

Les polítiques econòmiques de la Xina: enduriment *ma non troppo*

L'elevat deute corporatiu xinès, emplaçat en el 160% del PIB al final del 2017 segons el BIS, s'ha convertit en una font de preocupació central per a l'Executiu xinès.¹ Aquesta preocupació és més que fundada: des del final del 2008, el deute corporatiu sobre el PIB ha augmentat en 64 p. p., i, si es fa una comparativa a nivell internacional, s'observa que la Xina és l'única economia de pes on tant el nivell com el creixement del deute se situen en cotes tan elevades (als EUA i a la zona de l'euro, el deute corporatiu se situa en el 73,5% i en el 101,6% del PIB, respectivament). Per situar aquests números en context, serveixi de referència que, normalment, ràtios superiors al 90% representen un llast important per a l'economia. A més a més, tenint en compte el pes sistèmic de l'economia xinesa, els dubtes sobre la sostenibilitat d'aquest deute podrien tenir un impacte sobre l'estabilitat macroeconòmica i financera a nivell global.

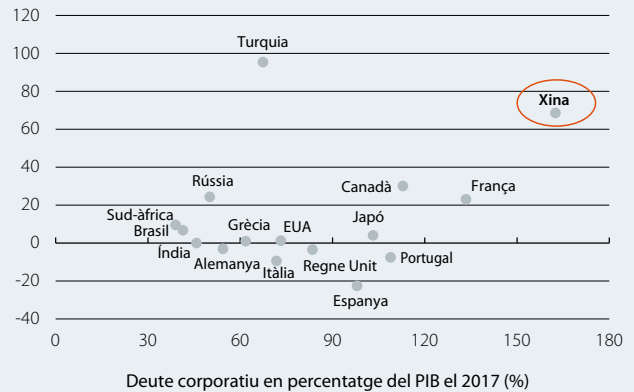
Així, la reducció d'aquesta pesada càrrega i el control dels riscos financers s'han convertit en objectius prioritaris per a les autoritats econòmiques del gegant asiàtic. El major èmfasi de les autoritats xineses per atenuar el problema es produeix després de l'*impasse* que es va viure el 2017 per la renovació dels principals òrgans de poder del país. Després de la finalització d'aquest cicle polític, Xi Jinping ha reforçat el lideratge, i això li confereix un ampli marge de maniobra per plantejar de forma més decidida polítiques que redueixin l'endeutament elevat.

En aquesta primera meitat de l'any, s'han adoptat mesures significatives per avançar per la senda del despallanquejament, les quals s'han centrat en tres pilars fonamentals per a l'economia: les empreses, les finances públiques i la supervisió macrofinancera. No obstant això, algunes dades d'activitat per sota del previst en el 2T 2018 i les estretors d'algunes empreses xineses (ja s'han produït 23 impagaments de bons per part d'empreses xineses entre el gener i el maig, gairebé la mateixa quantitat que en tot el 2017) han obligat les autoritats xineses a modular les mesures adoptades. Així les coses, en l'actualitat, ens trobem en un entorn que podríem anomenar d'«enduriment suavitzat», que busca reduir l'endeutament sense frenar el bon ritme de l'economia. És interessant saber que aquest patró (enduriment i posterior modulació) és comú als tres pilars en què s'han centrat les mesures.

Comencem pel pla empresarial, el qual, si tenim en compte que gairebé dos terços del deute corporatiu han estat contractats per empreses estatals, requereix reformes importants. No obstant això, les autoritats xineses s'han quedat

Comparativa internacional del deute corporatiu

Creixement de la ràtio de deute corporatiu/PIB 2009-2017 (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BIS.

a mig camí: l'objectiu és reduir la ràtio de deute sobre actius d'aquestes empreses en 2 p. p. entre el 2018 i el 2020, després de la reducció de 0,4 p. p. del 2017, una mesura significativa, però no gaire ambiciosa, si tenim en compte que la ràtio del deute entre els actius d'aquestes empreses se situa en el 66%. A això s'afegeixen el pla per convertir-les en empreses de capital mixt² i una ambiciosa campanya anticontaminació que ha servit per corregir les ineficiències de moltes d'elles. La modulació en el pla empresarial s'ha produït mitjançant mesures de suport creditici i fiscal per a les empreses petites i mitjanes del sector privat.

