

China

Situación China

Tercer trimestre de 2010

Análisis económico

- El crecimiento económico durante el pasado trimestre se ha moderado cuando las recientes medidas de las autoridades para contener el rápido aumento del crédito empiezan a dar sus frutos. Ha disminuido el crecimiento del crédito y se ha ralentizado el ritmo de aumento del precio de la vivienda.
- Esperamos un crecimiento del PIB del 9,8% en 2010, en línea con nuestro anterior escenario de aterrizaje suave. La inflación se ha moderado recientemente gracias a la caída de los precios de los alimentos. Prevedemos que la inflación llegue a su valor máximo en julio ligeramente por encima del 3% (pero por debajo de nuestro cálculo anterior) y que descienda a partir de entonces cuando el crecimiento siga ralentizándose durante la segunda mitad del año.
- La moderación del crecimiento ha reducido la posibilidad de que se apliquen otras medidas de ajuste monetario a corto plazo. No obstante, esperamos un aumento de los tipos de interés de hasta un punto en el cuarto trimestre, y dado el continuo flujo de capital externo seguimos previendo una mayor apreciación de la moneda, la cual comenzó como esperábamos en el segundo trimestre.
- Han disminuido los riesgos de recalentamiento debido a la moderación del crecimiento y a las incertidumbres de la situación mundial. Por ello, existen menores riesgos de aceleración y desaceleración que en el momento de nuestro análisis anterior.



Índice

1. Reevaluación de los riesgos de la economía global	4
2. China: efectuando un aterrizaje suave	6
3. Moderación del crecimiento en el segundo semestre	11
4. Los riesgos están ahora equilibrados	13
5. Tablas	14

Fecha de publicación: 5 de agosto de 2010

Resumen

El crecimiento económico en China se está moderando en línea con nuestro escenario de aterrizaje suave, coincidiendo con nuestra previsión anterior de un crecimiento del PIB del 9,8% para 2010. Después de llegar a su valor máximo del 11,9% (a/a) en el primer trimestre, el crecimiento se moderó a un 10,3% a/a en el segundo trimestre debido a que han funcionado las medidas de ajuste de las autoridades para ralentizar el crecimiento del crédito y la inversión. La tendencia a la moderación ha reducido el riesgo de recalentamiento a corto plazo. Nuestra previsión para 2011 sigue siendo del 9,2%.

Aunque la inflación subyacente continúa subiendo, su ritmo se ha ralentizado recientemente. La inflación general se redujo en junio al 2,9% a/a, bastante inferior a lo esperado debido a la bajada de los precios de los alimentos y a la abundancia de suministros. La inflación ahora se espera que suba al 3,3% en julio, algo inferior a nuestras previsiones anteriores, y a una media cercana al 3,0% para todo el año.

Los recientes esfuerzos de las autoridades para frenar el rápido crecimiento del crédito y contener la burbuja de los precios inmobiliarios parece que están funcionando. El crecimiento de los créditos se ha ralentizado en línea con el objetivo de los 7,5 billones de RMB (19% en términos anuales). Ha habido una significativa reducción del volumen de transacciones inmobiliarias, y se ha moderado el ritmo de subida del precio de la vivienda. Esperamos que las autoridades estén atentas a la evolución de los precios inmobiliarios, y no descartamos que adopten medidas adicionales para enfriar el mercado.

Se ha reducido la posibilidad de que se apliquen otras medidas de ajuste monetario a corto plazo teniendo en cuenta la moderación de la actividad económica, la reducción de las tendencias inflacionarias y las incertidumbres de las perspectivas globales. Aunque hasta ahora las autoridades han decidido no elevar los tipos de interés, optando en su lugar por incrementos del coeficiente de reserva obligatorio a principios de año y otras medidas cuantitativas para absorber liquidez, prevemos una subida de tipos de hasta 27 puntos básicos en el cuarto trimestre para mantener el crecimiento global dentro de su potencial. Esto está por debajo de nuestras anteriores previsiones de dos subidas de tipos este año.

Las autoridades han introducido recientemente un régimen de tasa de cambio más flexible, y desde finales de junio ha permitido cierta apreciación del RMB frente al USD. Esta medida coincidía con nuestras previsiones de que la apreciación de la moneda comenzaría en el segundo trimestre de este año. Han anunciado la medida en el contexto de una reanudación de la reforma del marco de la tasa de cambio introducida en julio de 2005, basada en una cesta de monedas. Desconocemos los detalles del marco, sin embargo, en la práctica las autoridades muestran discreción acerca del movimiento diario de la moneda. Mantenemos nuestra previsión para la moneda de 6,54 RMB por USD para final de año, equivalente a un 4-5% de apreciación para todo el año. Entretanto, el problema de la moneda tiene connotaciones políticas, si observamos las fricciones de las relaciones comerciales con sus socios principales. Hasta la fecha, la moneda se ha apreciado en menos de un 1% frente al USD.

La política fiscal sigue favoreciendo el crecimiento. El plan de estímulo fiscal de dos años continúa implementándose aun cuando se ha ralentizado el ritmo del gasto presupuestario. El interés de la inversión pública se centra ahora en la continuación de los proyectos de infraestructuras existentes, en subvenciones para incentivar el consumo interno y en el gasto social. Si se desacelerara el crecimiento, habría margen para aumentar el gasto, incluso en vivienda pública.

Ahora existen menos riesgos que en el momento de nuestro análisis anterior en el que el señalamos el peligro de recalentamiento. La moderación de los riesgos de recalentamiento se debe a unos indicadores de la moderación del crecimiento, estabilización de los precios de la vivienda y al aumento de la incertidumbre de las perspectivas globales. Aunque aún existen riesgos de recalentamiento, también hay riesgos bajistas en el caso de que la desaceleración del crecimiento sea más rápida, o si el entorno externo se deteriore con celeridad. En tal caso, habría margen para más medidas de estímulo para amortiguar el impacto sobre el crecimiento interno.

Nuestras previsiones a medio plazo siguen incorporando un reequilibrio gradual del crecimiento hacia el consumo privado. Las autoridades han tomado medidas en esta dirección a través de políticas para incentivar el consumo interno, mejoras en la red de protección social (lo cual reduciría la necesidad del ahorro preventivo) y la apreciación de la moneda que ayudará a potenciar el crecimiento hacia la demanda interna.

