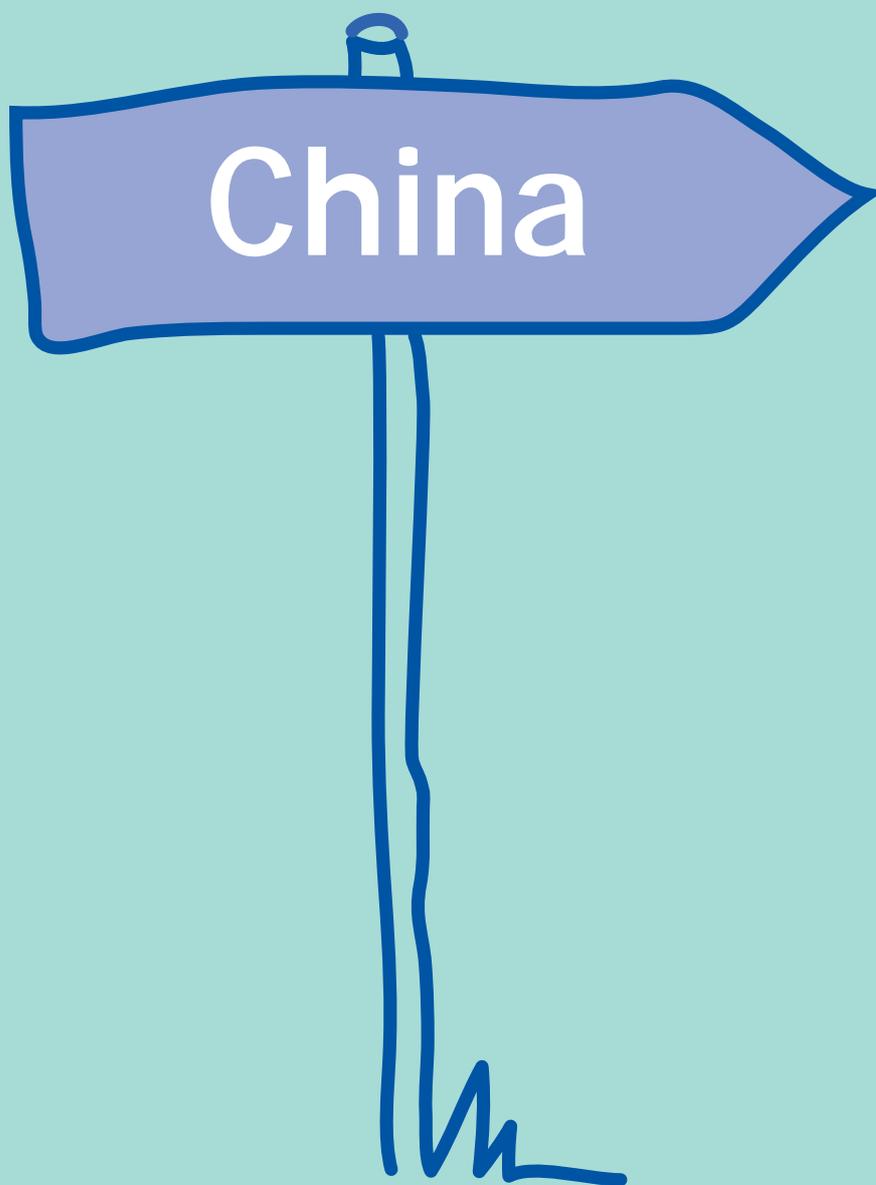


# Situación

Servicio de Estudios Económicos



# Indice

Fecha de cierre: 22 de octubre de 2008

<b>1. Editorial</b>	<b>2</b>
<b>2. Últimos acontecimientos económicos</b>	<b>3</b>
<b>3. Política y perspectivas económicas</b>	<b>21</b>
<b>4. Apéndice: Tabla estadística de China</b>	<b>29</b>

## *Recuadro*

1) ¿Ha empezado China a diversificar sus reservas de divisas?	8
2) Perspectivas a corto plazo del mercado inmobiliario	13
3) Perspectivas para el tipo de cambio del renminbi	18
4) ¿Hasta qué punto afectará a China una recesión simultánea del G-3?	23

## **Coordinador de la publicación:**

Alicia García-Herrero

[alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk](mailto:alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk)

## **Esta publicación ha sido elaborada por:**

Li-Gang Liu

[lliu@bbva.com.hk](mailto:lliu@bbva.com.hk)

Andrew Tsang

[andrew.tsang@bbva.com.hk](mailto:andrew.tsang@bbva.com.hk)

Yuande Zhu

[yzhu@bbvashanghai.com](mailto:yzhu@bbvashanghai.com)

## Editorial

- La economía china se desaceleró en el tercer trimestre a una tasa de crecimiento del 9%, el primer periodo con una tasa de crecimiento de un solo dígito desde finales de 2005. La desaceleración fue de 1,1 puntos porcentuales respecto al 2T. El menor crecimiento de las exportaciones y la inversión real lideraron la ralentización, mientras que el consumo privado mantuvo su solidez, como indican las robustas cifras de ventas minoristas reales del 3T. En los tres primeros trimestres, la economía creció un 9,9%, un crecimiento impresionante comparado con el de otras economías emergentes.
- Al tiempo que se ralentiza la economía, también disminuyen las presiones inflacionistas. El dato de inflación retrocedió considerablemente, hasta un 5,2% interanual en el 3T desde el 7,9% del 1S, al estabilizarse los precios de los alimentos y abaratarse las materias primas. Se espera que los precios de los alimentos sigan cayendo, dado que las cosechas han sido favorables y ha repuntado la producción de carne. El efecto de repercusión de altos precios al productor probablemente se reducirá, ya que los precios del petróleo y las materias primas han descendido con fuerza y la demanda interna ha empezado a debilitarse.
- El entorno económico y financiero global ha empeorado notablemente desde nuestro análisis de julio. Pese a las favorables condiciones iniciales de China, la erupción de la actual crisis financiera ha oscurecido las perspectivas para la economía china de cara al futuro. Aunque las inyecciones de capital por parte de los gobiernos de la UE y EE. UU. pueden haber aliviado los temores a retiradas de depósitos bancarios, no bastan para que los bancos vuelvan a prestar dinero. Dado su comportamiento naturalmente procíclico en la concesión de préstamos, y mientras persista el deterioro de la economía real, los bancos serán reacios a prestar. Esta situación se verá agravada aún más por el actual proceso de desapalancamiento; si este proceso continuase, la desintermediación financiera conduciría a un retroceso económico más intenso y prolongado.
- Parece que los responsables de definir la política económica en Pekín han sido muy conscientes de la evolución de la crisis financiera global, y han actuado rápidamente para relajar la política monetaria y respaldar a las pequeñas y medianas empresas y al sector exportador en general. Y, lo que es más importante, las autoridades económicas chinas están decididas a impulsar los ingresos de la vasta población rural durante esta fase de desaceleración económica, con el fin de reorientar el patrón de crecimiento de China, desde su gran dependencia actual de la demanda exterior hacia una mayor dependencia de su propia demanda interna.
- Descontando las tan deterioradas condiciones externas y las iniciativas políticas previstas, que podrían amortiguar el descenso de la demanda exterior, prevemos que el crecimiento del PIB se situará en 2008 en torno al 9,5%, lo que supone una tasa de crecimiento del 8,5% interanual en el último trimestre. Se espera que el dato de inflación alcance una media anual del 6% en 2008. La economía se seguirá moderando en 2009 hasta alrededor del 8,1%, mientras que las economías del G-3 entrarán en recesión simultáneamente. Con la caída de los precios de las materias primas y la disminución de la demanda externa, prevemos que el IPC de 2009 descienda hasta una media del 2%. De hecho, en las actuales circunstancias, el ritmo del proceso desinflacionista podría ser mayor de lo previsto.
- De cara al futuro, China se enfrenta a una serie de riesgos e incertidumbres que podrían afectar a su estabilidad económica y financiera. En primer lugar, la economía china podría desacelerarse con más rapidez de lo esperado, debido al descenso de las exportaciones y de la inversión en áreas manufactureras y el mercado inmobiliario. Para anticiparse a este riesgo bajista, es probable que las autoridades inicien programas de estímulo fiscal. Pensamos que estos programas serían más eficaces si se complementasen con reformas estructurales, como el establecimiento de un sistema de seguridad social y asistencia sanitaria a escala nacional y la mejora del actual sistema de pensiones. En segundo lugar, si la demanda externa descendiera con fuerza, aparecería el riesgo de deflación. Para neutralizar este riesgo, la relajación monetaria se haría más agresiva. En tercer lugar, un fuerte descenso de las exportaciones provocaría el cierre de muchas empresas

manufactureras de la región costera orientadas a la exportación, lo que elevaría la tasa de desempleo y provocaría tensiones sociales e inestabilidad, y a su vez haría necesario aumentar el gasto social en prestaciones por desempleo.

- A pesar de estos riesgos e incertidumbres, estamos convencidos de que China seguirá siendo un pilar de gran fortaleza económica en medio de la actual desaceleración mundial, principalmente gracias a sus sólidos fundamentos macroeconómicos, un sistema bancario sólido y unas favorables condiciones fiscales y monetarias en la situación actual de crisis financiera global.

## Últimos acontecimientos económicos

### 1. Economía real

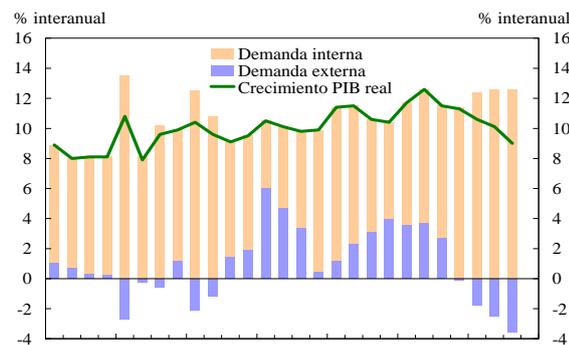
El PIB de China creció un 9,0% en el 3T, lo que supone un retroceso de 1,1 puntos porcentuales respecto al 2T y de 0,7 puntos porcentuales respecto al consenso del mercado. Es la primera vez que el crecimiento trimestral del PIB chino se sitúa por debajo del 10% desde finales de 2005, lo que alimenta las expectativas de una desaceleración económica más rápida en el 4T y en 2009. Este menor crecimiento se debió principalmente a la contracción de las exportaciones netas, mientras que la demanda interna se mantuvo relativamente sólida (Gráfico 1). En el conjunto de los tres primeros trimestres la economía creció un 9,9%, un ritmo todavía fuerte comparado con el de otras economías de mercados emergentes.

La actividad industrial también se desaceleró rápidamente en el 3T. El valor añadido de la producción industrial creció un 13,0% interanual, lo que supone un descenso respecto al 16,3% del primer semestre (Gráfico 2). El menor crecimiento de la producción industrial en el 3T podría haberse visto parcialmente afectado por los Juegos Olímpicos de Pekín, celebrados en agosto y septiembre, ya que el objetivo de ofrecer unos Juegos seguros y ecológicos puede haber trastornado involuntariamente la actividad económica, en forma de interrupciones temporales del trabajo en las fábricas de algunas áreas cercanas a Pekín y del transporte de viajeros y mercancías. Sin embargo, los JJ. OO. por sí solos no pueden explicar el continuo descenso de la producción industrial. Un menor crecimiento de las exportaciones y la reducción de las actividades inmobiliarias son los principales factores que subyacen al menor impulso de la producción industrial. Concretamente, la producción de la industria ligera prosiguió su tendencia de volátil desaceleración, mientras que el crecimiento de la producción de la industria pesada retrocedió con fuerza y sufrió su mayor caída desde julio.

Gracias al constante aumento de la renta disponible de las familias, las ventas minoristas aumentaron significativamente. Las nominales crecieron un 23,2% interanual en el 3T, frente al 21,4% del primer semestre de 2008. Las reales también mantuvieron un sólido crecimiento, con un aumento del 16,4% interanual en el 3T tras el 13,0% del primer semestre. La renta disponible de los hogares siguió creciendo en torno al 15% interanual en los tres primeros trimestres de 2008, moderándose respecto al fuerte aumento interanual del 20% de 2007.

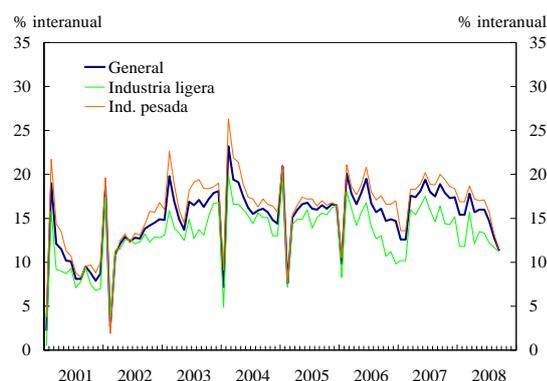
Aunque en términos nominales la inversión en activos fijos (IAF) siguió aumentando un 28,8% interanual en el 3T, frente al 26,8% interanual del 1S de 2008, el crecimiento real de la IAF disminuyó hasta el 17,4% interanual en el mismo periodo (Gráfico 4), lo que supone 5,5 puntos porcentuales menos que en el 3T de 2007. El menor crecimiento real de la IAF se debió

Gráfico 1: Crecimiento del PIB Real



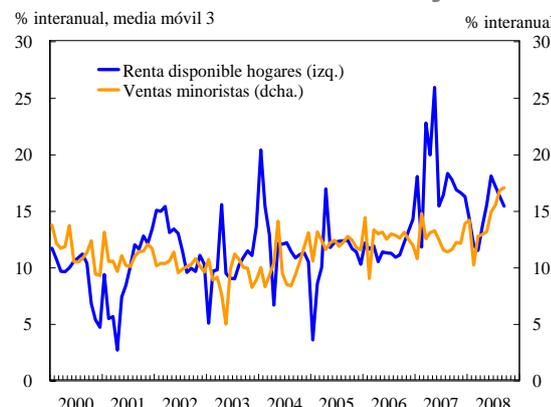
Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Gráfico 2: Producción industrial



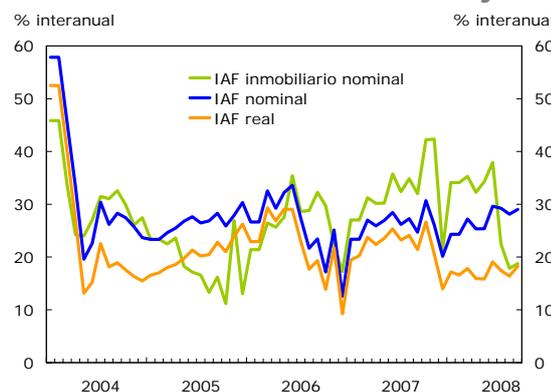
Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Gráfico 3: Ventas minoristas y renta



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Gráfico 4: Inversión en activo fijo



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

al descenso del crecimiento de los beneficios industriales, que fue del 19,4% interanual en los ocho primeros meses de 2008, frente al 37,0% de 2007, y al endurecimiento de la política monetaria, especialmente respecto al sector inmobiliario. De hecho, la inversión inmobiliaria se ha desacelerado con fuerza en los últimos meses. Dada la estrecha relación entre el crecimiento de las exportaciones y el crecimiento de la inversión en China, es probable que el descenso de la demanda externa contraiga aún más la inversión.

