

*Pedro Antonio Merino García**

*José María Martínez Pérez***

CHINA, ENTENDIENDO SU DESACELERACIÓN ECONÓMICA DURANTE 2018

El objetivo de este artículo es analizar la salud de la economía de China, para tratar de determinar si la actual desaceleración es cíclica o estructural, y qué factores están influyendo en esta evolución. También prestaremos atención a la política económica de las autoridades, tratando de discernir el margen para aplicar estímulos y su posible eficacia. Para ello, en primer lugar, comentaremos la evolución de la economía china durante los años previos, incluyendo su respuesta a la crisis financiera global y la transformación en su patrón de crecimiento, y las causas de la desaceleración que experimentó en los años 2014-2015. Posteriormente, nos centraremos en la actual moderación, viendo las diferencias con la ocurrida previamente y discerniendo los factores que están detrás y cómo interactúan entre ellos. Finalmente, analizaremos la evolución reciente de la economía y las políticas adoptadas durante los últimos meses para arrojar luz sobre la posible evolución futura de China.

Palabras clave: China, patrón de crecimiento, desapalancamiento, asignación del crédito, empresas estatales, empresas privadas, política económica.

Clasificación JEL: B22, D53, E02, E42, E44, E51, E61, E62 y E66.

1. Contextualización de la evolución económica de China

La actividad en China viene mostrando una tendencia de gradual desaceleración desde 2011, cuando el impacto del importante estímulo iniciado por el Gobierno en 2008 se desvaneció y los problemas asociados comenzaron a ganar peso.

En realidad, el alto crecimiento en los años previos a la crisis financiera de 2008 era hasta cierto punto desequilibrado, insostenible y poco inclusivo, al basarse en un modelo dependiente de una alta inversión en generar capacidad productiva para exportar. Para ello era prioritario el acceso barato al crédito para las empresas estatales vía represión financiera, lo que garantizaba un alto ahorro doméstico —aún mayor que la elevada inversión— y con ello un notable superávit externo. En el año 2007 el ahorro nacional bruto fue del 50% del PIB (en comparación con el 37% del año 2000), financiando una inversión nacional del 41% del ▷

* Técnico Comercial y Economista del Estado. Director de Estudios, Repsol.

** Analista de la Dirección de Estudios, Repsol.

Versión de mayo de 2019.

DOI: <https://doi.org/10.32796/bice.2019.3113.6839>

PIB y un superávit por cuenta corriente del 9% del PIB.

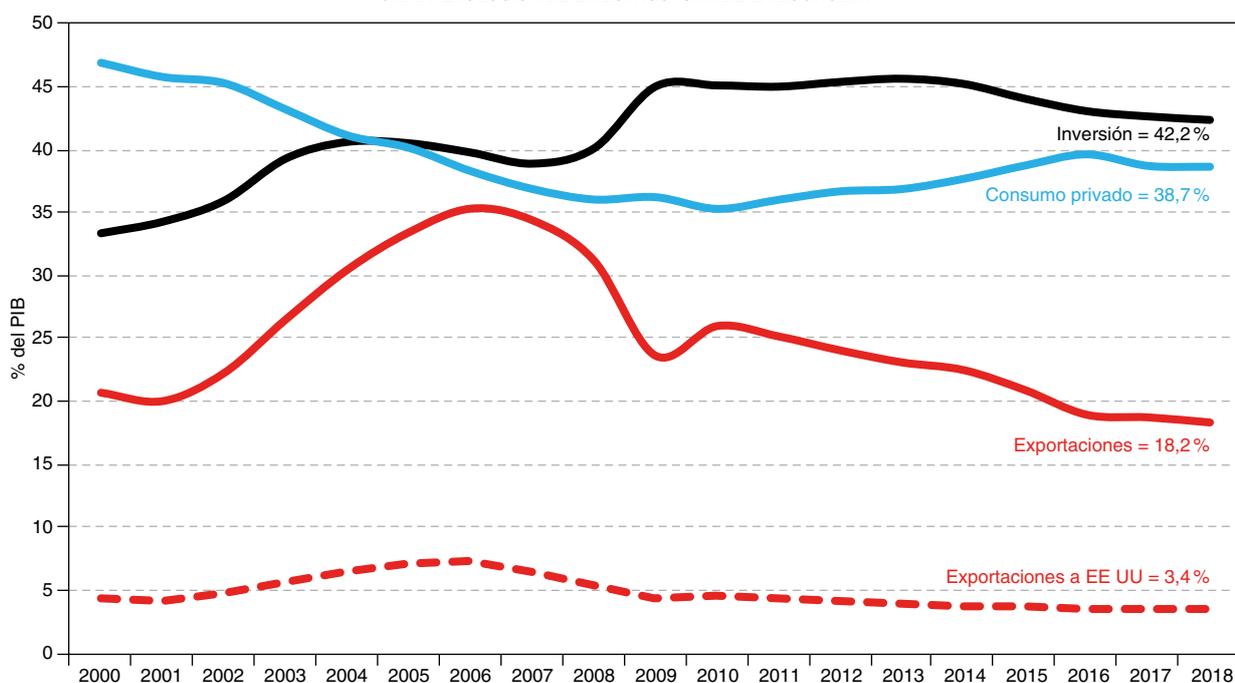
Cuando llegó la crisis financiera y la demanda externa se desplomó, las autoridades chinas simplemente reemplazaron parte del excedente por cuenta corriente con un incremento mayor del peso de la inversión nacional, por vía de un descomunal aumento del crédito y de la deuda, así como de la generación de burbujas en el mercado de la vivienda. En 2011 la inversión bruta alcanzó un peso del 48% del PIB y el superávit de la cuenta corriente se redujo al 2%, pero el ahorro nacional se mantuvo en el 50% del PIB.

A partir de 2011, como ya hemos dicho, la economía china ha venido mostrando una desaceleración, en principio gradual, a medida que los estímulos previos se desvanecían y se comenzaba a avanzar en la búsqueda de un patrón de crecimiento más sostenible e inclusivo. Así, la desaceleración que comenzó en

2011 fue paralela al avance de un complejo reequilibrio de la economía, buscando, por una parte, aumentar el peso del consumo y del sector servicios, y, por otro lado, dentro del sector industrial, reorientarse hacia nuevos sectores más tecnológicos y de mayor valor añadido. Desde entonces, el peso de la inversión en el PIB ha descendido en tres puntos, que ha ganado el consumo público y privado. Además, el proceso por el cual el consumo interno gana importancia parece ir ganando tracción gradualmente a medida que el sector servicios es el de mayor dinamismo, pues este sector es más intensivo en mano de obra. Una consecuencia de todo esto es que las exportaciones de bienes, que llegaron a alcanzar un peso en el PIB del 35,2%, ahora suponen apenas el 18,2%.

A finales de 2014 y durante la primera parte de 2015 la moderación de la actividad fue mucho más brusca, activando las alarmas sobre el hecho de que esta no obedecía solo al ▷

GRÁFICO 1
CHINA: EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LA ECONOMÍA



Fuente: Datastream y Dirección de Estudios de Repsol.

cambio en el patrón de crecimiento, sino también a problemas estructurales generados por los desequilibrios y excesos previos.

Como hemos señalado, las autoridades chinas habían respondido a la crisis financiera de 2008 con un ambicioso plan de estímulo de 4 billones de yuanes. Y en lugar de financiar directamente el estímulo utilizando los ingresos fiscales y la emisión de bonos soberanos, el Gobierno central «subcontrató» los gastos a Gobiernos locales y bancos estatales. Por un lado, abundantes cantidades de crédito fluyeron hacia las empresas estatales, generando exceso de capacidad productiva en algunas ramas como el acero o el cobre. Por otro lado, dado que antes de 2014 los Gobiernos locales tenían prohibido emitir bonos o pedir préstamos directamente a los bancos, los ambiciosos proyectos de infraestructura, muchos de los cuales luego no han dado los rendimientos anticipados, fueron financiados por compañías fantasmas o vehículos financieros de los Gobiernos locales. Además, estos Gobiernos también favorecieron la venta de tierra y la generación de un *boom* inmobiliario. Dado que las empresas estatales y los Gobiernos locales usan la tierra y la propiedad residencial como garantía, los mayores precios de estos bienes llevaron a un rápido aumento en la cantidad de dinero que los bancos estaban dispuestos a prestarles.

La consecuencia de todo ello era que la economía China estaba enfrentando problemas estructurales que motivaban un menor crecimiento potencial. Básicamente, los problemas de sobrecapacidad o excesivo endeudamiento en algunos sectores, junto con una mala asignación del nuevo crédito, provocaron una disminución en el retorno de la inversión.

Sin embargo, pronto quedó patente que la brusca desaceleración iniciada en 2014 tuvo

también un fuerte componente cíclico, derivado tanto por el desplome de la demanda externa (ante el ajuste de los países exportadores de crudo) como por una contracción involuntaria del gasto doméstico del sector público¹. El gasto público sufrió un ajuste debido a la prohibición de que los Gobiernos locales se endeudaran fuera de balance (en un intento de mantener el problema de la deuda bajo control) y, sobre todo, por el malestar y la incertidumbre que generó la campaña anticorrupción de Xi Jinping, que procesó a decenas de miles de funcionarios en toda China y que provocó una parálisis de la ejecución de infraestructuras ante el miedo de estos a ser investigados y acusados de posible corrupción.

De hecho, una vez que estos factores cíclicos dejaron de ser un lastre, entre mediados de 2016 y finales de 2017 la actividad repuntó con fuerza.

