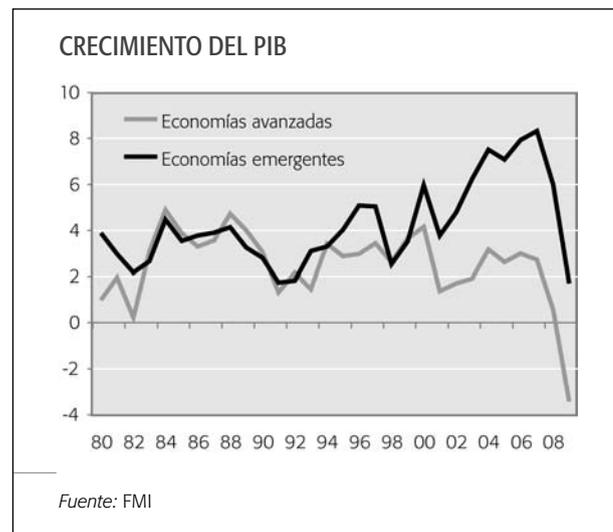
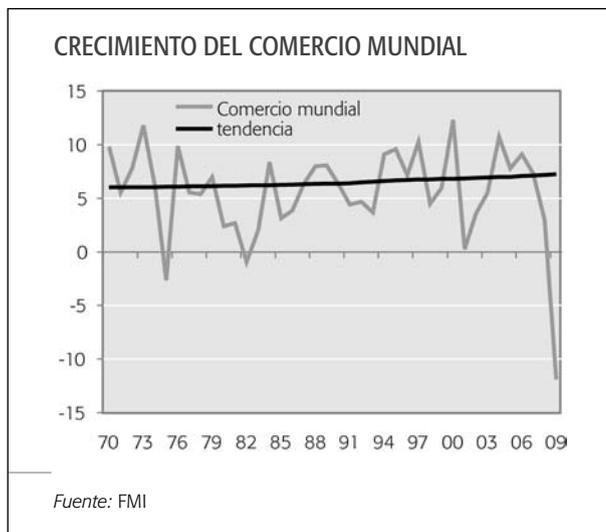


China supera 2009 con nota. Es el turno de las reformas

Pablo Guijarro
Álvaro Lissón*

1. De la crisis financiera a la crisis económica: un breve repaso

Como ya es bien sabido, la economía mundial comenzó a perder dinamismo tras el verano de 2007 como consecuencia de la aparición de la crisis financiera internacional, cuyo punto de máximo estrés tuvo lugar a mediados de septiembre de 2008, cuando Lehman Brothers, uno de los bancos de inversión más importantes de Estados Unidos, se declaró en quiebra, y otros bancos, principalmente europeos, comenzaron a tener serios problemas de solvencia. A partir de entonces, la desconfianza entre las entidades se intensificó provocando la reducción a niveles mínimos de la operativa en el mercado interbancario y el cierre de los mercados de financiación que, a su vez, provocó el inicio de la restricción crediticia.



Se inicia así un periodo de fuerte deterioro de la confianza empresarial, que trajo consigo una reducción de la producción, la inversión, el empleo y los flujos de comercio entre países. Es, precisamente, el hundimiento del comercio mundial, con una caída estimada por el Fondo Monetario Internacional en 2009 del 11,9 por 100, el factor que ha provocado la contracción económica en gran parte de las economías emergentes, con la excepción de los países de Europa Central y Oriental.

2. Reducido impacto de la crisis financiera internacional sobre la economía china

En China, e incluso en India, el impacto de la contracción de los flujos de comercio ha sido limitado en comparación con otras economías de Asia donde la recesión ha sido muy

* Analistas Financieros Internacionales.

intensa. Efectivamente, la contracción de la actividad fue muy acusada en la parte final de 2008 y principios de 2009 en las “nuevas economías industrializadas”, es decir, en el grupo de países formado por Hong Kong, Corea del Sur, Singapur y Taiwán. El enorme impacto de las exportaciones de manufacturas en su producción ha sido clave, en un contexto de colapso de la demanda de bienes de consumo duradero y de capital de las economías avanzadas. Como decíamos al principio de este punto, el ajuste a la baja en las tasas de crecimiento de China e India fue menos intenso, por el menor peso de sus exportaciones en la producción y la mayor resistencia de sus demandas domésticas.

