y un 3%, respectivamente. Si hubiera que mantener este modelo de crecimiento, el gasto del gobierno y la inversión en activos fijos (IAF) tendrían que aumentar en 1,4 billones de RMB anuales para mantener una tasa de crecimiento del 8% (Escenario 3, Tabla B4.2)

Situación China

Sin embargo, dado el grave empeoramiento económico de las economías del G-3, no es probable que la contribución de las exportaciones netas al PIB siga manteniéndose en la media quinquenal de dos puntos porcentuales. Imaginemos que la contribución se reduce a cero; en ese caso, será necesario un aumento neto de cerca de 2 billones de RMB en inversiones en activos fijos adicionales y consumo público para que la economía crezca un 8%, suponiendo que la contribución del PCE siga siendo del 3% (Escenario 2, Tabla B4.2)

Si la contribución de las exportaciones netas al PIB caerá hasta mínimos históricos, como ocurrió en 1993 (hasta menos de 3,2 puntos porcentuales), entonces será necesario un paquete mucho más extenso, de 2,9 billones de RMB anuales, suponiendo que la contribución del PCE siga siendo del 3% (Escenario 1, Tabla B4.2). De hecho, nuestras estimaciones realizadas a partir de los escenarios 1 y 2 sugieren que el paquete de estímulo fiscal es lo suficientemente extenso como para contrarrestar el descenso de la demanda externa.

¿Es factible este paquete? Parece que es factible, dado que la deuda interna visible o no contingente de China sigue siendo baja, un 23,7% en el 2007. Si el paquete de estímulo fiscal se financiara en forma de emisión de deuda, la deuda nacional total ascendería hasta el 29% del PIB, cantidad relativamente moderada. Al tipo actual del 3,1% de la deuda pública a 10 años, China no tiene problema para mantener la sostenibilidad fiscal, si el crecimiento del PIB real puede mantenerse al 8% ó más.

Tabla B4.3: Deuda nacional de China

	Emisión deuda nacional Miles mill. RMB	Deuda total en circulación	
		Miles mill. RMB	% NGDP
2006	862	3.502	16,5
2007	2.247	5.748	22,3
2008	700	6.448	21,4
2009	1.910	8.358	25,2
2010	1.836	10.195	27,6

Fuente: CEIC y previsiones de BBVA para 2007 a 2010.

2) ¿Desplazará el paquete a la inversión privada?

Si no hay una política monetaria favorable, probablemente este enorme aumento de la deuda pública eleve los tipos de interés nacionales y que, por tanto, desplace a la inversión privada. Sin embargo, la hipótesis del desplazamiento no se producirá con las condiciones de política monetaria actuales. Aunque, desde la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre, el Banco Popular de China ha recortado los tipos de interés y el coeficiente de reservas obligatorias de forma contundente, en 216 p.b. y 200 p.b. respectivamente (400 p.b. para las entidades financieras medianas y pequeñas), creemos que aún queda margen para que la política monetaria se vuelva más favorable.

Respecto a la política de tipos de interés, consideramos que el BPC podría seguir bajando los tipos en un rango de 108 a 378 p.b., en función de las perspectivas del tipo cambiario del RMB. Si el tipo de cambio del RMB se mantuviera estable en su nivel actual, el margen para el recorte de tipos de interés sería de hasta 378 p.b., como muestra la Tabla B4.4, basada en un cálculo realizado empleando la condición de paridad de los tipos de interés.

