

China, ante un año difícil: riesgos crecientes, pero menor margen que en 2015

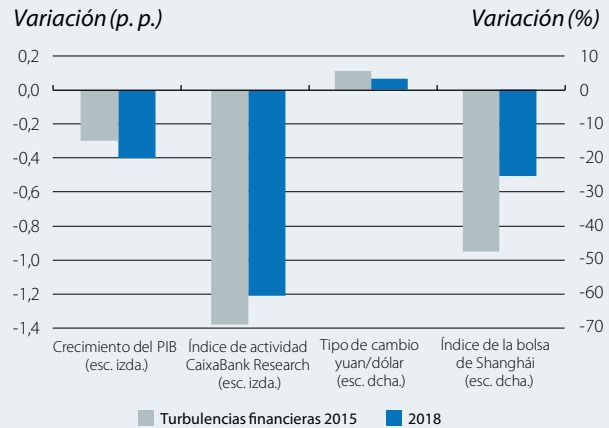
China vuelve a estar en el radar de los principales analistas e inversores tras acentuarse, en la segunda mitad de 2018, la desaceleración de su economía. ¿Hasta qué punto las preocupaciones están fundadas y cuál es el margen de política económica de las autoridades chinas para evitar una ralentización brusca? Un modo natural de poner en contexto el enfriamiento de la economía china en 2018 es compararlo con el periodo de inestabilidad económica y financiera que vivió entre mediados de 2015 y principios de 2016.¹ Como veremos a continuación, de la comparación se obtiene que, hasta la fecha, la severidad del episodio de 2015-2016 fue algo mayor que la situación actual, aunque el enfriamiento actual es también notable.

Así, vemos que, entre el 3T 2017 y el 4T 2018 (el periodo que abarca la desaceleración actual), el crecimiento del PIB se ha desacelerado en 0,4 p. p. frente a los 0,3 p. p. del episodio de 2015, mientras que el crecimiento del índice de actividad de CaixaBank Research disminuyó en casi 1,4 p. p. en 2015 frente a una reducción de 1,2 p. p. en el episodio actual. Aunque aparentemente son magnitudes similares, la desaceleración de 2015 fue mucho más abrupta que la actual, ya que se produjo en un lapso de solamente nueve meses (en cambio, la desaceleración actual se ha distribuido a lo largo de 18 meses, hasta el momento, en un patrón más suave). Además, tanto la corrección bursátil como las salidas de capitales (véase el segundo gráfico) fueron mucho más elevadas en las turbulencias de 2015 que en la actualidad.

La ralentización de China no debe sorprendernos y, de hecho, cabe esperar que el crecimiento continúe desacelerándose en 2019 y 2020 hacia cotas alrededor del 6,0% (el crecimiento en 2018 fue del 6,6%). Desde un punto de vista tendencial, es inevitable que el crecimiento se vaya moderando en los próximos años debido a fuerzas estructurales como el envejecimiento de la población o la reducción del peso de la inversión con el cambio de modelo productivo (un cambio que permitirá un patrón de crecimiento más sano y equilibrado a medio plazo, aunque ello implique que la economía se resienta en cierta medida a corto plazo). De hecho, las estimaciones² realizadas sugieren que el crecimiento potencial de China entre 2021 y 2025 podría oscilar entre el 4,0% y el 5,0%.

Pero, desde un punto de vista más a corto plazo, destacan dos grandes riesgos. Por un lado, en un contexto internacional complicado, la publicación de cifras de actividad en

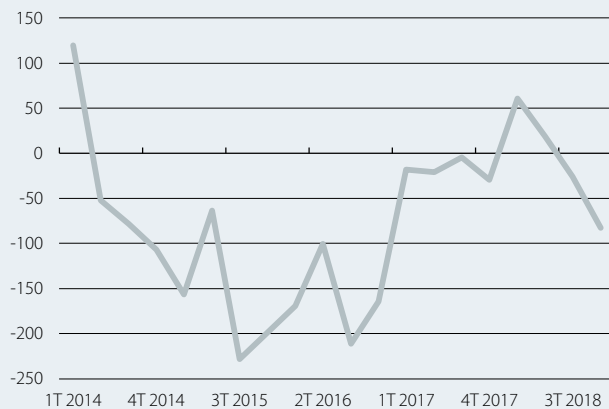
La ralentización de China: comparativa con el episodio de 2015 *