## 2. Comercio exterior

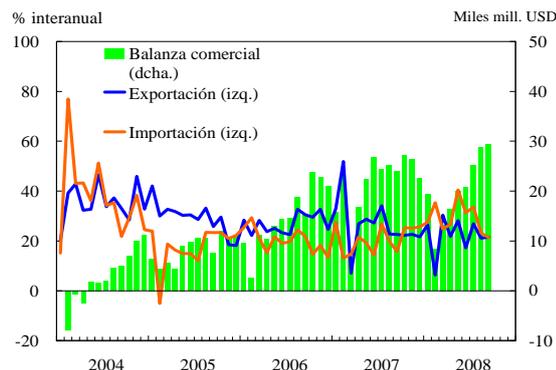
Las exportaciones chinas crecieron un 23,1% interanual en el 3T, lo que supone un aumento frente al 21,7% del primer semestre de 2008, pero un descenso de cerca de 3,1 puntos porcentuales respecto a 2007. En renminbis, el crecimiento de las exportaciones se redujo aún más: 8,3 puntos porcentuales. El crecimiento de las importaciones en el 3T disminuyó hasta el 25,9% interanual desde el 30,7%, lo que refleja el abaratamiento del petróleo y las materias primas. No obstante, el superávit comercial siguió siendo considerable, ya que se situó en 181.000 millones de USD en los tres primeros trimestres de 2008, ó 4.700 millones de USD menos que en el mismo periodo de 2007 (Gráfico 5).

El repunte de las exportaciones en el 3T será temporal, ya que el crecimiento de la exportación a la UE descendió con fuerza en el 3T. En cambio, el crecimiento de las exportaciones al mercado estadounidense registró varios repuntes en el 3T, tras la fuerte desaceleración del 1S (Gráfico 6). En el momento en que las turbulencias financieras empiecen a afectar a la economía real, la demanda de exportaciones chinas en los mercados de EE. UU. y la UE se contraerá significativamente. Además, aunque China ha diversificado sus exportaciones hacia los mercados emergentes en los últimos años, la propagación de la crisis financiera a las economías emergentes sin duda ha empañado las perspectivas de mantener el ritmo anterior de crecimiento de la exportación.

Merece la pena destacar que la disminución del superávit comercial en los tres primeros trimestres de este año se debió principalmente al menor crecimiento de las exportaciones en el comercio ordinario (Gráfico 7), un tipo de comercio realizado por empresas nacionales sin recurrir a importaciones del extranjero. De hecho, el encarecimiento de las materias primas podría explicar parcialmente por qué las importaciones chinas crecieron más rápidamente en el 1S (Gráfico 8). El abaratamiento del petróleo y de las materias primas también hace prever un menor crecimiento de las importaciones chinas. Por consiguiente, es probable que el superávit comercial de China siga siendo positivo en el futuro por dos motivos: en primer lugar, el valor 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 parte baja de la cadena de valor, cuya demanda es relativamente fija y no fluctuaría bruscamente ni siquiera en tiempos de crisis económica.

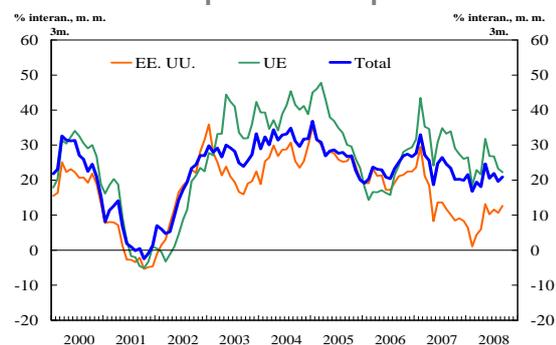
Como ilustran los Gráficos 9 y 10, los precios de las importaciones de productos chinos en los mercados de EE. UU. y Hong Kong han crecido considerablemente desde mediados de 2007, en consonancia con la tendencia de apreciación del RMB. Entretanto, el superávit comercial de China hasta la fecha ha seguido siendo elevado, pese a una apreciación del RMB cercana al 20%. Esto indica que el efecto del tipo de cambio del RMB sobre el comercio de China ha sido manejable. Sin embargo, si tomamos como referencia una cesta implícita de divisas, el RMB parece ahora bastante fuerte. En las circunstancias actuales no es probable que siga

Gráfico 5: Comercio exterior



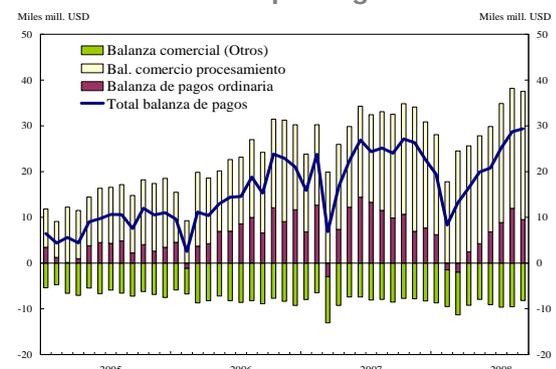
Fuente: CEIC.

Gráfico 6: Exportaciones por destinos



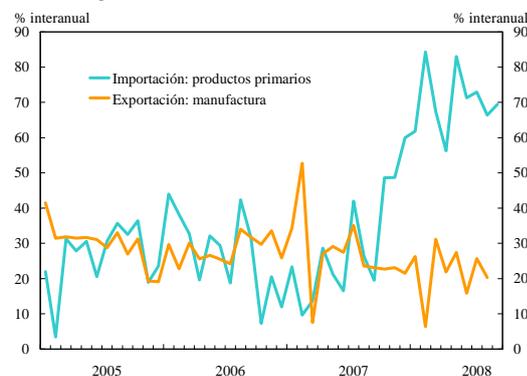
Fuente: CEIC.

Gráfico 7: Comercio por régimen aduanero



Fuente: CEIC.

Gráfico 8: Importaciones primarias y exportaciones manufactureras



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

apreciándose (véase Recuadro 3).

De cara al futuro, es previsible que el crecimiento de las exportaciones chinas siga disminuyendo debido a una menor demanda externa, la relativa fortaleza del RMB y el aumento de los salarios. Una vez ralentizado el crecimiento de las exportaciones, la economía china no es inmune a una desaceleración global. El Recuadro 4 trata de hasta qué punto se verá China afectada por una recesión mundial simultánea. La desaceleración del sector exportador podría provocar una oleada de quiebras en la región costera, lo que incrementaría considerablemente la tasa de desempleo y generaría una potencial amenaza para la estabilidad social.

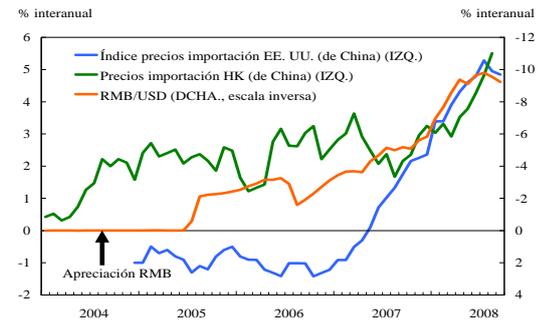
### 3. Inflación

El dato de inflación (IPC) descendió con fuerza hasta el 5,3% interanual en el 3T desde el 7,9% del 1S (Gráfico 11), en línea con el abaratamiento de los alimentos (Gráfico 12). Aunque la producción de alimentos china es prácticamente autosuficiente, China importa grandes cantidades de soja y maíz. Como estas dos materias primas se han abaratado, se espera que al precio de los alimentos chinos le quede aún margen de descenso (Gráficos 13 a) a d)).

La bajada de los precios de las materias primas también afectará a los precios de producción en China, lo que aliviará aún más las presiones inflacionistas. En los tres primeros trimestres de 2008, el componente no alimentario de la inflación subió, aunque desde un nivel relativamente bajo. Concretamente, el encarecimiento de las materias primas para usos industriales, como los metales básicos, el hierro y el acero, ejerció fuertes presiones inflacionistas sobre los precios de producción y, por tanto, sobre el componente no alimentario de la inflación (Gráfico 14).

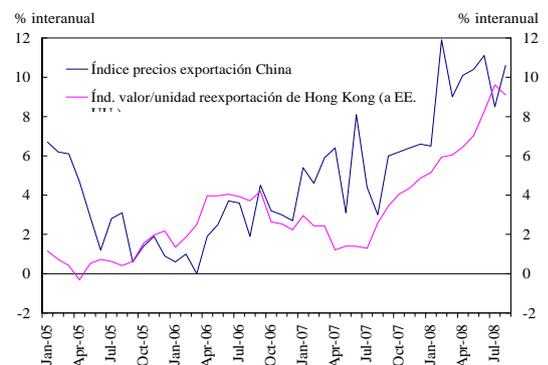
Las subidas de precios de las materias primas internacionales en lo que va de año disminuyeron drásticamente desde un 62% interanual en junio hasta el 25% de septiembre (Gráfico 15), por lo que el efecto de repercusión sobre el índice de precios al productor (IPP) se atenuará a corto plazo. De acuerdo 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. Esto conllevará un mayor descenso del IPP en los próximos meses. A medida que disminuyen las presiones inflacionistas procedentes de las materias primas alimentarias e industriales, esperamos un fuerte descenso del IPC chino y el consiguiente riesgo de deflación.

Gráfico 9: Precios de las importaciones de los socios comerciales por los productos chinos



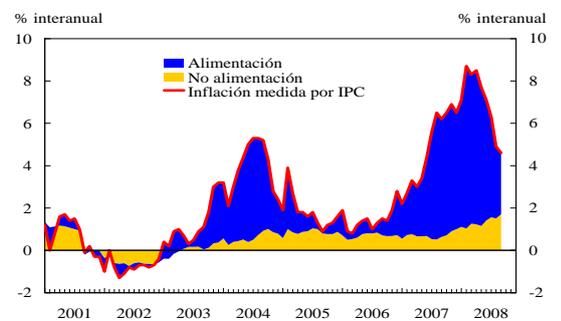
Fuentes: US Department of Labour y CEIC.

Gráfico 10: Precios de las exportaciones chinas



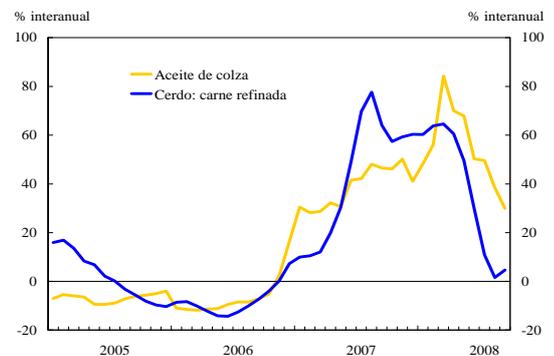
Fuente: CEIC.

Gráfico 11: IPC



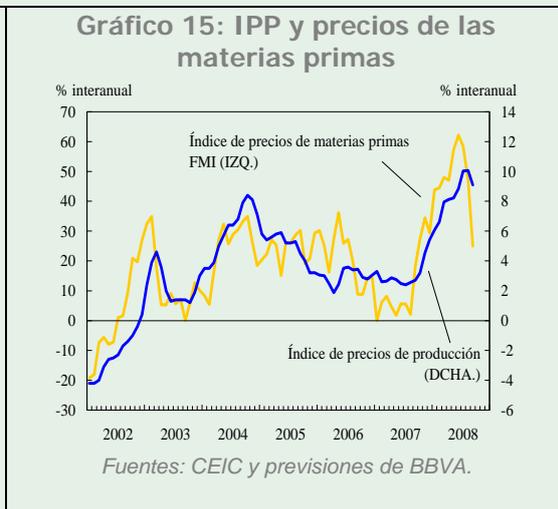
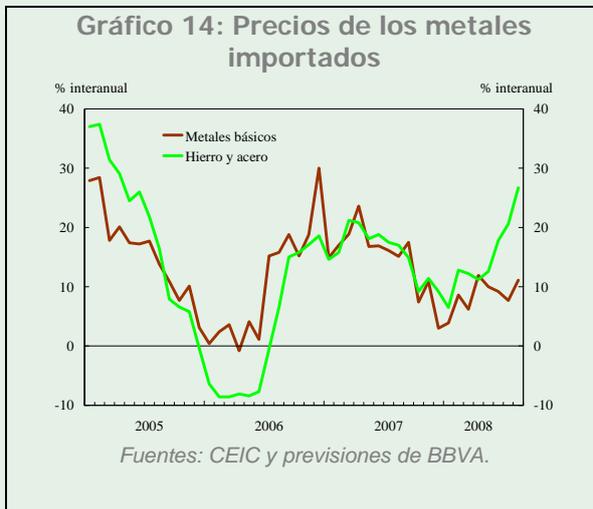
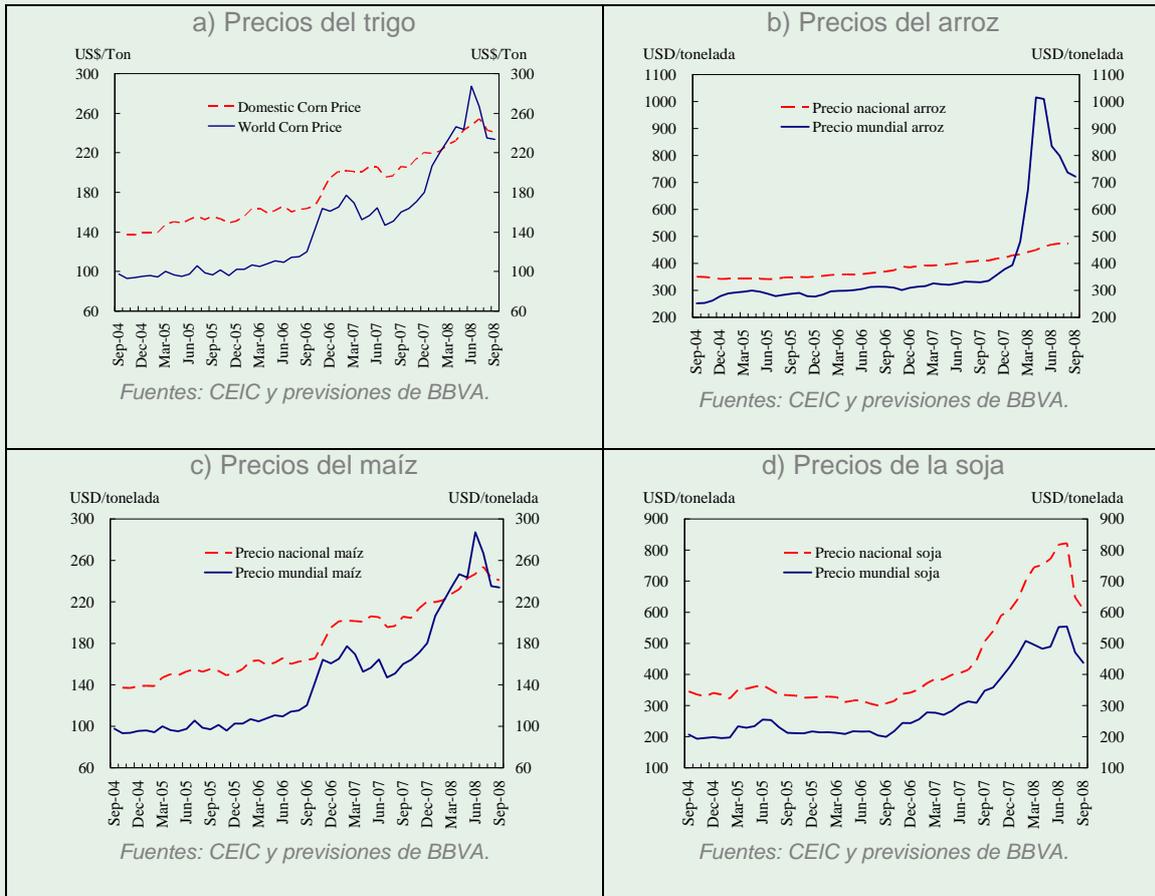
Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Gráfico 12: Precios minoristas de algunos alimentos



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

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



#### 4. Condiciones monetarias

El crecimiento de la masa monetaria (M2) descendió considerablemente en el 3T, hasta el 15,3% interanual desde el 17,4% del 2T, mientras que el crecimiento del crédito varió ligeramente en el 3T (Gráfico 16). El Banco Popular de China (BPC) ha empezado a relajar su política monetaria desde mediados de septiembre (especialmente respecto a las pequeñas y medianas empresas) por temor a que la desaceleración económica haya sido más rápida de lo esperado. Como la política monetaria china ya se había endurecido sustancialmente antes de llegar a este ciclo económico bajista, el BPC dispone de bastante margen para bajar los tipos de cara al futuro en caso de rápida desaceleración del crecimiento económico de China (Gráfico 17).