Cabe señalar que tanto la moderación ocurrida durante 2014-2015 como la posterior recuperación fueron notablemente más abruptas de lo reflejado en las cifras del PIB real. La explicación para esto radica en que, en una economía planificada como la china, el PIB no es solo una medida *ex post* de la capacidad productiva, sino que es un objetivo tomado en los planes quinquenales con antelación, y que se establece a diferentes niveles, tanto nacional como regionalmente. Una primera consecuencia de esto es que, cuando la actividad cae por debajo del objetivo marcado, las autoridades suelen buscar aplicar estímulos, a veces en el pasado sin una adecuada evaluación sobre la sostenibilidad del crecimiento y los efectos adversos a largo plazo de esos estímulos. La segunda consecuencia es que, cuando los ▷

¹ En junio de 2015, el gasto público aumentó apenas un 1% a/a, lo que contrasta con el 18,5% de un año antes.

estímulos no son suficientes para que en el corto plazo vuelva el crecimiento al objetivo, o más recientemente, si no se considera adecuado escalar los estímulos aún más, por un motivo reputacional las estadísticas se acaban falseando o distorsionando, especialmente a nivel regional.

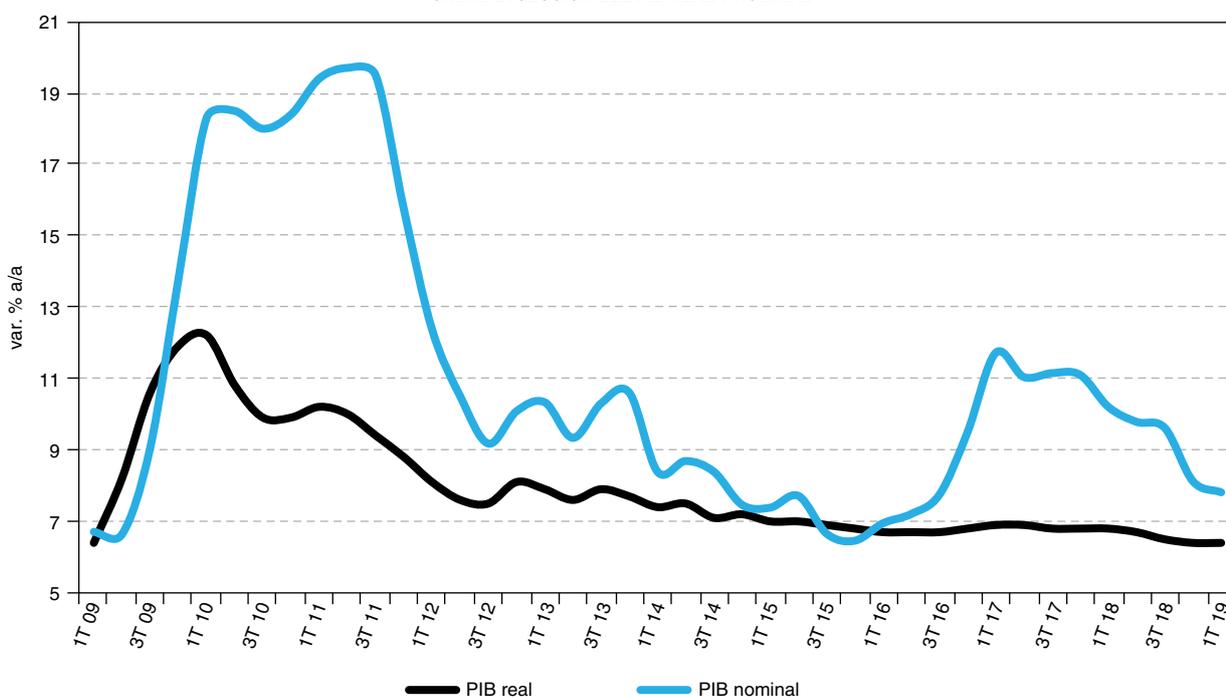
Mientras que ciertas estadísticas son directamente poco fiables (tasa de desempleo, ciertos datos de consumo) y otras suelen estar infladas (cogiendo los datos de PIB por región y sumando el valor para todas las regiones, el valor supera con creces el del PIB nacional), lo cierto es que los datos sobre el PIB nacional parecen bastantes creíbles², especialmente cuando nos fijamos en los promedios históricos

y en los valores nominales. Simplemente, la serie del PIB real suele ser suavizada para aproximarla al objetivo, jugando para ello con el deflactor del PIB. Es por este motivo que la evolución cíclica de la actividad queda mejor reflejada en los datos del PIB nominal que, como vemos en el Gráfico 2, pasó primero del 11% a finales de 2013 al 7,0% en 2015. Y luego rebotó alcanzando el 8,0% en 2016 y el 11,3% en 2017.

En un primer momento, el repunte de la actividad entre mediados de 2016 y finales de 2017 estuvo apoyado no solo por la atenuación de los lastres cíclicos comentados, sino también por mayores estímulos públicos y aumento del crédito, reactivando las fuentes tradicionales de crecimiento (inversión en infraestructuras e inmobiliaria, reviviendo con ello al sector industrial). Sin embargo, a lo largo de 2017 las políticas monetarias y fiscales se ▷

² La mayoría de estudios no encuentra un sesgo persistente en los datos del PIB real, aunque algunos estudios recientes sí apuntan cierta sobreestimación persistente en los datos de crecimiento de China a partir de 2008. Chen, Hsieh y Song (2019) encuentran que el crecimiento entre 2008-2016 habría sido 1,7 puntos menor a lo publicado.

GRÁFICO 2
CHINA: EVOLUCIÓN DEL PIB REAL Y NOMINAL



Fuente: Datastream y Dirección de Estudios de Repsol.

fueron endurecieron a medida que las autoridades pasaban de priorizar el crecimiento a centrarse en contener los riesgos por el excesivo endeudamiento.

Así llegamos a 2018, año durante el cual la actividad comenzó una nueva moderación, aún en marcha. Atendiendo a los datos del PIB real, el crecimiento de China pasó del 6,8% en 2017 a un 6,6% en el conjunto de 2018 y un 6,4% tanto en el cuarto trimestre de 2018 como el primer trimestre de 2019. Pero entre los analistas planean dos preguntas claves para entender la realidad de la economía china. La primera es si la actual desaceleración está siendo mucho más brusca de lo reflejado en las cifras oficiales. La segunda cuestión es discernir si la desaceleración se explica principalmente por factores externos o domésticos, y transitorios o estructurales.

Respecto a la primera pregunta, atendiendo a la evolución del PIB nominal y de otros indicadores de actividad, parece que la moderación de la actividad iniciada durante 2018 esta siendo menos brusca, pero más persistente, que la ocurrida durante 2014-2015.

Responder a la segunda pregunta es más complicado, pues en la moderación están influyendo múltiples factores que interaccionan entre ellos. Pero podemos tratar de entender los mecanismos a través de los cuales opera cada factor y su importancia relativa.

2. Factores que explican la desaceleración de la actividad durante 2018

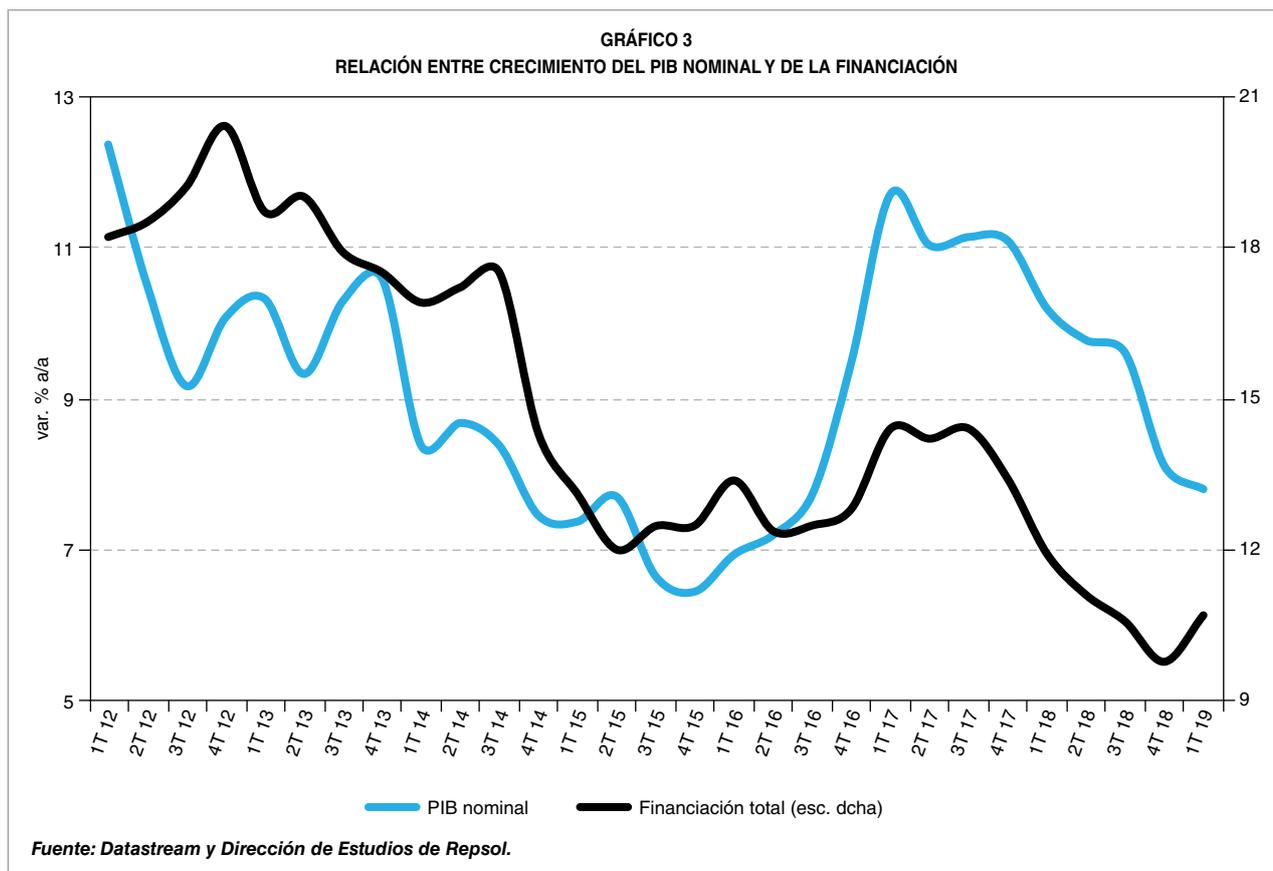
Un primer candidato a culpable del menor crecimiento en China son las hostilidades comerciales con EE UU, país que durante 2018 incrementó los aranceles al gigante asiático y