Nota: * Comparamos la desaceleración del crecimiento del PIB y del índice de actividad en el 4T 2018 respecto al 3T 2017 (cuando empezó la actual ralentización) con la desaceleración en el 4T de 2015 respecto al 2T de 2015. En relación con el tipo de cambio y el índice bursátil, calculamos su variación entre junio de 2017 y diciembre de 2018, y entre junio de 2015 y febrero de 2016 (coincidiendo con el episodio de turbulencias económicas y financieras de 2015).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

China: entradas netas de capitales (Miles de millones de dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de SAFE.

un trimestre concreto peores de lo esperado puede generar episodios de inestabilidad financiera que terminen repercutiendo sobre la actividad. Por otro lado, los fundamentos macroeconómicos de la economía china podrían resultar más débiles de lo que se estima y la actividad podría terminar sufriendo una desaceleración más abrupta. No obstante, por el momento, los indicadores disponibles sugieren que la sangre no llegará al río: las autoridades chinas tienen cierto margen de política fiscal, monetaria y financiera para evitar una desaceleración brusca. Con todo, es cierto que dicho margen es, tal y como veremos, sensiblemente menor que en 2015, de forma que tanto su

1. Véase el Focus «China: vuelven las dudas», publicado en el IM10/2015.
 2. Véase Dieppe, A., Gilhooly, R., Han, J., Korhonen, I. y Lodge, D. (2018). «The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area» (No. 206). ECB Occasional Paper.

alcance como sostenibilidad en el tiempo son mucho más reducidos que anteriormente.

Empezando por el frente fiscal, el Gobierno ya ha anunciado en su Consejo de Política Económica de diciembre³ que se tomarán medidas fiscales expansivas (que todavía se tienen que concretar). La mayoría se canalizará, como ya sucedió en 2015, con medidas que incentiven a las Administraciones locales a endeudarse y financiar proyectos de infraestructuras a través de emisiones de deuda especiales (las llamadas *local government financial vehicles*) que no aparecen en el presupuesto. Sin embargo, la situación de las finanzas públicas es menos holgada que en 2015: según el FMI, la deuda pública «aumentada» del conjunto de las Administraciones públicas chinas (es decir, que incluye estas emisiones de deuda) en 2019 ya alcanzará el 77,0% del PIB (56% en 2015).⁴ Cuando nos centramos en las medidas fiscales que sí aparecen en el presupuesto, estas ya muestran síntomas de cierto agotamiento: el déficit presupuestario del conjunto de Administraciones públicas en el segundo semestre de 2018 fue del -6,2% del PIB, una cantidad notable y parecida a la del segundo semestre de 2015 (-6,9% del PIB), en pleno epicentro de las turbulencias.

En cuanto a la política monetaria, el margen es también algo menor que en la anterior coyuntura debido a dos factores. En primer lugar, cuando empezaron las dudas en 2015, los tipos de referencia del banco central se emplazaban en niveles superiores a los actuales, con lo que había un mayor recorrido para realizar bajadas de tipos que estimularan la economía. En segundo lugar, las políticas expansivas de hace cuatro años generaron un aumento importante del crédito, en especial del que se canalizaba a través de la banca en la sombra.⁵ Sin embargo, estas dinámicas generaban temores a que se acentuaran los riesgos de inestabilidad financiera. Por ello, en la tesitura actual, a pesar de introducir medidas expansivas en el frente fiscal y monetario, las autoridades chinas probablemente mantendrán el endurecimiento regulatorio actual para reducir la elevada deuda corporativa de China. Ello ya se ha reflejado en el aumento de impagos en el sector corporativo en 2018 (que ha afectado especialmente a las empresas privadas, ya que el sistema financiero todavía otorga muchas más facilidades para la concesión de crédito a las empresas públicas) y en la reducción del peso de la banca en la sombra (esta ha pasado de representar el 87% del PIB a finales de 2017 a solamente el 70% a finales de 2018). Así, lógicamente, esa reducción de los flujos de crédito implica una menor transmisión de la política monetaria sobre la economía real, aunque el Gobierno chino podría acomodar

3. Es una reunión anual de los principales líderes políticos y económicos chinos para trazar las líneas generales de la política económica del siguiente año.