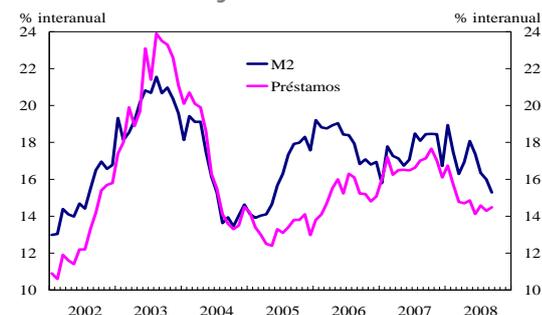
Las operaciones de mercado abierto del BPC se contrajeron con fuerza desde el 2T, al disminuir las entradas netas de capital. Esto ha reducido los costes de esterilización, calculados como el diferencial entre el tipo de referencia chino y el tipo objetivo de los fondos federales estadounidenses, que aumentó bruscamente desde el 2S de 2007 (Gráfico 18).

Las entradas netas de capital se moderaron tras las fuertes entradas registradas en el 1S. De hecho, las entradas de capital en cartera se invirtieron en agosto. Las entradas netas en cartera disminuyeron en 9.000 millones de USD en el 3T, frente a un incremento de 86.000 y 45.000 millones de USD en el 1T y el 2T respectivamente, reflejando posiblemente el afán de repatriación de los beneficios, pues algunas empresas de inversión extranjera probablemente necesitan liquidez en sus mercados nacionales al empeorar las condiciones mundiales del crédito.

No obstante, las reservas de divisas de China siguieron aumentando, creciendo en 97.000 millones de USD sólo en el 3T gracias a su gran superávit comercial y a los flujos de inversión extranjera. Aunque sigue siendo importante, el ritmo de acumulación de reservas ha decrecido, frente a un aumento de 154.000 y 127.000 millones de USD en el 1T y el 2T respectivamente. A finales de septiembre de 2008, las reservas de divisas de China ascendían a 1,906 billones de USD (Gráfico 19).

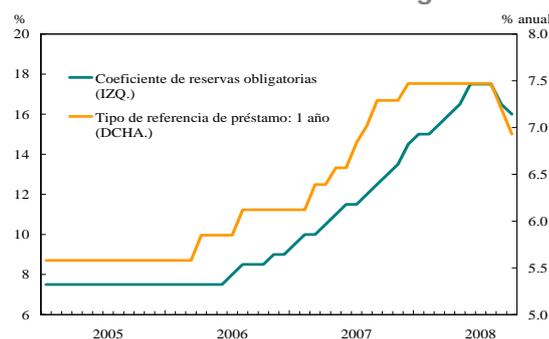
El descenso de las entradas netas de capital también se puede explicar por el reciente fortalecimiento del dólar estadounidense. Por ejemplo, el diferencial de tipos de interés de los depósitos a 1 año entre China y Hong Kong fue del 3,2% anual en el 3T. Si deducimos un 1,7% de la depreciación implícita de los NDF (*non-delivery forward*) a un año, la rentabilidad prevista de un depósito en RMB será de sólo el 1,5%. Si el tipo de cambio del RMB se invirtiera, depreciándose rápidamente, la rentabilidad de los flujos de inversión extranjera a corto plazo se reduciría considerablemente y provocaría salidas de capitales.

Gráfico 16: M2 y crecimiento del crédito



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Gráfico 17: Tipo de referencia y coeficiente de reservas obligatorias

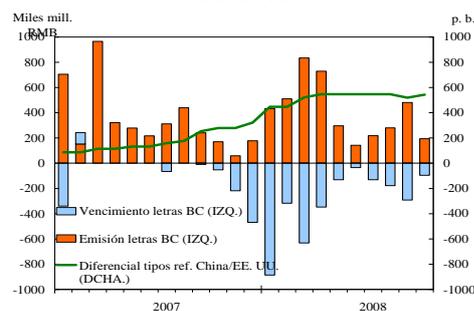


Fuente: CEIC.

Notas: 1) En septiembre de 2008 se rebajó el coeficiente de reservas obligatorias únicamente para los bancos pequeños y medianos, sin variación para los cuatro grandes bancos, el Bank of Communications y el Postal Savings Bank of China.

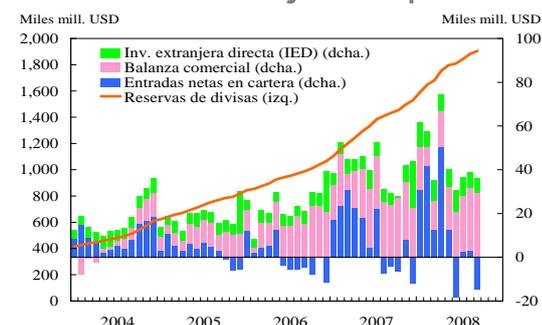
2) En octubre de 2008 el coeficiente de reservas obligatorias para entidades financieras pequeñas y medianas será del 16,0%, y del 17,0% para los seis mayores bancos.

Gráfico 18: Operaciones de mercado abierto



Fuente: CEIC.

Gráfico 19: Flujos de capital



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

## Recuadro 1: ¿Ha empezado China a diversificar sus reservas de divisas?

La virulenta crisis financiera de EE. UU. y la UE ha despertado el temor sobre la seguridad y las rentabilidades de los más de 1,9 billones de USD que integran las reservas de divisas de China, que están invertidas principalmente en activos en dólares estadounidenses. De hecho, el rendimiento de la inversión financiera china en Occidente ha sido hasta la fecha bastante decepcionante. El 15 de octubre de 2008, la China Investment Corporation (CIC) solicitó la retirada de su inversión de 5.400 millones de USD en el Reserve Primary Fund, un fondo estadounidense de inversión en el mercado monetario que sufrió fuertes pérdidas y suspendió los reembolsos a los inversores. La inversión bursátil de la CIC en Black Stone y Morgan Stanley se comportó incluso peor, ya que perdió más de la mitad de su valor. Además, las inversiones realizadas por otras entidades financieras chinas, como China Development Bank, Ping'an Insurance y diversos Inversores Institucionales Domésticos Cualificados (QDII), también han arrojado resultados bastante mediocres hasta la fecha (Tabla B2.1). Esto plantea la duda de si China diversificará su inversión en activos denominados en dólares estadounidenses o si se abstendrá de seguir invirtiendo en el mercado de EE. UU.

**Tabla B1.1: Rendimiento de la inversión financiera china en el extranjero**

### Comportamiento de grandes inversiones chinas en el extranjero

Inversores	Objetivo	Inversión (miles mill. USD)	Precio inicial (USD)	Último precio (USD)	Valor actual (miles mill. USD)	Pérdida (miles mill. USD)	Ratio de pérdida
CIC	Black Stone	3.00	29.61	10.87	1.10	1.90	-63.3%
	Morgan Stanley <sup>1</sup>	5.00	48.07~57.68	21.94	2.28	2.27	-54.4%
CDB	Barclays	3.04	14.62	4.28	0.89	2.15	-70.7%
Ping'an	Fortis	2.66	28.00	1.69	0.16	2.50	-94.0%
QDII	Oversea	16.20			8.07	8.12	-50.2%
Total		29.89			12.50	16.94	-56.7%

*Nota: 1) La inversión en Morgan Stanley es en forma de bonos convertibles. La pérdida es neta de pago de cupón y está calculada al precio de conversión más bajo. 2) Las rentabilidades de los QDII incluyen fondos como Huaxia, Hua'an, Harvest, Yinhua, Southern, Fortune-SGAM, SITC-JP Morgan Fleming, ICBC-Credit Swiss, Haitong-Fortis y Bocm-Schroder.*

### 1) ¿Qué proporción de las reservas de divisas de China está invertida en activos estadounidenses?

Los datos históricos sugieren que las reservas de divisas de China están en su mayor parte denominadas en dólares estadounidenses. Empleando las cifras de reservas mensuales de China y la base de datos TIC del Tesoro estadounidense, podemos calcular que cerca del 30% de las reservas de divisas de China hasta junio de 2007 eran activos no denominados en dólares estadounidenses (Gráfico B1.1). Desde entonces, este patrón parece haber cambiado, posiblemente por el estallido de la crisis *subprime* estadounidense. Si unimos los datos relativos al valor bursátil de las posiciones chinas en activos de EE. UU. en junio de 2007 y las últimas adquisiciones mensuales netas de China de activos estadounidenses hasta agosto de 2008, veremos que las posiciones que mantiene China en activos de EE. UU. han disminuido como porcentaje de sus reservas de divisas. Nuestras estimaciones preliminares sugieren que las posiciones de China en activos estadounidenses descendieron desde un 68% en junio de 2007 hasta cerca del 59% en agosto de 2008.

Sin embargo, a esta sencilla estimación se le podrían plantear dos importantes objeciones: en primer lugar, es probable que algunos de los activos incluidos en los datos stock hasta junio de 2007, especialmente los activos a corto plazo, hayan vencido en el periodo terminado en julio de 2008. Por consiguiente, añadir simplemente las adquisiciones netas chinas a los datos stock que finalizan en junio de 2007 podría propiciar una sobrestimación de las posiciones chinas acumuladas en activos de EE. UU. En segundo lugar, también existe un problema de valoración, especialmente respecto a las posiciones de renta variable.

Si reconocemos estos problemas potenciales, podremos hacer dos ajustes: en primer lugar, como disponemos de información sobre las medias históricas de las posiciones de China en títulos

estadounidenses a corto plazo, podemos suponer que parte del stock acumulado vencerá a los 3 ó 6 meses. Dado que no tenemos información sobre la estructura de títulos a largo plazo, nuestros cálculos son todavía muy imprecisos. El único aspecto tranquilizador es que el periodo de estimación sólo es ligeramente superior a un año. Por consiguiente, los errores no serían excesivos. En segundo lugar, como tenemos información sobre las estimaciones de rentabilidad mensual del S&P 500, podemos realizar, hasta cierto punto, un ajuste que nos permita valorar las posiciones chinas en renta variable estadounidense. Una vez aplicados los ajustes, observamos que las posiciones de China en activos estadounidenses descendieron desde el 69% de junio de 2007 hasta cerca del 58,7% de agosto de 2008, lo que no difiere mucho de nuestros cálculos preliminares.

**Gráfico B1.1 Proporción estimada de activos en otras monedas dentro de las reservas chinas de divisas**



Fuentes: Tesoro de EE. UU., CEIC y previsiones de BBVA.

## 2) Implicaciones para el tipo de cambio del dólar estadounidense

Nuestras estimaciones parecen mostrar que China puede haber estado diversificando sus activos en dólares estadounidenses desde junio de 2007. Si continuase esta tendencia, ¿qué implicaciones tendría para el dólar estadounidense?

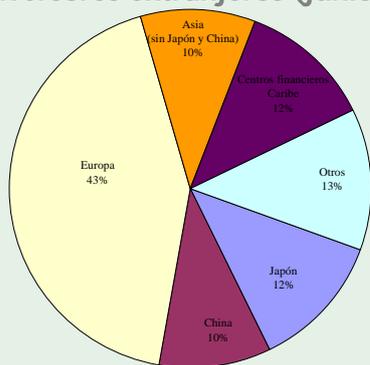
Creemos que una mayor diversificación de China tendría poca trascendencia para el tipo de cambio del dólar estadounidense por dos motivos: en primer lugar, porque, aun siendo el segundo mayor inversor extranjero del mundo en cuanto a volumen de activos estadounidenses, las posiciones de China en activos de EE. UU. sólo representan el 9,5% del total de las posiciones de activos estadounidenses en manos de inversores extranjeros (Gráfico B2.2). Estas posiciones incluso se reducen si se tiene en cuenta el total de activos financieros de EE. UU., ya que sólo representan el 2% de los mismos (Gráfico B2.3).

En segundo lugar, una disminución desde el 70% hasta el 50%, por ejemplo, de las posiciones de activos denominados en dólares estadounidenses, supondrá una proporción aún menor en cuanto a posiciones de activos estadounidenses en manos de inversores extranjeros y activos financieros totales de EE. UU., ya que sería imposible que China no mantuviese reservas de dólares estadounidenses.

No obstante, es probable que la volatilidad del dólar aumente a corto plazo debido a las reacciones provocadas por la noticia o el rumor de una diversificación de las reservas de China; pero el impacto no será sustancial para el valor del dólar estadounidense. De hecho, si la volatilidad fuera muy elevada, los bancos centrales siempre podrían intervenir en los mercados cambiarios comprando activos estadounidenses y vendiendo sus activos nacionales, lo que incluso neutralizaría la volatilidad a corto plazo debida a las especulaciones del mercado sobre la diversificación de China.

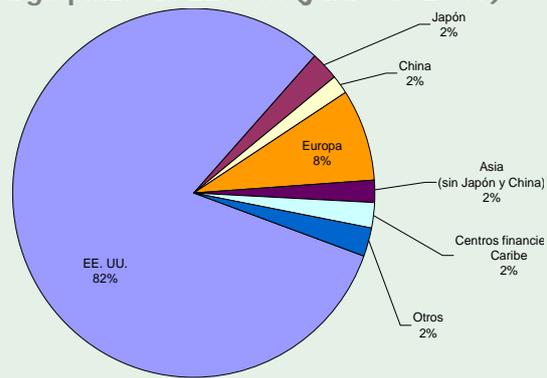
Como el dólar ha invertido su tendencia de depreciación frente a otras divisas importantes, especialmente el euro, el argumento en favor de una mayor diversificación de las reservas ha perdido importancia. Esto hace pensar que el ritmo de diversificación de las reservas de China empezará a estabilizarse a corto plazo.

Gráfico B1.2 Total posiciones de activos financieros a largo plazo de EE. UU. por inversores extranjeros (junio de 2007)



Fuente: Tesoro de EE. UU.

Gráfico B1.3 Total activos financieros a largo plazo de EE. UU. (junio de 2007)



Fuente: Tesoro de EE. UU.

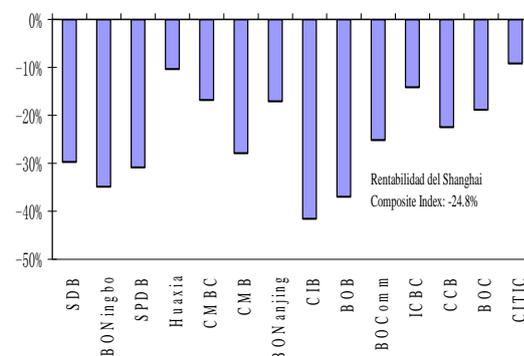
### 5. Evolución del sector bancario

El Shanghai Composite Index (SCI) cayó un 24,8% desde julio hasta el 15 de octubre, mientras que la capitalización de mercado ponderada de la rentabilidad media de 14 bancos cotizados descendió un 20% (Gráfico 20). Aunque el promedio de estos 14 bancos cotizados se comportó mejor que el SCI, 7 de los bancos cotizados no lograron batir al índice. El buen comportamiento de los beneficios puede haber prestado soporte a la rentabilidad del mercado, ya que los beneficios netos aumentaron un 65,8% interanual en el 1S de 2008, lo que supera notablemente el 55,2% de 2007. Como estos 14 bancos cotizados representan el 57,6% de los depósitos totales de China y el 54,5% de los préstamos totales del país, podrían no reflejar el comportamiento del conjunto del sector bancario. Además, posiblemente sean los mejores bancos de China, por lo que su comportamiento puede superar de forma desproporcionada el rendimiento medio del sector bancario chino.

Pese a las medidas de endurecimiento monetario aplicadas en el primer semestre del año, el ratio préstamo-depósito fue 0,7 puntos porcentuales mayor que al principio del año, cuando se situó en el 62,6%. Esto se debió sobre todo a un aumento del ratio de 2,3 puntos porcentuales por ICBC, el mayor banco de China.