1. Reevaluación de los riesgos de la economía global

Antes de pasar a las perspectivas de China, resulta adecuado analizar los riesgos principales que afronta la economía mundial, especialmente si tenemos en cuenta el aumento de la incertidumbre y el importante papel de los vínculos financieros y comerciales con la región de Asia.

Los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento de Europa serán menores de lo que se viene anticipando. Las repercusiones positivas sobre la credibilidad casi compensarán los efectos negativos de la reducción del gasto público. Por el contrario, los riesgos a medio plazo derivados de situaciones fiscales insostenibles en otras regiones desarrolladas posiblemente se estén subestimando.

Uno de los canales más importantes a través de los cuales la crisis fiscal ha afectado a la economía europea ha sido la pérdida de confianza, y un requisito sine qua non para restablecerla es la prudencia fiscal. Los planes de consolidación de Europa se están implementando con arreglo a un calendario presentado a la CE a principios de 2010. La consolidación fiscal europea tiene que centrarse en el aspecto estructural, pero un factor positivo es que el ajuste es rápido y está orientado a reducir el gasto, lo que mejorará la confianza y prácticamente contrarrestará los efectos negativos sobre el crecimiento, derivados de la reducción del gasto público. Así pues, mientras se persista en la consolidación fiscal, las repercusiones sobre la actividad económica europea serán limitadas y transitorias. Por otra parte, otras economías avanzadas en las que los estímulos fiscales han sido sustanciales y cuyos niveles de endeudamiento crecieron a igual ritmo que el europeo se muestran relativamente lentas en hacer frente a la obligación de reducir sus déficit y, por lo menos, estabilizar los niveles de su deuda. Existe un riesgo a medio plazo que se está subestimando ya que la experiencia demuestra que los efectos de una política fiscal laxa sobre las tasas de interés son altamente no lineales, existiendo el riesgo de un súbito incremento de las tasas de interés de largo plazo y de un desplazamiento de la demanda privada, exactamente el efecto opuesto que pretenden los paquetes de estímulos fiscales.

El principal riesgo para las perspectivas globales todavía procede de los mercados financieros. Las pruebas de solvencia han tenido repercusiones positivas en Europa, aunque asimétricas. Si bien se han reducido los riesgos, las posibilidades de un retroceso siguen siendo significativas.

Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y absorbiendo la liquidez, en especial en Europa. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras durante el segundo trimestre está empezando a mermar (véase el Gráfico 1). La publicación de los resultados de las pruebas de solvencia a bancos europeos (stress tests) ha tenido el efecto positivo de bajar las tensiones, aunque se ha observado una clara diferenciación entre los países. En particular, pueden obrar como un potente impulso para disipar la incertidumbre sobre el sistema financiero español, pues la implementación de las pruebas ha sido rigurosa y sus resultados, muy informativos, parecen creíbles. A pesar de ello, los riesgos para Europa y para la economía global procedentes de los mercados financieros siguen siendo sin duda el principal motivo de preocupación.

Creciente divergencia en las estrategias de políticas monetaria. El incremento de la incertidumbre llevará a la Fed y al BCE a retrasar el retiro de los estímulos monetarios. Por contraposición, en gran parte de Asia y en América Latina ya ha comenzado el alza de tasas de interés.

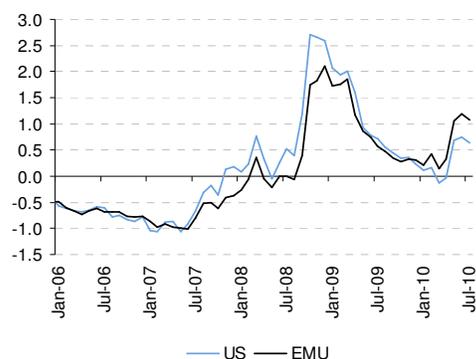
Las tensiones financieras de Europa y la incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación de EE.UU. obligarán a los bancos centrales de ambas regiones a retrasar sus primeros aumentos de tasas de interés, manteniendo así sus tasas de referencia en niveles muy bajos durante un período de tiempo prolongado. Las presiones inflacionarias en ambas áreas seguirán controladas, lo que les permitirá mantener políticas monetarias flexibles. No obstante, una recuperación más rápida en EE.UU. llevará a que la remoción del estímulo monetario se inicie antes que en Europa, y ambos factores pesarán sobre el euro. Aunque los dos bancos centrales demorarán los ajustes monetarios, la manera de comunicar y de evaluar los riesgos sigue diferenciando a ambas instituciones, lo que limita la relativa capacidad de reacción del BCE, en especial a los riesgos deflacionarios. Por otra parte, en las economías emergentes ya han comenzado las alzas de las tasas de referencia, tras la pausa (en

especial en Asia) que provocó la crisis de la deuda europea. Esto contribuirá a reducir las presiones inflacionarias en Asia —donde habían comenzado a dispararse— e impedirá que se produzcan posibles presiones en Sudamérica más avanzado el año. Una importante excepción es el Banco de México, que posiblemente mantendrá las tasas de interés hasta el segundo trimestre de 2011. Incluso si la inflación aumentara en los próximos meses, esta permanecería dentro de la banda prevista por Banxico.

La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada. Esta situación será conveniente para China y el resto de los países emergentes de Asia, ya que se producirá una convergencia del crecimiento hacia tasas más sostenibles. En Estados Unidos, el gasto privado seguirá siendo frágil sin el apoyo oficial, en tanto que en Europa la confianza se verá negativamente afectada por las consecuencias de la crisis financiera.

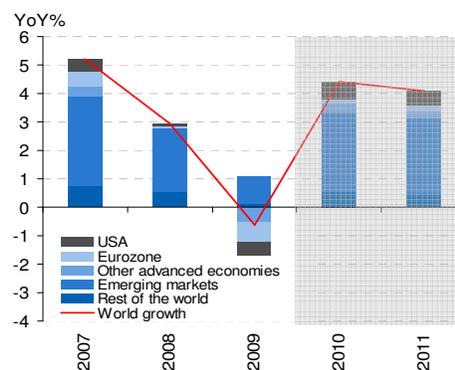
Los impactos de la crisis financiera europea en otras regiones geográficas han sido relativamente limitados. No obstante, se anticipa que pronto la economía global se desacelerará (véase el Gráfico 2). La gravedad de las tensiones financieras europeas afectará a la confianza y reducirá el crecimiento en el segundo semestre de 2010 y principios de 2011. Además, la demanda externa no será tan sólida como lo fue en el primer semestre, aunque continuará dando cierto apoyo a la actividad económica. En EE.UU. es probable que la recuperación pierda impulso como resultado de la situación en los mercados laboral e inmobiliario. Esto muestra los límites del gasto privado en esa economía como motor autónomo del crecimiento. En China, la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre y algunos otros indicadores de moderación de la actividad sugieren que las medidas de ajuste de las autoridades están siendo eficaces para dirigir la economía hacia tasas de crecimiento más sostenibles. América Latina también se desacelerará en 2011, aunque todavía mantendrá una elevada expansión. Por consiguiente, las divergencias seguirán ampliándose entre las economías avanzadas y emergentes, y también dentro de cada uno de estos grupos.

