

Las políticas económicas de China: endurecimiento *ma non troppo*

La elevada deuda corporativa china, emplazada en el 160% del PIB a finales de 2017 según el BIS, se ha convertido en una fuente de preocupación central para el Ejecutivo chino.¹ Esta preocupación es más que fundada: desde finales de 2008, la deuda corporativa sobre el PIB ha aumentado en 64 p. p. y, si se hace una comparativa a nivel internacional, se observa que China es la única economía de peso donde tanto el nivel como el crecimiento de la deuda se sitúan en cotas tan elevadas (en EE. UU. y en la eurozona la deuda corporativa se emplaza en el 73,5% y en el 101,6% del PIB, respectivamente). Para poner estos números en contexto, sirva de referencia que normalmente ratios superiores al 90% suponen un lastre importante para la economía. Además, teniendo en cuenta el peso sistémico de la economía china, las dudas sobre la sostenibilidad de dicha deuda podrían tener un impacto sobre la estabilidad macroeconómica y financiera a nivel global.

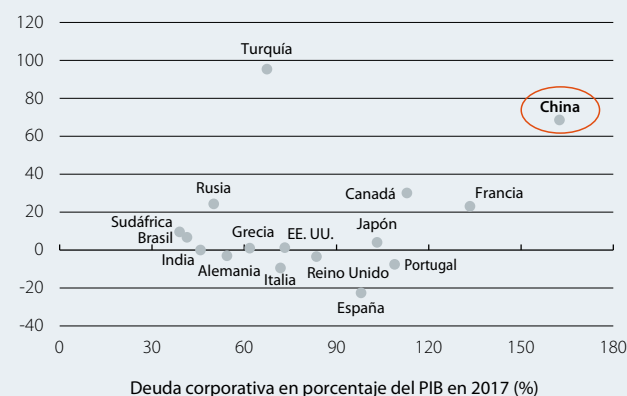
Así, la reducción de esta pesada carga y el control de los riesgos financieros se han convertido en objetivos prioritarios para las autoridades económicas del gigante asiático. El mayor énfasis de las autoridades chinas para atenuar el problema se produce tras el *impasse* que se vivió en 2017 por la renovación de los principales órganos de poder del país. Tras la finalización de este ciclo político, Xi Jinping ha reforzado su liderazgo, y ello le confiere un amplio margen de maniobra para plantear de forma más decidida políticas que reduzcan el elevado endeudamiento.

En esta primera mitad de año se han tomado medidas significativas para avanzar por la senda del desapalancamiento que se han centrado en tres pilares fundamentales para la economía como son las empresas, las finanzas públicas y la supervisión macrofinanciera. Sin embargo, algunos datos de actividad por debajo de lo previsto en el 2T 2018 y las aperturas de algunas empresas chinas (ya se han producido 23 impagos de bonos por parte de empresas chinas entre enero y mayo, casi la misma cantidad que en todo 2017) han obligado a las autoridades chinas a modular las medidas tomadas. Así las cosas, actualmente nos encontramos en un entorno que podríamos llamar de «endurecimiento suavizado» que busca reducir el endeudamiento pero sin frenar el buen ritmo de la economía. Es interesante saber que este patrón (endurecimiento y posterior modulación) es común a los tres pilares en los que se han centrado las medidas.

Empecemos por el plano empresarial, el cual requiere de reformas importantes si tenemos en cuenta que casi dos tercios de la deuda corporativa han sido contraídos por empresas estatales. Sin embargo, las autoridades chinas

Comparativa internacional de la deuda corporativa

Crecimiento de la ratio de deuda corporativa/PIB 2009-2017 (%)



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

se han quedado a medio camino: el objetivo es reducir la ratio de deuda sobre activos de estas empresas en 2 p. p. entre 2018 y 2020, tras la reducción de 0,4 p. p. de 2017, una medida significativa pero no excesivamente ambiciosa si tenemos en cuenta que la ratio de la deuda entre los activos de estas empresas se emplaza en el 66%. A ello se suma el plan para convertirlas en empresas de capital mixto² y una ambiciosa campaña anticontaminación que ha servido para corregir las ineficiencias de muchas de ellas. La modulación en el plano empresarial se ha producido a través de medidas de apoyo crediticio y fiscal para las empresas pequeñas y medianas del sector privado.