La desaceleración económica ha empezado a afectar en cierta medida al comportamiento de los bancos, pese a que el crecimiento de los beneficios sigue siendo robusto. Aunque los préstamos morosos disminuyeron desde los 371.500 millones de RMB de 2007 hasta los 353.200 millones de RMB del 1S de 2008, y los ratios de mora descendieron, los créditos vencidos, que son indicadores adelantados de los préstamos morosos, aumentaron desde los 437.600 millones de RMB de 2007 hasta los 468.200 millones de RMB del 1S de 2008. Concretamente, el ratio de créditos vencidos se disparó en bancos como Bank of Ningbo, Minsheng Bank, China Industrial Bank, Industrial & Commercial Bank o CITIC Bank (Tabla 1), lo que implica que comenzaron a aumentar los créditos impagados. Estos bancos podrían empezar a verse afectados por sus préstamos a pymes y promotores inmobiliarios. De cara al futuro, no es probable que se pueda mantener la tendencia de rápido crecimiento de estas entidades, dadas las sombrías perspectivas para el crecimiento en el 3T de 2008 y en 2009.

Gráfico 20: Rentabilidad de mercado de los bancos cotizados chinos (1 julio - 15 octubre)



Fuentes: Wind Financial y previsiones de BBVA.

Tabla 1: Indicadores clave de bancos cotizados

	Ratio préstamo-depósito		ROA		ROE		Crecimiento beneficio neto interanual		Ratio de mora		Ratio impagados total préstamos	
	2007	1S08	2007	1S08	2007	1S08	2007	1S08	2007	1S08	2007	1S08
Shenzhen Development Bank (SDB)	75.8%	71.9%	1.2%	0.7%	20.4%	12.7%	87.7%	90.7%	5.62%	4.64%	6.52%	6.07%
Bank of Ningbo (BONingbo)	64.0%	68.4%	1.8%	1.0%	11.9%	8.9%	50.5%	90.8%	0.36%	0.40%	0.34%	<b>0.37%</b>
Pudong Development Bank (SPDB)	70.2%	71.2%	1.3%	0.9%	19.4%	18.4%	63.9%	149.6%	1.46%	1.22%	1.39%	1.33%
Huaxia Bank (Huaxia)	64.6%	70.1%	0.7%	0.4%	16.1%	13.3%	44.2%	90.9%	2.25%	2.06%	2.26%	2.00%
Minsheng Bank (CMBC)	74.4%	72.4%	1.1%	0.8%	12.6%	11.1%	68.6%	114.3%	1.22%	1.21%	1.97%	<b>2.19%</b>
China Merchants Bank (CMB)	70.1%	74.6%	1.9%	1.3%	22.4%	17.1%	124.4%	116.4%	1.54%	1.25%	2.03%	1.89%
Bank of Nanjing (BONanjing)	59.7%	60.3%	1.6%	1.1%	9.2%	7.7%	53.0%	125.8%	1.79%	1.39%	1.77%	1.47%
China Industrial Bank (CIB)	68.7%	74.5%	1.5%	0.9%	22.1%	14.9%	126.0%	79.6%	1.15%	1.04%	1.07%	<b>1.32%</b>
Bank of Beijing (BOB)	52.8%	62.2%	1.5%	1.0%	13.0%	10.0%	56.4%	121.5%	2.06%	1.74%	2.32%	2.07%
Bank of Communications (BOComm)	62.6%	60.7%	1.6%	0.9%	16.0%	11.5%	66.3%	80.6%	2.06%	1.83%	2.42%	2.41%
Industrial & Commercial Bank (ICBC)	56.3%	58.6%	1.4%	0.9%	15.1%	11.7%	64.9%	56.8%	2.74%	2.41%	3.69%	<b>3.78%</b>
China Construction Bank (CCB)	61.3%	61.2%	1.7%	1.1%	16.4%	12.9%	49.3%	71.4%	2.60%	2.21%	2.78%	2.70%
Bank of China (BOC)	64.0%	62.0%	1.6%	0.9%	13.2%	9.7%	31.3%	42.8%	3.12%	2.58%	3.39%	3.10%
CITIC Bank (CITIC)	73.0%	74.6%	1.5%	1.1%	9.9%	9.3%	115.7%	161.5%	1.48%	1.45%	1.86%	<b>1.95%</b>
Media ponderada	62.6%	63.3%	1.2%	0.8%	13.0%	10.1%	55.2%	65.8%	1.90%	1.63%	2.30%	2.27%

Fuentes: Informes de los bancos y previsiones de BBVA.

La inversión de los bancos chinos en EE. UU puede haber sufrido pérdidas considerables, pero éstas no afectarán a la solidez y estabilidad financiera de esos bancos. A finales de junio de 2008, las principales entidades bancarias chinas poseían bonos relacionados con Fannie Mae y Freddie Mac por un importe de 25.100 millones de USD. Gracias al rescate del gobierno estadounidense, estos bonos no registrarían grandes pérdidas si se mantuvieran hasta su vencimiento. Sin embargo, los bancos sufrirán fuertes retrocesos en títulos respaldados por hipotecas subprime por un importe original de 7.300 millones de USD, títulos Alt-A por un valor contable de 2.860 millones de USD y CDO por un importe de 456 millones de USD. Debido a esta exposición, a finales de junio los bancos chinos contabilizaron un cargo por valor de 3.800 millones de USD respecto a esos activos. Cuando Lehman Brothers quebró en septiembre, 7 bancos chinos tenían una exposición de bonos y créditos a Lehman de 722 millones de USD.

Aunque importante, el impacto de estas posiciones y pérdidas parece ser limitado. En relación con los activos de los bancos, los productos subprime sólo representan una pequeña parte de los mismos: un 0,09% en ICBC y un 0,05% en CCB. Entre las entidades financieras chinas, Bank of China (BOC) tiene la mayor exposición a las inversiones subprime, que suponen un 0,58% de los activos totales y un 8,14% del valor contable. BOC podría tener algunas dificultades para superar estas pérdidas a corto plazo.

**Tabla 2: Inversión de la banca china en activos estadounidenses (mill. USD)**

Inversión de banca china en activos estadounidenses, mill. USD							
Bancos principales	Bonos relacionados con Fannie Mae y Freddie Mac	Alt-A	Valor original de inversiones relacionadas con subprime	Provisiones por subprime	CDO	Total provisiones	Bonos y préstamos relacionados con Lehman Brothers
	2008S1	2008S1	2008S1	2008S1	2008S1	2008S1	Sep/08
Industrial & Commercial Bank (ICBC)	2.716	651	1.214			702	152
Bank of China (BOC)	17.286	1.828	5.555	1.903		2.425	129
China Construction Bank (CCB)	3.250	357	488	215	456	671	191
CITIC Bank (CITIC)	1.584	19					76
China Merchants Bank (CMB)	255						70
Bank of Communications (BOComm)							70
China Industrial Bank (CIB)							34
<b>Total</b>	<b>25.091</b>	<b>2.855</b>	<b>7.257</b>	<b>2.118</b>	<b>456</b>	<b>3.798</b>	<b>722</b>

*Nota: El valor original se obtiene sumando el valor contable y las provisiones de los informes semestrales. El valor de otras inversiones es el valor contable al final del 1S de 2008. El Total de provisiones no incluye la pérdida por bonos y préstamos de Lehman Brothers.*

*Fuentes: Informes de los bancos y provisiones de BBVA.*

**Tabla 3: Inversión subprime de los principales bancos chinos (mill. USD)**

Bancos principales	Valor nominal de inversiones relacionadas con subprime					Inversión subprime/total activos	Inversión subprime/recursos propios
	2007	2008S1	AAA	AA	A		
Industrial & Commercial Bank (ICBC)	1,226	1,214	82	276	856	0.088%	1.489%
Bank of China (BOC)	6,286	5,555	1,961	1,153	229	0.582%	8.143%
China Construction Bank (CCB)	1,000	488	385	48	9	0.047%	0.729%
<b>Total</b>	<b>8,512</b>	<b>7,257</b>	<b>2,428</b>	<b>1,477</b>	<b>1,095</b>		

*Nota: El valor original se obtiene sumando el valor contable y las provisiones de los informes semestrales.*

*Fuentes: Informes de los bancos y provisiones de BBVA.*

## 6. Precios de los activos

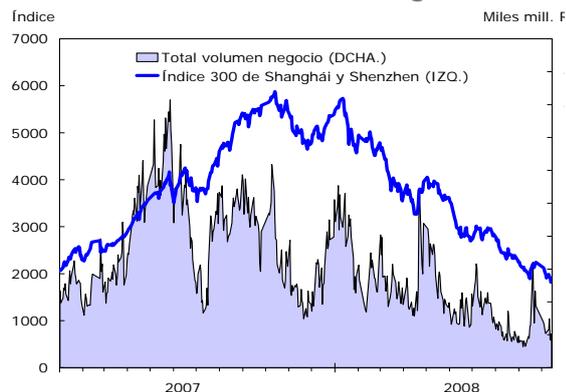
Los precios de las acciones de China han caído cerca de un 70% en lo que va de año, desde su máximo del pasado octubre. El descenso de las cotizaciones ha sido especialmente acusado desde septiembre, influido en parte por la crisis financiera global. El valor de negociación descendió hasta cerca de un octavo de la cifra de negocios en su máximo (Gráfico 21). El PER también retornó a un nivel más sostenible, bajando hasta cerca de 15 veces los beneficios previstos desde el máximo de 70 veces de octubre de 2007.

La inquietud acerca de la rentabilidad de las empresas chinas, sobre todo de las exportadoras, ante una recesión global podría subyacer a gran parte del retroceso. Sin embargo, la prevista puesta en circulación de acciones anteriormente bloqueadas (o acciones no negociadas) también podría ayudar a explicar este rápido descenso. Como se ve en el Gráfico 22, las acciones no negociadas que entrarán en el mercado no lo habrán hecho en su totalidad hasta finales de 2009. Desde el 4T de 2008 hasta 2011, se estima que la capitalización total de mercado para la circulación de estas acciones no negociables ascenderá a 2,4 billones de RMB, lo que representa un 54% de la capitalización de mercado de las acciones actualmente en circulación. Si se vendiesen todas las acciones no negociadas, las cotizaciones perderían un tercio de su valor (es decir, el índice CSI 300 caería de los 2000 a los 1300 puntos). Por consiguiente, la circulación prevista de estos títulos no negociados es una espada de Damocles que pende sobre la bolsa china.

Para resolver este problema de una vez por todas, sugerimos el establecimiento de un fondo de estabilización que adquiera las acciones cuya puesta en circulación está prevista a corto plazo. Entre otras suposiciones plausibles, estimamos que los fondos necesarios para adquirir esas acciones no negociadas vendidas por sus titulares podría ascender a cerca de 700.000 millones de RMB (Tabla 4). 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, cuyo objetivo es la inversión a largo plazo.

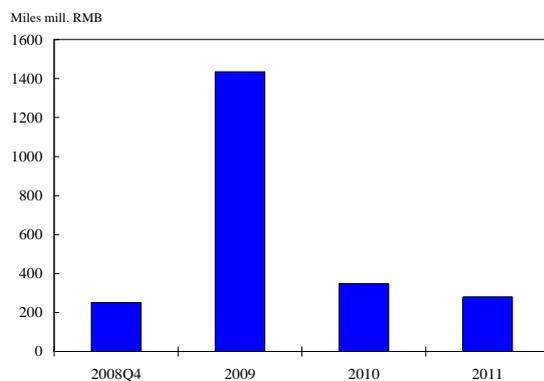
Desde principios de 2008 los precios inmobiliarios han empezado a enfriarse, tras la fuerte subida registrada el pasado año (Gráfico 23). El precio de la vivienda en Shenzhen retrocedió con mayor intensidad que en otras ciudades y llegó incluso a registrar un crecimiento interanual negativo desde junio. Parece que la política monetaria restrictiva ha conseguido frenar el rápido crecimiento de los precios en el mercado inmobiliario. El Recuadro 2 trata con más detalle las perspectivas a corto plazo del mercado inmobiliario.

**Gráfico 21: Desplomes bursátiles y descensos del volumen de negociación**



Fuente: Wind Finacial.

**Gráfico 22: Circulación de acciones no negociadas (capitalización de mercado)**



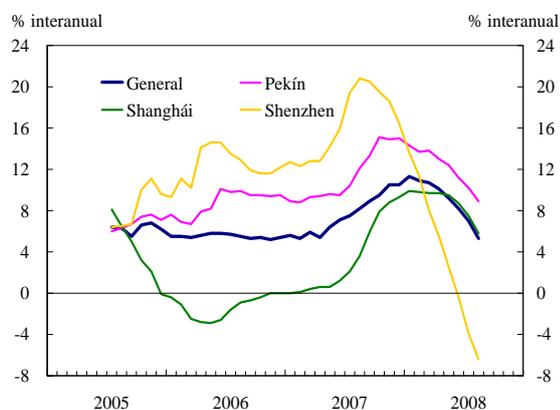
Fuente: Previsiones de BBVA.

**Tabla 4: Fondos necesarios para adquirir acciones no negociadas**

Índice CSI 300	2,000	1,500	1,300
Precios medios acciones (RMB por acción)	6.9	5.1	4.4
% compra títulos no negociables de grandes accionistas (Fondos necesarios: miles de mill. RMB)			
20%	668	495	429
30%	891	660	572
50%	1,336	989	858

Fuente: Previsiones de BBVA.

**Gráfico 23: Precios inmobiliarios**



Fuente: CEIC.

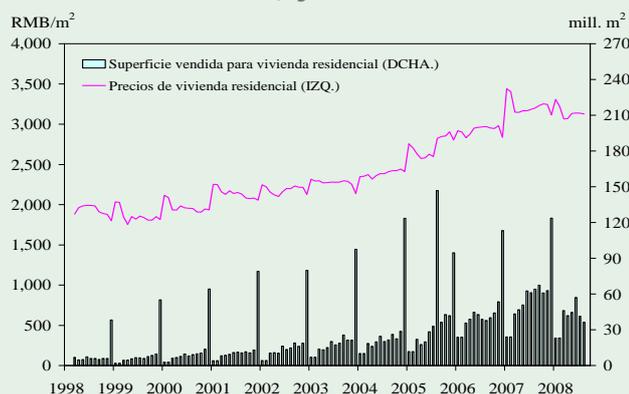
## Recuadro 2: Perspectivas a corto plazo para el mercado inmobiliario

El crecimiento de los precios inmobiliarios se ha ralentizado en todo el país desde el 3T de 2007, gracias a una política de endurecimiento monetario y otras medidas administrativas restrictivas orientadas a contener el rápido encarecimiento de la vivienda. Parece que estas políticas han alcanzado los objetivos que se habían fijado. Sin embargo, una brusca caída de los precios inmobiliarios también tendrá serias repercusiones sobre el consumo, la inversión y la tasa de desempleo en las ciudades. En este recuadro tratamos de proporcionar un análisis de la reciente evolución del mercado inmobiliario en China. Además, facilitamos algunos datos empíricos preliminares acerca de la valoración de los precios inmobiliarios de Pekín.

### 1) Los precios inmobiliarios han empezado a bajar

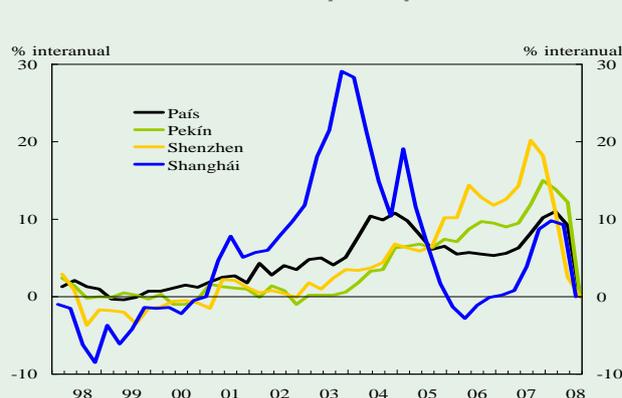
El aumento del precio de la vivienda se debilitó a principios de este año y, desde entonces, empezó a descender. Como indican los volúmenes de operaciones, la superficie de suelo vendida para inmuebles residenciales descendió un 12,7% interanual en los ocho primeros meses de 2008 (Gráfico B2.1). Los precios de los inmuebles residenciales se moderaron a escala nacional e incluso cayeron en algunas áreas metropolitanas. En particular, los precios inmobiliarios de Shenzhen ya han registrado un descenso interanual superior al 5% en los últimos meses (Gráfico B2.2).