Tabla B4.4: Tipos de interés estimados en distintos supuestos

Supuesto sobre tipo de cambio RMB	$(E^e - E)/E$	+	ρ	+	R^*	=	Estimado R
RMB se estabiliza al nivel actual	0,0		1,5		0-0.25		1.5-1.75
Depreciación implícita NDF 1 año	2,5		1,5		0-0.25		4.0-4.25

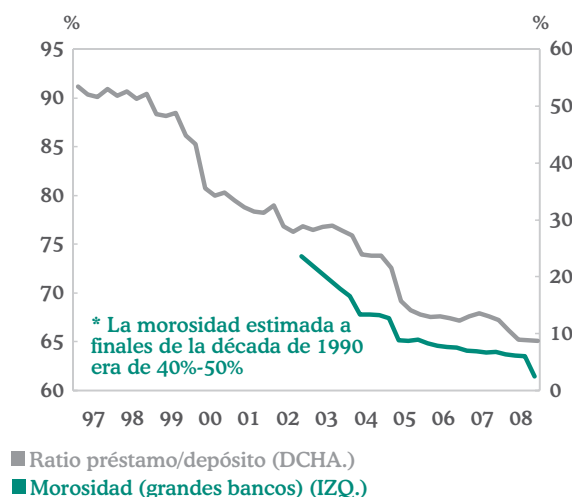
Fuente: Previsiones de BBVA.
Nota: Para $(E^e - E)/E$, “+” representa la depreciación del RMB y “-” su apreciación

Nuestros cálculos muestran, asimismo, que si se aplicara un recorte adicional del coeficiente de reservas obligatorias de entre 5,5 y 7,5 puntos porcentuales, esto equivaldría a inyectar en el sistema bancario liquidez por valor de 4 billones de RMB. Incluso tras ese poderoso recorte, el coeficiente de reservas obligatorias seguiría siendo del 8%, el nivel de mediados de 2006. Las mejores condiciones de liquidez del sistema bancario relajarían sin duda la presión de las subidas de los tipos de interés provocada por las grandes emisiones previstas de deuda pública.

La duda es si, en una situación de empeoramiento económico, los bancos chinos reaccionarán positivamente a la relajación de la política monetaria y volverán a prestar dinero. Creemos que sí. De hecho, los datos sobre crédito y masa monetaria (M2) de diciembre ya han demostrado que el sistema bancario ha empezado a reaccionar positivamente a la relajación de la política monetaria (véase el Gráfico 15 del texto principal del informe). En realidad, hay buenas razones para que los bancos chinos sigan prestando a la economía general. En primer lugar, a diferencia de los bancos occidentales, que estaban inundados de activos tóxicos, el sector bancario chino goza de muy buena salud, está bien capitalizado y disponen de mucha liquidez. Su ratio préstamo-depósito ha caído drásticamente desde más del 90% a finales de los noventa, cuando el sistema bancario se vio muy lastrado por créditos morosos (Gráfico B4.1). Al rebajarse más los tipos de interés y el coeficiente de reservas obligatorias, existe un gran incentivo para que los bancos presten con fines lucrativos. Sin embargo, las pequeñas y medianas empresas podrían seguir sufriendo la contracción del crédito hasta que se atenúen las incertidumbres en torno a las perspectivas económicas.

En segundo lugar, aunque la propiedad de los bancos chinos se está diversificando cada vez más, el estado sigue siendo el principal propietario del sistema bancario chino. En tanto el estado siga nombrando a los altos cargos de los bancos, parece poco probable que estos se desvíen demasiado de la política del gobierno. En circunstancias normales, este es un factor negativo, porque las injerencias estatales normalmente desembocan en préstamos poco recomendables y, en consecuencia, en créditos morosos. Pero en una situación de desaceleración económica, podría ser un factor positivo, ya que los bancos se ven presionados para prestar y, por tanto, para abandonar su comportamiento pro-cíclico.

Gráfico B4.1 Índice de morosidad y ratio préstamo-depósito



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

3) ¿Qué capacidad tiene el paquete fiscal de impulsar el crecimiento?

