

## Cambio de marcha en la economía china: canales de contagio e implicaciones globales

La historia económica de China en las últimas décadas es de múltiples éxitos, con un rápido crecimiento del PIB, una fuerte reducción de la pobreza y la emergencia del país como el mayor exportador de bienes del mundo. Pero el modelo de desarrollo económico chino, anclado en la pujanza del sector exterior y la rápida acumulación de capital, también ha acumulado desequilibrios, como una rápida acumulación de deuda y una dependencia excesiva del sector inmobiliario. Por otro lado, la elevada cuota de mercado global de China hace más difícil la expansión continuada de sus exportaciones, en particular en un entorno de fragmentación geoeconómica. Las autoridades chinas parecen también dispuestas a tolerar un menor ritmo de crecimiento, asumiendo como prioridad su seguridad económica. ¿Qué implicaciones tendrá este nuevo entorno macroeconómico para China y qué ramificaciones generará a nivel global?

### Ralentización en China y canales de contagio globales

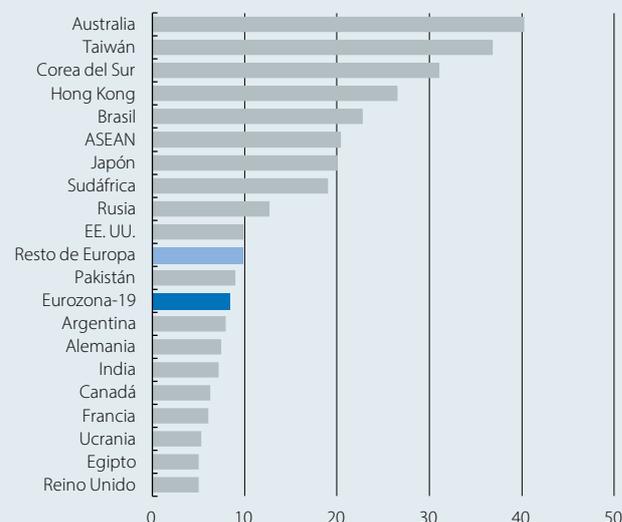
La «nueva era» de crecimiento en China supondrá, sin lugar a duda, una ralentización significativa con respecto a las tasas de crecimiento registradas a lo largo de las últimas décadas. Entre 2000 y 2019, por ejemplo, China sostuvo un crecimiento promedio del 9%. Pero diversos vientos en contra se van acumulando. Más allá de los ya expuestos, se suman factores demográficos; la dificultad en reequilibrar la economía y estimular el consumo interno como motor de crecimiento; la competencia externa, en particular de otras economías asiáticas emergentes; el reciente «enfoque regulatorio» que afecta directamente a algunos sectores de mayor crecimiento (como las grandes tecnológicas), y un aumento de las tensiones comerciales. Así, el FMI prevé que el crecimiento de China debería convergir hacia el 3% a finales de esta década.

Aunque una transición gradual hacia un crecimiento más bajo y un «aterrizaje forzoso» actuarían por canales distintos y tendrían implicaciones globales también distintas, estimaciones recientes sugieren efectos significativos de una ralentización en China para la economía global en ambos casos. El BCE estima que, en un escenario de ralentización gradual del crecimiento, cada 1 p. p. menos de crecimiento en China restaría entre 0,1 y 0,4 p. p. del crecimiento del PIB de la eurozona.<sup>1</sup> Por su parte, el Banco de Inglaterra estima que una ralentización gradual del crecimiento chino produciría un impacto dentro del mismo rango de magnitud en la economía británica, mientras que un «aterrizaje forzoso» llevaría a 1 p. p. menos de crecimiento en el año del impacto, que podría incluso llegar a duplicarse, en caso

1. Véase Dieppe, A. *et al.* (2018). «The transition of China to sustainable growth — implications for the global economy and the euro area», ECB Occasional Paper n.º 206. Los autores estiman que una desaceleración gradual del crecimiento en China, como resultado de la introducción de reformas estructurales más ambiciosas por parte de las autoridades para reequilibrar la economía (suponiendo un estímulo al consumo y una reducción de la ratio de inversión con respecto al PIB), produciría menores crecimientos en China a corto plazo (aproximadamente, menos 1 p. p. al año), lo que llevaría a una caída acumulada del 3,4% del nivel del PIB chino al cabo de tres años. Este *shock* produciría un impacto negativo acumulado del 0,3% del PIB de la eurozona, que podría llegar al 1,1% en función de la respuesta de las autoridades chinas y si se intensificara la fuerza de los distintos mecanismos de transmisión.