Gráfico B2.1 Precios inmobiliarios (precios constantes) y suelo vendido



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Gráfico B2.2 Crecimiento de los precios inmobiliarios en las principales ciudades



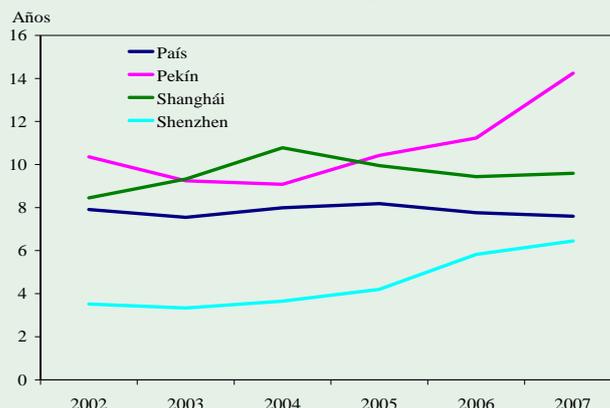
Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

### 2) Algunos análisis de valoración

Las fuertes subidas de los precios inmobiliarios en China antes de 2008, especialmente en las grandes áreas metropolitanas, despertaron el temor a que este sector estuviera generando una burbuja especulativa. El banco central (BPC), el regulador bancario (CBRC) y otros ministerios han utilizado instrumentos de política monetaria y medidas administrativas para enfriar el mercado. Estas políticas parecen haber contenido eficazmente el riesgo de una nueva espiral de precios inmobiliarios.

Pero, ¿hasta qué punto está sobrevalorado el mercado chino de la vivienda? Algunos índices de referencia pueden darnos una idea. Analicemos primero el ratio precio-renta. Para el conjunto del país, el precio de la vivienda se sitúa en torno a 8 años de renta media de las familias, muy por debajo de Japón a finales de la década de 1980 y de Hong Kong en los periodos previos a 1997, cuando ambas economías sufrieron una burbuja inmobiliaria. Sin embargo, supera con creces el ratio precio-renta medio de la vivienda en EE. UU. (4,6) en el periodo comprendido entre 2002 y 2006, antes de la reciente crisis *subprime*. De hecho, el mismo ratio, aplicado a Pekín, parece bastante alarmante: 14 años de renta media de las familias (Gráfico B2.3). Aunque se puede decir con seguridad que no existe una burbuja inmobiliaria real en China a escala nacional, algunas áreas metropolitanas pueden haber mostrado indicios de burbuja.

Gráfico B2.3 Ratio precio-renta



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Echemos ahora un vistazo al coeficiente de ingresos y la tasa de crecimiento de los precios inmobiliarios. A pesar de un ratio precio-renta muy elevado, el crecimiento de la renta per cápita de Pekín prácticamente triplicaba al del precio de la vivienda (Tabla B2.1). Este dato podría aliviar un tanto el temor a que el elevado precio de la vivienda en Pekín pudiera no estar justificado. De hecho, el alza de los precios inmobiliarios en otras áreas metropolitanas en los últimos años también se puede explicar en parte por el fuerte crecimiento de la renta, unido al aumento de la urbanización y al incremento de la población como consecuencia de la migración rural.

Tabla B2.1 Crecimiento de la renta y los precios inmobiliarios (media de 2002-07)

	País	Pekín	Shanghai	Shenzhen
PIB per cápita	14.0	14.1	15.3	11.4
Precios inmobilia	6.5	5.2	9.7	7.2

Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Otro argumento que podría justificar los altos precios de los inmuebles en las áreas urbanas de China es que la población del país es enorme y la oferta de vivienda no se ha equiparado a la demanda. Pero, ¿cuáles son los hechos que rodean a la oferta de vivienda en China? Una comparación a escala internacional resulta ilustrativa. En relación con otros países o regiones del mundo, la superficie de suelo residencial per cápita en las ciudades chinas ya se ha equiparado con la de sus vecinos más ricos. Por ejemplo, en comparación con algunas economías de Asia Oriental, la superficie de vivienda urbana por persona en China es en realidad muy elevada en relación con su renta y densidad de población. Como se ve en la Tabla B2.2, la superficie de suelo urbano per cápita de China ascendía a 27,1 metros cuadrados en 2006, lo que ya supera las cifras de Japón y Corea, y está ligeramente por debajo del nivel de Singapur.

Tabla B2.2 Superficie de suelo per cápita

País	Superficie de suelo per cápita (m <sup>2</sup> ) (Año)	Renta per cápita (USD, 2007)	Densidad población urbana (personas/km <sup>2</sup> ) (Ciudad)
Japón	15.8 (2005)	37,670	14,151 (Tokio)
Hong Kong	7.1 (2005)	31,610	6,397 (Hong Kong)
EE.UU.	60.0 (1998)	46,040	10,452 (New York City)
Singapur	30.0 (1998)	32,470	6,904 (Singapur)
Europa	45.0 (1998)	36,329	4,697 (Londres)
Rusia	20.7 (2005)	7,560	9,644 (Moscú)
Corea	24.8 (2005)	19,690	17,213 (Seúl)
India	5.0 (1997)	950	26,276 (Delhi)
Brasil	36.0 (1997)	5,910	7,216 (São Paulo)
China	27.1 (2006)	2,360	6,968 (Pekín)

Fuentes: Diversas estadísticas oficiales, Demographia y Banco Mundial.

### 3) ¿Está sobrevalorado el precio de la vivienda en Pekín?

Para valorar el precio de la vivienda en Pekín utilizamos una base de datos a escala de toda la ciudad, con el fin de realizar análisis empíricos que nos muestren si los precios se desvían de su precio de equilibrio. Para calcular el precio de equilibrio de los inmuebles usamos el esquema de oferta/demanda de los precios inmobiliarios fundamentales.<sup>1</sup> Con este esquema, si el mercado de la vivienda se ajustase de forma instantánea a los shocks, el modelo en el nivel de equilibrio podría cumplirse que:

$$p_t^{d*} = p_t^{s*} = p_t^* \quad (\text{B2.1})$$

En la ecuación de la demanda a largo plazo, entre los determinantes están los stocks de vivienda ( $s$ ), la renta per cápita de las familias ( $y$ ), el coste real del capital residencial para el usuario (medido según el tipo de interés real;  $rr$ ) y la densidad de población ( $dens$ ). Para obtener el precio de la demanda a largo plazo  $p^{d*}$ , utilizamos la siguiente función invertida de la demanda de vivienda:

$$p_t^{d*} = \alpha_1 s_t + \alpha_2 y_t + \alpha_3 rr_t + \alpha_4 dens_t \quad (\text{B2.2})$$

Los coeficientes de renta y densidad de población deberían ser positivos ( $\alpha_2, \alpha_4 > 0$ ), mientras que se espera que el *stock* de viviendas y el coste para el usuario sean negativos ( $\alpha_1, \alpha_3 < 0$ ).

Por el lado de la oferta, se asume que las entradas y salidas del mercado aseguran que los promotores inmobiliarios obtienen beneficios cero a largo plazo. Por consiguiente, con un coste de construcción dado ( $c$ ), el precio de oferta a largo plazo,  $p^{s*}$ , genera una tasa de inversión lo bastante alta como para cubrir la depreciación y el crecimiento previsto del *stock* de viviendas. Esta relación se puede expresar del siguiente modo:

$$p_t^{s*} = \alpha_5 (\dot{i}_t - s_t) + \alpha_6 c_t \quad (\text{B2.3})$$

donde la inversión residencial real se aproxima como la inversión en activos fijos (IAF) de la propiedad inmobiliaria ajustada mediante el deflactor del IAF y  $c_t$  es el coste de construcción real. Como los precios elevados animan a invertir, se espera que el coeficiente de la tasa de inversión sea positivo ( $\alpha_5 > 0$ ). La previsión es que los precios inmobiliarios respondan positivamente al coste de construcción ( $\alpha_6 > 0$ ).

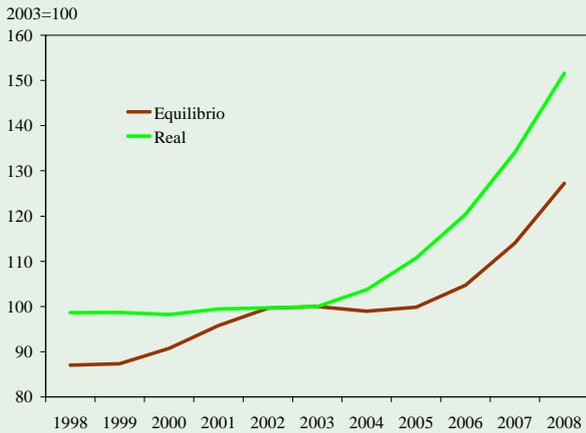
Tras confirmar la existencia de una relación a largo plazo aplicando tests de cointegración, calculamos la dinámica de precios a corto plazo empleando un mecanismo de corrección de errores. Las desviaciones de los precios de la vivienda  $p$  observados respecto a  $p^{d*} = p^{s*}$  nos indicarán hasta qué punto el precio real está sobrevalorado o infravalorado en relación con el precio de equilibrio a largo plazo.

Nuestras estimaciones preliminares sugieren que entre 1998 y 2003 el precio real fue más alto que los precios de equilibrio, pero la divergencia fue pequeña (Gráfico B2.4). Después de 2003, el precio real subió muy rápidamente y la desviación se elevó al 19%-25% respecto a su precio a largo plazo, tras varios ajustes de los *stocks* de viviendas (Gráfico B2.5).

Habría que señalar que pese a la elevada divergencia de los precios inmobiliarios reales en Pekín respecto a los precios de equilibrio, estos últimos ya se han incrementado en torno al 30% en los últimos 5 años, impulsados sobre todo por el aumento de la población y el rápido crecimiento de la renta.

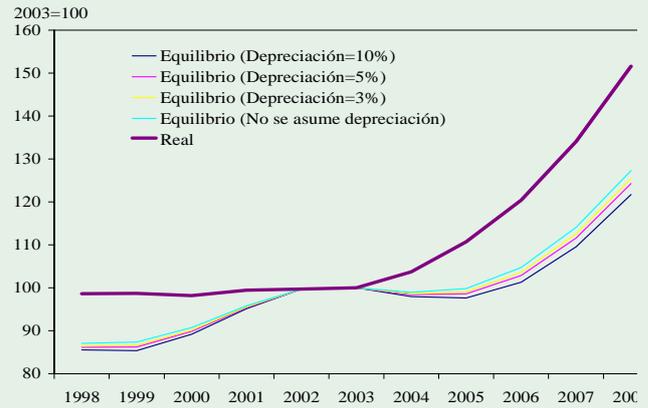
<sup>1</sup> McCarthy and Peach (2004), "Are home prices the next 'bubble'?" *Economic Policy Review*, Federal Reserve Board of New York.

**Gráfico B2.4 Precios de equilibrio de los inmuebles en Pekín**



Fuente: Previsiones de BBVA.

**Gráfico B2.5 Diversas estimaciones de precios de equilibrio de propiedades inmobiliarias**

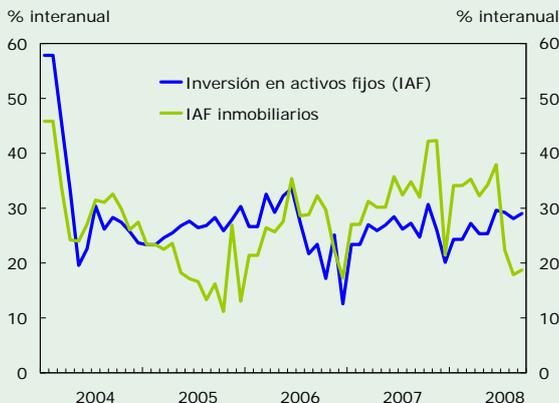


Fuente: Previsiones de BBVA.

#### 4) La bajada de los precios inmobiliarios y sus repercusiones sobre la economía

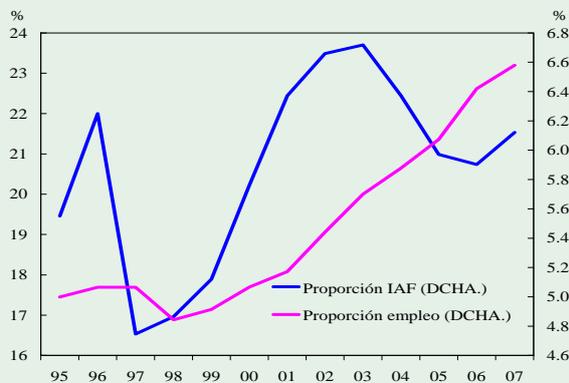
Aunque los precios inmobiliarios de China en las principales ciudades se han estabilizado por la política de mayor restricción monetaria y otras medidas administrativas restrictivas, está previsto que los precios inmobiliarios sigan cayendo, ya que las perspectivas para la economía china se han ensombrecido con la desaceleración global. Dada la importancia del sector inmobiliario en la economía china, un ciclo bajista tenderá a ejercer un efecto mayor sobre la economía real que el estallido de la burbuja bursátil, por los siguientes motivos: en primer lugar, como la inversión en el sector inmobiliario abarcó en torno a un 20% de inversión total en activos fijos en 2007 (Gráfico B2.6) y la población activa empleada en el sector inmobiliario se acerca al 6% (Gráfico B2.7), lo que representa una cifra significativa del empleo urbano, un descenso de la inversión en este sector afectará a la demanda interna de un modo muy considerable. En segundo lugar, como una parte importante de los ingresos de los gobiernos locales se genera a partir del mercado inmobiliario, una brusca desaceleración del sector también afectará a la situación fiscal de dichos gobiernos y a su capacidad para realizar gasto social cuando la economía se ralentice. En tercer lugar, el descenso de los precios inmobiliarios generará un importante efecto riqueza negativo, frenando el consumo. Además, el aumento de los impagos derivado de la especulación inmobiliaria durante la burbuja deteriorará los balances de los bancos y es posible que eleve el riesgo del sector bancario.

**Gráfico B2.6 Inversión inmobiliaria**



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

**Gráfico B2.7 Cuota en el sector inmobiliario**

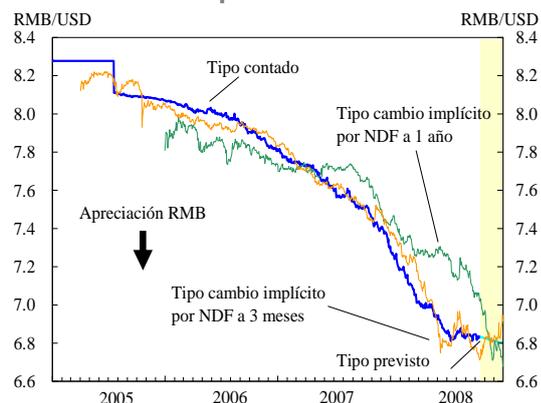


Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

### 7. Tipo de cambio

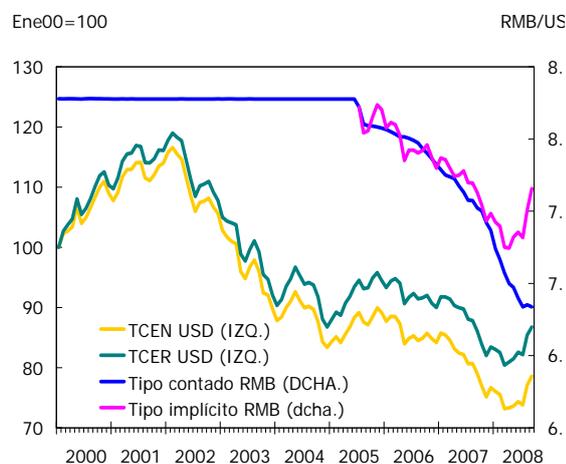
El tipo de cambio del renminbi se ha estabilizado después de 3 años de apreciación gradual (Gráfico 24). La estabilización del RMB podría deberse al fuerte repunte reciente del dólar estadounidense (Gráfico 25). En concreto, las divisas de otros países de la región de Asia Pacífico, especialmente Corea y Australia, han sufrido una gran depreciación desde la crisis financiera asiática de 1997-98. Los mercados esperan que el renminbi empiece incluso a depreciarse por el temor a la disminución de competitividad en China. Como muestra el Gráfico 5, la apreciación de los tres años anteriores no ha pesado demasiado sobre las exportaciones chinas. No obstante, si el dólar estadounidense se siguiera apreciando, el renminbi podría permitirse estabilizarse por un tiempo. Esperamos que el tipo de cambio del renminbi se estabilice en torno a 6,8 RMB/USD. En el Recuadro 3 se habla de la valoración del renminbi y la política cambiaria del RMB de cara al futuro.