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras para EE.UU. y UEM*



* Indicador compuesto de tensiones financieras en tres mercados de crédito (soberano, corporativo y financiero), restricciones de liquidez y volatilidad de los tipos de interés, tipos de cambio y mercados de renta variable.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Aportaciones al crecimiento del PIB mundial



Fuente: BBVA Research, basándose en cuentas nacionales, y FMI

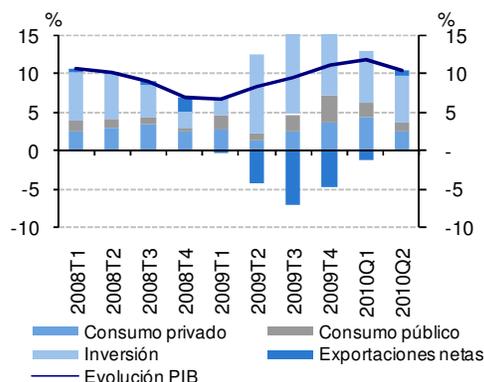
Aunque se han tomado algunas medidas en la dirección correcta, de cara al futuro sigue pendiente la necesaria reducción de los desequilibrios globales

Continúa el reequilibrio de la economía china hacia un aumento de la demanda interna (especialmente del consumo), y la reanudación de la flexibilidad monetaria podría ser de ayuda. No obstante, son necesarias más reformas para ajustar mejor el peso del consumo a los parámetros internacionales. Otras economías avanzadas con superávit en cuenta corriente deben también implementar reformas para expandir la demanda interna, particularmente en el sector servicios. Por otra parte, EE.UU. y otros países con importantes necesidades de financiamiento externo deberán pasar desde un modelo basado en el consumo a otro fundamentado en las inversiones, en especial en los sectores transables. La reciente crisis financiera ha mostrado los límites del financiamiento externo al crecimiento. Por ello, las economías con altas necesidades de esta financiación externa son muy vulnerables al recrudecimiento de las tensiones financieras internacionales, y las recientes y súbitas fluctuaciones de los tipos de cambio pueden minar la estabilidad financiera mundial.

2. China: efectuando un aterrizaje suave

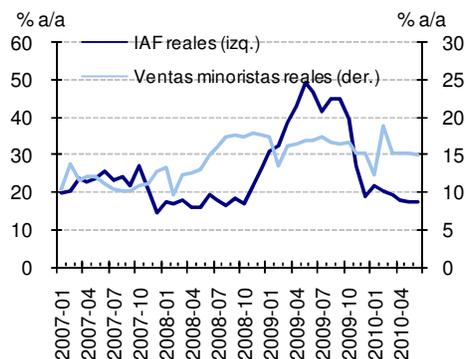
El ritmo asombroso del crecimiento económico de China se está moderando, en consonancia con un escenario de aterrizaje suave de la economía. Esta moderación del crecimiento, que no obstante sigue siendo fuerte, es el resultado de los recientes esfuerzos de las autoridades por evitar el recalentamiento, frenando el rápido crecimiento del crédito y conteniendo la inversión especulativa en el sector inmobiliario. Después de alcanzar un valor máximo del 11,9% a/a en el primer trimestre de 2010, el crecimiento en el segundo trimestre se moderó hasta el 10,3% a/a (una estimación del 8,5% t/t en términos anualizados desestacionalizados) ante una cierta ralentización de la inversión promovida por el gobierno que compensa la continuidad de la solidez del consumo interno y un repunte de las exportaciones netas (Gráficos 3 y 4). Ahora que la mayoría de los indicadores de la actividad interna también se están moderando y dado el aumento de la incertidumbre de las perspectivas globales, los riesgos, que anteriormente apuntaban al recalentamiento, se han equilibrado.

Gráfico 3
El crecimiento de China se está moderando...
(Contribución al PIB)



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 4
...debido a que la inversión en activos fijos se contiene mientras las ventas minoristas se mantienen

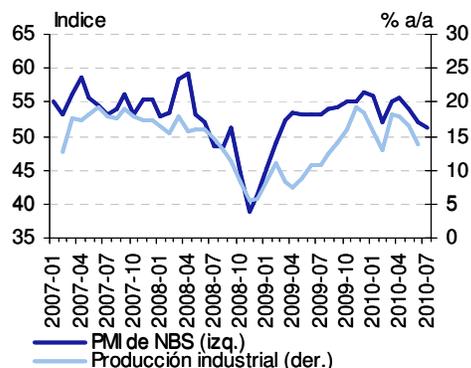


Fuentes: CEIC y BBVA Research

El crecimiento sigue siendo dinámico, con signos de moderación saludables

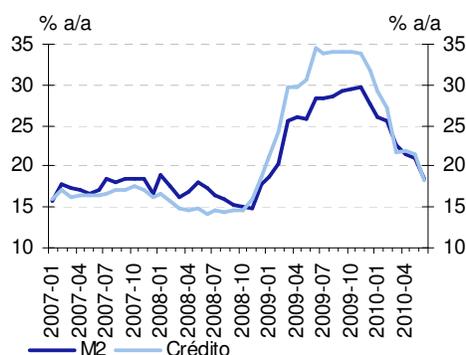
Los datos recientes señalan que la economía se está ralentizando de forma gradual. Las expectativas de un aterrizaje suave que anteriormente se basaban en previsiones de moderación para el segundo semestre ahora las confirman los datos. La cifra de crecimiento del 10,3% a/a para el segundo trimestre fue ligeramente inferior a las expectativas (BBVA: 10,8%; consenso 10,4%). No obstante, el crecimiento trimestral era todavía sólido, ya que el resultado interanual se vio influenciado por las altas cifras del año pasado (el crecimiento anual de 2009 recientemente se revisó al alza desde el 8,7% anterior al 9,1%). El crecimiento de la producción industrial ha seguido ralentizándose de forma constante, bajando del 13,7% a/a en junio, y el índice de gerentes de compras (PMI), vigilado atentamente, también señala a la desaceleración de la producción manufacturera, aunque el índice permanece firmemente en la banda expansiva por encima de los 50 puntos (Gráfico 5). Cabe destacar que ha seguido la moderación del crecimiento monetario y crediticio (Gráfico 6), en línea con el objetivo de las autoridades de 7,5 billones de RMB para los nuevos créditos en 2010 (hasta junio, los nuevos créditos del año ascendían a 4,63 billones de RMB).