En el caso de China, el PIB no entró en contracción, pero desaceleró su avance desde el punto álgido del ciclo en casi siete puntos porcentuales: desde el 13 por 100 interanual en el primer trimestre de 2007, hasta el 6,1 por 100 en el primer trimestre de 2009. Pero a partir del segundo trimestre de 2009 comenzó la recuperación. El plan de estímulo fiscal promovido por el gobierno chino con el

objetivo de estimular la inversión en infraestructuras, en torno al 15 por 100 del PIB, ha contribuido a la progresiva recuperación de la actividad, con un PIB que en el tercer trimestre de 2009 avanzó un 8,9 por 100 interanual. Además, los primeros datos correspondientes al cuarto trimestre de 2009 ponen de manifiesto una aceleración de la actividad económica, en el que el plan de estímulo del sector público continúa jugando un papel clave en la evolución de la inversión y la generación de empleo. La producción industrial y las ventas al por menor han acelerado su crecimiento en octubre (crecen más de un 16 por 100 interanual), mientras que las exportaciones continúan cediendo en términos interanuales, aunque con una menor intensidad que en meses anteriores. La conjunción de estos datos permite prever un crecimiento del PIB que podría superar el 10 por 100 en el cuarto trimestre.

De cara a 2010, el principal factor de riesgo para el crecimiento de la economía china reside en la intensidad del tensionamiento de la política monetaria. Esperamos que



las subidas en el coeficiente de caja continúen siendo la principal herramienta utilizada por el Banco de China para gestionar la liquidez y frenar el ritmo de expansión del crédito, mientras que no esperamos subidas en los tipos de interés hasta el segundo semestre. También, mantenemos nuestra expectativa de aumento de las presiones para la apreciación de la divisa china, en un contexto de recuperación del sector exterior.

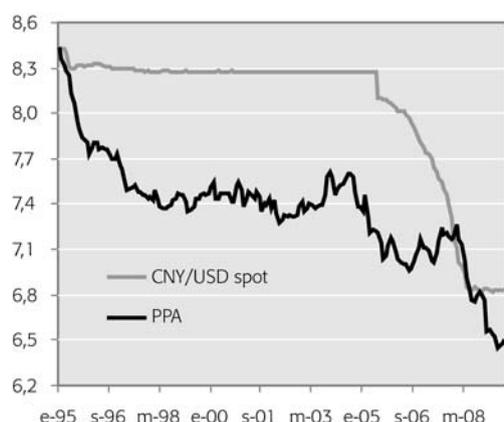
3. El yuán: ¿revaluación a la vista?

Uno de los aspectos que más controversia genera al hablar de China es el régimen de tipo de cambio. Oficialmente, China abandonó el régimen de tipo de cambio fijo frente al dólar en julio de 2005, momento en el que llevó

a cabo la revaluación de su divisa y a partir del cual permitió una apreciación ordenada de la misma. Este movimiento se extendió hasta el segundo capítulo de la crisis financiera, en septiembre de 2008. Desde entonces, las expectativas de colapso del comercio internacional llevaron a las autoridades chinas a controlar *de facto* de nuevo el tipo de cambio. Desde entonces y hasta la fecha, el yuán cotiza en torno a 6,82 unidades frente al dólar, sin que por el momento se atisben indicios de una mayor voluntad de cambio por parte de las autoridades chinas.

