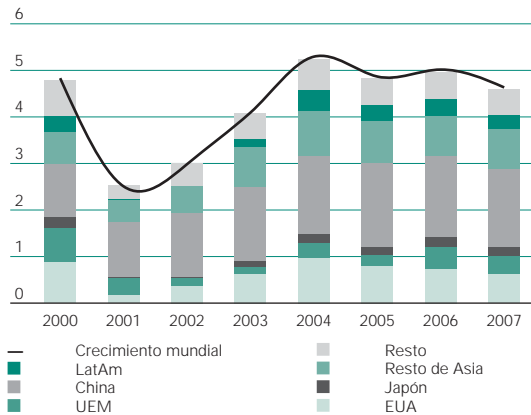


Crecimiento y Contribución por Áreas Porcentajes



Expansión más globalizada en 2007

El año 2007 será otro buen año de elevado crecimiento económico. Así, la actividad mundial, si bien se moderará levemente, crecerá a tasas superiores al 4.5%. Será el quinto año consecutivo con una expansión mundial superior al 4%, el ciclo expansivo más intenso desde la crisis petrolera en los años setenta.

Por áreas, la composición seguirá inclinada a favor de las economías emergentes, con Asia a la cabeza. En cuanto a los desarrollados, la zona que más sorpresas positivas ha arrojado a lo largo del 2006 ha sido la zona euro. Así, las perspectivas de crecimiento de los analistas para 2007 en la UEM han corregido al alza de forma significativa, acercándose a nuestro pronóstico central de 2.2%.

En la economía estadounidense parecen existir más dudas ante la fuerte desaceleración del sector inmobiliario. Sin embargo, existen factores que apuntan a que la economía, y en particular el consumo de los hogares, experimentarán tan solo un ajuste suave en 2007. A ello contribuirán la buena marcha del empleo y del ingreso disponible, unas condiciones de financiamiento muy favorables para las familias y el aumento de su riqueza pese a la caída en el precio medio de la vivienda. Además, frente a la aportación negativa de la inversión residencial, la inversión no residencial seguirá siendo un soporte, mientras que el sector exterior aportará positivamente al crecimiento, por primera vez desde mediados de los noventa.

La buena evolución de la inversión no se limita sólo a la economía de EUA. Así, una de las principales características del actual ciclo expansivo es que el sector empresarial está en una posición muy favorable a nivel global. Las utilidades de las empresas seguirán creciendo a tasas muy significativas. En EUA, por ejemplo, las estimaciones apuntan a que puedan hacerlo por encima del 10% en 2007, si bien significan una moderación respecto al 20% de 2006, cifra no vista desde el *boom* tecnológico de 2000. Esta situación seguirá, a su vez, contribuyendo a que la actividad de fusiones y adquisiciones continúe en los próximos meses, lo que apoyará la evolución de las bolsas.

El mundo emergente no ha estado al margen de este *boom* de inversiones aunque con suerte desigual. El coeficiente de inversión sobre producto interno bruto se sitúa en máximos de los últimos 20 años, en las economías asiáticas, donde ha vuelto a los niveles previos a la crisis de los noventa. Esto no se observa en otras zonas emergentes, como América Latina o Medio Oriente, donde los coeficientes están muy por debajo de los máximos alcanzados en ciclos expansivos anteriores.

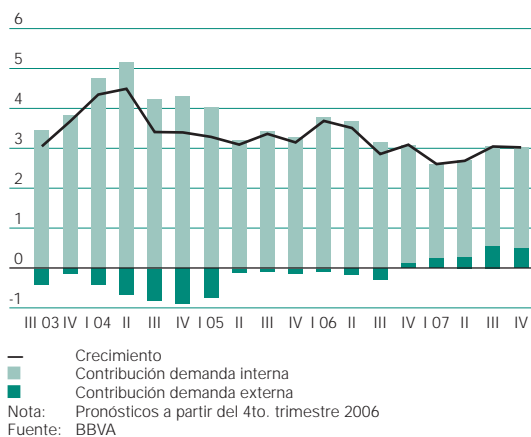
A pesar de ello, la elevada tasa de ahorro de las economías emergentes, superior a la tasa de inversión, seguirá generando un patrón de crecimiento global con importantes desequilibrios. Así, la brecha en la balanza de la cuenta corriente entre el grupo de países acreedores netos (emergentes) y de deudores netos (desarrollados) seguirá siendo muy elevada, representando alrededor de 2.5 puntos del