Gráfico 5
El índice de producción industrial y el índice de gerentes de compras muestran una moderación



Fuentes: CEIC y BBVA Research

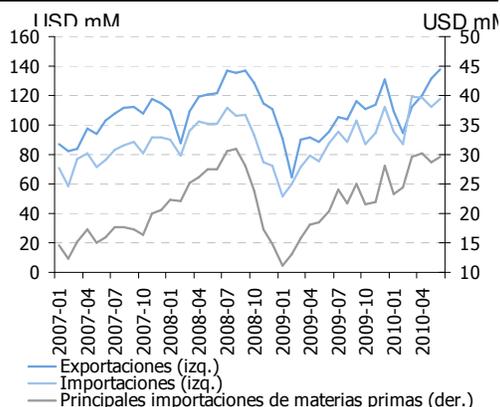
Gráfico 6
El crecimiento del crédito y de la M2 muestran una mayor desaceleración



Fuentes: CEIC y BBVA Research

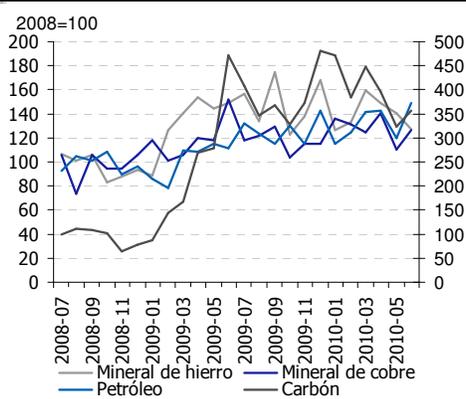
En el lado de la demanda, las ventas minoristas siguen siendo dinámicas, señalando que el consumo interno se mantiene firme (Gráfico 4, anterior). El aumento de los salarios y los programas gubernamentales para fomentar el consumo son factores clave (el aumento mínimo de los salarios efectivo desde junio de 2010 asciende al 20, 17 y 15% para Pekín, Shangai y Shenzhen respectivamente, y al 17% de media en diez provincias). El sector externo también continúa ayudando al crecimiento, como lo demuestra el aumento de las exportaciones a unos niveles anteriores a la crisis de Lehman y se mantiene sorprendentemente firme desde junio (Gráfico 7). El fuerte crecimiento de las importaciones es un indicador de la solidez de la demanda interna. El aumento del gasto en infraestructuras impulsado por el gobierno condujo a un rápido aumento de las importaciones de materias primas (Gráfico 8), que recientemente mostró signos de estabilización conforme se modera el crecimiento económico, particularmente en el sector de inversión en infraestructuras de gran consumo de materias primas.

Gráfico 7
Han aumentado las exportaciones e importaciones totales, aunque se ha moderado el reciente repunte de las importaciones de materias primas



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

Gráfico 8
El plan de estímulo impulsado por las infraestructuras produjo un auge de las importaciones de materias primas, que ahora se está ralentizando



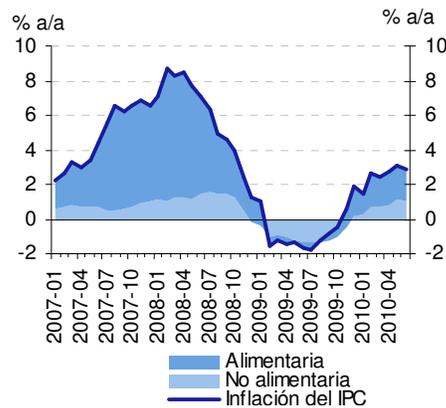
Fuentes: CEIC y BBVA Research

La inflación de los precios al consumo se ha moderado con la caída de los precios de los alimentos

El índice general de inflación del IPC, que había estado aumentando de manera continua durante gran parte del primer semestre, descendió en junio bastante por debajo de las previsiones, a solo el 2,9% a/a (Gráfico 9). Estos resultados inferiores se debieron a un aumento del suministro de productos agropecuarios que ayudó a contener el reciente aumento de los precios de los alimentos. La inflación de los precios mayoristas (Gráfico 10 con el IPM e IPC), que ha llegado a unos niveles mucho más altos, también se ha moderado cuando se han estabilizado los precios de las materias primas.

Gráfico 9

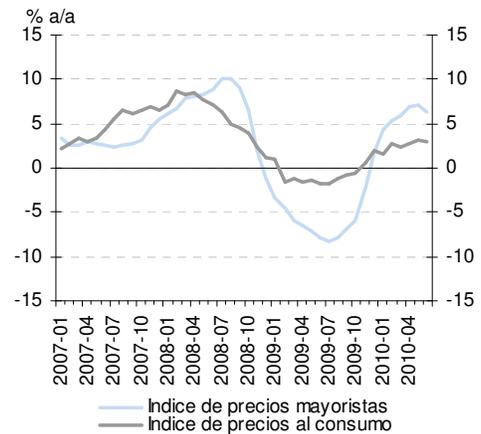
La inflación de los precios al consumo se ha moderado recientemente



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 10

La inflación del IPM es mucho mayor, pero también se está moderando



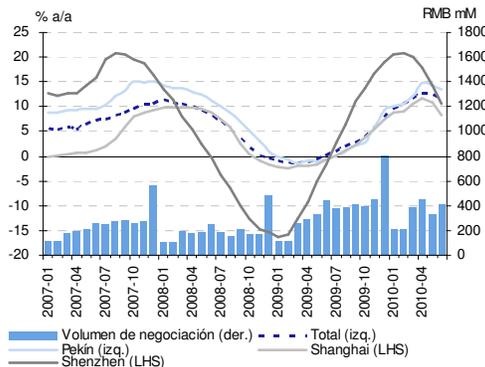
Fuentes: CEIC y BBVA Research

El sector inmobiliario empieza a enfriarse, reduciendo los riesgos de formación de burbujas de precios de los activos