En este sentido, la recuperación del comercio internacional ha motivado un mejor comportamiento de las exportaciones en la economía asiática, e introducido nuevas presiones sobre las autoridades: la justificación de mantener un tipo de cambio intervenido en un contexto de reactivación económica no parece tan irrevocable como hace

CNY/USD Y TIPO DE CAMBIO DE EQUILIBRIO SEGÚN PPA



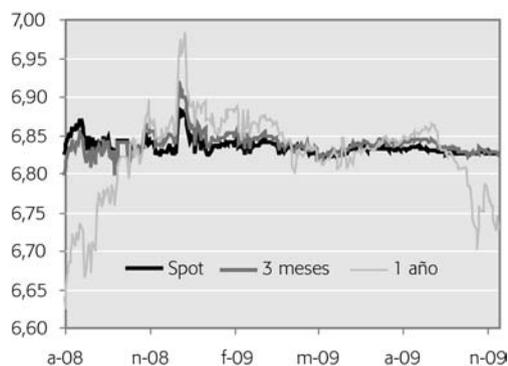
Fuente: Fixing BCE y AFI

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL DEL CNY



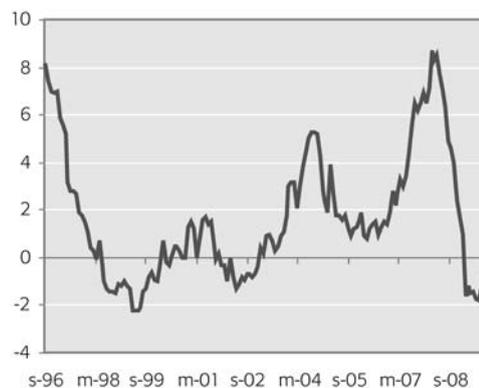
Fuente: BIS

CNY/USD SPOT Y NDF A 3 Y 12 MESES



Fuente: Ecowin

INFLACIÓN EN CHINA



Fuente: Bloomberg

algunos meses. Tanto es así, que el mercado ha vuelto a descontar una revaluación de la divisa en los próximos meses. Durante la crisis, se llegó a especular con la posibilidad de que China optase por devaluar su divisa y contrarrestar así el impacto del colapso de las relaciones comerciales internacionales que tuvo lugar en la parte final de 2008 y en el inicio de 2009.

En la actualidad el mercado descuenta una revaluación de apenas un 1,5 por 100 (la registrada en 2005 fue el 2 por 100) en un horizonte de doce meses, puesto que a tres meses vista, los agentes no descuentan movimiento alguno (las expectativas son aproximadas a través de la cotización de los forward no entregables-NDF-).

En este sentido, la infravaloración del yuán es, a día de hoy, inferior a la que se observaba en el momento del anterior movimiento de tipo de cambio. En 2005, el yuán registraba, según nuestros cálculos de paridad de poder adquisitivo, una infravaloración del 15 por 100; en la actualidad, esta infravaloración se sitúa alrededor del 4,5 por 100. El potencial de apreciación del yuán es, en cualquier caso, elevado, atendiendo no sólo a su infravaloración, sino también a los niveles de inflación, reducidos en comparación con lo que sucede en EEUU.

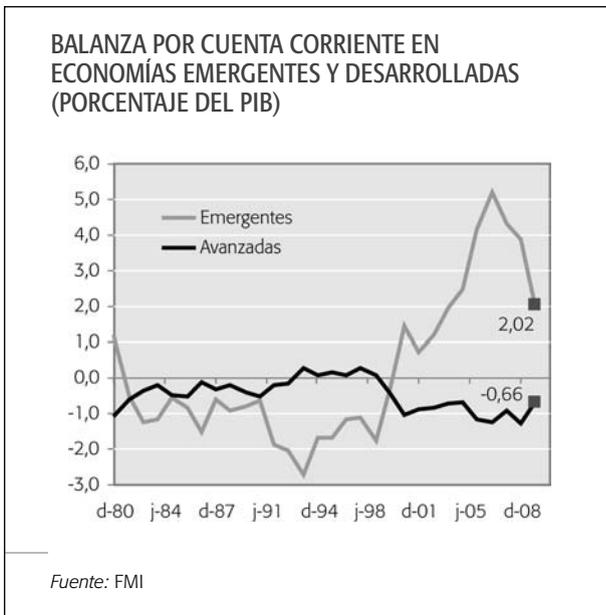
En todo caso, no debemos olvidar que una de las causas de la crisis financiera sufrida desde 2007 ha sido la excesiva expansión de crédito y la generación de desequilibrios globales. Estos últimos han aparecido en forma de un elevado déficit por cuenta corriente en EEUU y un pronunciado superávit por cuenta corriente en China, superior al 10 por 100 del PIB entre 2007 y 2008. La corrección de estos desequilibrios pasa no sólo por un ajuste en la estructura económica de EEUU y por el desapalancamiento de sus