Crecimiento del PIB Porcentajes

| | 2005 | 2006p | 2007p |
|----------------|------------|------------|------------|
| Estados Unidos | 3.2 | 3.3 | 2.8 |
| UEM | 1.5 | 2.7 | 2.2 |
| Japón | 1.9 | 2.2 | 2.0 |
| China | 9.9 | 10.4 | 9.5 |
| Latino América | 4.4 | 4.9 | 4.1 |
| Mundo | 4.9 | 5.0 | 4.7 |

p pronóstico
Fuente: BBVA

EUA: Crecimiento y Contribuciones % anual



Nota: Pronósticos a partir del 4to. trimestre 2006
Fuente: BBVA

producto mundial. Sin embargo, esta tendencia podría haber comenzado a estabilizarse en 2006. De hecho, el déficit estadounidense, actualmente por encima del 6.5% del PIB, habría tocado máximos y comenzaría a revertir levemente, alrededor de un punto en los próximos dos años.

Bancos Centrales: atentos a las condiciones financieras

La política monetaria seguirá normalizándose en zonas como Japón o Europa. En el primer caso, además de la actividad, las perspectivas de un alza moderada en la inflación marcará la pauta de subidas graduales de las tasas de interés oficiales, hasta situarlos en niveles alrededor del 1%. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) confirmará nuestro escenario central de tasas de interés al 4% en el primer semestre del año, algo que el mercado no incorporaba hace unos meses.

Es en EUA donde todavía hay alguna discrepancia entre nuestra visión y la del mercado. Aunque en el último mes, con los datos mostrando un crecimiento sólido de la economía, los mercados han corregido al alza las expectativas de bajada que han prevalecido durante la última mitad de 2006, todavía están algo alejadas de nuestro escenario más plausible de estabilidad de tasas de la Fed en 2007. Estas derivan de nuestras perspectivas de moderación económica suave e inflación subyacente aún elevada, por encima del rango de tolerancia de la Fed (2% para el deflactor subyacente del consumo), y de la percepción de que, ante las condiciones tan laxas de política monetaria en el pasado, los bancos centrales van a ser especialmente cautos en plantear bajada de tasas.

De hecho, las condiciones financieras actuales, incorporando además de las tasas de corto plazo, los precios de los activos de renta fija, renta variable y divisas, están más relajadas que cuando los tasas de interés oficiales estaban en el 1% en 2003-2004. Algo similar ocurre en Europa: las condiciones financieras están en niveles de relajación similares que en 2004, cuando el BCE tenía las tasas en el 2%.

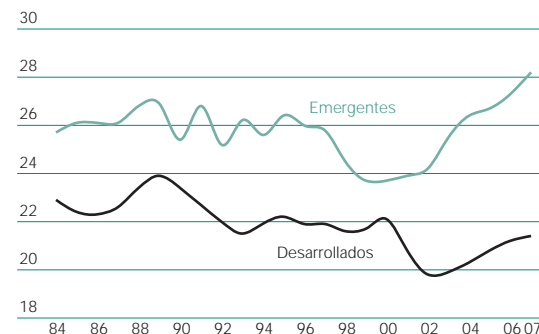
En todo caso, es previsible que la elevada liquidez internacional y la relajación financiera continúen en 2007, sobre todo en EUA. En primer lugar, las bolsas podrían seguir revalorándose a tasas de dos dígitos. En segundo, las tasas de interés de largo plazo tienen importantes límites para subir, a la vista de la renovada demanda de deuda proveniente de los inversionistas extranjeros, en particular de los asiáticos. En definitiva, no cabe esperar que las pendientes de las curvas de rendimientos, hoy planas o invertidas, se tornen positivas, incluso en países con ciclos de política monetaria aún inmaduros. Finalmente, en tercer lugar, aunque no se contempla una depreciación adicional del dólar con el euro en el escenario central de tasas, la divisa estadounidense se mantendrá en niveles algo depreciados respecto a sus valores de largo plazo.