El objetivo principal de las recientes medidas de ajuste ha sido evitar que se produzcan burbujas de precios de los activos en el sector inmobiliario y mantener la asequibilidad de las viviendas (para obtener información detallada véase [Perspectiva del sector inmobiliario en China](#)). La relajación de las condiciones de liquidez y el rápido crecimiento del crédito ha llevado a un brusco incremento de los precios inmobiliarios durante el año pasado (Gráfico 11). Se adoptaron medidas el pasado abril para contener los precios desalentando las compras especulativas de viviendas. En concreto, se endurecieron los requisitos de entrada para la compra de segundas viviendas, a la vez que se prohibieron los préstamos para la compra de terceras viviendas. Los tipos hipotecarios sobre las adquisiciones de segundas viviendas también se han incrementado en relación al tipo de interés de referencia.

Gráfico 11

Los precios de la vivienda se han enfriado



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 12

El crédito a la vivienda todavía asciende, pero su ritmo se desacelera



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Ahora hay pruebas de que estas medidas están surtiendo el efecto deseado. El crecimiento de los precios inmobiliarios se ha seguido reduciendo en los meses recientes y se ha producido una brusca caída de las transacciones de ventas. En particular, el crecimiento medio de los precios inmobiliarios (de 70 de las principales ciudades chinas) se moderó hasta un 11,4% a/a y un -0,1% m/m en junio. Hasta la fecha, apenas han bajado los precios nominales, pero parece probable una bajada de precios en un futuro próximo vista la brusca caída de las transacciones de ventas. El ritmo del crédito en el sector inmobiliario aún es rápido, pero muestra signos de moderación, del 44,3% a/a en marzo al 40,2% en junio (Gráfico 12).

El impulso general de la política macroeconómica sigue favoreciendo el crecimiento

A pesar de las medidas para evitar el recalentamiento, las autoridades han declarado su intención de mantener una política de apoyo global, especialmente teniendo en cuenta la incertidumbre del entorno mundial. En cuanto al ámbito fiscal, el plan de estímulo de dos años continúa implementándose aun cuando se ha ralentizado el ritmo del gasto presupuestario. El interés de la inversión pública se centra ahora en la continuación de los proyectos de infraestructuras existentes, en lugar de la aprobación de otros nuevos. Además, a finales de mayo y en junio el Consejo de Estado pidió a las administraciones locales que ejercieran un mayor control sobre sus actividades de gasto financiadas a través de medios de financiación de las administraciones locales fuera de balance (LGFV). El Consejo también exigió a los bancos que estrecharan el control del préstamo para dichos medios, después de los esfuerzos anteriores del regulador bancario (CBRC) por endurecer la normativa y supervisar dichos créditos. El CBRC calcula que los créditos bancarios para los LGFV ascendieron a 7,66 billones de RMB, de los cuales casi una cuarta parte (1,76 billones de RMB) podrían presentar dificultades de pago.

Dicho esto, el impulso de las iniciativas de política fiscal sigue favoreciendo el crecimiento. El gobierno anunció recientemente 23 nuevos proyectos de infraestructuras en la región occidental, y continúan las políticas para impulsar el consumo interno mediante la ampliación de las subvenciones para la compra de bienes de consumo duraderos y automóviles. Como parte de sus esfuerzos por cambiar el gasto hacia el sector social, las autoridades también parece que intentan potenciar la inversión en vivienda pública, lo cual debería seguir apoyando la inversión global en activos fijos. El presupuesto para 2010 pretende mantener estable el déficit en comparación con el de 2009 del 2,8% del PIB.

La política monetaria se ha ajustado, y ahora permanece en “modo de espera”

Como se mencionó anteriormente, las recientes medidas para contener el rápido aumento del crédito están dando sus frutos. La reducción del crecimiento de la masa monetaria y del crédito se ha conseguido mediante aumentos del coeficiente de reservas obligatorio a principios de año, la absorción de liquidez a través de operaciones de mercado abierto y de cuotas de crédito más restringidas para los bancos. Los esfuerzos para enfriar el sector inmobiliario han reforzado estas medidas.

El nuevo objetivo de crédito de las autoridades de 7,5 billones de RMB para este año va por muy buen camino (reflejando una reducción del crecimiento del crédito anual total desde alrededor del 32% hasta el 19% en 2009). Durante la primera mitad del año, la ampliación de nuevos créditos bancarios ascendió a 4,6 billones de RMB, o un poco por encima del 60% del objetivo anual (el patrón de crédito estacional normalmente presenta una distribución asimétrica hacia la primera mitad del año). En consonancia con la política del gobierno de promover un patrón regional de desarrollo más equilibrado y evitar que aumente la desigualdad de las rentas, durante la primera mitad del año los bancos ampliaron la línea de crédito a las pymes a un ritmo más rápido que otros sectores; geográficamente, los créditos a las regiones occidentales superaron el préstamo al resto de la nación.

Teniendo en cuenta las indicaciones de moderación del crecimiento y el aumento de los riesgos para el entorno global, el BPdC no ha tomado nuevas medidas de ajuste en el pasado trimestre. En lugar de esto, las autoridades parece que están evaluando el impacto de las medidas tomadas hasta la fecha, incluidos los tres aumentos de los requisitos de reservas obligatorias implementados entre enero y abril (de 150 puntos básicos acumulados). En ese sentido, siguen reacios a subir los tipos de interés, incluso cuando otros países de la región han reanudado el ciclo de ajuste.