**Gráfico 24: Tipo de cambio del RMB**



Fuentes: Bloomberg, CEIC y previsiones de BBVA.

**Gráfico 25: Tipo de cambio del RMB y USD**



Fuentes: Bloomberg, CEIC y previsiones de BBVA.

### Recuadro 3: Perspectivas para el tipo de cambio del renminbi

*“Cuando las circunstancias cambian, yo cambio de opinión. ¿Y usted qué hace, caballero?”  
John Maynard Keynes*

En el Recuadro 3 de nuestra edición de julio de *Situación China* argumentamos que a China le interesaría mantener una moneda relativamente fuerte, ya que el tipo de cambio del renminbi puede ser un eficaz instrumento de política monetaria para ayudar a contener las crecientes tensiones inflacionistas.

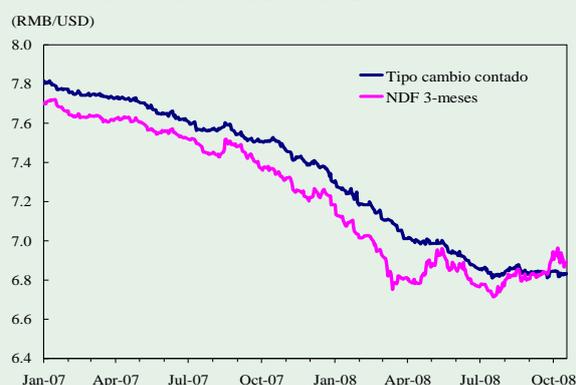
Pero eso era entonces. Después, los mercados financieros globales se han deteriorado drásticamente. Las tensiones de los mercados de crédito fueron acompañadas de un abaratamiento del petróleo y las materias primas del 54% y el 20% respectivamente a mediados de octubre desde sus máximos de julio. Al aumentar la probabilidad de una severa recesión global, también se espera que descienda la demanda de petróleo y materias primas. La inflación de China ha bajado considerablemente en los últimos meses, debido sobre todo a la estabilización de los precios de los alimentos. La actividad económica interna de China también se ha ralentizado, aliviando adicionalmente la presión inflacionista. Debido al considerable deterioro de las condiciones del crédito entre la banca y las empresas occidentales, han comenzado a invertirse los flujos de capital, como muestran los últimos datos de acumulación de reservas de divisas (Gráfico 19 del presente informe). Esto proporciona cierto margen de maniobra al Banco Popular de China, ya que tendrá menor necesidad de realizar nuevas operaciones de esterilización en el futuro.

Como las condiciones domésticas y mundiales han cambiado, la política cambiaria del renminbi podría cambiar también. En este recuadro pretendemos aportar un análisis actualizado del tipo de cambio del RMB examinando algunos indicadores útiles de valoración de referencia del tipo de cambio de renminbi. Partiendo de este análisis, también ofrecemos una previsión actualizada del cambio RMB/USD y tratamos sobre las perspectivas futuras de la política cambiaria del RMB.

#### 1) ¿Han cambiado las expectativas del mercado respecto a la apreciación del RMB?

Como indican los Gráficos B3.1 y B3.2, los NDF (*non-deliverable futures*) a 3 y 6 meses para el cambio RMB/USD empezaron a depreciarse a mediados de agosto. A fecha de 17 de octubre, los contratos NDF con dichos vencimientos descuentan una depreciación de un 0,8% y un 1,4% en relación con el tipo de cambio al contado actual. De hecho, los mercados esperaban una sensible depreciación del RMB a principios de octubre, pero los tipos de los NDF se han acercado al tipo de cambio al contado en el tramo final de octubre.

Gráfico B3.1 NDF-RMB a 3 meses



Fuente: Datastream.

Gráfico B3.2 NDF-RMB a 6 meses

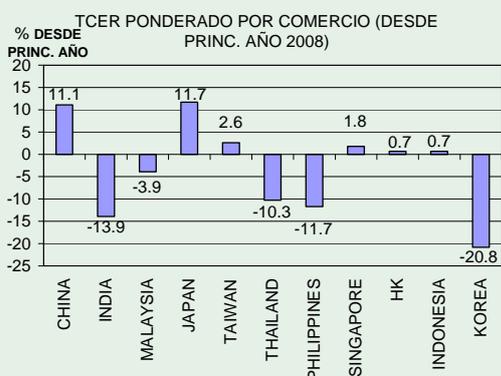


Fuente: Datastream.

## 2) ¿Cuál es la situación del RMB frente a otras divisas asiáticas?

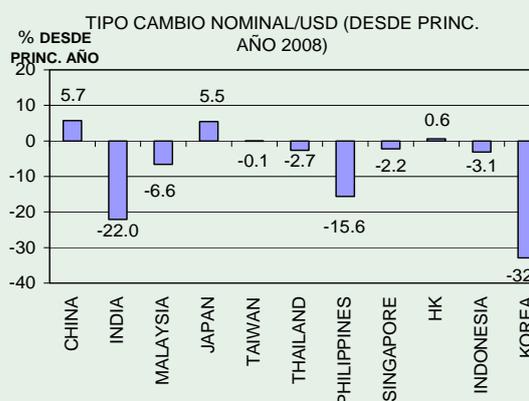
Como a menudo China compite con sus vecinos de Asia en un tercer mercado, sería oportuno comparar el tipo de cambio del RMB con el de otras divisas asiáticas de la región. En términos nominales, el tipo de cambio del RMB se ha apreciado un 5,7% desde principios de este año, más que algunas de las principales divisas de la región, mientras que el won coreano, la rupia india y el peso filipino han experimentado una importante depreciación (Gráfico B3.3). De igual modo, en términos de tipo de cambio efectivo real (TCER), el RMB y el yen son los que más se han apreciado hasta la fecha, superando el 11%, debido a su relativamente importante apreciación nominal y a su relativamente baja tasa de inflación (Gráfico B3.4). De acuerdo con estos dos datos, el RMB ya se ha convertido en una moneda fuerte en Asia en comparación con sus homólogas.

Gráfico B3.3 Tipo de cambio nominal de las divisas asiáticas



Fuente: Datastream.

Gráfico B3.4 TCER de las divisas asiáticas



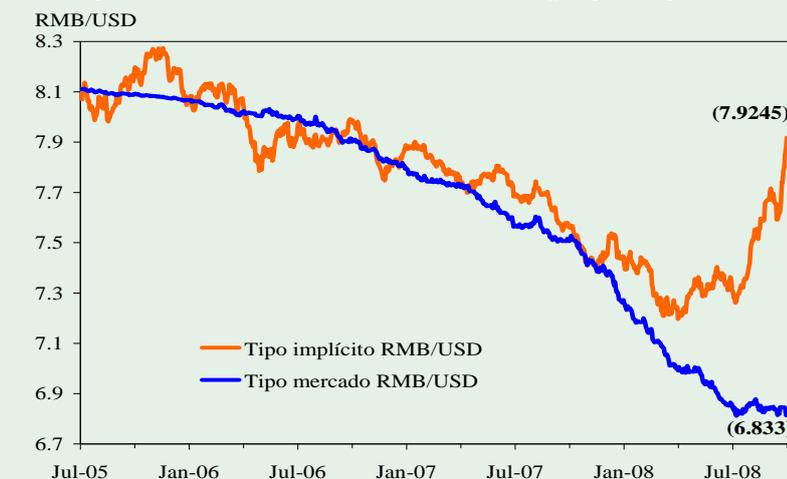
Fuente: Datastream.

## 3) ¿Cuál es la situación del tipo de cambio al contado del RMB frente a la medición del tipo de cambio del RMB con referencia a una cesta de divisas?

Cuando el régimen cambiario de China se flexibilizó en julio de 2005, se supone que el tipo de cambio del RMB se estableció tomando como referencia una cesta de divisas. Aunque el BPC nunca mencionó la composición de dicha cesta, ésta se puede componer todavía empleando las cuotas comerciales de los principales socios comerciales de China. Representando hasta un 70% de la cuota comercial de China, observamos que existen aproximadamente 11 monedas que podríamos emplear para componer la cesta de divisas. Estas 11 monedas abarcan a las economías del G-3 y a socios comerciales clave en Asia, Norteamérica y Europa.

Entonces, ¿cuál es la situación del tipo de cambio al contado RMB/USD frente a la cesta de monedas? Surgen algunas observaciones interesantes: en primer lugar, la cesta implícita del RMB replica con bastante fidelidad el tipo de cambio RMB/USD hasta finales de noviembre de 2007. Desde entonces, la cesta se ha desviado considerablemente del tipo de cambio RMB/USD, siguiendo prácticamente una trayectoria propia. En segundo lugar, de acuerdo con nuestra cesta de 11 divisas, el cambio RMB/USD debería haberse situado en 7,92 el 17 de octubre, pero el cambio RMB/USD real fue 6,83, lo que implica una diferencia del 14% (Gráfico B3.5). Esto indica que el tipo de cambio RMB/USD se ha apreciado con mayor rapidez de lo que justificaría la cesta de divisas, lo que apunta a la posibilidad de que el BPC pudiera haber dejado de usar como referencia una cesta de divisas para determinar el ritmo de apreciación del RMB. Tal vez la preocupación por la inflación interna se haya convertido en el factor impulsor que subyace a una apreciación más rápida del RMB desde noviembre de 2007.

Gráfico B3.5 Tipo de cambio al contado del RMB y tipo implícito de la cesta del RMB



Fuentes: Bloomberg y previsiones de BBVA.

#### 4) Implicaciones para la política cambiaria del RMB a corto plazo

Es indudable que el cambio RMB/USD en relación con otras divisas regionales y con la cesta implícita del RMB sugiere que éste último se ha fortalecido sustancialmente respecto a sus referencias habituales. Tal vez uno de los factores clave que explique la diferencia sea que China ha estado registrando un superávit comercial relativamente considerable e importantes entradas de capital, mientras que sus principales socios comerciales en Asia han empezado a experimentar déficits comerciales y salidas de capitales (Corea, por ejemplo).

Estas comparaciones tienen importantes implicaciones para el tipo de cambio RMB/USD de cara al futuro, especialmente en un entorno de desaceleración mundial. Quizá el tipo de cambio del RMB se estabilice en el nivel actual e incluso pueda permitirse una depreciación, si así lo exigen las circunstancias. De hecho, este análisis también lo corroboran la caída global de los precios de la energía y las materias primas, la reducción de la presión inflacionista interna y el fortalecimiento del dólar. Sin embargo, como el superávit comercial de China sigue siendo importante, una depreciación del RMB podría inducir a los socios comerciales de China a ejercer presiones proteccionistas. Además, a China todavía le interesa tener una moneda fuerte, ya que ello facilita la transformación de su patrón de crecimiento con una relación de términos de intercambio favorable.

Tomando en consideración estos factores, prevemos que el cambio RMB/USD se estabilizará en el 6,8 para el resto del año y se depreciará gradualmente hasta 7 en 2009, siempre que el dólar permanezca en el nivel actual respecto a las otras divisas.

## Política y perspectivas económicas

### Respuesta política

El entorno económico y financiero global ha empeorado notablemente desde nuestro análisis de julio. Parece que los responsables de definir la política económica en Pekín han sido muy conscientes de la evolución de la crisis financiera global, y han actuado rápidamente para relajar la política monetaria y respaldar a las pequeñas y medianas empresas y al sector exportador. Y, lo que es más importante, las autoridades han fijado como prioridad de su política la reforma del sector rural con la intención de reorientar el patrón de crecimiento de China, desde su gran dependencia actual de la demanda exterior hacia una mayor dependencia de su propia demanda interna.

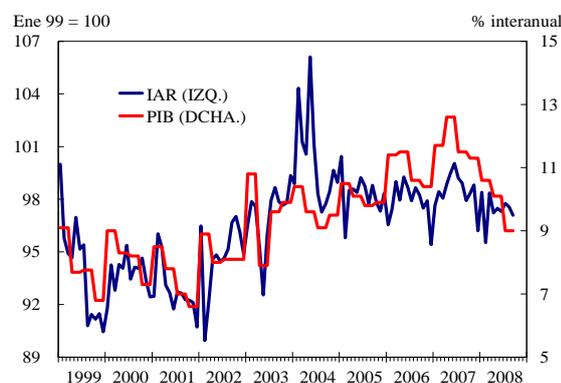
El BPC ha rebajado tanto los tipos de los préstamos como el coeficiente de reservas obligatorias dos veces desde septiembre: una, tras la relajación de la política monetaria concertada por los principales bancos centrales del mundo, y la otra en octubre (Gráfico 17). Para estimular los préstamos de los bancos a las pymes, el banco central también rebajó más el coeficiente de reservas obligatorias para los bancos pequeños y medianos que para los bancos grandes. Está previsto que esta política de relajación monetaria se intensifique en los próximos meses y el año que viene, a medida que se haga más evidente el ritmo de desaceleración económica de China. De hecho, gracias a la restrictiva política monetaria de China al inicio de esta crisis financiera global, el banco central dispone de margen para una mayor relajación.

Para prevenir rápidos retrocesos de determinados sectores exportadores como el textil, el juguetero y el electrónico, el Ministerio de Hacienda, junto con otros ministerios importantes, ha ajustado al alza las desgravaciones fiscales a la exportación para 3.486 productos exportables, con el fin de aumentar la competitividad de los mismos.

Dada la importancia del sector inmobiliario en la economía, el gobierno central también ha animado a los gobiernos locales a aplicar diversas políticas de apoyo a este sector. Las autoridades han rebajado los tipos hipotecarios, los desembolsos iniciales para la adquisición de viviendas y los impuestos de escrituración y de timbre para los inmuebles, con el fin de revitalizar un mercado de la vivienda que se está deteriorando con rapidez.

El gobierno ha anunciado que incrementará hasta un 15% los precios de adquisición del grano para estimular la producción interna de grano, lo que se suma a otras políticas agrícolas dirigidas a impulsar la renta rural. Y, lo que tal vez sea más importante, el Partido Comunista gobernante se ha fijado como prioridad la reforma del sector rural con el fin de impulsar los ingresos y reducir la desigualdad entre la ciudad y el campo. Aunque todavía no se han ultimado los detalles, el gobierno ha permitido el alquiler y la transmisión de contratos de arrendamiento de tierras en manos de más de 700 millones de agricultores. La autorización para la transmisión de los contratos

Gráfico 26: Índice de actividad real



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

de arrendamiento ayudará a estimular el proceso de urbanización, al permitir una mayor movilidad de los trabajadores y, posiblemente, seguir mejorando la productividad en el sector rural. Aunque el efecto de la reforma de la propiedad de la tierra sobre el crecimiento de China podría no ser rápido ni inmediato, representa un impulso potencial de las perspectivas de crecimiento a largo plazo del país.