Incertidumbres más localizadas

El escenario central de elevado crecimiento global, ciclo de inversiones renovado, inflación controlada y políticas monetarias neutrales no está exento, sin embargo, de incertidumbres. Dichos riesgos provie-

Inversión

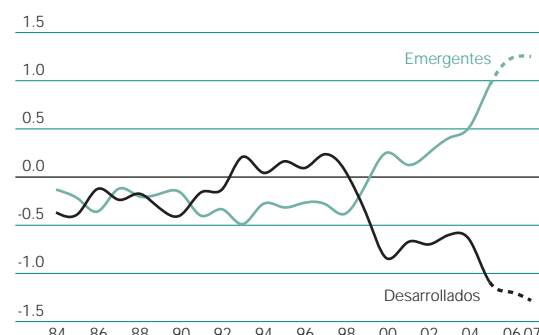
% del PIB



Nota: Pronósticos a partir de 2006
Fuente: BBVA

Cuenta Corriente

% del PIB mundial



Nota: Pronósticos a partir de 2006
Fuente: BBVA con datos de FMI

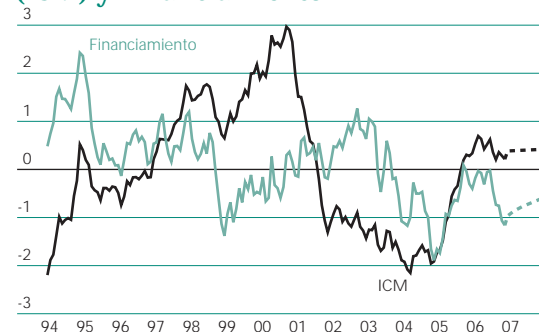
Pronósticos Financieros

Fin de año

| | 2005 | 2006 | 2007p |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Tasas oficiales | | | |
| EUA | 4.25 | 5.25 | 5.25 |
| UEM | 2.25 | 3.50 | 4.00 |
| Tasas 10 años | | | |
| EUA | 4.5 | 4.7 | 4.9 |
| UEM | 3.4 | 3.9 | 4.1 |
| Dólar/euro | 1.19 | 1.32 | 1.30 |

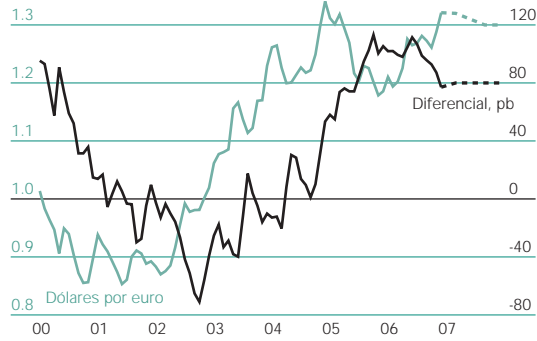
p pronóstico
Fuente: BBVA

EUA: Índice de Condiciones Monetarias* (ICM) y Financiamiento



* Utilizando la inflación subyacente
Nota: Pronósticos para 2007
Fuente: BBVA

Tipo de Cambio y Diferencial de Tasas de Interés a 10 Años EUA-UEM



Nota: Pronósticos para 2007
Fuente: BBVA

nen principalmente de dos factores. El primero, un nuevo choque de oferta petrolera que vuelva a disparar el precio del crudo generando mayores presiones inflacionarias en el corto plazo y efectos recesivos a medio plazo. Sin embargo, aunque el riesgo geopolítico permanece, la evolución reciente del precio del petróleo parece confirmar el escenario central de BBVA de moderación hasta niveles de 50-55 dólares por barril a lo largo de 2007. Además, el anclaje de las expectativas de inflación de mediano plazo y las ganancias en cuanto a eficiencia energética de las economías parecen permanentes.