Por último, es importante saber cuál sería la capacidad de estimular el crecimiento de este enorme estímulo fiscal. Para responder a esta pregunta, necesitamos calcular el multiplicador fiscal de China y la elasticidad fiscal a partir de datos empíricos. De acuerdo con el enfoque estándar del modelo keynesiano, el multiplicador fiscal puede derivarse de la siguiente ecuación estructural:

$$\text{Multiplier} = \frac{\Delta Y}{\Delta G} = \frac{1}{1 - (c + d - im)}$$

donde ΔY es variación de la producción, ΔG es variación del gasto público, c es propensión marginal al consumo (MPC), d es propensión marginal a invertir, e im propensión marginal a importar. El multiplicador se halla partiendo del modelo keynesiano estándar,

$$C = \alpha + cY$$

$$I = \beta + dY + eR$$

$$M = \gamma + imY + fREER$$

$$X = \varphi + xY^* + gREER \quad \text{siendo } Y^* \text{ PIB de otros países}$$

y

$$Y = C + I + G + (X - M)$$

donde C, I, G, M y X son consumo, inversión, gasto público, importaciones y exportaciones respectivamente. Al calcular este modelo estructural empleando datos trimestrales desde 1992 hasta el presente, podremos calcular los coeficientes para estas ecuaciones y hallar el multiplicador fiscal y la elasticidad fiscal. Recordemos que la elasticidad fiscal se define según la siguiente fórmula:

$$\varepsilon = \frac{\Delta Y}{\Delta G} \frac{G}{Y} = \text{Multiplier} * \frac{G}{Y}$$

donde G/Y es la cuota de gasto público respecto al PIB. En función de la estructura del intervalo, descubriremos que el rango del multiplicador fiscal, y por tanto de la elasticidad fiscal, puede ser muy amplio. El multiplicador fiscal se calcula con un rango de 2,52 a 5,36, lo que supone que la elasticidad fiscal de China podría situarse en el rango de 0,4 a 0,85.

Tabla B4.5 Cálculos de multiplicador fiscal y elasticidad

Variable	Rango de estimaciones
c	(0,69 - 0,85)
d	(0,28 - 0,44)
im	(0,49 - 0,62)
Multiplicador fiscal	(1,53 - 5,15)
Elasticidad fiscal	(0,24 - 0,82)

Fuente: Previsiones de BBVA.

Empleando estas elasticidades fiscales estimadas, llegamos a la conclusión de que el efecto del estímulo fiscal en el crecimiento del PIB de 2009 podría ser del orden de 2,5 a 5,3 puntos porcentuales. Si tomamos la media de estos rangos del estímulo fiscal estimado, el paquete de estímulos para 2009 generará cerca de 3,84 puntos porcentuales de crecimiento del PIB. Dado que los contenidos del programa de estímulo fiscal se centran principalmente en el gasto, la elasticidad se encontrará en general en el extremo alto de nuestra media estimada. Basándonos en estas estimaciones de elasticidad, y en nuestro propio criterio, creemos que el paquete de estímulo fiscal de China será capaz de generar una tasa de crecimiento adicional de al menos 4 ó 5 puntos porcentuales.

4) Los objetivos provinciales de crecimiento para 2009 siguen siendo optimistas

Como es bien sabido, el crecimiento económico a menudo se utiliza como uno de los indicadores de rendimiento importantes para las promociones de los funcionarios del gobierno local. Por ello, los funcionarios de los gobiernos locales están profundamente interesados en el rápido crecimiento económico de sus localidades. De hecho, ya hemos encontrado algunas pruebas de ello. Tras cotejar los datos de la página web y del informe referentes al objetivo de crecimiento provincial para 2009, encontramos que sólo Guizhou y Shanxi (dos provincias pequeñas desde el punto de vista económico) tenían una tasas de crecimiento del 8% para 2009, mientras que todas las demás provincias tenían objetivos de crecimiento por encima del 8%. En concreto, 5 provincias tienen una tasa de crecimiento que llega al 12% y 11 provincias tienen objetivos de crecimiento que superan el 10%.

De hecho, los gobiernos provinciales son más ambiciosos en sus planes de gasto. Tras la solicitud del gobierno central para que los gobiernos provinciales propusieran programas de gasto local, los datos de gasto provincial propuestos alcanzan los 18 billones de RMB a lo largo de 2009 y 2010, es decir, cerca del 69% del PIB revisado de 2007. Si se permitiera que ocurriera esto, probablemente daría lugar a actividades que recalentarían ciertos sectores como el del acero, el cemento y otros relacionados con la construcción. Y, seguramente, la situación superaría el nivel del último episodio de recalentamiento que tuvo lugar en 2003-2004.