En cuanto a las finanzas públicas, las autoridades chinas se han tomado muy en serio los problemas derivados de la deuda de las Administraciones locales. Ello no es baladí: la deuda corporativa incluye buena parte de la deuda de los gobiernos locales chinos, que han usado unos vehículos especiales, llamados LGFV,³ para financiar costosos proyectos en infraestructuras y promociones inmobiliarias. En concreto, desde marzo, el Ministerio de Finanzas ha prohibido a los bancos públicos financiar directa o indirectamente a las Administraciones locales, incluyendo la financiación a través de los LGFV, una medida significativa para frenar la progresión de la deuda local que se emplaza por encima del 40% del PIB. No obstante, también en esta dimensión se ha producido recientemente una modulación: el Ministerio de Finanzas ha pedido a los gobiernos locales que aceleren la ejecución del gasto fiscal presupuestado para proyectos de infraestructuras locales, y está barajando aumentar la participación de estos gobiernos en iniciativas público-privadas (actualmente las Admi-

1. Véase García-Arenas, J. (2018), «Radiografía de las condiciones macrofinancieras en China», Documento de trabajo 01/1, CaixaBank Research.

2. Convertirlas en empresas de capital mixto implica privatizarlas parcialmente debido a la entrada de capital privado.

3. LGFV es un acrónimo que significa *local government financing vehicles*.

nistraciones locales no pueden gastar más del 10% de su presupuesto total en financiar estas iniciativas).

Finalmente, si analizamos los cambios en el frente macrofinanciero, hay que reconocer que en esta dimensión se ha hecho un esfuerzo especialmente notable, con lo que se ha convertido en el auténtico buque insignia de las nuevas medidas. Así, el Ejecutivo chino ha sometido a un control mucho más estricto a los productos del *shadow banking*, responsables en buena medida del excesivo crecimiento del crédito, y ha tomado medidas para cercenar los lazos del *shadow banking* con el sector inmobiliario. Este proceso entró en una nueva dimensión en abril con las nuevas directivas sobre las características que deben tener los productos de ahorro ofrecidos por las entidades financieras chinas tanto del sector bancario como de la banca en la sombra, proceso que debe estar completado en junio de 2020. Estas directrices implicarán que los 27 billones de yuanes en productos de gestión del patrimonio (representan un notable 32% del PIB chino), productos de ahorro que ofrecen una elevada rentabilidad pero que son una fuente de riesgo importante,⁴ no podrán reinvertirse y tendrán que adaptarse plenamente a las nuevas regulaciones en solamente tres años. Se trata de regulaciones exigentes: los productos de gestión del patrimonio (y el resto de los productos de ahorro) deberán tener vencimientos más largos para evitar problemas de maturity mismatch, se alinearán los rendimientos con los riesgos y retornos de los productos subyacentes (en muchos casos proceden del sector de la construcción) en lugar de ofrecer garantías, y no se permitirá que estos productos se utilicen para invertir en otros productos similares que presentan un elevado riesgo. Las medidas implementadas ya han empezado a frenar la emisión de productos financieros del *shadow banking* y han provocado una importante desaceleración del crecimiento del crédito, tal como vemos en el gráfico adjunto. Sin embargo, el aumento de los costes de financiación para las empresas observado tras este endurecimiento regulatorio ha llevado al banco central chino a actuar para modularlo. En concreto, se han tomado medidas para relajar las condiciones financieras e inyectar liquidez en el sistema financiero (se ha bajado el coeficiente de reservas⁵ de los bancos en 100 p. b. en abril y 50 p. b. en junio, y se han relajado los requisitos de colateral para acceder a financiación del banco central) para hacer más llevadero el impacto de la nueva regulación

4. Son una fuente de riesgo por dos razones. La primera es que una buena parte se invierte en activos con un elevado riesgo, con un importante protagonismo del sector inmobiliario (en el que los temores a que se haya gestado una burbuja son sobradamente conocidos). La segunda es que existe un riesgo de desajuste en el vencimiento entre activos y pasivos (*maturity mismatch*), ya que los productos de gestión del patrimonio que se venden suelen vencer a corto plazo (seis meses), pero los activos detrás de estos vehículos tienen vencimientos mucho más largos y son poco líquidos.

5. Es el porcentaje de los depósitos que las entidades financieras están obligadas por ley a depositar en el banco central chino.

macrofinanciera. Se trata de medidas puntuales y lo cierto es que las autoridades chinas tienen todavía un amplio margen de maniobra para introducir nuevas medidas expansivas si fuera necesario.

De cara a los próximos meses, lo más probable es que las medidas destinadas a reducir el elevado endeudamiento continúen plenamente vigentes. Con todo, esperamos que se implementen nuevas medidas para modular y acompañar su alcance, especialmente si se produce una ralentización excesiva del crédito y de la actividad, escenario nada descartable si se agudizan las tensiones proteccionistas a nivel global. El reto es mayúsculo en un contexto global complejo y las autoridades chinas deberán hilar muy fino para llevarlo a buen puerto.