El principal factor de riesgo en la actualidad proviene de la economía estadounidense. En particular, de la magnitud y duración del ajuste del sector inmobiliario. Y, sobre todo, cuánto impactará en el empleo, el consumo de los hogares, y otras economías. De momento, como se mencionaba anteriormente, hay factores de soporte que siguen avalando el escenario de ajuste suave como el más probable.

En la actualidad, el balance de riesgos sobre el escenario global a mediano plazo es a la baja para los tasas de interés y de depreciación para el dólar.

Factores Detrás del Crecimiento Chino en 2007

El pasado año la economía china mantuvo un elevado crecimiento real (10.7%) el cual fue el más alto de los últimos 11 años y superó a las expectativas de los analistas. Este dinamismo estuvo impulsado tanto por la inversión —que representa 50% del PIB— y el sector exterior en donde los flujos netos positivos se sitúan cerca del 10%. En la actualidad el objetivo del Gobierno es conseguir una desaceleración gradual y ordenada procurando que la inversión y el superávit externo tiendan a un crecimiento próximo al 8%, e impulsando el consumo interno. La previsión de desaceleración suave —y no de alto en la actividad— es una constante entre Gobierno y analistas internacionales desde 2004 pero podría estar más de cerca de cumplirse este año. A continuación se analizan las perspectivas económicas para China en cuatro factores claves: actividad real, sector externo, política monetaria y riesgos sobre el crecimiento.

Claves de la actividad real

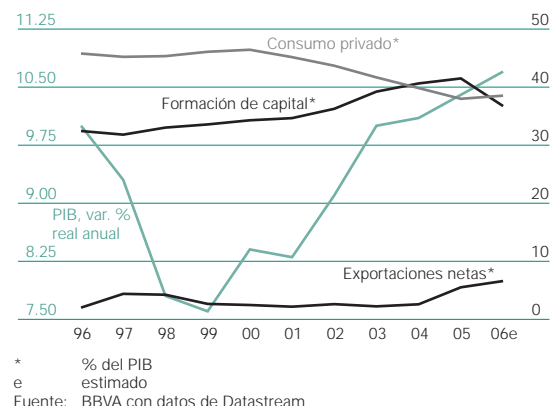
En el corto plazo, la inversión seguirá jugando un papel decisivo en el crecimiento de la economía China, mientras que el consumo irá ganando participación en el PIB de forma paulatina. No obstante, para que ambos lleguen a equipararse habrá que esperar hasta el final del actual plan quinquenal. La principal preocupación no estriba en una desaceleración suave en el corto plazo, sino en la sostenibilidad del crecimiento de largo plazo.

En 2007 debiera continuar la desaceleración observada en los últimos meses, sobre la base del mantenimiento de la política restrictiva del Gobierno central, las reformas sobre el reparto de dividendos por las empresas estatales —que reducirá sus recursos disponibles para invertir— y la evaluación de la gestión de los Gobiernos locales en base a criterios cualitativos y no sólo cuantitativos. Sin embargo, en el mediano plazo será la aceleración de la inversión en infraestructura —relativamente estancado desde 2003— la actividad que tendrá un impulso adicional por el estreno de nuevos equipos de gobierno en todos los niveles de la Administración. En el plan quinquenal 2006-2010 se recogen inversiones en infraestructura por valor de 3.8 billones de renminbis (495 mil millones de dólares aproximadamente) en carreteras, puertos y ferrocarril y de 140 mil millones de renminbis (en torno a 18 mil millones de dólares) en aeropuertos. En total estimamos que en China se invertirá al menos un 50% más de la inversión realizada en los cinco años anteriores.