Con este telón de fondo, creemos que China tiene buenas posibilidades de lograr una tasa de crecimiento del 8% en 2009. Esto refleja en gran parte sus buenas condiciones fiscales, el amplio margen para nuevas medidas de relajación monetaria, los incentivos económicos desarrollados en su sistema bancario y la estructura de su gobierno local para un crecimiento rápido.

Aunque contemplamos con optimismo la posibilidad de que alcance su objetivo de crecimiento para 2009, sin embargo nos preocupa que la estructura económica actual pudiera no estar bien preparada para una recesión mundial severa y prolongada. Por ello, autoridades podrían aprovechar esta oportunidad para acometer reformas estructurales en ámbitos como la asistencia médica, la infradotación del sistema educativo y de la seguridad social, ya que estas reformas estructurales fundamentales contribuirían a reducir las iniciativas de ahorros preventivos de los consumidores chinos y dirigirían la economía hacia una vía más sostenible. Ciertamente, la reforma sanitaria anunciada en enero de 2009 supone una medida política acertada en esta dirección.

Partiendo de nuestros conocimientos sobre los ciclos de reforma chinos, confiamos en que los líderes tomen iniciativas políticas contundentes para resolver estos viejos problemas de reforma estructural con decisión cuando lleguen los choques externos.

Tabla B4.6 Estimaciones del PIB provincial para 2008 y objetivo de crecimiento del PIB para 2009

Provincia	Estimación PIB 2008	Objetivo PIB 2009
Pekín	9,0%	9,0%
Shanghái	10,0%	9,0%
Tianjin	16,0%	12,0%
Chongqing	14,3%	12,0%
Anhui	12,0%	10,0%
Jiangsu	13,0%	11,5%
Zhejiang	10,0%	9,0%
Shandong*	12,1%	8,5%
Fujian	13,0%	10,0%
Jiangxi	13,0%	11,0%
Hebei	10,0%	9,0%
Neimenggu	17,5%	13,0%
Shanxi	10,0%	8,0%
Guangdong	10,1%	8,5%
Guangxi	12,5%	11,0%
Hainan	9,8%	9,0%
Henan	12,0%	10,0%
Hubei	13,0%	10,0%
Hunan	12,8%	10,0%
Heilongjiang	11,8%	11,0%
Jilin	16,0%	12,0%
Liaoning	13,0%	11,0%
Shaanxi	15,0%	13,0%
Gansu	10,0%	10,0%
Ningxia	12,0%	10,0%
Qinghai	12,5%	9,0%
Xinjiang	11,0%	9,0%
Sichuan	9,5%	9,0%
Yunnan	12,0%	11,0%
Guizhou	10,0%	8,0%
Tibet	10,1%	10,0%
Media ponderada	11,8%	9,9%

Fuentes: Xinhua y diversas fuentes oficiales.

Nota: *El PIB 2009 de Shandong es previsión nuestra.

Media ponderada a partir de datos del PIB provincial de 2007.

Riesgos e incertidumbres para la economía china

Aunque creemos que, dadas sus condiciones institucionales, monetarias y fiscales favorables, China puede alcanzar una tasa de crecimiento cercana a su potencial económico, nuestras previsiones sobre la economía china en 2009, relativamente optimistas, aparecen rodeadas de una serie de riesgos bajistas y de incertidumbres

En primer lugar, aunque el extenso paquete de estímulos fiscales es muy necesario para mitigar el fuerte choque de la recesión económica mundial, existen riesgos de que el paquete de medidas actual desequilibre aún más la estructura económica de China, ya que es probable que la cuota de inversión alcance el 48% del PIB en 2009. Esto seguramente reducirá la efectividad del estímulo fiscal, teniendo en cuenta el ratio capital-producción, ya relativamente alto.

