

A las puertas del endurecimiento monetario en China

En las últimas semanas, los mercados financieros han vuelto a orientar su preocupación hacia China. La fortaleza de la economía y la aparición de las primeras tensiones inflacionistas, refuerzan las expectativas de endurecimiento de las condiciones monetarias en aquella economía.

Álvaro Lissón

El impacto de la crisis financiera internacional en China ha sido reducido. El PIB se desaceleró, pero no entró en contracción. Desde el punto álgido del ciclo, desaceleró su avance en casi siete puntos porcentuales, desde el 13% interanual en el primer trimestre de 2007 hasta el 6,1% en el primer trimestre de 2009. Pero, a partir de ese momento, 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% del PIB, unido a la reactivación del comercio internacional, han contribuido a la progresiva recuperación de la actividad, con un PIB que, en el cuarto trimestre de 2009, avanzó un 10,7% interanual. Además, los primeros datos, correspondientes al primer trimestre de 2010, ponen de manifiesto una aceleración de la actividad económica, en la que el plan de estímulo del sector público continúa desempeñando un papel clave en la evolución de la inversión y en la generación de empleo. La producción industrial y las ventas al por menor han acelerado su crecimiento en febrero (por enci-

ma del 20% interanual), mientras que la recuperación de la demanda externa también está siendo significativa (las exportaciones crecen más de un 40% interanual). Adicionalmente, y en consonancia con la recuperación económica, la inflación ha comenzado a repuntar, mientras que la fuerte expansión de la oferta monetaria se encuentra en niveles preocupantes para el banco central (la M2 crece un 25,5% interanual, por encima del objetivo del banco central del 17%).

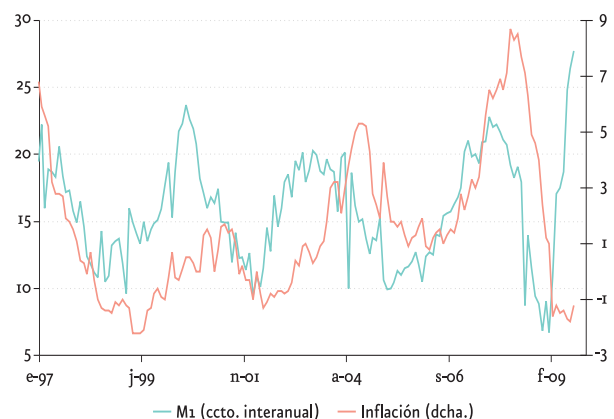
Bajo este contexto, ha vuelto a saltar a escena el posible endurecimiento de las condiciones monetarias por parte de las autoridades chinas no sólo mediante subidas de tipos de interés (el banco central ya ha comenzado a subir el coeficiente de caja), sino también a través de la posible flexibilización de la cotización del yuan. 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 permitió una apreciación ordenada de la misma. Este movimiento se extendió hasta el segundo capítulo de la crisis financiera, en sep-

Ventas al por menor en China (tasa interanual)



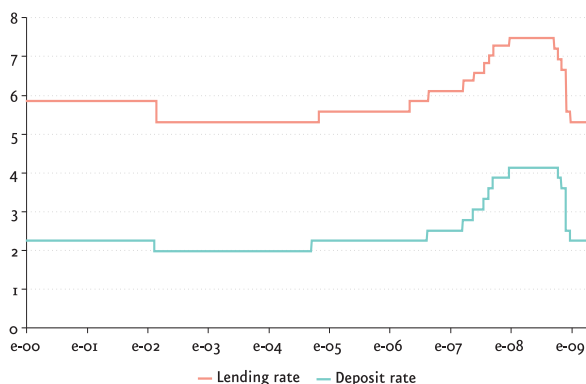
Fuente: Ecowin.

Inflación y M1 (tasa interanual) en China



Fuente: Ecowin.