amenazó con ampliarlos del 10% al 25% para productos por 200.000 millones de dólares (como después anunció en mayo de 2019). Sin embargo, estas tensiones comerciales no afectaron mucho al flujo de exportaciones de China hasta noviembre, e incluso en algunos meses las exportaciones fueron muy altas al adelantarse los pedidos al momento previo de las subidas arancelarias. A partir de noviembre sí que hubo una corrección de las exportaciones, pero previamente el efecto negativo de las tensiones comerciales se debió únicamente a efectos indirectos vía menor confianza y atraso de decisiones de inversión.

Por tanto, parece que hay factores adicionales que también han influido, especialmente si tenemos en consideración que la desaceleración de la actividad comenzó ya en el primer trimestre de 2018, cuando las tensiones comerciales apenas tenían aún relevancia.

Si analizamos la evolución de la eficiencia del crédito, comparando la evolución del crecimiento del PIB nominal con la cantidad de financiación que se necesita para lograr esta expansión de la actividad, vemos que después de un repunte durante 2017, esta ha vuelto a deteriorarse durante 2018. La pérdida en la eficiencia de la financiación disponible para la economía apunta a los factores domésticos, relacionados con los problemas estructurales derivados del alto endeudamiento, en especial de las empresas estatales, y los intereses creados que obstaculizan las reformas, como los principales culpables de la actual moderación de China.

Sin embargo, la realidad es más compleja. Analizando el funcionamiento de la economía china y los datos recientes encontramos que el deterioro en la eficiencia del crédito se debe principalmente a una peor asignación del crédito. Y en parte la mala asignación del ▷



crédito sí se explica por los excesos previos al haberse generado empresas zombis, que colapsarían sin que los bancos extendieran continuamente el vencimiento de sus préstamos; los bancos dedican parte de su crédito nuevo, en lugar de a actividades productivas, a mantener vivas estas empresas refinanciando los pagos de las deudas existentes.

Pero parece que ha habido otro factor adicional que ha sido clave a la hora de entender el deterioro en la asignación del crédito y del crecimiento de la actividad durante 2018. Este factor se relaciona con las diferencias en el acceso a la financiación entre empresas públicas y privadas. Durante 2018 se acabó generando un *credit crunch* para las empresas privadas, que son normalmente las más dinámicas, en un contexto de i) cambio en la regulación financiera para contener riesgos, ii) percepción de

que el Gobierno aumenta su apoyo a las empresas públicas, iii) incremento en la incertidumbre económica.

3. Entendiendo la restricción del crédito sufrida por las empresas privadas

Durante 2017, en vista de que la actividad había rebotado y conscientes de los riesgos derivados del alto endeudamiento (la deuda bruta aumentó del 171 % al 295 % del PIB entre el cuarto trimestre de 2008 y el máximo del tercer trimestre de 2017), las autoridades chinas comenzaron a aplicar una regulación más estricta, buscando moderar la expansión del nuevo crédito y facilitar el desapalancamiento de la economía. ▷

Lograr un avance en el desapalancamiento es importante, porque apuntalaría el crecimiento a largo plazo de China y reduciría los riesgos. Pero esto es un ejercicio delicado, pues se debe llevar a cabo sin frenar demasiado la actividad a corto plazo (hay que recordar que lo que importa es la ratio deuda/PIB nominal, por lo que si la actividad e inflación se moderan más que el endeudamiento, la situación acabará siendo peor que la de partida).

Inicialmente, en 2017 pareció que la moderación del nuevo crédito era compatible con un alto dinamismo de la actividad. El avance en el cambio del patrón de crecimiento juega un importante papel aquí; los motores de crecimiento dominantes no son los sectores manufactureros tradicionales, altamente dependientes del crédito, sino los nuevos sectores manufactureros y de servicios relacionados con las tecnologías de la información y de la comunicación, menos intensivos en crédito. Por tanto, el reequilibrio de la economía favorece una menor intensidad del crédito. Además, la regulación buscó priorizar el crédito bancario tradicional y restringir y controlar mejor el *shadow banking*³, que en otros países tradicionalmente se ha asociado a crédito en peores condiciones y que financia operaciones más arriesgadas e incluso especulativas, y que por tanto suele tener una correlación menor con la actividad real.

Pero en China la oferta de crédito bancario tiende a dirigirse de forma preferencial a las empresas estatales, en lugar de fijarse únicamente en criterios de eficiencia. En el corazón

del problema están las garantías estatales implícitas; los bancos asumen que el Estado, queriendo apoyar el crecimiento del PIB y prevenir el desempleo, rescatará no solo a los Gobiernos locales insolventes, sino también a las empresas estatales.

Las empresas privadas, en los años de crecimiento de dos dígitos de la economía china, solían financiar gran parte de su inversión de capital utilizando ganancias en lugar de préstamos. Sin embargo, a medida que los beneficios corporativos han dejado de crecer a tasas tan elevadas, muchas empresas privadas en China han acabado mayoritariamente recurriendo al *shadow banking* para financiarse.

De esta forma, el cambio regulatorio implementado en China entre 2017 y 2018, que aumentó el control y restringió el *shadow banking*, de forma natural acabó dañando el acceso al crédito para las empresas privadas, que son en general las más productivas.

Además, un contexto de desaceleración de la actividad agravó la situación, endureciendo aún más la financiación para las empresas privadas. Mientras que las empresas públicas siguen gozando de la garantía estatal implícita, la mayor incertidumbre económica determina que los préstamos a la empresa privada tengan más riesgo, provocando aún una mayor concentración del crédito bancario en las empresas estatales.

A ello hay que añadir que la «guerra comercial» con EE UU empeora los problemas de los empresarios chinos. Por un lado, las empresas privadas representan el 90% de las exportaciones, por lo que las afecta directamente. Por otro lado, los anuncios de aranceles han hecho caer el mercado de valores del país, lo que erosiona aún más la capacidad de las empresas privadas para recaudar fondos, ya que una práctica habitual es poner las acciones ▷

³ De hecho, el aumento de los préstamos bancarios se mantuvo durante 2017 y 2018 estable en torno al 13%, mientras que se observó una fuerte caída de los *trust loans* (créditos no colateralizados entre empresas), y sobre todo de los *entrusted loans* (créditos entre empresas intermediados por bancos a través de la recolección del capital y los intereses y el cobro de una comisión como gestión, de forma que se percibe el banco como una garantía implícita, aunque legalmente no tienen esa obligación) y de las *bank acceptance bills* (letras de crédito emitidas por bancos colateralizados, en parte, por depósitos).

como garantía en los préstamos. Incluso, durante 2018, a medida que los precios de sus acciones caían, más de sesenta empresas cotizadas se veían obligadas a vender participaciones significativas a grupos estatales, siendo efectivamente nacionalizadas.

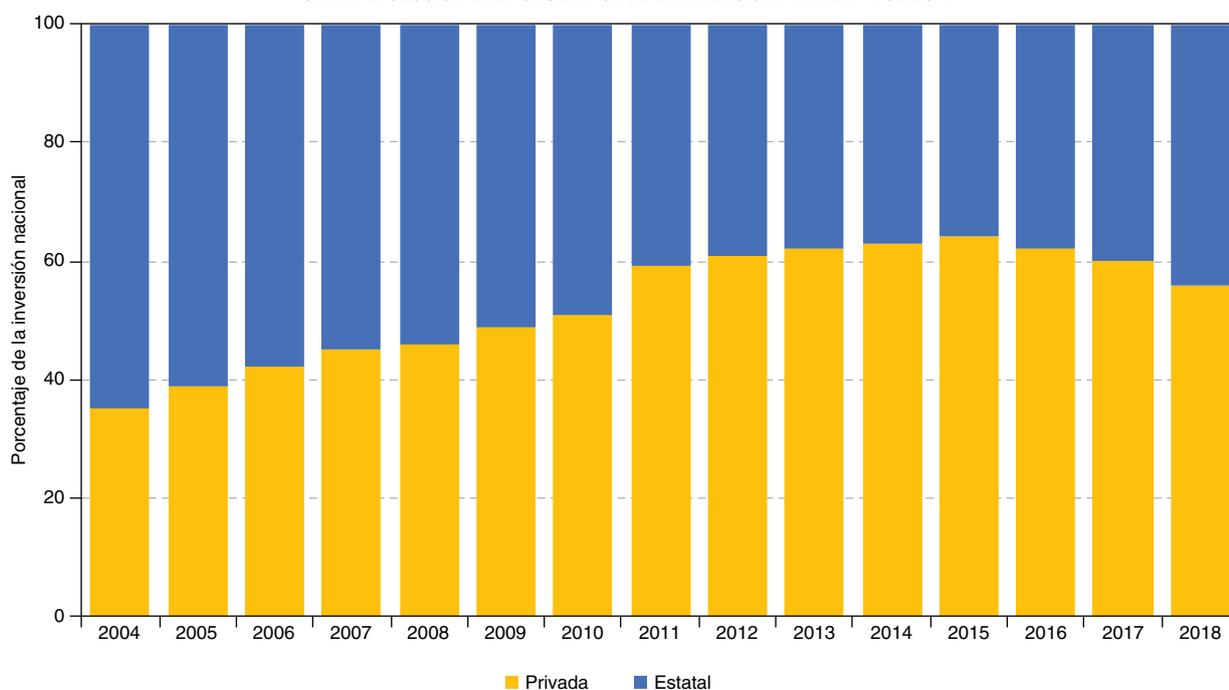
La confianza de los empresarios se ha visto deteriorada más allá de este clima de menores beneficios y menor acceso a la financiación. Muchos empresarios tienen la sensación de que, tras décadas de reformas económicas, estas se han estancado. Además, está aumentando la percepción de Xi Jinping como un líder no solo fuerte, sino determinado a incrementar el poder del Estado y a construir un régimen más intrusivo⁴. La frase que a menudo usan los emprendedores para describir el cambio de

humor de la China post-Xi es «*guo jin min tui*», que significa «el Estado avanza a medida que el sector privado se retira».