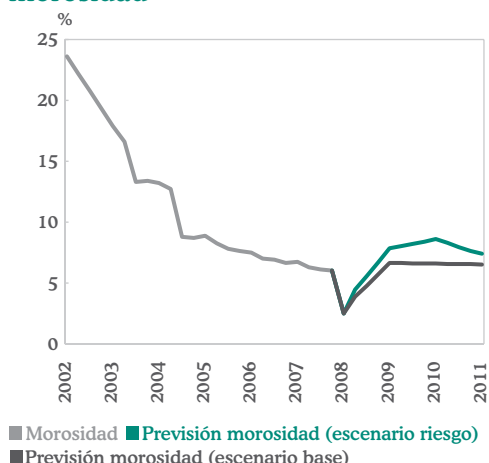
De hecho, esto también muestra que existen limitaciones para nuevos incentivos y primas fiscales. Por lo tanto, las autoridades podrían querer aprovechar esta oportunidad para emprender otras reformas estructurales importantes que ayudarían a China a reequilibrar su economía de un modo esencial. Y ciertamente, la recién anunciada reforma de la asistencia sanitaria es un paso acertado en la dirección correcta. También podrían ser necesarias nuevas reformas en los infradotados sistemas de educación y seguridad social. Como muestra el Cuadro 4 de la edición de octubre de 2008 de *Situación China*, este país también es conocido por su ciclo de reformas económicas cuando se ve sacudido por conmociones económicas externas. El ejemplo más reciente es la drástica reforma de las empresas y bancos de propiedad estatal que tuvo lugar durante la crisis financiera asiática de 1997-1998. Por tanto, confiamos en que el gobierno tenga credibilidad y capacidad para aplicar medidas reformistas difíciles en el futuro.

En segundo lugar, el riesgo del sector bancario podría aumentar de nuevo si los bancos adoptaran una política de concesión de préstamos sin prestar cuidadosa atención a los riesgos comerciales en una fase de empeoramiento económico. Si la gestión del riesgo no se lleva a cabo con cautela, el índice de morosidad del sistema bancario podría alcanzar el 10% en nuestro escenario de riesgo (Gráfico 27), lo que anularía muchos años de esfuerzos dedicados a liberar a los bancos del lastre de los créditos morosos.

Por consiguiente, las autoridades reguladoras del sector bancario deben buscar un equilibrio entre la necesidad de fomentar el préstamo bancario en un momento de desaceleración económica y la necesidad de mejorar la gestión de riesgos para evitar que vuelva a repuntar la morosidad en el sistema bancario como consecuencia de la situación de grave empeoramiento económico.

En tercer lugar, como muestra el Recuadro 2, la desaceleración económica y una fuerte caída del crecimiento de las exportaciones agudizarán el problema del desempleo chino en 2009, tanto en áreas urbanas como rurales, y generarán inestabilidad y tensiones sociales. Aunque esta situación pondrá de manifiesto la necesidad de emprender una reforma urgente de la actual red de bienestar social, los gobiernos locales podrían tener que tomar iniciativas mediante la creación de programas sociales innovadores y dirigidos a mantener la estabilidad social.

Gráfico 27: Previsiones sobre índices de morosidad



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

4. Apéndice: Previsiones y principales estadísticas

Previsiones para China

Indicadores económicos básicos	2006	2007	2008	2009 (€)
<i>Actividad y precios</i>				
PIB nominal (miles mill. RMB)	21.192	25.731	30.067	33.142
PIB nominal (miles mill. USD)	2.662	3.391	4.326	4.803
PIB real (% interanual)	11,6	13,0	9,0	8,1
IPC medio (% interanual)	1,5	4,8	5,9	0,7
<i>Sector público</i>				
Superávit/déficit presupuestario (% del PIB)	-1,0	0,6	-0,3	-2,3
<i>Balanza comercial</i>				
Exportaciones (miles de mill. USD) ^{1/}	969	1.218	1.429	1.126
Importaciones (miles de mill. USD) ^{1/}	791	956	1.133	993
Balanza comercial (USD billion) ^{1/}	178	263	295	133
Tipo cambio nominal (RMB/USD, final de año)	7,81	7,30	6,83	6,83
Reservas internacionales (miles mill. USD)	1.066	1.528	1.946	2.000
<i>Sector financiero</i>				
Tipo interés básico (tipo interés préstamo)	6,12	7,47	5,31	4,50
<i>Indicadores de empleo</i>				
Empleo total (millones de personas)	764	770	774	778
Tasa de desempleo urbano registrado (%) ^{2/}	4,1	4,0	4,2	7,8