Tipos de interés de referencia en China

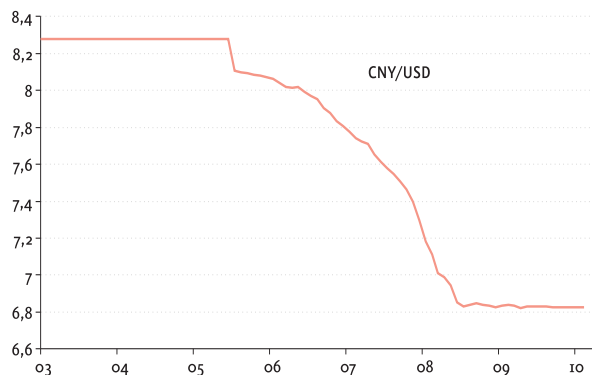


Fuente: Ecowin.

tiembre de 2008. 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 yuan cotiza en torno a 6,82 unidades frente al dólar. Pero, con la recuperación económica, el mercado ha vuelto a poner en precio una posible apreciación de la divisa durante los próximos meses, algo lógico teniendo en cuenta que, con la reactivación del comercio mundial, ya no existen motivos para justificar la decisión de mantener un tipo de cambio depreciado.

Existe consenso en el conjunto de organismos internacionales que hacen previsiones para la economía china a la hora de estimar que la recuperación económica será especialmente intensa durante 2010, con avances del PIB en torno al 10%, y que, a partir de entonces, el ritmo de crecimiento irá descendiendo de forma gradual hasta estabilizarse en tasas de crecimiento del 8% a partir de 2012. Teniendo en cuenta que el objetivo del paquete de estímulo público ha sido impulsar la in-

Cotización del yuan/dólar



Fuente: Ecowin.

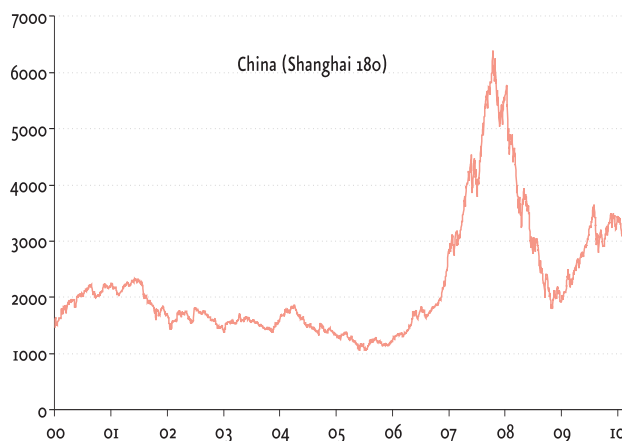
versión en infraestructuras, a medio plazo, no contribuirá a reducir los actuales desequilibrios internos de la economía china, sino más bien todo lo contrario. Incluso asumiendo un escenario en el que el consumo podría crecer con solidez, la tasa de crecimiento extremadamente alta de la inversión en activos fijos implica que la ya baja proporción de consumo privado en el PIB será aún menor en 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 medio y largo plazo. La necesidad de crecer vía sector exterior de China, 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 hacia un crecimiento más basado en consumo interno y menos en exportaciones, este hecho debería producirse de forma muy gradual y no en el corto ni medio plazo ::

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS BOLSAS ASIÁTICAS

El posible enfriamiento de la economía china, derivado de un tensionamiento de sus condiciones monetarias, ha impactado sobre su mercado bursátil y ha tenido un contagio reducido en el resto de mercados. De hecho, el índice de referencia chino lidera las caídas en Asia, con un descenso del 7% en el año, lejos de la ligera corrección del índice indio (-1,7%) o de las ganancias que experimentan el Nikkei japonés (+1,1%), los índices de Indonesia (+5,5%) o Malasia (+3,8%). En nuestro modelo de asignación regional de mercados emergentes (Afi Country Model), China sigue apareciendo en zona de sobreponderación, alcanzando una elevada puntuación tanto por fundamentales macro como por criterios de valoración. No obstante, el posible endurecimiento de las condiciones monetarias, y su potencial impacto sobre la economía, podría generar volatilidad en las cotizaciones. Éste es uno de los motivos por los que, en nuestro *asset allocation* recomendado para el mes de marzo, hemos decidido reducir su peso en la renta variable, aunque continuamos sobreponderando los mercados asiáticos.

Índice bursátil chino



Fuente: Ecowin.