### Panorama económico y perspectivas

A pesar de las favorables condiciones iniciales de China en el momento de la crisis, el estallido de la peor crisis financiera desde la Gran Depresión ha ensombrecido indudablemente las perspectivas de la economía china. Aunque las inyecciones de capital por parte de los gobiernos de la UE y EE. UU. pueden haber aliviado los temores a retiradas de depósitos bancarios, no bastan para que los bancos vuelvan a prestar dinero. Dado su comportamiento naturalmente procíclico en la concesión de préstamos, y mientras persista el deterioro de la economía real, los bancos seguirán siendo reacios a prestar. Esta conducta se verá aún más agravada por el actual proceso de desapalancamiento en los bancos occidentales; si este proceso continuase, la desintermediación financiera conduciría a un retroceso económico más intenso y prolongado que en anteriores recesiones económicas.

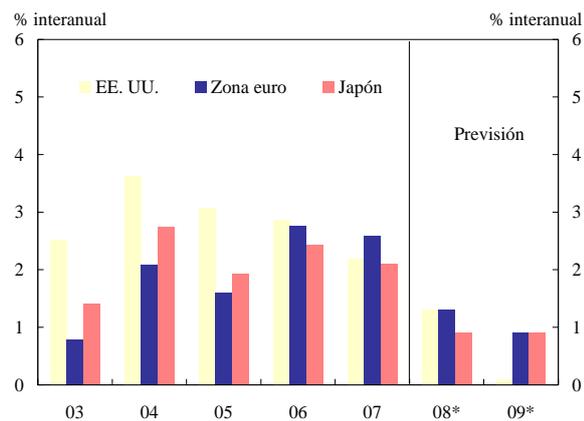
Dada la creciente integración de China en la economía mundial, y particularmente en las economías del G-3, una recesión económica severa y prolongada de dichas economías tendrá un efecto cuantitativo considerable y negativo sobre el crecimiento económico de China (Recuadro 4).

Con este telón de fondo, se prevé que la actividad económica de China se desacelere con mayor rapidez en el último trimestre de 2008 y en 2009 si no hay estímulos en la política fiscal y monetaria. De hecho, nuestro índice de actividad real muestra que el impulso económico ha registrado una gran volatilidad hasta la fecha, y es probable que continúe su tendencia bajista en el 4T (Gráfico 26).

Descontando las tan deterioradas condiciones económicas y financieras externas (Gráfico 27), prevemos que el crecimiento del PIB se situará en 2008 en torno al 9,5%, lo que supone una tasa de crecimiento del 8,5% en el último trimestre. La economía se seguirá moderando en 2009, hasta cerca del 8,1%. Nuestra previsión es inferior al último pronóstico del consenso del mercado en octubre, del 9,1%, lo que refleja nuestra opinión de que en los últimos años China está mucho más integrada en las economías del G-3 y que su alta dependencia de las exportaciones y la elevada orientación de las inversiones hacia la exportación la han hecho vulnerable a un brusco deterioro de las condiciones económicas globales.

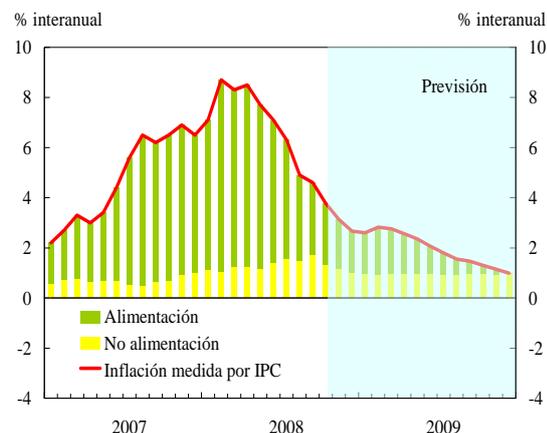
La rápida desaceleración económica, la caída de los precios del petróleo y las materias primas y un elevado efecto base sugieren que la inflación china podría bajar con mayor rapidez de lo esperado. Nuestra previsión sobre el componente alimentario del IPC indica que el precio de los alimentos descenderá hasta el 5% a finales de 2008 y dejará de subir a

Gráfico 27: Supuestos para previsiones



Fuentes: Fed de EE. UU., previsiones del consenso y Previsión Económica Mundial del FMI.

Gráfico 28: Previsiones de inflación (escenario central)



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

Tabla 5: Previsiones

	2008				2009	
	Real			Previsión	Año	Previsión
	1T	2T	3T	4T	Año	Año
PIB	10.6	10.1	9.0	8.5	9.5	8.1
Inflación medida por IPC	8.0	7.8	5.2	3.0	6.0	2.0

Fuente: Previsiones de BBVA.

finales de 2009, incluso después de ajustar el incremento de hasta el 15% de los precios de adquisición del grano por parte del Estado. La disminución de la demanda interna y externa, unida al abaratamiento del petróleo y las materias primas, ha reducido la capacidad de fijación de precios de las empresas, así como sus costes de producción. Por consiguiente, las empresas podrían verse obligadas a recortar precios para mantener cuotas de mercado. Tomando en consideración estos factores, prevemos que los precios no alimentarios se situarán en el 1,3% respecto a la inflación medida por el IPC. Nuestro IPC general de partida está en el 2%, lo que sugiere que la presión inflacionista de China está disminuyendo con rapidez, mientras que el riesgo de deflación ha aumentado (Gráfico 28).

## Recuadro 4: ¿Hasta qué punto afectará a China una recesión simultánea del G-3?

Por primera vez en muchos años, las economías del G-3 están iniciando una desaceleración económica simultánea derivada de la peor crisis financiera mundial ocurrida desde 1929. Dada la creciente integración de China en la economía mundial en general y en las economías del G-3 en particular, la pregunta más lógica que se plantea es hasta qué punto afectará a China esta vez una desaceleración económica potencialmente severa y prolongada. En el presente recuadro tratamos de responder a esta cuestión por el siguiente orden: en primer lugar, aportamos algunos datos empíricos sobre la dependencia económica de China respecto a las economías del G-3. En segundo lugar, analizamos la sincronización temporal del ciclo económico de China con las economías del G-3. En tercer lugar, calculamos la magnitud de los shocks de las economías del G-3 sobre la economía china. Finalmente, examinamos un fenómeno exclusivo de los ciclos económicos de China, su ciclo político-económico (CPE), y analizamos si el ciclo político-económico contribuirá a atenuar o a intensificar los efectos de los shocks originados en el G-3 sobre la economía china.

### 1) China no es inmune a una desaceleración del G-3

El comercio y la inversión extranjera directa son importantes fuentes de crecimiento para la economía china. En términos de relaciones comerciales con las economías del G-3, China exporta cerca del 50% de sus artículos a la UE, EE. UU. y Japón (Gráfico B4.1). Aunque China sólo recibe un 12% de la inversión extranjera directa (IED) del G-3 directamente, recibe cerca del 44% de la IED de Hong Kong (Gráfico B4.2). De esta cifra, una importante porción de IED la realizan empresas del G-3 asentadas en Hong Kong. Si se contabiliza adecuadamente la IED indirecta a través de Hong Kong, la IED procedente de las economías del G-3 que invierten en China también es considerable.

Gráfico B4.1: Exportaciones chinas (Ene-Sep 2008)

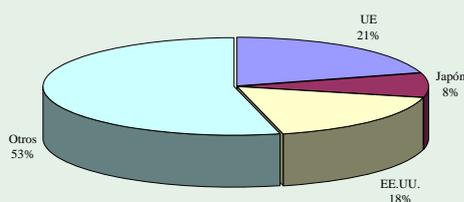
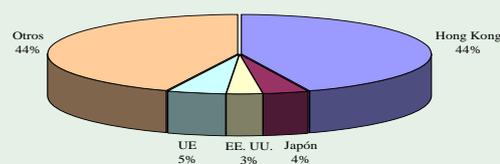


Gráfico B4.2: IED hacia China (Ene-Sep 2008)

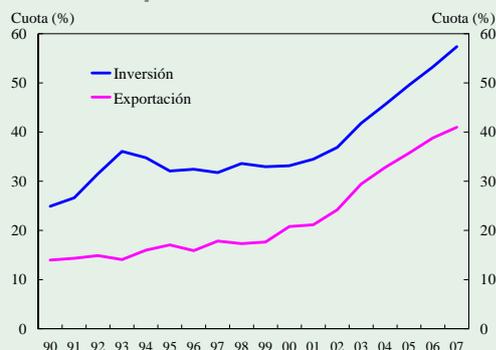


Fuente:CEIC.

Dados los estrechos vínculos comerciales y de IED, el porcentaje que la inversión de China representa dentro del PIB también parece ser directamente proporcional al creciente porcentaje de las exportaciones (Gráfico B4.3), lo que posiblemente indique que la inversión de China tiene mucho que ver con el aumento de las capacidades del sector exportador. Esto también lo prueba el hecho de que haya aumentado la correlación entre el crecimiento de la inversión china y el crecimiento de las exportaciones después de 2001 (Gráfico B4.4). Además, el aumento del consumo en China y en el G-3 ha mostrado indicios de una mayor sincronización después de 1996 (Gráfico B4.5). En cambio, el porcentaje del consumo de China ha caído de forma constante, hasta situarse ligeramente por encima del 40% del PIB, lo que contrasta con la evolución del consumo de EE. UU. (Gráfico B4.6). De hecho, este patrón resulta especialmente inquietante si la demanda externa empieza a descender significativamente de cara al futuro. Debido al patrón de crecimiento actual de China, una

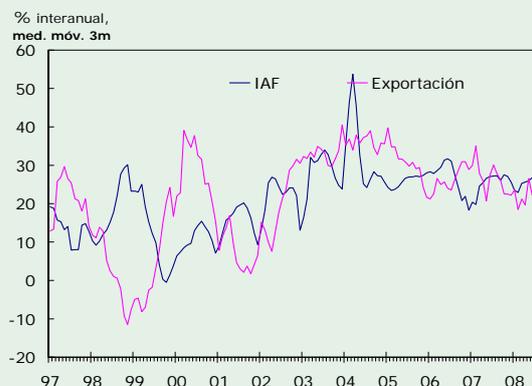
desaceleración de la demanda externa también arrastrará consigo la inversión, especialmente la inversión en maquinaria y equipos, cuya orientación es hacia el exterior. Aunque ya nadie discute si China se verá afectada por una ralentización del G-3, sería interesante conocer la magnitud del impacto en China de una desaceleración simultánea del G-3. **Fecha de cierre: 30 de junio 2008**

**Gráfico B4.3: Porcentaje de inversión y de exportación de China**



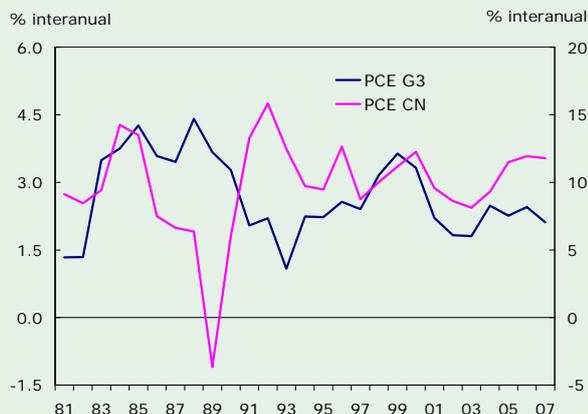
Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

**Gráfico B4.4: Crecimiento de la inversión y de las exportaciones**



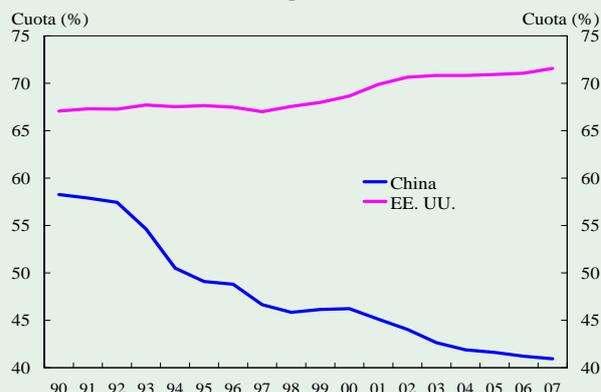
Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

**Gráfico B4.5: PCE de China y PCE del G-3**



Fuentes: CEIC, OEF y previsiones de BBVA.

**Gráfico B4.6: Porcentaje del consumo en China y EE. UU.**



Fuentes: CEIC, OEF y previsiones de BBVA.

## 2) Co-movimientos del ciclo económico a lo largo del tiempo

Antes de responder a la pregunta anterior, investigamos los co-movimientos del ciclo económico a lo largo del tiempo entre China y las economías del G-3. La Tabla B4.1 muestra algunos sencillos coeficientes de correlación de las tasas de crecimiento del PIB real entre China y el G-3. Observamos que el crecimiento económico de China está bastante correlacionado con el de EE. UU. en la década de 1980, y apenas correlacionado con los de la UE y Japón. Resulta interesante comprobar que los coeficientes de correlación entre China y el G-3 se distanciaron en la década de 1990, lo que parece indicar que China estaba siguiendo una trayectoria propia de crecimiento económico prácticamente independiente de las economías del G-3. No obstante, la correlación del crecimiento de China con EE. UU. y Japón se volvió de nuevo muy positiva a partir de 2000. Concretamente, el coeficiente de correlación con Japón se situó en el 0,42, lo que supone un alto grado de co-movimiento económico entre estas dos economías. Por otro lado, la correlación entre China y la UE siguió siendo negativa en el periodo posterior al año 2000. La divergencia entre China y la UE se debió principalmente al débil comportamiento de la economía de la UE durante este periodo, mientras que el crecimiento de China parece haberse acelerado, especialmente tras ingresar en la OMC. Para el conjunto de las economías del G-3, el coeficiente de correlación se situó en 0,23 en la década de 2000, superando al de las décadas de 1980 y 1990, lo que indica un mayor grado de vinculación económica entre China y las economías del G-3.

Aunque el análisis de correlación simple es indicativo, sería más ilustrativo si se realizase filtrando las variaciones irregulares en el crecimiento trimestral del PIB en las tres entidades económicas. Entonces aplicaríamos la técnica del filtro “band-pass”, un filtro que elimina la variación de la tendencia de baja frecuencia (tendencias estructurales de evolución lenta) y suaviza la variación irregular de alta frecuencia (componentes estacionales o irregulares muy variables), manteniendo al mismo tiempo las principales características de los ciclos económicos.

Observamos que el patrón de sincronización del ciclo económico entre China y el G-3 ha cambiado espectacularmente tras eliminar las variaciones irregulares en los datos de crecimiento del PIB real. Los coeficientes de correlación con EE. UU. fueron muy positivos durante el marco temporal objeto de análisis, situándose en el 0,54 en la década de 1980, 0,21 en la de 1990, y 0,44 en la de 2000. Aunque los coeficientes de correlación de ciclo económico con las economías de la UE permanecen prácticamente sin cambios, el coeficiente de correlación con Japón aumentó para el periodo de las décadas de 1980 y 2000 en comparación con los coeficientes de correlación simples de la Tabla B4.1. Incluso para la década de 1990, el coeficiente de correlación entre China y Japón siguió siendo negativo, pero la cifra absoluta disminuyó sustancialmente. Tomando el conjunto de las economías del G-3, los coeficientes de correlación entre China y el G-3 también parecen haber aumentado. La correlación con el G-3 fue especialmente elevada en la década de 1980. Aunque el coeficiente de correlación fue negativo en la década de 1990, se invirtió hasta una cifra muy positiva en la década de 2000 y alcanzó el 0,34 (Tabla B4.2 y Gráfico B4.7).

**Tabla B4.1: Correlación del PIB real (tasas de crecimiento interanual)**

	EE. UU.	UE	Japón	G-3
1981-1989	0.24	0.07	0.09	0.18
1990-1999	0.08	-0.55	-0.40	-0.48
2000-2008	0.28	-0.28	0.42	0.23

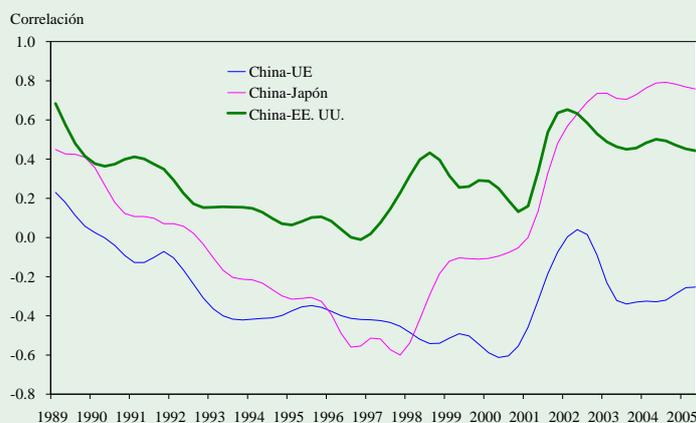
Fuente: Previsiones de BBVA.