Fuentes: Oficina Nacional de Estadística de China, Banco Mundial, CEIC y previsiones de BBVA.

Notas: 1) Las cifras trimestrales de „% del PIB“ son cifras anualizadas del PIB.

2) En diciembre de 2008, el coeficiente de reservas obligatorias de los bancos medianos y pequeños se rebajó hasta el 13,5%, mientras que el de los grandes bancos se recortó hasta el 15,5%.

Contexto Internacional

	PIB real (%)				IPC (% media anual)			
	2006	2007	2008	2009 (€)	2006	2007	2008	2009 (€)
EE. UU.	2,9	2,0	-0,2	-0,8	3,2	2,9	4,2	0,8
UEM	3,0	2,7	1,0	-0,9	2,2	2,1	3,3	1,4
Japón	2,4	2,0	0,7	-0,3	0,3	0,1	1,2	0,3
Latinoamérica ^{1/}	5,4	5,6	4,4	1,8	5,0	6,0	8,1	7,0

	Tipo de cambio (frente USD, final año)				Tipo oficial (% final de año)			
	2006	2007	2008	2009 (€)	2006	2007	2008	2009 (€)
EE. UU.					5,25	4,25	0-0,25	0-0,25
UEM	1,32	1,46	1,30	1,15	3,50	4,00	2,50	1,50
Japón	116,4	113,1	100,7	95,6	0,40	0,75	0,30	0,30

Fuentes: CEIC, Datastream y previsiones de BBVA para 2009 (en October 2008).

Nota: 1) Las cifras de IPC para América Latina son de final de año.