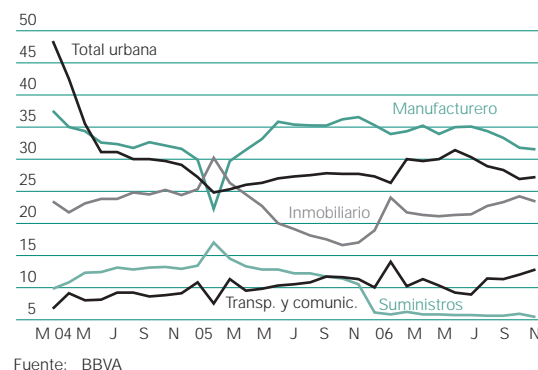
Claves del sector externo chino

Para 2007 persistirá el elevado superávit comercial y la acumulación de reservas de divisas, en donde la contracción de la demanda interna (particularmente de inversión) intensifica la dependencia del crecimiento en el sector exterior. Sin embargo, la apreciación del tipo de cambio, la relajación de ciertos controles a las salidas de capital, el aumento de las inversiones directas en el exterior, y el incremento de los costos de producción, acotarán el aumento del superávit. Las principales claves para 2007 serán:

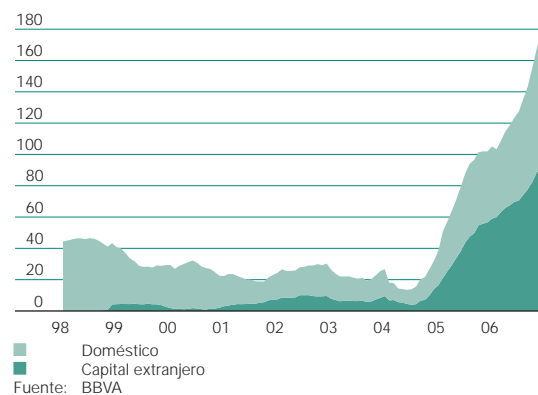
PIB: Componentes Principales



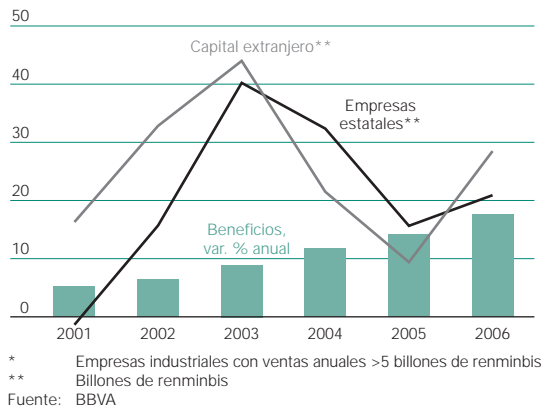
Inversión Fija Urbana Contribución % en crecimiento por sectores



Saldo Comercial por Tipo de Empresa Nominal acumulado últimos 12 meses, miles de millones de dólares



Evolución Beneficios Empresariales*
Fin de periodo, a precios de 2000



1. El creciente sentimiento proteccionista entre la clase empresarial china (más evidente desde la participación extranjera en bancos chinos) y que presiona a Beijing hacia políticas proteccionistas. El consenso nacional es que China no necesita seguir atrayendo inversión extranjera con esquemas preferenciales y, por tanto, deben competir en igualdad de condiciones que las empresas nacionales. Por un lado, las empresas de inversión extranjera que utilizan a China como plataforma exportadora, contribuyen en más del 50% del desequilibrio externo y, estimaciones de BBVA, señalan que las exportaciones chinas tienen en el agregado hasta más de dos tercios de componente de importaciones.