**Tabla B4.2: Correlación de los ciclos del PIB (filtro “band-pass”)**

	EE. UU.	UE	Japón	G-3
1981-1989	0.54	0.14	0.43	0.48
1990-1999	0.21	-0.34	-0.19	-0.26
2000-2005	0.44	-0.29	0.49	0.34

Fuente: Previsiones de BBVA.

**Gráfico B4.7: Correlación de ciclos**



Fuente: Previsiones de BBVA.

### 3) La transmisión de los shocks económicos

El análisis de correlación revela información importante sobre el grado de sincronización de los ciclos económicos. Sin embargo, no nos dice cómo se transmiten los shocks económicos entre las tres entidades económicas. Por ello, se hace necesario utilizar un conjunto de herramientas de análisis distinto. De hecho, resulta más apropiado utilizar un modelo económico estructural, en nuestro caso un modelo NVAR (Near Vector Autoregression).

Dada la relación cercana entre el G-3, agrupamos estas economías por su ponderación de PIB. Este esquema de agrupación nos permite asumir que los shocks de producción y precios afectarán a China, pero no al revés.

En la tabla B4.3 presentamos las descomposiciones de varianza que nos permiten comprobar en qué medida las variaciones de producción e inflación de China pueden explicarse mediante shocks del G-3, o por sus propios shocks. De la observación de la tabla se deducen varias cosas: la primera, que la evolución de la producción y los precios de China está afectada principalmente por sus propios factores internos a corto plazo. En un periodo de un año, los shocks del conjunto del G-3 en producción e IPC explican más de una cuarta parte de los cambios de producción de China y menos de un 5% de las variaciones de la inflación china medida por el IPC. La segunda, que a medio plazo (3 años), los shocks del G-3 en su conjunto parecen haber explicado casi un 60% de las variaciones de producción en China y más de un 40% de las variaciones en la evolución de los precios del país. La tercera, que parece que los shocks del G-3 pueden explicar casi tres cuartas partes de las variaciones de la producción de China y casi un 70% de los cambios en la evolución de la inflación china a largo plazo (5 años).

**Tabla B4.3: Descomposición de varianza de shocks (%)**

	Impacto en China			
	Producción		Precio	
	G3	CN	G3	CN
En 1 trimestre	11.05	88.95	2.02	97.98
1 año	25.82	74.18	3.41	96.59
3 años	58.19	41.81	43.48	56.52
5 años	74.58	25.42	66.95	33.05

Fuente: Previsiones de BBVA.

Si utilizamos el análisis de respuesta de impulso basado en NVAR, podemos cuantificar también el impacto en China de una ralentización del G-3. Nuestros hallazgos empíricos sugieren que un shock de una desviación estándar del crecimiento de la producción del G-3 llevará a una desviación estándar de 0,29 del crecimiento de la producción de China. Traduciendo este impacto a términos de tasa de crecimiento del PIB real, nos damos cuenta de que una desaceleración económica simultánea del G-3 de un punto porcentual provocará una ralentización económica china de 0,73 puntos porcentuales un año después.

### 4) El efecto del ciclo político-económico de China

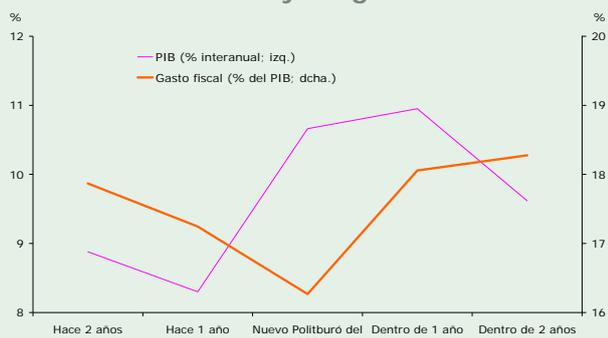
Además de por factores externos, la economía china se ve afectada por su propio ciclo político-económico. Como explicaba William Nordhaus (1975) en una prestigiosa publicación, las actividades económicas de Estados Unidos parecen haber recibido el impacto de factores políticos como las elecciones y los cambios de gobierno.

Aunque China no tiene un ciclo electoral anual como el que existe en Estados Unidos, la cúpula política y los gobernadores provinciales de China pasan por cambios y rotaciones cada cinco años, coincidiendo con el Congreso Nacional del Partido Comunista Chino (PCC). Dado que el comportamiento económico es uno de los principales criterios de promoción de los funcionarios del gobierno local, estos funcionarios suelen tener grandes incentivos para adquirir compromisos políticos que fomenten la inversión y el crecimiento económico, mediante el aumento del gasto en infraestructuras locales y el establecimiento de áreas económicas, con el objetivo de atraer la

inversión tanto nacional como extranjera. Esos comportamientos le han dado a China su aspecto de ciclo político-económico excepcional.

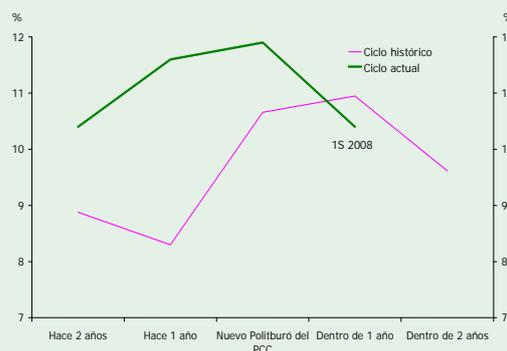
Si tomamos los datos disponibles desde 1978, observamos que, como media, durante el ciclo quinquenal del Congreso Nacional del PCC, el crecimiento económico tiende a ser más alto que el promedio durante el año del Congreso del Partido, y tiende a alcanzar su máximo justo un año después del Congreso. El crecimiento económico se vuelve a ralentizar a continuación, hasta la nueva celebración del Congreso del Partido (gráfico B4.8). Respecto al gasto fiscal (como cuota del PIB), comprobamos que suele tocar el mínimo durante el año del Congreso del Partido, y su máximo en los dos años siguientes (gráfico B4.8).

**Gráfico B4.8: El ciclo político-económico de China en el PIB y los gastos fiscales**



Fuente: Previsiones de BBVA.

**Gráfico B4.9: El ciclo político-económico actual**



Fuente: Previsiones de BBVA.

Si observamos el actual ciclo político-económico comparándolo con las medias históricas, vemos que el crecimiento del PIB real repuntó al máximo durante el año del Congreso del Partido en 2007, un año antes del máximo habitual del ciclo político-económico de China (gráfico B4.9). Parece que el crecimiento del PIB real de 2008, que normalmente sería un año de máximos tras el Congreso del Partido, con un sesgo fiscal favorable, no superará el del año anterior, debido en gran parte a una significativa desaceleración de la demanda externa y una política monetaria restrictiva, orientada a contener la inflación, durante los tres primeros trimestres del año. Además, si nos fijamos del patrón histórico del ciclo político-económico de China, el crecimiento del país se desacelerará en los próximos dos años. Si a este fenómeno le añadimos la grave y prolongada ralentización económica prevista fuera de China, las perspectivas de crecimiento del país para los dos próximos años se verían todavía más dañadas.

No obstante, ello no supone necesariamente que el crecimiento de China vaya a desacelerarse de forma sustancial en los próximos años. Dada su posición fiscal favorable y su sesgo de política monetaria restrictiva al inicio de este empeoramiento económico mundial, China se encuentra bien posicionada para hacer uso de los instrumentos, tanto fiscales como monetarios, necesarios para estimular la economía.

## Riesgos e incertidumbres para la economía china

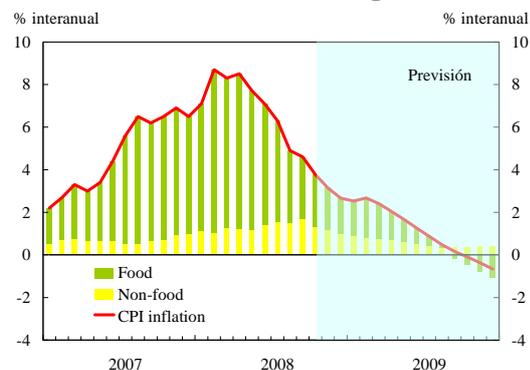
A pesar de las condiciones inicialmente favorables de China respecto a la crisis, existe una serie de riesgos e incertidumbres que podrían afectar a la estabilidad macroeconómica y financiera del país. En primer lugar, es probable que la economía se desacelere más deprisa de lo previsto, arrastrada por el rápido descenso de la inversión en los ámbitos de manufactura y mercado inmobiliario. Como se indica en el Recuadro 4, la cuota de consumo en China ha bajado hasta algo más del 40% en los últimos años, mientras que la cuota de inversión ha aumentado hasta cerca del 60% del PIB. Dado que el crecimiento de la inversión china está muy correlacionado con el de la exportación, una caída fuerte de la demanda externa puede deprimir la inversión de China. El retroceso de la inversión, además, puede agudizarse como consecuencia de los precios de la vivienda, que ya han empezado a bajar. Como la inversión relacionada con la propiedad inmobiliaria representa cerca del 25% de la inversión total, su continua ralentización en este momento no hará más que acelerar la caída de la inversión nacional. No es probable que el consumo privado se recupere de la floja actividad generada por la menor inversión y las exportaciones a corto y medio plazo, por lo que, previsiblemente, el PIB podría correr el riesgo de sufrir un rápido descenso.

Para prevenir la materialización de este riesgo bajista, es probable que las autoridades inicien programas de estímulo fiscal. Pensamos que estos programas serían más eficaces si se complementasen con reformas estructurales, como el establecimiento de un sistema de seguridad social y asistencia sanitaria a escala nacional y la mejora del actual sistema de pensiones. Los programas de reforma estructural contribuirán a reducir las iniciativas de ahorro preventivas y, por consiguiente, a impulsar el consumo privado.

En segundo lugar, si la demanda externa descendiera con fuerza, aumentaría el riesgo de deflación. Como se muestra en el gráfico 29, la caída de la demanda externa, junto con el descenso de los precios de la alimentación, el petróleo y la energía, acelerarán el ritmo del proceso de desinflación en China, como lo hará también un factor técnico: las tasas de inflación fueron muy altas en el último trimestre de 2007 y el primer semestre de 2008; este elevado efecto base podría llevar la inflación medida por el IPC a terreno negativo a mediados de 2009, provocando un aumento del temor a que vuelva la deflación a China. Para neutralizar este riesgo, la relajación monetaria tendría que hacerse más agresiva.

En tercer lugar, un fuerte descenso de las exportaciones provocaría el cierre de muchas empresas manufactureras de la región costera orientadas a la exportación, lo que elevaría drásticamente la tasa de desempleo y provocaría tensiones sociales e inestabilidad, lo que a su vez haría necesario aumentar el gasto social en prestaciones por desempleo.

**Gráfico 29: Previsiones de inflación (escenario de riesgo)**



Fuentes: CEIC y previsiones de BBVA.

## Apéndice: Tabla estadística de China

<b>Economía doméstica</b>									
PIB nominal	<i>Miles mill. RMB</i>	13,582	15,988	18,322	21,192	24,953	6,149	6,913	7,101
	<i>Miles mill. USD</i>	1,641	1,932	2,239	2,662	3,289	858	994	1,038
Crecimiento PIB real	<i>% interanual</i>	10.0	10.1	10.4	11.6	11.9	10.6	10.1	9.0
IPC	<i>% interanual</i>	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	8.0	7.8	5.3
<b>Economía externa</b>									
Exportación	<i>% interanual</i>	34.6	35.4	28.4	27.2	25.7	21.2	22.2	23.1
Importación	<i>% interanual</i>	39.8	36.0	17.6	19.9	20.8	28.7	32.5	25.9
Balanza de pagos	<i>Miles mill. USD</i>	25	32	102	178	262	41	57	83
Balanza por cuenta corriente	<i>Miles mill. USD</i>	46	69	161	250	372	n.d.	n.d.	n.d.
	<i>% del PIB</i>	2.8	3.6	7.2	9.4	11.3	n.d.	n.d.	n.d.
Balanza de pagos	<i>Miles mill. USD</i>	117	206	207	247	462	n.d.	n.d.	n.d.
	<i>% del PIB</i>	7.1	10.7	9.2	9.3	14.0	n.d.	n.d.	n.d.
Reservas divisas <sup>1/</sup>	<i>Miles mill. USD</i>	403	610	819	1,066	1,528	1,682	1,809	1,906
	<i>% del PIB</i>	24.6	31.6	36.1	39.3	44.7	51.8	54.4	57.3
Deuda externa	<i>Miles mill. USD</i>	209	247	281	323	374	n.d.	n.d.	n.d.
	<i>% del PIB</i>	12.7	12.8	12.4	11.9	10.9	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Fiscal</b>									
Balanza fiscal	<i>% del PIB</i>	-2.2	-1.3	-1.2	-1.0	0.6	10.5	7.9	0.8
<b>Monetario</b>									
Crecimiento agregado monetario	<i>% interanual</i>	19.6	14.6	17.6	16.9	16.7	16.3	17.4	15.3
Crecimiento préstamo	<i>% interanual</i>	21.1	14.5	13.0	15.1	16.1	14.8	14.1	14.5
Tipo de préstamo de referencia	<i>% p. a.</i>	5.31	5.58	5.58	6.12	7.47	7.47	7.47	7.20
Tipo de depósito de referencia	<i>% p. a.</i>	1.98	2.25	2.25	2.52	4.14	4.14	4.14	4.14
Ratio reservas exigido <sup>2/</sup>	<i>%</i>	7.0	7.5	7.5	9.0	14.5	15.5	17.5	16.5
Tipo cambio RMB/USD	<i>(Final año)</i>	8.28	8.28	8.07	7.81	7.30	7.01	6.85	6.85
	<i>(Media anual)</i>	8.28	8.28	8.18	7.96	7.59	7.16	6.96	6.84
<b>Indicadores socio-económicos</b>									
Población	<i>Personas (mill.)</i>	1,292	1,300	1,308	1,314	1,321	1,323	1,325	1,326
Urbana	<i>% del total</i>	40.5	41.8	43.0	43.9	44.9	n.d.	n.d.	n.d.
Rural	<i>% del total</i>	59.5	58.2	57.0	56.1	55.1	n.d.	n.d.	n.d.
Esperanza de vida	<i>Años</i>	n.d.	71.4	71.8	72.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Mortalidad infantil	<i>por 1.000</i>	n.d.	n.d.	25.4	23.7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
PIB per cápita	<i>RMB</i>	10,542	12,336	14,053	16,165	18,934	4,648	5,218	5,354
	<i>USD</i>	1,274	1,490	1,717	2,031	2,496	649	750	783
<b>Energía</b>									
Producción energética	<i>Mill. t SCE</i>	1,638	1,873	2,059	2,211	2,354	539	642	651
Consumo energético	<i>Mill. t SCE</i>	1,750	2,032	2,247	2,463	2,656	813	877	936
Consumo energético per cápita	<i>Kg SCE</i>	154	164	180	195	203	n.d.	n.d.	n.d.
Consumo eléctrico per cápita	<i>KWH</i>	174	190	217	249	275	n.d.	n.d.	n.d.

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 septiembre de 2008 se rebajó el coeficiente de reservas obligatorias hasta el 16,5% únicamente para los bancos pequeños y medianos, sin variación (17,5%) para los cuatro grandes bancos, el Bank of Communications y el Postal Savings Bank of China.

## 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

## otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos 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.