Tampoco se puede obviar el papel que han jugado en la confianza de los empresarios otros factores: a muchas empresas del sector privado, especialmente las más pequeñas, se les ha permitido durante mucho tiempo que no se adhieran a las normas sobre el medioambiente y a las contribuciones a la Seguridad Social. Pero durante 2017 y 2018, el Gobierno comenzó a hacer cumplir esas leyes de manera más estricta. Finalmente, el intercambio automático de información financiera entre las principales economías del mundo ha permitido que el Ejecutivo esté al tanto de las cuentas bancarias y activos no declarados que los residentes chinos tienen en el exterior, y que alcanzarían 1 billón de dólares. Esto ha transformado esos fondos, que podían ser usados ▷

⁴ La tecnología está siendo utilizada para crear bases de datos de «crédito social» y vigilar a los ciudadanos.

GRÁFICO 4
CHINA: EVOLUCIÓN DEL PORCENTAJE DE LA INVERSIÓN PRIVADA Y PÚBLICA



Fuente: Datastream y Dirección de Estudios de Repsol.

por los empresarios como botes salvavidas financieros en momentos difíciles, en un motivo de preocupación y ansiedad ante la posibilidad de ser acusados por evasión fiscal.

El resultado del fuerte endurecimiento de las condiciones financieras para las empresas privadas chinas y de un clima de negocios más adverso fue: i) un frenazo de la inversión privada, ii) un fuerte deterioro en la eficiencia del crédito en China, no solo por los problemas estructurales, sino por una repentina concentración del crédito en las empresas estatales, que son menos productivas.

En resumen, el cambio regulatorio sobre el crédito en un entorno de deterioro de la confianza y perspectivas parece ser el factor más relevante a la hora de explicar la desaceleración de la economía china iniciada en 2018. Ahora bien, aunque la guerra comercial con EE UU no tuvo hasta finales de 2018 un impacto directo elevado, sí fue importante para agravar la mala asignación del crédito.

4. Evolución económica reciente y perspectivas

En medio de esta desaceleración de la actividad, las autoridades comenzaron durante 2018 a girar la prioridad de sus políticas, de avanzar en el desapalancamiento y a buscar estabilizar el crecimiento con nuevas medidas de estímulo. Así, a partir de la segunda mitad de 2018 se implementaron varias iniciativas de flexibilización monetaria para impulsar el crédito, especialmente al sector privado. Las medidas incluyeron la reducción del coeficiente de reservas y la inyección de liquidez interbancaria a gran escala a través de varias facilidades del banco central.

Las autoridades han puesto aún más énfasis en las medidas fiscales. Aunque durante

2018 se relajaron las regulaciones sobre los préstamos a los Gobiernos locales para que estos tengan más fondos para apoyar la inversión en infraestructura, el estímulo fiscal se centra ahora menos en el aumento del gasto y más en la reducción de impuestos⁵ que ayuden al sector privado. Así, en 2019 entraron en vigor reducciones en el gravamen tanto a la renta personal como al IVA, a partir de enero y abril, respectivamente. Asimismo, se ha reducido la contribución de las empresas a la Seguridad Social, lo que ayudará a impulsar el empleo.

Finalmente, también hubo un giro en la política externa, buscando reducir las tensiones comerciales con EE UU.

La duda es si las medidas de estímulo pueden ser suficientes para conseguir su propósito de estabilizar el ritmo de crecimiento. Por un lado, las medidas adoptadas tienen que ser ahora más modestas que en el pasado, ya que las autoridades son conscientes de los riesgos del excesivo endeudamiento de parte del sector empresarial. También, al focalizar el impulso fiscal en la bajada de impuestos en lugar del gasto en infraestructuras, el multiplicador puede ser menor al depender de la propensión marginal a consumir de los agentes. Por otro lado, la transmisión de los estímulos monetarios a la actividad real también puede ser menor si el crédito sigue concentrándose en empresas poco eficientes y con problemas de sobreendeudamiento, o si vuelven las salidas de capitales (pues estas suponen un drenaje de la liquidez que contrarrestaría su pretendido aumento vía reducción del coeficiente de reservas bancarias).

En todo caso, durante el primer trimestre de 2019 el PIB real creció un 6,4% interanual, ▷

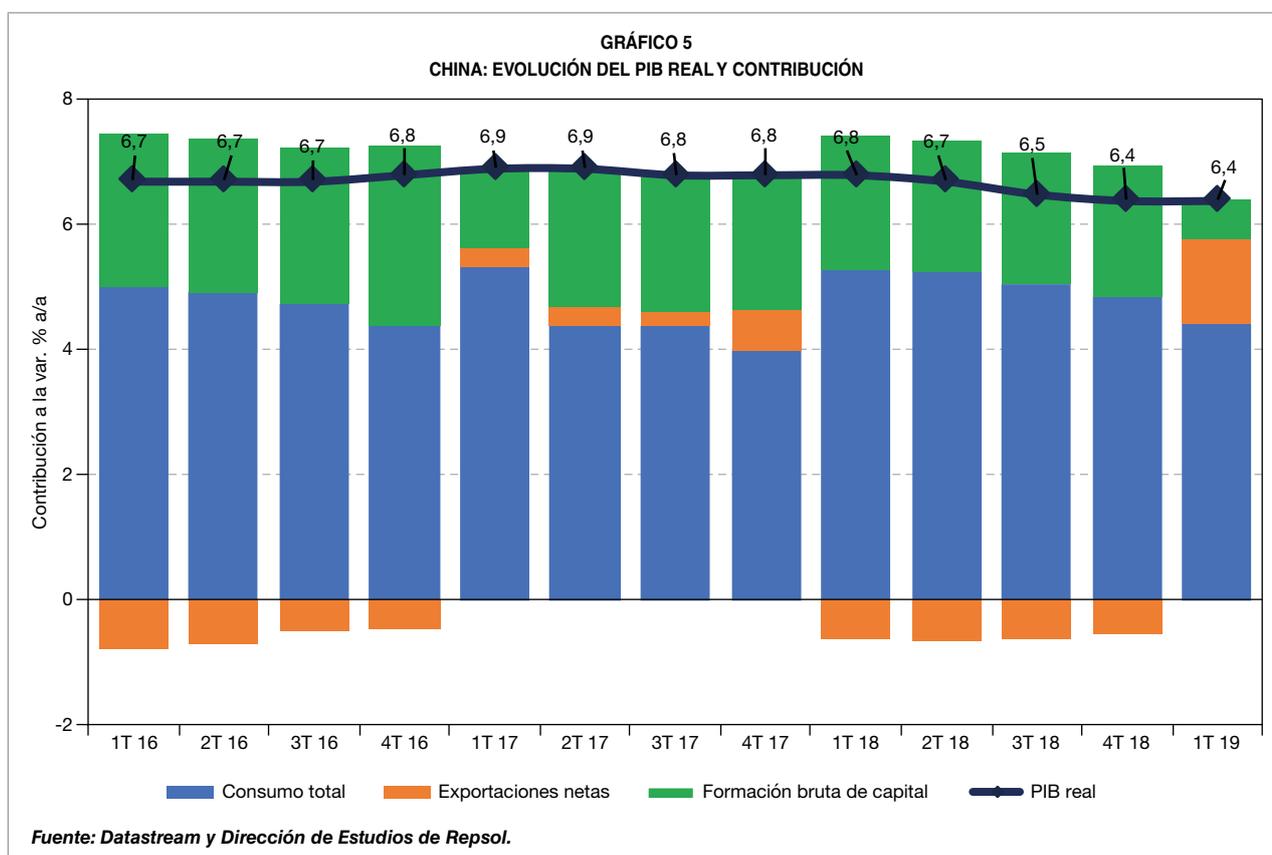
⁵ En el Congreso Anual el Gobierno se comprometió a reducir los impuestos y las contribuciones a la Seguridad Social en 2 billones de renminbis durante 2019, lo que equivale al 2,2% del PIB.

misma tasa que durante el último trimestre del año previo, aliviando los miedos a un «aterri-zaje brusco». La composición del crecimiento del conjunto del trimestre aún muestra una economía frágil; la recuperación de la actividad estuvo liderada por las exportaciones netas, que pasan a contribuir casi un punto y medio al crecimiento debido a una mayor moderación del volumen de las importaciones (+0,3% interanual) que de las exportaciones (+6,2%). Sin embargo, la inversión pasó de aportar algo más de dos puntos de crecimiento en los últimos trimestres a menos de un punto en el primer trimestre de 2019.