Por otro lado, sus beneficios en 2006 crecieron más que las empresas de capital estatal, tras la desaceleración de los dos años anteriores. En marzo se espera la revisión de las concesiones fiscales a la exportación (devolución del IVA) en vigor desde 1996 y la homogeneización del tratamiento fiscal, lo que supondrá un incremento de una tasa impositiva para empresas de inversión extranjera del 15% actual a más de 25% estimado.

2. La intensificación de la competencia intrarregional por las exportaciones, sobre todo en caso de desaceleración de la demanda externa, que podría presionar hacia intervenciones de otros bancos centrales en la región para mantener la competitividad de su tipo de cambio.

3. La creación de una agencia especial para la inversión de una parte de las reservas con criterios de rentabilidad más agresivos que los del Banco Central. Si bien, el instituto central mantendrá la gestión del grueso de las reservas, la creación de dicha agencia acelerará el proceso de diversificación y contribuirá eventualmente a reducir las presiones de apreciación sobre el renminbi.

Claves de la política monetaria en China

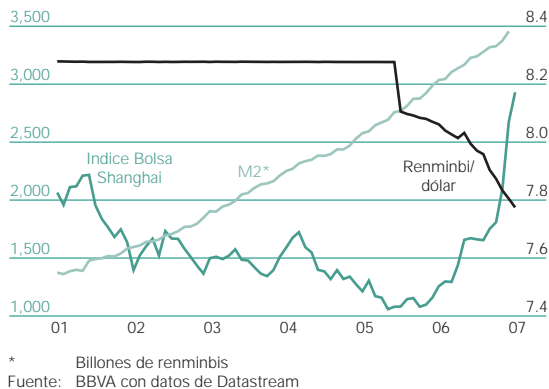
La política monetaria será más restrictiva en 2007, continuando la tendencia del pasado año. El Banco Central se muestra preocupado por el rápido aumento de la liquidez en el sistema y —como resultado— por la inflación de activos, particularmente por la formación de una burbuja especulativa en los mercados de valores e inmobiliario.

Las opciones del Banco Central para retirar liquidez podrían ser, entre otras: (a) incrementar la remuneración de los depósitos de las instituciones financieras con el Banco Central y nuevas alzas en el coeficiente de caja; (b) eliminar la actual imposición fiscal del 20% sobre la remuneración de depósitos bancarios y nuevos incrementos de las tasas de interés oficiales; (c) establecer un impuesto sobre las ganancias de capital en bolsa, de forma análoga al impuesto sobre beneficios de promotores inmobiliarios;¹ y (d) apreciación más agresiva del tipo de cambio respecto al dólar de EUA.

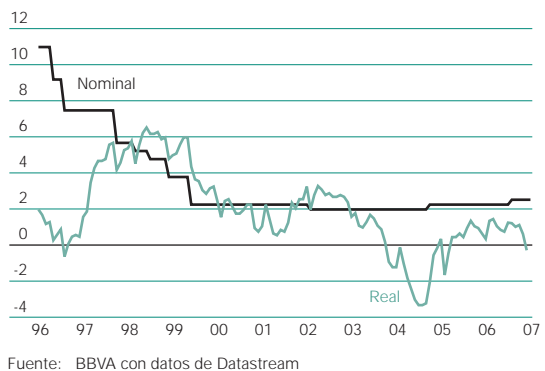
En 2007 se presentan las condiciones para nuevos incrementos de tasas de interés en China, entre éstas destaca: (a) el respaldo de

1 Con efecto a partir 1 febrero de 2007. Ver comunicado original en: <http://www.chinatax.gov.cn/n480462/n480498/n575817/4933245.html>

China: Condiciones de Liquidez Monetaria y Apreciación del Tipo de Cambio



Tasa Oficial de Depósito a 12 Meses % anual



Beijing sobre el objetivo de reducir la liquidez; (b) la mayor inflación sobre la base del continuo aumento del ingreso disponible y de los costos de producción; (c) las tasas de interés real en mínimos; y (d) la menor probabilidad de reducciones de la tasa de fondos federales de EUA (Fed).