Pel que fa a les finances públiques, les autoritats xineses s'han pres molt seriosament els problemes derivats del deute de les Administracions locals. Això no és intranscendent: el deute corporatiu inclou una bona part del deute dels governs locals xinesos, que han usat uns vehicles especials, els anomenats LGFV,³ per finançar costosos projectes en infraestructures i en promocions immobiliàries. En concret, des del març, el Ministeri de Finances ha prohibit als bancs públics finançar directament o indirectament les Administracions locals, inclòs el finançament a través dels LGFV, una mesura significativa per frenar la progressió del deute local, que se situa per damunt del 40% del PIB. No obstant això, també en aquesta dimensió, s'ha produït recentment una modulació: el Ministeri de Finances ha demanat als governs locals que accelerin l'execució de la despesa fiscal pressupostada per a projectes d'infraestructures locals i està considerant la possibilitat d'augmentar la participació d'aquests governs en iniciati-

1. Vegeu García-Arenas, J. (2018), «Radiografia de les condicions macrofinanceres a la Xina», Document de treball 01/1, CaixaBank Research.

2. Convertir-les en empreses de capital mixt implica privatitzar-les parcialment a causa de l'entrada de capital privat.

3. LGFV és un acrònim que significa *local government financing vehicles*.

ves público-privades (en l'actualitat, les Administracions locals no poden gastar més del 10% del seu pressupost total en finançar aquestes iniciatives).

Finalment, si analitzem els canvis al front macrofinancer, cal reconèixer que, en aquesta dimensió, s'ha fet un esforç especialment notable, de manera que s'ha convertit en l'autèntica punta de llança de les noves mesures. Així, l'Executiu xinès ha sotmès a un control molt més estricte els productes del *shadow banking*, responsables, en bona part, del creixement excessiu del crèdit, i ha adoptat mesures per eliminar els vincles del *shadow banking* amb el sector immobiliari. Aquest procés va entrar en una nova dimensió a l'abril amb les noves directives sobre les característiques que han de tenir els productes d'estalvi oferts per les entitats financeres xineses del sector bancari i de la banca a l'ombra, procés que s'ha de completar al juny del 2020. Aquestes directives implicaran que els 27 bilions de iuans en productes de gestió del patrimoni (representen un notable 32% del PIB xinès), productes d'estalvi que ofereixen una elevada rendibilitat però que són una font de risc important,⁴ no es podran reinvertir i s'hauran d'adaptar plenament a les noves regulacions en només tres anys. Es tracta de regulacions exigents: els productes de gestió del patrimoni (i la resta dels productes d'estalvi) hauran de tenir venciments més llargs per evitar problemes de *maturity mismatch*, s'alinearàn els rendiments amb els riscos i els retorns dels productes subjacents (en molts casos, procedeixen del sector de la construcció), en lloc d'oferir garanties, i no es permetrà que aquests productes s'utilitzin per invertir en altres productes similars que presenten un risc elevat. Les mesures implementades ja han començat a frenar l'emissió de productes financers del *shadow banking* i han provocat una desacceleració important del creixement del crèdit, tal com veiem al gràfic adjunt. No obstant això, l'augment dels costos de finançament per a les empreses observat després d'aquest enduriment regulador ha empès el banc central xinès a actuar per modular-lo. En concret, s'han adoptat mesures per relaxar les condicions financeres i per injectar liquiditat en el sistema financer (s'ha abaixat el coeficient de reserves⁵ dels bancs en 100 p. b. a l'abril i en 50 p. b. al juny i s'han relaxat els requisits de col·lateral per accedir al finançament del banc central), per fer més suportable l'impacte de la nova regulació macrofinancera. Es tracta de mesures puntuals, i la veritat és que, si fos necessari, les autoritats

xineses encara tenen un ampli marge de maniobra per introduir noves mesures expansives.

De cara als propers mesos, el més probable és que les mesures destinades a reduir l'endeutament elevat continuïn plenament vigents. Així i tot, esperem que s'implementin noves mesures per modular i per compassar-ne l'abast, en especial si es produeix un alentiment excessiu del crèdit i de l'activitat, escenari gens descartable si s'intensifiquen les tensions proteccionistes a nivell global. El repte és majúscul en un context global complex, i les autoritats xineses hauran de filar molt prim per superar-lo.

4. Són una font de risc per dues raons. La primera és que una bona part s'inverteix en actius amb un risc elevat, amb un protagonisme important del sector immobiliari (on els temors a una bombolla són coneguts de sobres). La segona és que existeix un risc de desajustament en el venciment entre els actius i els passius (*maturity mismatch*), ja que els productes de gestió del patrimoni que es venen solen vencer a curt termini (sis mesos), però els actius que cobreixen aquests vehicles tenen venciments molt més llargs i són poc líquids.

5. És el percentatge dels dipòsits que les entitats financeres estan obligades per llei a dipositar al banc central xinès.