No obstante, al analizar los datos de actividad mensuales, se observa cómo la demanda interna ha ido ganando dinamismo durante el trimestre, mostrando en marzo una recuperación bastante clara. Así, las ventas minoristas aumentaron un 8,7% interanual en marzo,

frente al 8,2% de enero-febrero. La inversión también se incrementó, aunque por ahora concentrada en actividades de construcción o inversión residencial y menos en manufactura, pues la mejora en la confianza no está aún suficientemente consolidada como para ampliar capacidad. Pero los indicadores de oferta evidencian que se han relajado las restricciones de financiación a las empresas, con la producción industrial creciendo un 8,5% interanual en marzo, frente al 5,3% de enero-febrero.

En lo relativo a la inflación, esta se ha mantenido muy contenida en China. Así, el índice general se situó en abril de 2019 en el 2,5% interanual, lejos del 3% objetivo, pese a subir desde el 1,5% de los meses previos únicamente por el mayor precio de la carne de cerdo y otros alimentos. Además, a futuro los recortes anunciados en la tasa del IVA ejercerán presión a la baja sobre el nivel general de ▷



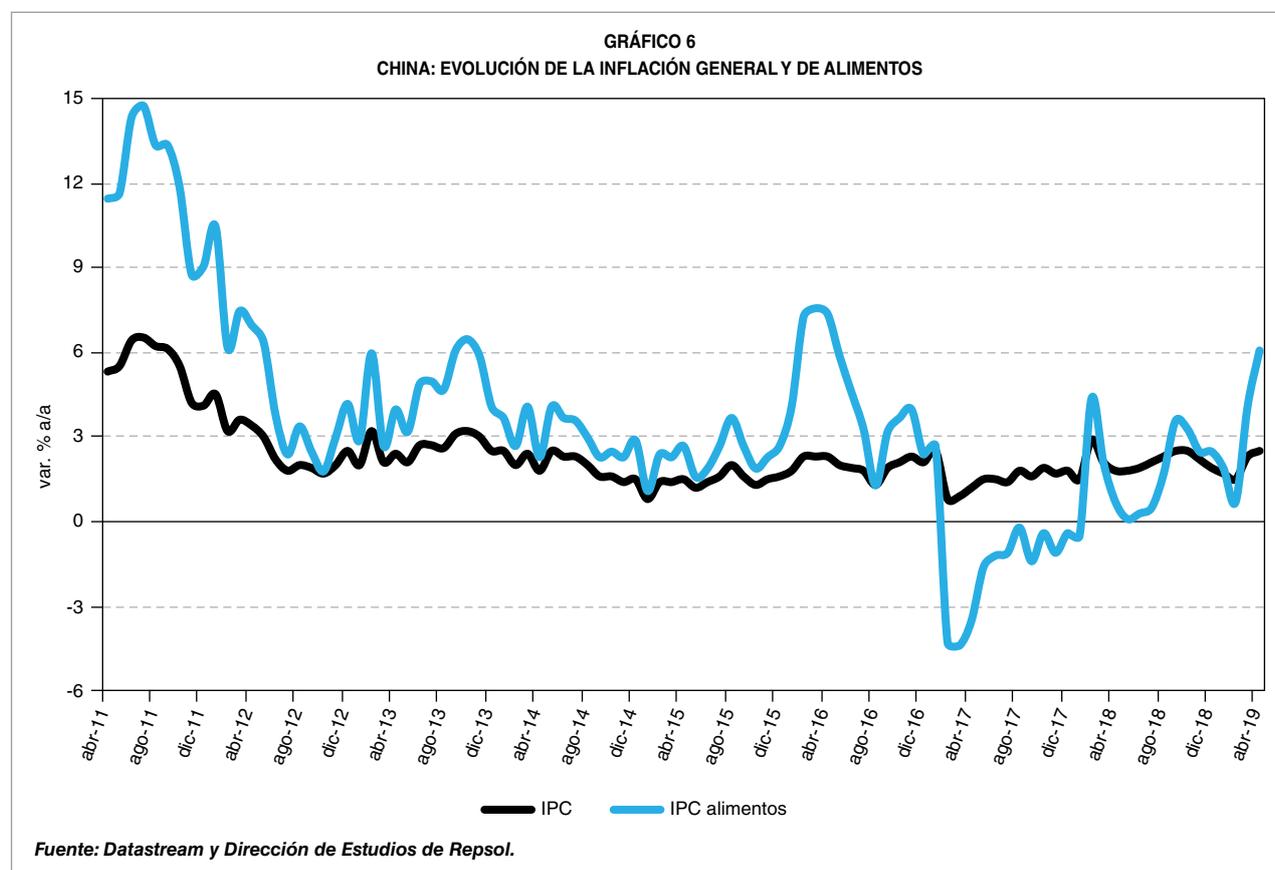
precios. Y los precios de producción se situaron en terreno negativo durante buena parte de 2018, saliendo de la deflación recientemente ante cierta recuperación de la actividad industrial.

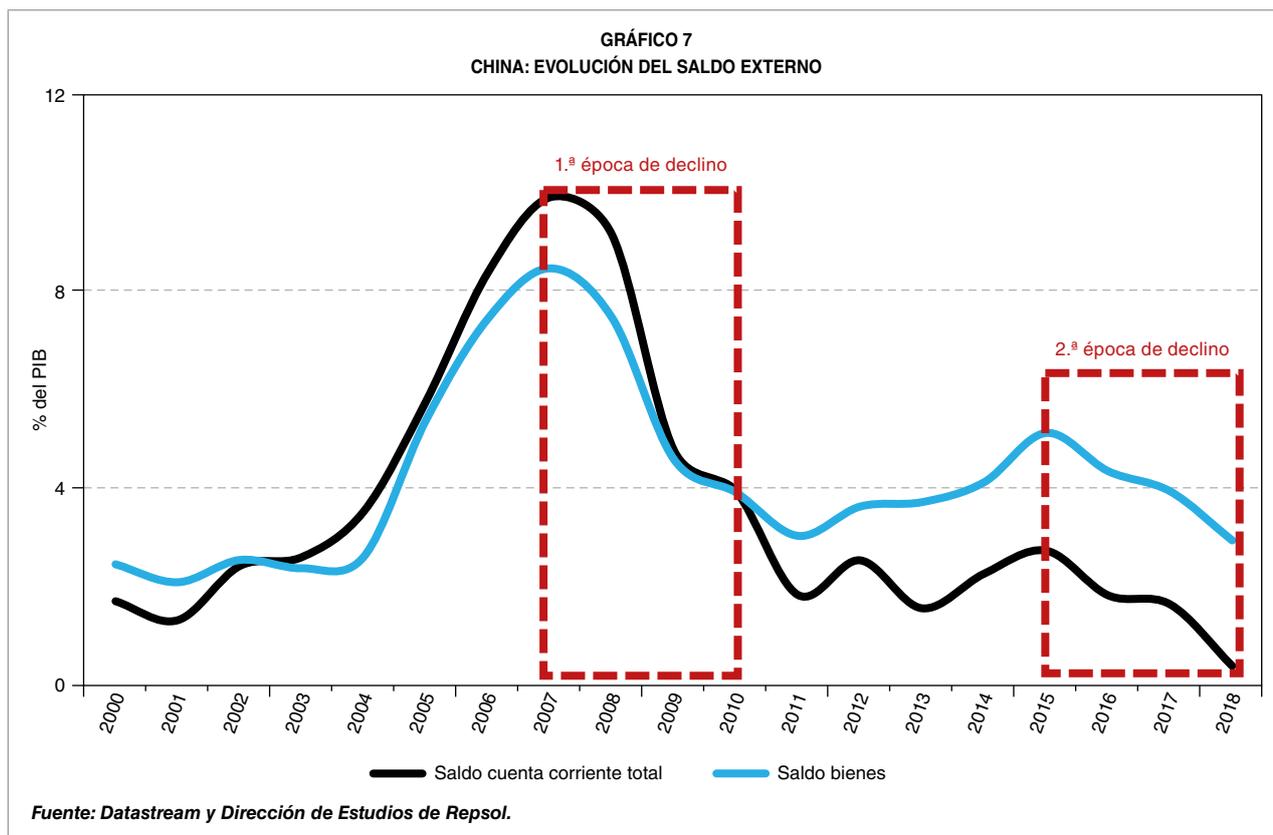
En cuanto al sector externo, el superávit por cuenta corriente de China prácticamente ha desaparecido, pasando del 9,9% en 2007 al 0,4% del PIB en 2018. En general, dado que la demanda interna china crece más rápido que la de sus socios comerciales, el avance de las importaciones debería tender a superar al de las exportaciones. En el pasado, China compensaba esto con la ganancia en la cuota global de sus exportaciones, pero esas ganancias se han vuelto más difíciles en la actualidad. También su consumo, previamente reprimido, está aumentando su peso, lo que aumenta la presión sobre las importaciones. Todo esto

hace que el superávit comercial se esté moderando pese a que, en las cadenas de valor, los fabricantes locales estén incrementando gradualmente su abastecimiento de componentes intermedios de marcas extranjeras a marcas nacionales. Pero la reducción del superávit externo se explica en mayor medida por la ampliación del déficit de servicios ante el aumento de turistas chinos.

Durante 2018 la tendencia de reducción del superávit externo se aceleró ante los mayores precios del crudo (China es un importador neto) y el freno del comercio internacional, lo que hace proyectar que el saldo externo pase a un déficit en 2019.

