

FOCUS · A vueltas con el *hard landing* en China

Ya va siendo habitual que la prensa y no pocos analistas recurran a la expresión «aterrizaje brusco» cada vez que China publica datos más débiles de lo esperado. En marzo ha vuelto a suceder. Ante este entorno de alarmismo recurrente, un análisis más sosegado que permita poner en perspectiva las cifras es un ejercicio aconsejable para no caer en una espiral de desánimo.

Examinemos, antes de nada, los indicadores que han provocado el revuelo actual. Efectivamente, tanto la producción industrial como la inversión en capital fijo urbano y las ventas minoristas han disminuido su ritmo de avance en el conjunto de enero-febrero con respecto a 2013 (en términos interanuales: 8,6% frente a 9,7%, 17,9% frente a 19,6% y 11,8% frente a 13,1%). Sin embargo, hay que tener en cuenta diversos atenuantes. Primero, el calendario de festividades del Año Nuevo lunar distorsiona la comparación en perjuicio del ejercicio actual. Segundo, los avances intermensuales siguen siendo positivos y sobresalientes en los tres indicadores. Y tercero, la revisión al alza de las ventas minoristas para el conjunto de 2013 (del 11,4% al 13,1%) ha sido un apunte positivo ignorado en la mayoría de artículos mediáticos. En el frente exterior, la fortaleza de las exportaciones de enero, que avanzaron un +10,6% interanual, quedó empañada por la debilidad de febrero (-18,1%). Pero vuelve a ser difícil discernir si los datos de exportaciones para el conjunto de enero y febrero fueron realmente pobres, pues al efecto distorsionador de las celebraciones del Año Nuevo se deben añadir las sospechas de sobrefacturación en las exportaciones durante los cuatro primeros meses de 2013. Por su parte, las importaciones se mostraron vigorosas tanto en enero como en febrero (+10% interanual), lo cual no deja de sorprender, pero en positivo, ante el escenario de demanda ciertamente algo más débil que nosotros mismos esperamos. En este sentido, el índice de gestores de compras (PMI) de manufacturas disminuyó en febrero por tercer mes consecutivo, pero permanece por encima de 50, el umbral que denota expansión, mientras que el PMI del sector servicios subió hasta los 55,0 puntos, el máximo en tres meses.

En este contexto, la decisión de devaluar ligeramente la divisa, la reciente relajación de las condiciones monetarias, el primer impago de bonos por parte de una empresa china y las palabras del primer ministro, Li Keqiang, reconociendo que este va a ser un año difícil, son elementos adicionales que numerosos analistas resaltan al hablar de un inminente *hard landing*. Sin embargo, en nuestra opinión, estos eventos no deben leerse en clave negativa, sino más bien al contrario. La devaluación ha venido acompañada de una ampliación de la banda de fluctuación del yuan, en línea con la liberalización financiera anunciada por el nuevo Ejecutivo, y junto con el relajamiento de los tipos monetarios constituirá un factor de estímulo. El primer impago corporativo es otro signo del cambio de modelo hacia «más mercado», cuyo efecto disciplinante debe servir para incentivar la eficiencia en la asignación de recursos. Además, el primer ministro ha ratificado un sustancial objeti-

vo de crecimiento del PIB para 2014: el 7,5%. Dado el papel hegemónico que todavía ejerce el Estado sobre las palancas del crecimiento (al menos a corto y a medio plazo), hay que tomar muy en serio este objetivo.

Sin duda, es difícil calibrar el ritmo de avance apropiado de la actividad en un proceso de cambios estructurales sin precedentes como el actual. La economía china ya lleva tiempo en régimen de aterrizaje suave, por ahora con notable éxito. Esta moderación se enmarca en una transformación del modelo de crecimiento hacia un mayor protagonismo del consumo y los servicios frente al sector exterior y la inversión en infraestructuras. Es cierto que afronta riesgos significativos, gestados durante los años de vigoroso crecimiento, como por ejemplo el endeudamiento de ayuntamientos y otros entes locales, el aumento del *shadow banking* y las posibles burbujas de activos. La férrea determinación del Ejecutivo de virar hacia un nuevo modelo de desarrollo menos distorsionado y más sostenible, así como su capacidad para conseguir que la transición sea gradual, son las claves que cabe vigilar. Sobre la voluntad no hay muchas dudas: las contundentes declaraciones reformistas emitidas durante la Tercera Sesión Plenaria del Partido Comunista el pasado noviembre ya se están viendo confirmadas con pasos concretos en la dirección correcta. Sobre la capacidad de maniobra a corto plazo de las autoridades económicas, nuestra opinión es favorable. La reducida inflación del país permite aplicar medidas expansivas de política monetaria (a pesar de la prudencia anunciada por el banco central), mientras que el nivel de endeudamiento público relativamente controlado junto con las elevadas reservas acumuladas dejan margen significativo en el ámbito fiscal. Además, China ha demostrado habilidad en el uso de la política macroprudencial para atajar conatos de inestabilidad financiera. Todo esto hace pensar que el anuncio de un colapso inminente parece prematuro.

Debilidad relativa de la economía china

Variación interanual (%)

	Último dato	2013
PIB	7,7	7,7
Producción industrial	8,6	10,2
Ventas minoristas	11,8	13,1
PMI manufacturas (índice)	50,2	50,8
Exportaciones ¹	4,4	7,9
Importaciones ¹	8,0	7,3
Inversión ²	17,9	19,6
Crédito bancario	14,2	14,5
Precios al consumo	2,0	2,6
Precios del inmobiliario ³	10,8	11,5

Notas: 1. Acumulado 12 meses. 2. Inversión acumulada capital fijo urbano; 3. Promedio precio vivienda nueva 100 ciudades.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Estadísticas nacionales, Thomson Reuters Datastream y China Real Estate Index System (CREIS; SouFun.com).