Riesgos para la economía china

Factores internos:

1. Política monetaria más restrictiva de lo esperado: una re-acele- ración de la inversión podría provocar mayores alzas de tasas de interés, aunque sujeto a la política sobre el tipo de cambio. Tasas de réditos excesivamente altas podrían provocar una caída brusca de la inversión y la entrada masiva de flujos de capital de carácter especulativo ante la reducción de diferenciales y expectativas de apreciación del renminbi.
2. Sorpresas en inflación en caso de que: (a) el Gobierno permita subidas significativas en precios agrícolas y —al igual que en el pasado— la mejora de los ingresos rurales reduce la migración y la oferta de mano de obra en las urbes chinas; y (b) si se aprueba el impuesto sobre combustibles y la reforma de sus precios en línea con la fluctuación en los mercados internacionales,² así como la revisión al alza de otros precios administrados, principalmente, en suministros energéticos y recursos naturales.
3. Apreciación del tipo de cambio más agresiva del esperado: el ritmo de apreciación del renminbi puede acelerarse antes de la segunda cumbre bilateral EUA-China en mayo. Sin embargo, el consenso de apreciación en China se mantiene en torno al 5% anual, y una sorpresa al alza podría provocar graves pérdidas por las posiciones financieras no cubiertas
4. Crisis financiera: aún existen dudas sobre la solidez del sector bancario ante una desaceleración brusca de la actividad y un rápido aumento de créditos impagados. En el mercado de capitales, las expectativas sobre la apreciación gradual del renminbi y el previsto incremento de inversión en renta variable por las compañías de seguros —entre otros inversionistas institucionales— explican el optimismo en las valoraciones de acciones, pero también el riesgo de una política monetaria más restrictiva y la potencial formación de una burbuja similar a la de Japón en los años 80.
5. Entorno político: el Gobierno chino inició en 2006 una campaña pública anticorrupción³ que puede provocar que se pospongan nuevos proyectos públicos por temor a verse involucrados en una investigación. La incertidumbre en torno a la renovación de mandos del Partido Comunista Chino (PCC) en octubre y la formación de un equipo de Gobierno comprometido con el proceso de reformas económicas será clave en el próximo quinquenio. En torno a dos tercios de altos oficiales fieles al binomio Hu-Wen habrían renovado sus cargos hasta el momento, reforzando su

China: Consenso de Pronósticos Renminbi por dólar

| Organismo | Renminbi/ dólar | Apreciación anual | Afiliación |
|---------------------------------------|--------------------|----------------------|----------------------------------|
| Ministerio de Comercio | nd | 3% | Gabinete |
| NDRC | nd | 2-3% | Gabinete |
| Prof. Fan Gang | nd | 5% | Banco Central |
| CAITEC | 7.10-7.50 | 3.1%-4.1% | Minis. de Comercio Central |
| CICC | 7.44 | 5% | Huijin Inv. Privada |
| China Jiayin Investment Securities | 7.50 | 4.10% | Privada |
| China Galaxy Securities | 7.46 | 4.70% | Privada |