Además, el menor dinamismo de la actividad y fortalecimiento del dólar provocaron un aumento de las salidas de capitales durante parte de 2018. Esto, como ya hemos explicado, ▷



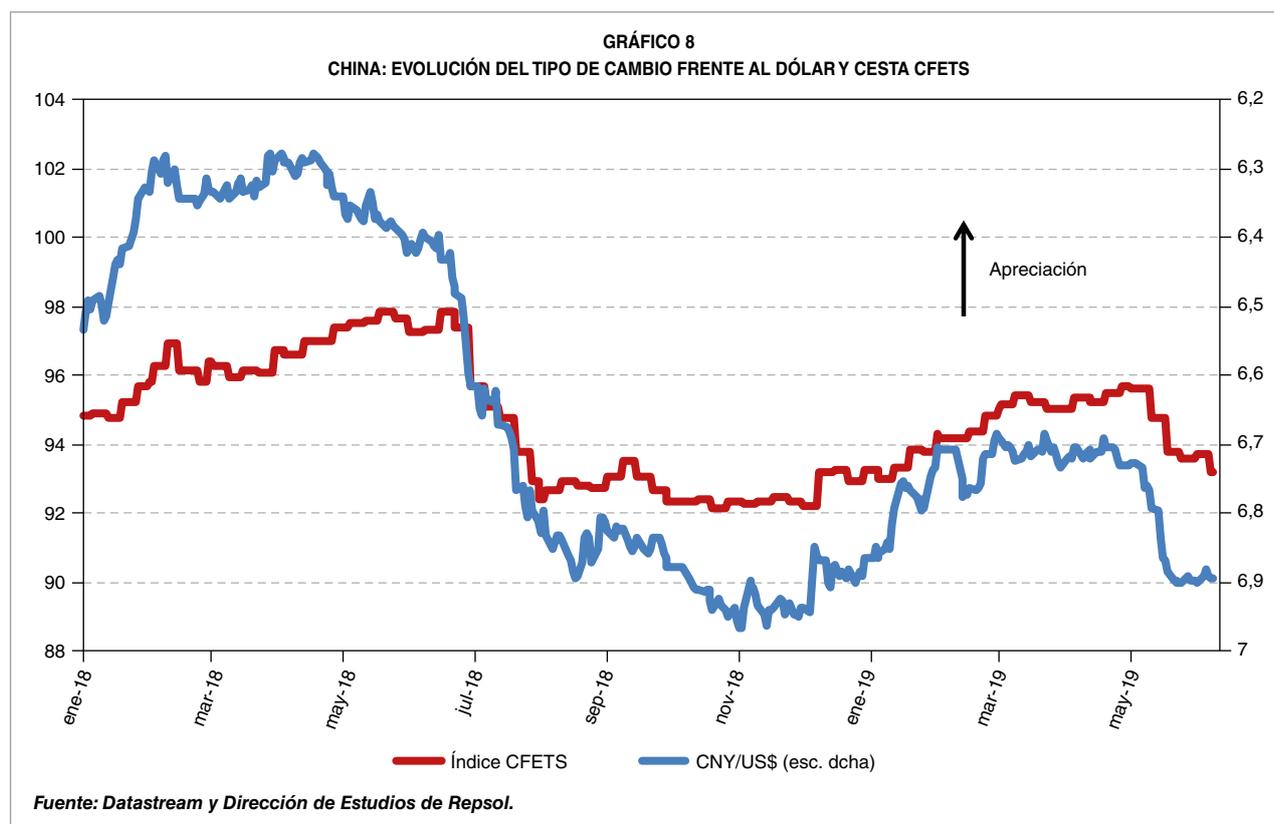


resultaba problemático, pues la liquidez inyectada por el banco central para estimular la actividad doméstica se acababa perdiendo al salir el capital fuera del país. Sin embargo, la gestión de las autoridades logró encauzar la situación y frenar las salidas de capitales. Por un lado, el tipo de cambio se estabilizó, evitando expectativas de mayor depreciación que hubieran alentado mayores salidas de capitales. Por otro lado, las autoridades impulsaron la apertura del mercado nacional de acciones y bonos; con la inclusión de China en el índice MSCI Emerging Market y Bloomberg-Barclay en el primer trimestre de 2019, muchos inversionistas pasivos de todo el mundo aumentaron su exposición al mercado de capitales de China para igualar su cartera con estos índices.

Como resultado, las reservas internacionales disminuyeron durante 2018 en 67.240 millones de dólares (al situarse las salidas de

capitales por encima del menguante superávit externo), pero ha aumentado en los cuatro primeros meses de 2019 en 22.400 millones de dólares, hasta situarse en 3,1 billones de dólares en abril.

El renminbi se depreció en el conjunto de 2018 un 6% frente al dólar estadounidense, pero, a diferencia del episodio de 2015, esto no dio lugar entonces a salidas de capitales persistentes. El motivo radica en que la gestión del tipo de cambio es ahora diferente. El banco central viene, de manera progresiva, favoreciendo que las fuerzas del mercado tengan mayor peso en la determinación del valor del renminbi. En el periodo 2015-2016, el banco central gastó alrededor de 1.000 millones de dólares de las reservas de divisas para apuntalar el renminbi. En la actualidad, el banco central ya no interviene regularmente en el mercado de divisas y no tiene un objetivo de tipo de cambio. ▷



Esta flexibilidad del régimen cambiario ha sido cada vez más evidente desde el inicio del año 2018. Después de alcanzar un máximo de 6,26 renminbis frente al dólar en febrero de ese año, el renminbi se depreció hasta un nivel de 6,97 a final de octubre, una caída del 10%, para después volver a apreciarse y situarse en un nivel de 6,70 hasta inicios de mayo de 2019, cuando el recrudecimiento de las tensiones comerciales lo volvieron a depreciar. Pero a pesar de estas oscilaciones en el tipo de cambio bilateral frente al dólar, el renminbi se ha mantenido, en general, estable frente a la cesta de divisas ponderada por el comercio que usa de referencia su banco central (CFETS⁶). Esto

sucedió con poca intervención del banco central⁷. Un tipo de cambio flexible actúa como un estabilizador automático de dos maneras. Primero, sirve como una válvula de seguridad que responde y alivia las presiones de los flujos de capital. Segundo, y más fundamentalmente, un tipo de cambio flexible da más espacio al banco central para usar los tipos de interés y otras herramientas de política monetaria, como el coeficiente de reservas bancarias, con el propósito de estabilizar la economía. Esto, a su vez, ayuda a estabilizar el tipo de cambio.

De esta forma, la política monetaria en China pudo adquirir, durante 2018, un tono más expansivo en respuesta a la moderación del ▷

⁶ La cesta CFETS (China Foreign Exchange Trade System) se creó en diciembre de 2015 y ponderaba inicialmente el renminbi frente a trece divisas en función del peso de su comercio. A inicios de 2017 se amplió la base de comparación a veinticuatro países, siendo el dólar la divisa con mayor ponderación.

⁷ Entre agosto y octubre de 2018, cuando el tipo de cambio se aproximaba a 7 renminbis por dólar, el banco central sí estuvo interviniendo de forma más activa para evitar una mayor depreciación. Además, las autoridades volvieron a introducir el «factor contracíclico» para hacer menos previsible la evolución a corto plazo y desincentivar así operaciones especulativas.

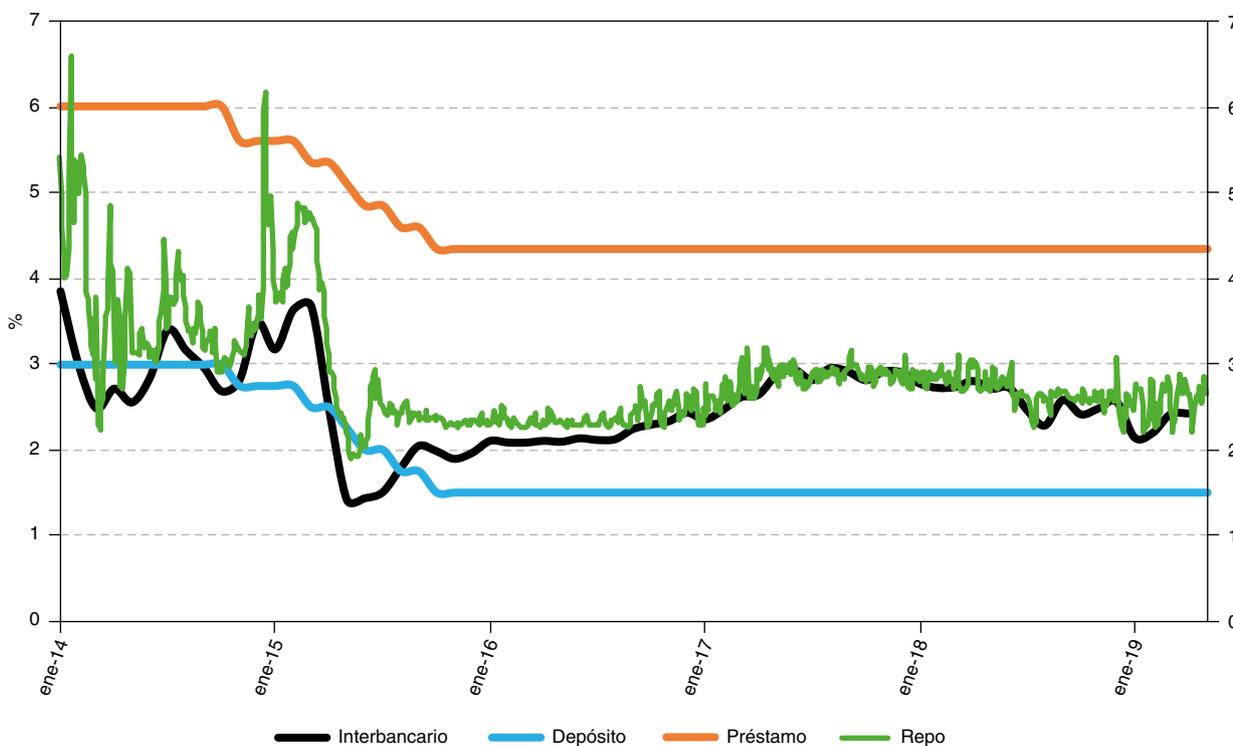
crecimiento, pese a que la Fed elevó las tasas de interés cuatro veces durante el año. Mientras, el banco central chino no alteró los tipos de interés de referencia a préstamos y depósitos⁸, pero para mejorar la trasmisión monetaria aumentó las inyecciones de liquidez (a través de cuatro reducciones en el coeficiente de reservas bancarias y del uso de facilidades de crédito), instando a los bancos a traspasar los menores costes de financiación a sus prestatarios. Consciente de las dificultades de las empresas privadas para conseguir financiación, el banco central condicionó los recortes en el coeficiente de reservas bancarias a que los nuevos préstamos bancarios alcanzaran en proporción suficiente al sector privado.