hogares, sino también en China: es preciso que la demanda interna gane peso en esta economía y que el ahorro se reduzca. Dar más protagonismo al consumo supone incrementar su poder adquisitivo y una de las vías para lograrlo es una apreciación del yuán, que favorezca un reequilibrio de la balanza comercial a favor de las importaciones. Esta situación tendría como contrapartida un menor ritmo de acumulación de reservas: durante los últimos meses el Banco Central de China (PBoC) ha incrementado su stock por encima de los 2 billones de dólares.

Por otro lado, no debemos perder de vista que uno de los grandes riesgos a los que se enfrenta la economía mundial es la aparición de medidas proteccionistas, bien sean comerciales o financieras. Desde esta perspectiva, el yuán ha sido una de las pocas divisas emergentes que durante 2009 se ha depreciado; el tipo de cambio efectivo real de la mayor parte de divisas emergentes se ha apreciado de forma notable reflejando la recuperación del apetito por el riesgo y, con él, de los flujos de inversión transfronterizos.

Esta situación ha motivado un encarecimiento relativo de las exportaciones de economías como Brasil, Corea o Chile, en comparación con lo acontecido en China. Un elemento que preocupa a las autoridades, junto con la aparición de burbujas especulativas cuya explosión en un momento dado pueda generar inestabilidad en los mercados domésticos y la economía real.

Con esta justificación, varias economías han establecido controles de capital cuyo objetivo no es otro que reducir la presión especulativa sobre los activos domésticos. Pero no se puede tratar de forma aislada este intento de proteger los mercados financieros como fórmula de defensa de la competitividad de sus exportaciones.



Los últimos países en adoptar este tipo de medidas han sido Brasil y Taiwán. Brasil ha reimplantado el Impuesto sobre Operaciones Financieras (IOF), por las que gravará las entradas de capital en Brasil con un tipo impositivo del 2 por 100 (las entradas clasificadas como inversión extranjera directa han quedado exentas del ámbito de aplicación del tributo). La medida se une a las recientes intervenciones del banco central en el mercado de divisas con el fin de contener la apreciación de la divisa, al tiempo que supone una nueva fuente de ingresos para el sector público en un contexto de aumento del gasto destinado a la inversión en infraestructuras como medida de estímulo económico.

En el caso de Taiwán, se ha prohibido a los inversores extranjeros la colocación de dinero en depósitos, con el objetivo de frenar el arbitraje en el mercado de divisas. Sólo se prohíbe a los inversores colocar su dinero en depósitos, sin que exista ningún tipo de recargo adicional para las inversiones en acciones.

Estas medidas podrían no tardar en ser replicadas por otros países y suponer un serio conflicto internacional de intereses si se generaliza hacia medidas de proteccionismo más ambiciosas, poniendo en serio peligro la capacidad de recuperación mundial. Entendemos, por lo tanto, que es deseable que las autoridades chinas opten por flexibilizar el régimen cambiario en aras de adecuarlo a un entorno económico y financiero sensiblemente diferente al que el mundo se enfrentaba en 2008.

Por otro lado, la flexibilización del régimen de tipo de cambio permitiría reducir el círculo de dependencia que se ha creado entre China y EEUU en los últimos años, en la medida en la que China se ha erigido como el principal financiador de la economía estadounidense. El importante volumen de reservas acumulado supone un colchón para China pero a su vez incrementa el riesgo de tipo de cambio asociado a la evolución del dólar, elemento que está forzando a la diversificación por parte de las autoridades. Este proceso podría reforzar la depreciación del dólar si se lleva a cabo de forma desordenada, pero por las implicaciones negativas que tendría para la riqueza de China, esperamos que continúe ejecutándose lentamente.