4. Véase el Artículo IV de China del año 2018 publicado por el FMI.

5. Véase, para más detalles, el Focus «El *shadow banking* en China: una sombra alargada» del IM02/2017.

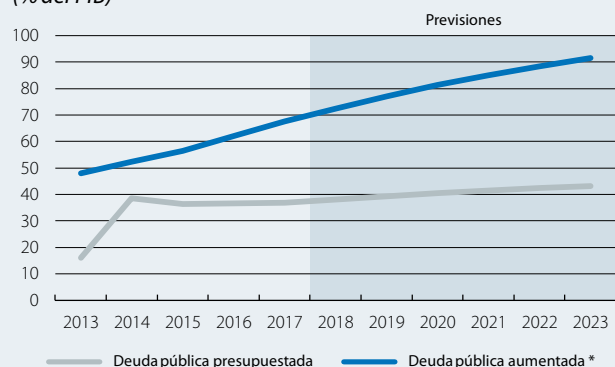
hasta cierto punto la ralentización bajando el tipo de interés de referencia (que permanece inalterado en el 4,35% desde octubre de 2015).

Finalmente, en cuanto a la política cambiaria, es probable que la gestión *ad-hoc* del tipo de cambio del yuan deje de formar parte, gradualmente, del *atrezzo* de política económica. La razón es que se espera que China vaya reduciendo el control sobre su divisa de forma gradual y deje que fluctúe mucho más según los mercados. Se trata de una medida ineludible para lograr una mayor internacionalización del yuan, un objetivo esencial para China, especialmente a medida que pase de ser un país superavitario en cuenta corriente a uno deficitario, y, por tanto, con mayor necesidad de tener una divisa estable y respaldada internacionalmente. Con todo, el mantenimiento de los controles de capitales para invertir fuera de China evitará que en 2019 el yuan se deprecie de forma brusca.

En definitiva, todo apunta a que China podrá recurrir en 2019 a políticas fiscales y monetarias expansivas que minimicen el endurecimiento regulatorio y que eviten una

China: deuda pública

(% del PIB)



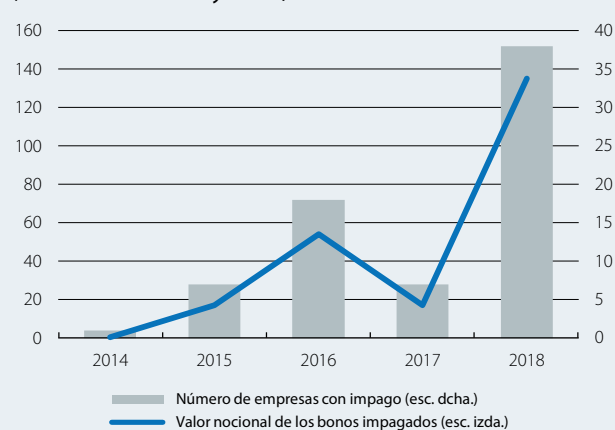
Nota: * La deuda pública aumentada incluye aquellas partidas que no aparecen en los presupuestos, como la emisión de deuda de las Administraciones locales a través de vehículos financieros especiales para financiar proyectos en infraestructuras.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

China: impagos de bonos domésticos

(Miles de millones de yuanes)

(Número)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y Wind.

desaceleración brusca de la economía. Sin embargo, los datos sugieren que el recorrido de estas políticas es menor que en el pasado y que el coste puede ser mayor. Además, estas políticas pueden ser útiles para un periodo concreto, pero no son sostenibles en el tiempo. Por ello, a medio plazo, China debería recurrir a medidas de política económica más ambiciosas y no tan cortoplacistas.

Un ejemplo sería facilitar el aumento de la inversión extranjera directa para revertir su actual tendencia bajista (véase el último gráfico). En este sentido, las autoridades chinas ya han empezado a tomar medidas, aunque su ritmo es todavía más tímido de lo deseable. Así, en julio, se anunció un plan que eliminaría completamente, en 2021-2022, las restricciones a la inversión extranjera en sectores importantes (muchos de ellos estratégicos) como los seguros, el tendido eléctrico, la automoción o el transporte ferroviario de pasajeros, con lo que el número de sectores económicos afectados por las restricciones se reduciría de 63 a 48.

Sin duda, es un primer paso, pero se podría hacer más. Otras palancas complementarias a la mayor apertura del país para mejorar el patrón de crecimiento son mayores incentivos para que los trabajadores de las zonas rurales puedan emigrar a las ciudades, finalizar la reforma pendiente para modernizar las ineficientes empresas públicas y reducir la elevada deuda corporativa. Sin duda, es momento de que China vaya un pasito más allá para evitar males mayores.

Inversión extranjera y empresas foráneas establecidas en China



Nota: * Datos de inversión extranjera directa solamente para los tres primeros trimestres de 2018.

Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de SAFE y el Ministerio de Comercio de China.