Un avance hacia una mayor flexibilidad de la tasa de cambio, ante el continuo flujo de entrada de capitales

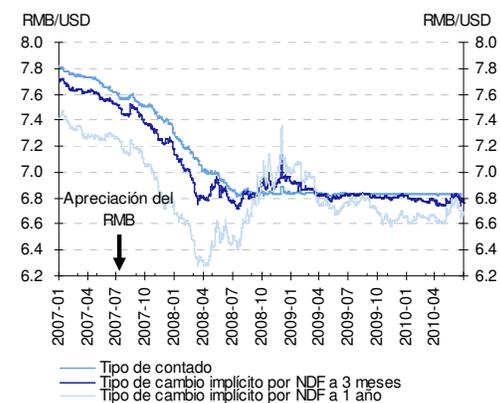
La medida más significativa del BPdC en el trimestre pasado ha sido el anuncio a mitad de junio de un regreso a una mayor flexibilidad de la tasa de cambio. Este paso hacia una apreciación gradual de la moneda ya se había pronosticado hace tiempo y coincidía con nuestras previsiones de que comenzaría en el segundo trimestre, aunque por un tiempo el aumento de los riesgos para el entorno

global parecía aumentar la probabilidad de una demora. Como tal, el momento del anuncio no dejó de ser una sorpresa bien recibida por los mercados. El anuncio también tuvo profundos trasfondos políticos teniendo en cuenta los continuos superávits exteriores de China y la presión de los socios comerciales.

El anuncio llegó tras dos años de una vinculación de facto entre el RMB y el USD. El BPdC tomó la medida como continuación de la reforma de su marco monetario adoptada en julio de 2005, en la cual se hacía referencia a una cesta de divisas. En principio la medida debería permitir una mayor flexibilidad bidireccional de la tasa de cambio, aunque es muy previsible que produzca una apreciación con el tiempo en vista del gran superávit de la balanza de pagos de China.

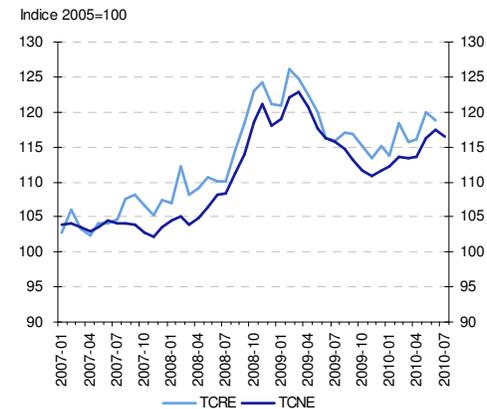
Desde el anuncio, la moneda se ha apreciado un 0,7% frente al USD (Gráfico 13). Sin embargo, casi toda la apreciación se produjo durante las dos primeras semanas posteriores al anuncio, y desde comienzos de julio el RMB se ha mantenido sin cambios frente al USD. Después de haberse apreciado a finales de junio en términos efectivos nominales, el RMB se ha depreciado de nuevo debido a la caída del valor del USD frente a otras monedas clave como el EUR y JPY (Gráfico 14). Si sigue la solidez del sector externo, es probable que surjan presiones políticas sobre las autoridades para que permitan una apreciación más rápida. Mientras tanto, el BPdC también ha anunciado que pronto podría comenzar a publicar una serie para la tasa de cambio frente a una cesta de divisas, lo cual podría contribuir a aclarar la composición de la cesta y su uso en la política cambiaria. No obstante, en espera de dicha aclaración, el nuevo marco carece de claridad, y deja a la discreción de las autoridades el cambiar la tasa de cambio al ritmo que estimen conveniente.

Gráfico 13
El precio de los futuros NDF muestra una ligera apreciación del RMB



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 14
La apreciación del tipo de cambio efectivo nominal ha sido hasta ahora limitada



Nota: el TCNE de julio de 2010 es estimado por BBVA Research
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

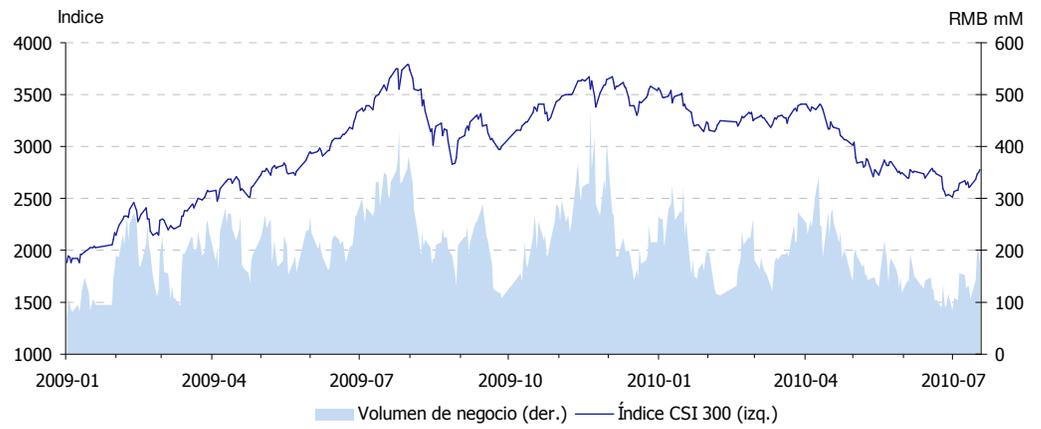
También continúan los pasos graduales hacia la internacionalización del RMB. Más recientemente, el BPdC y la AMHK firmaron un acuerdo en julio para eliminar las restricciones de las transferencias de fondos en RMB entre bancos y compañías. El acuerdo refleja un paso gradual hacia la creación de un mercado offshore en RMB en el que Hong Kong desempeñaría un papel principal, incluida la creación de vehículos de inversión denominados en RMB.

El superávit comercial continúa aumentando, aunque las reservas se han estabilizado

Es probable que continúe la presión para apreciar la moneda ya que aumenta el superávit comercial. Después de volver brevemente a un déficit el pasado marzo, el superávit comercial ha vuelto a aumentar recientemente (de 14.500 millones de USD en el primer trimestre a 41.200 millones de USD en el segundo) gracias al inesperado buen comportamiento de las exportaciones, que alcanzaron un 43,9% a/a en junio. Las reservas de divisas aumentaron a una cifra relativamente pequeña de 7.000 millones de USD en el segundo trimestre, hasta alcanzar los 2,45 billones de USD. Además de los efectos de valoración (la depreciación del EUR en el segundo trimestre redujo el valor de las reservas en términos de USD en una cifra estimada de 49.000 millones de USD), puede haberse producido una salida de capitales debido al mal comportamiento del mercado de valores (Gráfico 15), del sector inmobiliario y del impacto de la aversión al riesgo global. Calculamos dichas salidas netas de capital en unos 38.000 millones de USD en el segundo trimestre.