⁸ No los elevó, pero tampoco los redujo, buscando no disminuir demasiado el diferencial de tasas de interés con EE UU para no exacerbar las salidas de capital.

El banco central también ajustó los tipos de interés de varias facilidades crediticias y de los repos inversos, dentro del nuevo marco de política monetaria, que consiste en un corredor de tipos de interés y una guía para los tipos de los préstamos a medio plazo. Finalmente, las autoridades también alentaron a los bancos a reponer capital a través de la emisión de bonos perpetuos, al ser reconocidos por el regulador bancario chino como capital cualificado de nivel I. Al hacerlo, de nuevo las autoridades tratan de presionar a los bancos para que mejoren su apetito por el riesgo y vuelvan a prestar a las empresas privadas, pues el aumento del capital mejora su capacidad para absorber pérdidas potenciales.

Ahora bien, estas medidas están siendo solo parcialmente efectivas en reducir el coste de financiación a la economía real; la tasa ▷

GRÁFICO 9
CHINA: EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS



Fuente: Datastream y Dirección de Estudios de Repsol.

interbancaria a tres meses ha bajado solo levemente y se sitúa en el 2,75%. Más exitosa ha sido la reactivación del crédito; el aumento de los nuevos préstamos bancarios, que estaba estable en tasas del 13%, se aceleró hasta el 13,7% interanual en el primer trimestre de 2019. Mientras, el crédito en la sombra ha dejado de contraerse y la emisión de bonos de Gobiernos locales está repuntando. En total, la media más amplia de crecimiento crediticio aumentó en marzo de 2019 un 11,3% interanual, frente al 10,1% a final de 2018. Además, hay evidencia de que los grandes bancos estatales están dirigiendo el nuevo crédito a la empresa privada, más productiva, pero que, como ya comentamos anteriormente, había sufrido un desplazamiento en favor de la empresa estatal.

En todo caso, el aumento del crédito hay que tomarlo con cautela; el crecimiento del crédito durante el primer trimestre de 2019 se debió principalmente a la financiación a muy corto plazo, que representó alrededor del 50% del crecimiento del nuevo crédito. Dado que una gran parte de esta financiación vencerá en los próximos meses, esto puede suponer un obstáculo para el crecimiento del crédito más adelante.

Por otro lado, la apertura gradual de la cuenta de capital está llevando a una mayor recepción de flujos de inversión de no residentes en la segunda parte de 2018 y 2019. El acceso al mercado de bonos chinos de los inversores internacionales, en la medida en que se trata de una apertura en una única dirección (los inversores chinos aún no pueden acceder al mercado de deuda internacional), podría favorecer a futuro una mayor caída de tipos de interés y reducir el coste de la deuda.

Mientras, la política fiscal también ha tomado un cariz más expansivo. El Gobierno ha aprobado rebajas fiscales, que ayudarán

durante este año al sector privado, y medidas para incentivar el gasto municipal en infraestructuras, en un estímulo fiscal que se estima en torno al 1,0% del PIB. El objetivo de déficit presupuestario ha pasado del 2,6% del PIB registrado en 2019 al 2,8% del PIB en 2019. En realidad, el impulso fiscal será mayor de lo indicado por esta cifra, pues la cuota de emisión de bonos para los Gobiernos locales, que está excluida del cálculo del déficit presupuestario, pasa de 2,18 billones de yuanes en 2018 a 3,08 billones de yuanes en 2019 (un aumento del 0,9% del PIB respecto a 2018). De esta forma, el FMI estima que el «déficit aumentado» (que incorpora también el endeudamiento vía vehículos de inversión de los Gobiernos locales y venta de tierra), aumentará en un 1 punto entre 2018 y 2019, del 10,6% del PIB al 11,6%. En todo caso, este aumento es claramente inferior al ocurrido en la desaceleración previa, cuando aumentó del 10,2% del PIB en 2015 al 12,4% en 2016.

La deuda general del Gobierno (incluida la de los Gobiernos locales y sus entidades) sigue siendo manejable, en torno al 65% del PIB. Y una parte cada vez mayor de esta deuda se financia a través del balance oficial del Gobierno, en lugar de a través de vehículos de financiación opacos.

La política fiscal está siendo clave, no solo para estimular la economía, sino para apoyar la transición en el modelo de crecimiento de China. En este sentido, hay que destacar que China está llevando, aunque de forma gradual y sin hacer ruido, una profunda reforma de su sistema fiscal. Así, ha racionalizado la dinámica fiscal entre los Gobiernos locales y central, introducido impuestos ecológicos, y avanzado en un impuesto a la propiedad residencial a nivel nacional que ayudará a reducir las distorsiones del mercado de la vivienda. Todo ▷

esto ha sido compatible con la gradual mejora de la red de seguridad social, que favorece el reequilibrio hacia el consumo, y con recortes impositivos o deducciones a empresas, especialmente para sectores específicos que se quieren promocionar.

Como punto débil cabe destacar que la recaudación tributaria se ha estancado en el 17,5% del PIB, con una fuerte dependencia de los impuestos indirectos, algo atípico en la etapa de desarrollo de China. Las autoridades deberían ampliar la base impositiva y buscar un sistema de ingresos más progresivo.

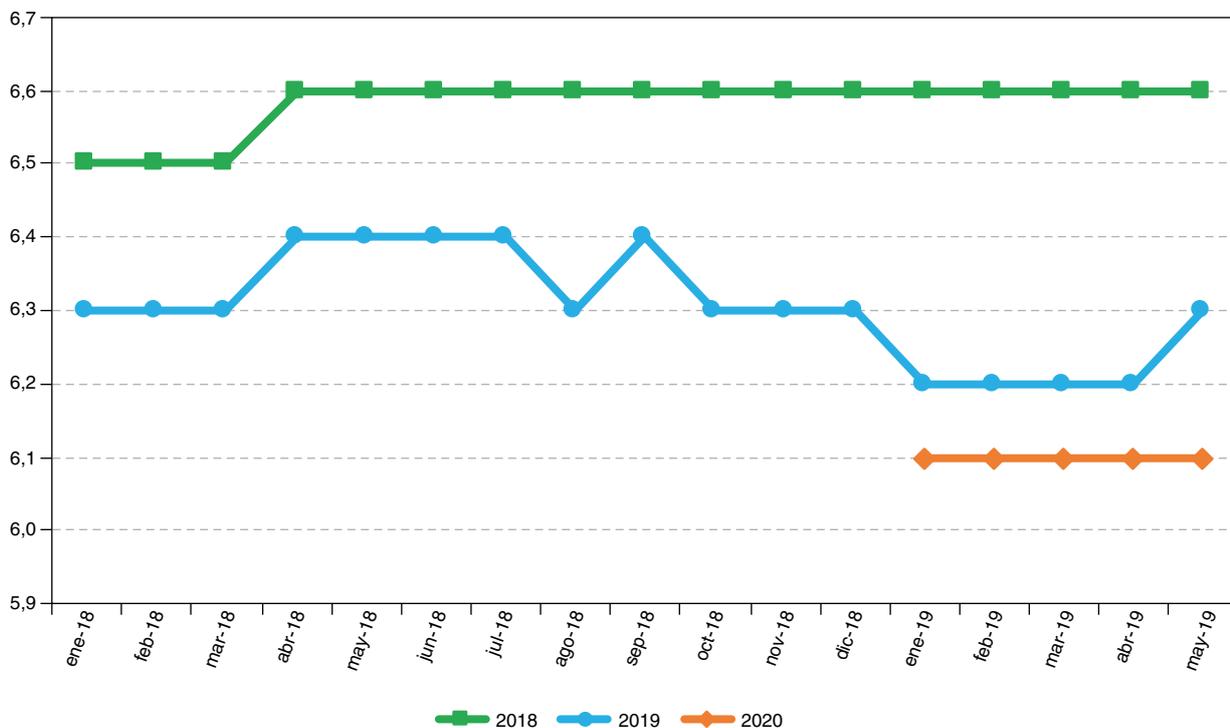
Las previsiones de Consensus, en mayo, apuntan a una gradual moderación de la actividad, con una expansión del 6,3% en 2019 y del 6,1% en 2020. Así, la perspectiva es que los mayores estímulos sean efectivos en contener el deterioro económico. El consumo seguirá siendo el principal motor del crecimiento, ya

que la renta disponible de los hogares está aumentando con las bajadas impositivas.