En suma, durante 2010 asistiremos, con toda probabilidad, a un movimiento de flexibilización del tipo de cam-

bio que se ajuste a la realidad económica de recuperación del ciclo internacional. La apreciación del yuán continuará siendo, en todo caso, ordenada, puesto que el banco central chino tratará de limitar presiones especulativas sobre sus mercados y movimientos que deterioren la competitividad de sus productos. Sea como fuere, un ajuste cambiario es deseable en aras de fomentar la circulación de capitales y de comercio de bienes y servicios a nivel internacional, vitales para potenciar la capacidad de recuperación mundial.

4. Perspectivas para la economía china

Existe consenso en el conjunto de organismos internacionales que hacen previsiones para la economía china, que la recuperación será especialmente intensa durante 2010, con avances del PIB en torno al 10 por 100, y que a partir de entonces, el ritmo de crecimiento irá descendiendo de forma gradual hasta estabilizarse en tasas del 8 por 100 a partir de 2012.

Teniendo en cuenta que el objetivo del paquete de estímulo público es impulsar la inversión en infraestructuras, a medio plazo no contribuirá a reducir los actuales desequilibrios internos de la economía china, sino más bien todo lo contrario. Incluso asumiendo un escenario en que el consumo podría crecer con solidez, la tasa de crecimiento extremadamente alta de la inversión en activos fijos implica que la ya baja proporción de consumo privado en el PIB será aún menor en los próximos años.

La reducción de los desequilibrios internos y externos parece ser el reto fundamental al que debe hacer frente la economía china en el mediano y largo plazo. Como hemos comentado anteriormente, la necesidad de crecer de China mediante exportaciones, y en general de los países asiáticos, ha necesitado mantener sus divisas en niveles competitivos por parte de sus respectivos bancos centrales, que no han dejado de intervenir en los mercados cambiarios para conseguirlo. Además, aunque pueda haber un cambio en el modelo de crecimiento de China, más basado en consumo interno, y menos en exportaciones, este hecho debería producirse de forma muy gradual y no en el corto ni mediano plazo.

CUADRO DE PREVISIONES DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

	2007	2008	Previsiones OCT09		Diferencia frente a JUL09	
			2009	2010	2009	2010
PIB mundial	4,9	3,0	-1,1	3,1	0,3	0,6
Economías avanzadas	2,7	0,6	-3,4	1,3	0,4	0,7
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,7	1,5	-0,1	0,7
Área Euro	2,6	0,9	-4,2	0,3	0,6	0,6
Alemania	2,5	1,3	-5,3	0,3	0,9	0,9
Francia	1,9	0,7	-2,4	0,9	0,6	0,5
Italia	1,5	-1,0	-5,1	0,2	0,0	0,3
España	3,8	1,2	-3,8	-0,7	0,2	0,1
Japón	2,1	-0,6	-5,4	1,7	0,6	0,0
Reino Unido	3,1	0,7	-4,4	0,9	-0,2	0,7
Canadá	2,7	0,5	-2,5	2,1	-0,2	0,5
Otras economías avanzadas	4,6	1,6	-2,1	2,6	1,8	1,6
Emergentes	8,3	6,0	1,7	5,1	0,2	0,4
Europa emergente	5,8	2,9	-5,0	1,8	0,0	0,5
Rusia	8,1	5,6	-7,5	1,5	-1,0	0,0
Asia	10,6	7,6	6,2	7,3	0,7	0,3
China	11,4	9,0	8,5	9,0	1,0	0,5
India	9,2	7,3	5,4	6,4	0,0	-0,1
Oriente medio	5,8	5,9	2,0	4,2	0,0	0,5
América Latina y Caribe	5,6	4,2	-2,5	2,9	0,1	0,6
Brasil	5,4	5,1	-0,7	3,5	0,6	1,0
México	3,3	1,3	-7,3	3,3	0,0	0,3

Fuente: FMI (WEO, Octubre 2009)