Gráfico 15

Una caída del 20% del mercado de valores desde principios de año refleja la preocupación de los inversores por el ritmo de crecimiento en el segundo semestre del año



Fuente: BBVA Research

3. Moderación del crecimiento en el segundo semestre

Con el crecimiento ralentizándose más o menos en línea con las previsiones, mantenemos nuestro pronóstico de un crecimiento anual de un 9,8% para 2010 y de un 9,2% para 2011. Nuestro escenario central continúa asumiendo que el crecimiento se mantiene (solo) dentro de su potencial, lo cual ayudaría a contener las presiones inflacionistas. No esperamos grandes cambios en la postura política de las autoridades durante el resto del año, excepto ligeros ajustes para garantizar un aterrizaje suave de la economía. Esto puede que implique otras medidas graduales con el fin de limitar el crecimiento del crédito en consonancia con el objetivo anual, incluida la posibilidad de un aumento de los tipos de interés a final de año y esfuerzos continuados para enfriar el sector inmobiliario. En caso de que se materialicen los riesgos de deterioro de las perspectivas (véase la Sección 4), habría margen para políticas de estímulo para amortiguar el impacto del crecimiento.

Nuestro escenario central se centra en un aterrizaje suave

Prevedemos que el crecimiento económico en el segundo semestre se moderará de un 11,1% a/a a un 8,7% debido a que el efecto de las recientes medidas de ajuste sigue ralentizando el crecimiento del crédito. El ritmo de la inversión continuaría ralentizándose, mientras que el consumo se mantendría sólido gracias al aumento salarial y las medidas de apoyo fiscal del gobierno. El reciente crecimiento del sector de las exportaciones se espera que se modere a medida que se retire la política global de estímulos y acabe el ciclo de inventarios. Se espera que el crecimiento en 2011 se modere hasta el 9,2%, coincidiendo con nuestras previsiones anteriores, a medida que se signan reduciendo las políticas de estímulo (tabla 1).

Tabla 1

Escenario central

	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
PIB (% a/a)	14.2	9.6	9.1	9.8	9.2
Inflación (% a/a, promedio)	4.8	5.9	-0.7	2.9	3.3
Balance fiscal (% del PIB)	0.6	-0.4	-2.2	-2.8	n/a
Cuenta corriente (% PIB)	10.9	9.6	6.0	5.6	5.0
Tipo de referencia* (%)	7.47	5.31	5.31	5.58	6.12
Tipo de cambio* (CNY/USD)	7.30	6.83	6.83	6.54	6.28

Fuente: BBVA Research

Hemos ajustado nuestra previsión de inflación para tener en cuenta la reciente moderación del indicador principal del IPC. Ahora prevedemos que la inflación llegue a un valor máximo en julio del 3,3% (bastante por debajo de nuestro cálculo anterior del 4%) y que se modere a partir de entonces en consonancia con una media anual del 2,9% (3,1% al final del año). Nuestras perspectivas de inflación se basan en que se espera una mayor moderación del crecimiento del crédito y M2, así como en los indicios de que los precios de los alimentos permanecerán estables durante el resto del año debido a los abundantes suministros. Una mayor apreciación de la moneda, tal como está previsto, también debería reducir el impacto de la inflación importada.

Se espera que la política monetaria siga siendo flexible, con algún un ajuste gradual acompañado de la apreciación de la moneda

Vistos los signos de moderación del crecimiento y los riesgos del entorno global, dependerá de los datos que se tomen más medidas de ajuste monetario durante el resto del año. Nuestro escenario central incorpora la posibilidad de una subida de los tipos de interés de 27 pb durante el cuarto trimestre del año; aunque reconocemos que la probabilidad de tal medida ha disminuido teniendo en cuenta los buenos datos de inflación de junio. Esperamos que las autoridades sigan muy de cerca la evolución del sector inmobiliario, y las recientes declaraciones oficiales refuerzan nuestras previsiones de que las autoridades no darán marcha atrás en sus últimas medidas para enfriar el sector o moderen su política de crédito. Dicho esto, en general, se ha reducido la posibilidad de que se apliquen medidas de ajuste monetario a corto plazo en relación a nuestras previsiones anteriores.

Vista la reciente solidez del sector exterior y nuestras previsiones de referencia para el crecimiento, mantenemos nuestro pronóstico de una moderada apreciación de la moneda, de un 4-5% total frente

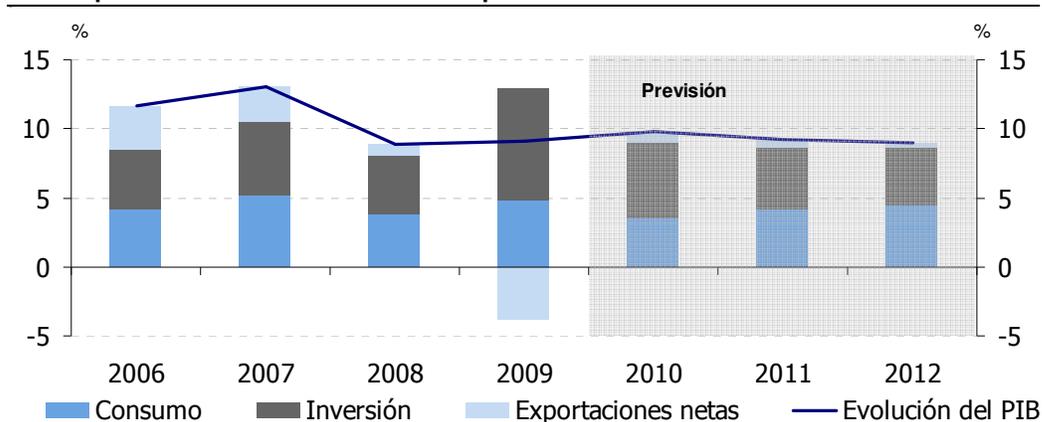
al USD, hasta 6,54 RMB por USD a final de año (teniendo en cuenta que la moneda ya se ha apreciado casi un 1%). Esto es algo superior a las expectativas de apreciación del mercado medidas en futuros NDF, lo cual implica una apreciación de un 1-2% a final de año y de un 2-3% en 12 meses. Dentro de estas amplias tendencias monetarias, prevemos cierta variabilidad bidireccional, especialmente cuando las autoridades desean limitar las entradas de capital especulativo en espera de la apreciación de las monedas.