Además, el Gobierno tiene aún más bajadas de impuestos planeadas para estimular la compra de automóviles. De forma más estructural, los consumidores jóvenes tienen una propensión marginal mayor a consumir notablemente, por lo que hay una tendencia a que el consumo vaya ganando peso de forma natural. La desaceleración durante 2019 será explicada principalmente por la moderación del crecimiento de la inversión; la desaceleración de la inversión empresarial (afectada por el entorno de incertidumbre y menor confianza) y de la inversión residencial (ante el menor dinamismo de las ventas de vivienda) deberán más que compensar el repunte de la inversión en infraestructuras.

Los riesgos están sesgados a la baja ante los vaivenes de la disputa comercial de Trump ▷

GRÁFICO 10
CHINA: PREVISIONES DE CRECIMIENTO SEGÚN CONSENSUS FORECASTS (%)



Fuente: Consensus Forecasts y Dirección de Repsol.

con China. Algunas de las reivindicaciones de EE UU, además de reducir su déficit comercial bilateral, son que China mejore sus prácticas de respeto a los derechos de propiedad intelectual, elimine restricciones para el acceso al mercado doméstico para las empresas extranjeras y reduzca las subvenciones y ayudas a empresas estatales. También acusa a China de transferencia de tecnología forzada de las empresas extranjeras.

El pasado septiembre EE UU incrementó hasta el 10% los aranceles a una lista de 5.745 productos importados de China, y valorados en 200.000 millones de dólares, sumándose a los aranceles del 25% impuestos meses antes a bienes importados valorados en 50.000 millones de dólares. Y la amenaza de Trump era incrementarlo al 25% en febrero de 2019 si China renunciaba a negociar y mantenía sus prácticas comerciales. Pero las dos partes decidieron comenzar negociaciones y darse una tregua temporal.

Cuando la negociación parecía avanzar y estar próxima a su fin, ante algunas reticencias de China, Trump anunciaba el 10 de mayo de 2019 que los aranceles existentes sobre productos chinos valorados en 200.000 millones de dólares se elevarían del 10% al 25%.

Por tanto, de cara al futuro existe aún un amplio espectro de escenarios concebibles. Un acuerdo comercial parece aún factible, pero tampoco se puede descartar una escalada en la guerra comercial con los aranceles entre EE UU y China, extendiéndose a todos los productos. Las tensiones comerciales entre EE UU y China supusieron ya un freno para la economía china durante 2018, pero la escalada actual podría tener consecuencias mucho más graves. Por un lado, recordemos que en 2018 las exportaciones no disminuyeron hasta finales de año porque previamente se produjo un adelanto

en el volumen de exportaciones para anticiparse a posibles aumentos arancelarios. Por tanto, el impacto negativo durante 2018 se circunscribió a efectos indirectos vía deterioro de la confianza y retraso en decisiones de inversión ante la mayor incertidumbre. Pero ahora a esos efectos hay que sumar el impacto directo vía menores exportaciones. Por otro lado, hasta ahora, China ha podido compensar en parte el impacto negativo con la implementación de medidas de estímulo. Pero con el margen para amplios estímulos más reducido ante el elevado endeudamiento, cabe dudar de la capacidad de China para escalar los estímulos de forma suficiente si el *shock* externo es mayor.

Si las negociaciones en marcha no llegan a buen puerto y los mayores aranceles se mantienen, se estima un impacto adverso del PIB de China de 0,8 puntos porcentuales, tanto para 2019 como para 2020. Según el FMI, las medidas de estímulo podrían añadir 0,5 puntos de crecimiento, con lo que incluso pese a su implementación el crecimiento puede moderarse en tres décimas.

Además, esta compleja situación está poniendo a prueba la capacidad de las autoridades para gestionar la política económica. Por un lado, las autoridades deben impulsar la economía a través de la flexibilización de políticas, mientras que, por otro, deben garantizar que el estímulo no incremente demasiado el nivel de deuda general. Las autoridades deben encontrar el difícil equilibrio entre estímulos y la sostenibilidad de la deuda, y un error de políticas que exacerbe demasiado una de las dos direcciones podría tener un gran coste económico.

Por ahora, un aspecto positivo es que, a pesar del crecimiento del crédito, no se observa un deterioro de la ratio de deuda sobre el PIB (el crecimiento nominal de China está siendo mayor que el avance del crédito). Desde los ▷

máximos observados del 207% del PIB en 2017, la ratio de deuda se mantiene en la actualidad en torno al 204%, con una mayor caída del endeudamiento del sector empresarial (8,6 puntos de PIB en los últimos dos años) frente a un incremento de la ratio de deuda tanto pública (3,4 puntos de PIB) como de los hogares (5,9 puntos de PIB).

A más largo plazo, un desafío para la economía china proviene del impacto que el cambio tecnológico puede tener sobre el mercado laboral. En las etapas previas de desarrollo, la masiva población de China fue una ayuda para impulsar su importancia en la economía mundial. Sin embargo, a medida que avanza el progreso tecnológico, y con China centrándose además en industrias más punteras, se corre el riesgo de que los robots y la inteligencia artificial sustituyan a gran parte de la mano de obra. Por tanto, la abundante mano de obra podría pasar de ser una ventaja a convertirse en una desventaja. Tener una población demasiado grande que mantener, especialmente en un régimen que teme el descontento social, puede acabar siendo un obstáculo para China en un futuro próximo. El rápido envejecimiento de la población de China exacerba el desafío.

5. Conclusión

El avance económico de China se viene moderando desde el inicio de 2018. El crecimiento del PIB real pasó del 6,8% en 2017 a un 6,6% en el conjunto de 2018 y solo un 6,4% en el primer trimestre de 2019. Diversos factores, algunos estructurales y otros cíclicos, están detrás de esta evolución.

Sin duda, los problemas estructurales derivados del alto endeudamiento, en especial de

las empresas estatales, existencias de empresas con sobrecapacidad y/o problemas de balance, y los intereses creados que frenan las reformas, están jugando un importante papel en la tendencia de menor dinamismo de China, especialmente a través de una menor eficiencia del crédito. Pero en la actual moderación se han sumado elementos adicionales que explican un mayor deterioro de la asignación del crédito.

De hecho, los cambios regulatorios, que buscaban controlar el crédito especulativo y reducir los riesgos financieros a largo plazo, fueron a nuestro juicio el factor más relevante a la hora de explicar la desaceleración de la economía china iniciada en 2018.

Estos cambios regulatorios, por si solos, habrían causado ciertos problemas a las empresas privadas, que son las más eficientes. El motivo es que en China el crédito bancario convencional tiende a dirigirse a las empresas estatales, al contar estas con garantías estatales implícitas; por tanto, las empresas privadas dependen para su financiación de las ganancias y del crédito no regulado (*shadow banking*). Pero un contexto de menor crecimiento y de mayor incertidumbre, en parte por la guerra comercial iniciada por EE UU, acabó agravando la situación para las empresas privadas, reduciendo sus beneficios y asfixiando su financiación.

Por tanto, aunque el efecto directo de la guerra comercial no ayuda a explicar la desaceleración iniciada en la primera parte de 2018, pues las exportaciones chinas no comenzaron a desacelerarse notablemente hasta finales de 2018, sí que contribuyeron a este clima de deterioro de confianza y aumento de la incertidumbre que acabó por ocasionar una peor asignación del crédito.

En cuanto a las perspectivas, cabe considerar que el margen de estímulos es menor ▷

ahora que en el pasado, y que su efectividad es también más reducida. Ante la desaceleración en la actividad, las autoridades comenzaron ya durante 2018 a girar la prioridad de sus políticas, buscando estabilizar el crecimiento.

Los estímulos ya aplicados parece que han tenido cierto éxito tanto en estabilizar la actividad como en revivir el crédito al sector privado, pero aún en tasas bajas, aunque el impacto negativo de las últimas subidas de aranceles será mayor y el aumento del gasto fiscal planeado para 2019 ha estado muy concentrado ya en el primer trimestre. Por tanto, el riesgo sobre el crecimiento parece claramente sesgado a la baja.

Por otro lado, reducir la dependencia china de la deuda requiere avanzar en el reequilibrio del modelo de crecimiento y mejorar la productividad, pero esto implica medidas que reducirían el crecimiento en el plazo inmediato: cerrar empresas ineficientes y con sobrecapacidad, exponer a las empresas estatales a una mayor competencia y eliminar las garantías implícitas del Gobierno, lo que elevaría sus costes de endeudamiento y reduciría la inversión. La clave de la desaceleración viene del control de los desequilibrios acumulados, principalmente las inversiones improductivas y las pérdidas asociadas.

Bibliografía

- Chen, W., Chen, X., y Hsieh, S. (2019). A Forensic Examination of China's National Accounts. *Brookings*. Recuperado de https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/03/bpea_2019_conference-1.pdf
- Hancock, T. (2019). Xi Jinping's China: why entrepreneurs feel like second-class citizens. *The Financial Times*. Recuperado de <https://www.ft.com/content/fcb06530-680a-11e9-9adc-98bf1d35a056>
- Lardy, N. (2019). *The State Strikes Back: The End of Economic Reform in China?* Peterson Institute of International Economics (PIIE).
- Lee, M. I. H., Syed, M. M. H., y Xueyan, M. L. (2012). *Is China over-investing and does it matter?* International Monetary Fund. Recuperado de <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Is-China-Over-Investing-and-Does-it-Matter-40121>
- Rogoff, K. (2018). *Will China Really Supplant US Economic Hegemony?* Recuperado de <https://www.project-syndicate.org/commentary/china-huge-population-may-hinder-growth-by-kenneth-rogooff-2018-04>
- Shang-Jin Wei (2019). *Making China's Tax Cuts Fiscally Sustainable*. Recuperado de <https://www.project-syndicate.org/commentary/china-tax-cuts-fiscal-sustainability-by-shang-jin-wei-2019-04>