Fuente: BBVA, Prensa china

Calendario Político en Asia para 2007

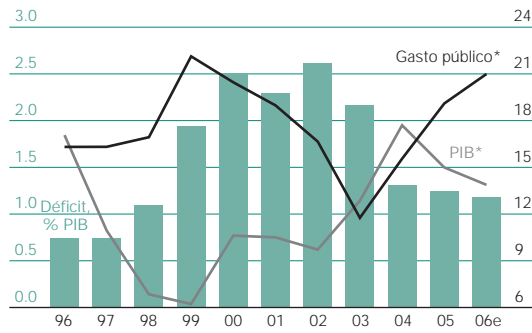
| Fecha | País | Lider | Acontecimiento |
|----------------|---------------|------------------|---|
| Mayo | Filipinas | Gloria M. Arroyo | Elecciones legislat.; en 2010, Presidencia |
| Julio | Hong Kong | Donald Tsang | Elecciones a Gobernador |
| Julio | India | Manmohan Singh | Elecciones a Presidencia |
| Julio | Corea del Sur | Roh Moo-Hyun | Elecciones Presidencia; en 2008, Parlamento |
| Octubre | China | Hu Jintao | 17 Cong. del Partido Comunista Chino |
| Octubre | Tailandia | Surayud Chulanot | Elecciones a Presidencia |
| Diciembre | Taiwán | Chen Shui-bian | Elecciones legislat.; en 2008, Presidencia |

Fuente: BBVA, Merrill Lynch, prensa

2 http://english.gov.cn/2007-01/30/content_512996.htm

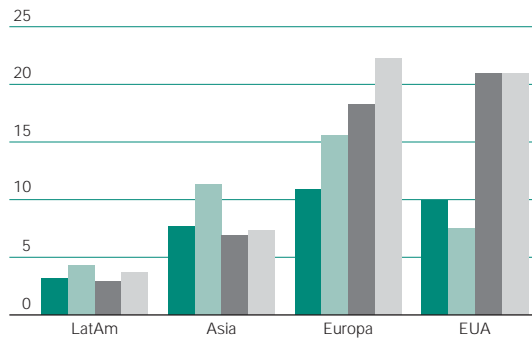
3 En Shanghai, 11 altos cargos oficiales y otras 9 personas han sido inculpadas por delitos de corrupción por valor de 475 millones de dólares, y en el sector bancario, 164 empleados por 3.3 millones de dólares.

Gasto Público y Déficit Fiscal A precios corrientes, 2006 estimado)



* Variación % anual estimado
e Fuente: BBVA con datos de Datastream

Comercio Exterior por Región Participación %, a precios corrientes



Fuente: BBVA con datos de Ministerio de Comercio Chino

posición frente al ala más conservadora del PCC. Por otro lado, la región vive un año de elecciones controvertidas (Tailandia, Taiwán), que podrían ser causa de mayor volatilidad e inestabilidad en los mercados.

Factores externos:

1. Propagación de la gripe aviar. La evolución de la gripe aviar es el mayor riesgo en estos momentos. La epidemia en aves está fuera de control en Indonesia, Tailandia y Vietnam; y recientemente ha levantado la alarma en Japón. Aunque las autoridades reaccionaran de inmediato, el riesgo reside en una posible mutación del virus que hiciera posible su transmisión entre personas, causando una epidemia humana. En el peor escenario, la pérdida económica se estima en torno al 2% PIB de la región, esto es, más de 90 mil millones de dólares y un número impredecible de pérdidas humanas.⁴
2. Desaceleración brusca en EUA o incrementos de precios del petróleo. En ambos escenarios, la economía china se encuentra en mejor situación que en el pasado para contrarrestar su potencial impacto negativo. Una política fiscal conservadora le ha colocado en sólida posición para implantar políticas más expansivas en caso necesario. Por otro lado, su sector exterior está cada vez más interrelacionado con otras áreas geográficas principalmente, Europa y otros emergentes en Asia y América Latina, mitigando su dependencia de EUA.
3. Proteccionismo comercial. Si China no aprecia significativamente su tipo de cambio frente al dólar, las amenazas proteccionistas de EUA podrían finalmente ver luz verde, dañando gravemente las relaciones bilaterales. Sin embargo, el foco de atención podría girar, en su lugar, hacia Japón y la debilidad del yen.

En suma, esperamos que los riesgos se mantengan moderados y el crecimiento sólido en 2007, prolongando la etapa más larga de crecimiento estable en China.

4 Milan Brahmbhatt del Banco Mundial (noviembre de 2005).