Apéndice: Tabla estadística para China

Unidad		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2008			
								1T	2T	3T	4T
<i>Economía nacional</i>											
PIB nominal	Miles mill. RMB	13.582	15.988	18.322	21.192	25.731	30.067	6.149	6.913	7.101	9.904
	Miles mill. USD	1.641	1.932	2.239	2.662	3.391	4.326	858	994	1.038	1.448
Crecimiento PIB real	% interan.	10,0	10,1	10,4	11,6	13,0	9,0	10,6	10,1	9,0	6,8
IPC	% interan.	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	8,0	7,8	5,3	2,5
<i>Economía exterior</i>											
Exportaciones	% interan.	34,6	35,4	28,4	27,2	25,8	17,2	21,2	22,2	23,0	4,3
Importaciones	% interan.	39,8	36,0	17,6	19,9	20,8	18,5	28,9	32,7	25,8	-8,9
Balanza comercial	Miles mill. USD	25	32	102	178	263	295	41	57	83	114
Balanza cuenta corriente	Miles mill. USD	46	69	161	250	372	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	% del PIB	2,8	3,6	7,2	9,4	11,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Balanza de pagos	Miles mill. USD	117	206	207	247	462	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	% del PIB	7,1	10,7	9,2	9,3	13,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Reservas divisas extranjeras ^{1/}	Miles mill. USD	403	610	819	1.066	1.528	1.946	1.682	1.809	1.906	1.946
	% del PIB	24,6	31,6	36,1	39,3	43,4	44,2	44,1	44,4	45,0	44,2
Deuda externa	Miles mill. USD	209	247	281	323	374	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	% del PIB	12,7	12,8	12,4	11,9	10,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<i>Fiscal</i>											
Saldo fiscal	% del PIB	-2,2	-1,3	-1,2	-1,0	0,6	n.a.	10,5	7,9	0,8	n.a.
<i>Monetario</i>											
Crecimiento M2	% interan.	19,6	14,6	17,6	16,9	16,7	17,8	16,3	17,4	15,3	17,8
Crecimiento préstamo	% interan.	21,1	14,5	13,0	15,1	16,1	18,8	14,8	14,1	14,5	18,8
Tipo de préstamo de ref.	% anual	5,31	5,58	5,58	6,12	7,47	5,31	7,47	7,47	7,20	5,31
Tipo de préstamo de ref.	% anual	1,98	2,25	2,25	2,52	4,14	2,25	4,14	4,14	4,14	2,25
Ratio Reservas mínimas ^{2/}	%	7,0	7,5	7,5	9,0	14,5	15,0	15,5	17,5	16,5	13,5
Tipo cambio RMB/USD	(final de periodo)	8,28	8,28	8,07	7,81	7,30	6,83	7,01	6,85	6,85	6,82
	(media del periodo)	8,28	8,28	8,18	7,96	7,59	6,95	7,16	6,96	6,84	6,84
<i>Indicadores socioeconómicos</i>											
Población	Person (million)	1.292	1.300	1.308	1.314	1.321	1.328	1.323	1.325	1.326	1.328
Urbana	% del total	40,5	41,8	43,0	43,9	44,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Rural	% del total	59,5	58,2	57,0	56,1	55,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Esperanza de vida	Años	n.a.	71,4	72,0	72,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mortalidad infantil	por 1.000	n.a.	n.a.	25,0	24,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PIB per cápita	RMB	10.510	12.299	14.012	16.122	19.474	22.639	4.648	5.218	5.354	7.457
	USD	1.270	1.486	1.712	2.025	2.567	3.258	649	750	783	1.090
<i>Energía</i>											
Producción de energía	Mill. toneladas SCE	1.638	1.873	2.059	2.211	2.354	n.a.	539	642	651	n.a.
Consumo de energía	Mill. toneladas SCE	1.750	2.032	2.247	2.463	2.656	n.a.	813	877	936	n.a.
Consumo de energía per cápita	Kg SCE	154	164	180	195	203	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Consumo de electricidad per cápita	KWH	174	190	217	249	275	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Fuentes: National Bureau of Statistics, World Bank y cálculos del personal.

Nota: 1) Las cifras trimestrales de «% del PIB» utilizan las cifras de PIB anualizadas.

2) En diciembre de 2008, el ratio de bancos pequeños y medianos se redujo hasta el 13,5%, y el de los seis grandes bancos hasta 15,5%.

Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Depósito Legal: M-31252-2000

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Economistas Jefe:

Europa y España: Rafael Doménech

Europa: Miguel Jiménez

España: Miguel Cardoso

Escenarios Financieros y Económicos: Mayte Ledo

Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido

Tendencias Globales: David Tuesta

Escenarios Financieros: Daniel Navia

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Estados Unidos y México: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Análisis Macroeconómico México: Julián Cubero

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Transversal Emergentes: Sonsoles Castillo

China: Li-Gang Liu

Asia ex China: Ya-Lan Liu

Sudamérica y Chile: Joaquín Vial

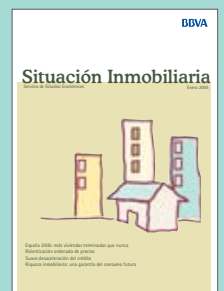
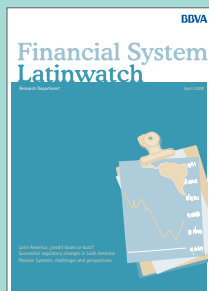
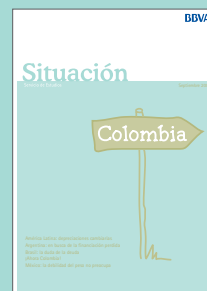
Argentina: Ernesto Gaba

Colombia: Juana Patricia Téllez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Oscar Carvalho

otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.