Ha comenzado un reequilibrio del crecimiento a medio plazo hacia la demanda interna

Las autoridades se han seguido centrando en políticas diseñadas para cambiar las fuentes de crecimiento a medio plazo hacia el consumo privado, en lugar de basarlas en exportaciones e inversiones como en el pasado. En consecuencia, nuestras previsiones a medio plazo siguen incorporando un reequilibrio del crecimiento esperado, aunque muy gradual, en los próximos años. De hecho, las recientes iniciativas son coherentes con esta tendencia, incluidos incentivos fiscales para fomentar el consumo interno, mejoras de la red de protección social que deberían reducir la necesidad del ahorro preventivo con el tiempo, y el reciente paso hacia la apreciación de la moneda. Nuevos aumentos de los salarios y las rentas también deberían apoyar el consumo interno.

Gráfico 16

Un reequilibrio del crecimiento a medio plazo



Fuente: BBVA Research

4. Los riesgos están más equilibrados

Teniendo en cuenta la reciente moderación de los indicadores de crecimiento, la estabilización de los precios de la vivienda y el aumento de la incertidumbre en el entorno global, consideramos que se han equilibrado los riesgos que anteriormente apuntaban al recalentamiento. Aunque aún existen riesgos de recalentamiento, especialmente en vista de nuestra previsión de que la economía funciona a pleno potencial, también hay riesgos bajistas en el caso de que la desaceleración del crecimiento sea más rápida, o si las perspectivas externas se deterioran bruscamente. En tal caso, aunque es improbable en nuestra previsión, no se puede descartar enteramente un aterrizaje brusco de la economía. Sin embargo, teniendo en cuenta los bajos ratios de deuda pública de China, habría margen para más medidas de estímulo, si fueran necesarias, para amortiguar el impacto global sobre el crecimiento.

Las autoridades han tomado acciones tempranas para enfriar el sector inmobiliario y para evitar los riesgos de las desestabilizadoras burbujas de precios. Tal como documentamos en nuestra reciente publicación "Situación inmobiliaria China", la escalada de los precios de la vivienda de China no es muy grande en comparación con la experiencia internacional con las burbujas inmobiliarias. Los signos de que ahora los precios se están moderando sugieren que los tempranos esfuerzos de las autoridades hasta ahora han logrado evitar que se forme una burbuja, todo ello sin dañar el conjunto de la economía. Sin embargo, si dichas políticas no tienen éxito en el futuro, un súbito estallido de la burbuja inmobiliaria y la pérdida de la confianza del consumidor resultante podrían aumentar los préstamos de cobro dudoso (PDC) y provocar un ciclo de "contracción". De esta forma, aumentarían las necesidades de capital de los bancos, haciendo necesaria la asistencia del gobierno.

Aunque los PDC permanecen bajos hasta ahora, a medio plazo precisan vigilancia dado el rápido crecimiento del crédito que tuvo lugar el pasado año. A pesar de los recientes esfuerzos por limitar su crecimiento, los medios financieros del gobierno local (LGFV) siguen siendo una preocupación dada la gran cantidad de préstamos que se cree que han concedido las entidades bancarias bajo el plan de estímulo del gobierno. El riesgo del sistema es elevado porque los datos financieros de estos LGFV son inestables y dependen en gran medida del valor del terreno. Una súbita contracción de los precios del terreno podría incrementar dichos riesgos de forma significativa. Además de estos riesgos existen informes recientes que afirman que puede que la transparencia esté en entredicho ya que es posible que algunos bancos hayan trasladado 2,3 billones de RMB en préstamos a productos de inversión fuera de balance, subestimando su exposición a las administraciones locales y al sector inmobiliario.

5. Tablas

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(tasa de crecimiento a/a)	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
EEUU	2.1	0.4	-2.4	3.0	2.5
UEM	2.8	0.4	-4.1	0.7	1.3
Pacífico Asiático	7.6	4.2	2.0	6.4	5.5
China	14.2	9.6	9.1	9.8	9.2
Mundo	5.3	3.0	-0.6	4.4	4.1

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

(tasa de crecimiento a/a)	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
EEUU	2.9	3.8	-0.4	1.6	1.8
UEM	2.1	3.3	0.3	1.3	1.2
Pacífico Asiático	2.8	4.9	0.3	2.9	2.8
China	4.8	5.9	-0.7	2.9	3.3
Mundo	4.1	6.1	2.0	3.5	3.3

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (fin de periodo)

		2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
EEUU	EUR/USD	0.70	0.70	0.70	0.80	0.80
UEM	USD/EUR	1.40	1.50	1.40	1.30	1.20
China	CNY/USD	7.30	6.83	6.83	6.54	6.28

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Previsiones macroeconómicas: tipos de referencia (fin de periodo)

	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
EEUU	4.30	0.61	0.02	0.02	0.75
UEM	4.00	2.73	1.00	1.00	1.00
China	7.47	5.31	5.31	5.58	6.12

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de publicación del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe. Por lo tanto, debe tomar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Debe ser igualmente consciente de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.

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

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Orden 2001 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros (Promoción Financiera) de 2000 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular, el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Orden 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Orden 2001.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades de Grupo BBVA que no son miembros de la Bolsa de Nueva York ni de la Asociación Nacional de Corredores de Valores (NASD) no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA está sujeto al Código de conducta del Grupo BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: www.bbva.com / Corporate Governance".

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

Economista Jefe de Economías Emergentes del Grupo
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Economista Jefe de Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Bingjie Hu
bingjie.hu@bbva.com.hk

Xia Le
xia.le@bbva.com.hk

Serena Zhou
serena.zhou@bbva.com.hk

Análisis del mercado
Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
José Luis Escrivá

Economistas Jefe y Directores de Estrategia:

Normativas y Escenarios Económicos y Financieros

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Normativas

Escenarios Económicos

España y Europa:
Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Economías Emergentes:
Alicia García Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal de Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbva.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswald_lopez@provincial.com

Estrategia de Cliente y de Mercado:
Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Renta Variable y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Gestión de Activos
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

Estados Unidos y México:
Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macroeconómico de México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Datos de contacto

BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. +852-2582-3272
Fax. +852-2587-9717
researchasia@bbva.com.hk

Los informes del Servicio de Estudios del BBVA están disponibles en inglés, español y chino