### Exportaciones a China

(% de las exportaciones totales de cada país)



**Notas:** En el resto de Europa, se incluyen los siguientes países: República Checa, Dinamarca, Hungría, Islandia, Noruega, Polonia, Suecia, Suiza, Turquía, Bielorrusia, Bulgaria, Croacia, Rumanía y Ucrania. Se utiliza el promedio entre 2015 y 2020 y solo se incluyen en la tabla países con exportaciones a China superiores al 5% del total.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

de que dicho aterrizaje impactara significativamente en los mercados financieros globales.<sup>2</sup>

En ambos escenarios se activarían canales de contagio tradicionales hacia otras economías. Por un lado, se activarían canales financieros, cuyo papel ha sido históricamente importante en la transmisión de *shocks* internacionales. Directamente, y a pesar del tamaño de China en la economía global, su sistema financiero todavía no está muy integrado con el sistema financiero global.<sup>3</sup> Sin embargo, los canales financieros indirectos podrían ser más importantes, a través de un aumento del riesgo percibido por los inversores y el deterioro de las perspectivas de beneficios de muchas grandes empresas para quien el mercado chino representa una importante fuente de ingresos.

Otro canal de contagio incluye a los mercados de materias primas, donde China representa una fracción significativa de la producción y consumo globales de algunos de estos productos y su menor demanda podría tener repercusiones sustanciales en los precios. Para países importadores netos

2. Véase Gilhooly, R. *et al.* (2018). «From Middle Kingdom to United Kingdom», Bank of England Quarterly Bulletin (2T 2018). El escenario de ralentización gradual se estima como una ralentización de 2 p. p. del crecimiento de China en el primer año y de 1 p. p. en el segundo, reduciendo el nivel de PIB chino un 3% al cabo de tres años. En este escenario, el nivel de PIB británico sería un 0,5% inferior en el tercer año. El «aterrizaje forzoso» considera una rápida caída de 8 p. p. del nivel de crecimiento de China en el primer año, que, aunque con un rebote a partir del segundo año, produciría un nivel de PIB en China un 10% inferior en el tercer año. En este escenario, el nivel de PIB británico sería entre un 1,4% y un 2,8% inferior al cabo de tres años, a depender de la activación de canales amplificadores globales, como turbulencias financieras y correcciones bruscas en precios de activos y divisas.

3. Se estima que la participación de China en los activos y pasivos externos globales se acerca al 5%. Los vínculos bancarios de China con la mayoría de los países son también limitados, con la excepción de los estrechos vínculos con el Reino Unido, a través de Hong Kong.

de materias primas, como es el caso de la eurozona, este efecto podría contrarrestar, en parte, los impactos negativos por otros canales, impulsando el consumo al mismo tiempo que produciría un efecto desinflacionista.

Finalmente, un *shock* en la economía china afectaría al resto del mundo a través de los flujos de comercio internacional y la reducción de la demanda externa de China. Una primera aproximación a este canal se puede obtener con la exposición comercial directa a China. Destaca la práctica totalidad de la región asiática, para quien China representa más del 20% de las exportaciones, u otros países geográficamente cercanos, como Australia (40%). En EE. UU. y la eurozona esta cifra se acerca al 10%. Estos vínculos comerciales directos sugerirían un impacto relevante, aunque limitado, pero hay que añadir también los vínculos indirectos, derivados del estatus de China como segunda mayor economía del mundo y de su centralidad en las cadenas de valor globales.

### Contagio por vía del comercio internacional: el caso de la eurozona

En este sentido, hay que considerar que la eurozona está también directamente expuesta a países con elevada exposición a China, por lo que una ralentización de la economía china reverberaría, de manera indirecta a través de las conexiones comerciales con estos, en la economía europea. Por ejemplo, más de un 10% de las exportaciones de la eurozona van a los países ASEAN, Japón, Corea del Sur, Taiwán o Hong Kong, y todos estos tienen, a su vez, exposiciones directas a China superiores al 20%. Por otro lado, prácticamente la mitad de las exportaciones totales de la eurozona van a EE. UU. o al resto de Europa y la ralentización en estos países por unas menores exportaciones a China también afectaría a la eurozona.

Para ilustrar un impacto total que incluya efectos comerciales directos e indirectos, consideramos dos escenarios de ralentización de la economía china: el de una caída del 10% de las importaciones de China y el de una caída gradual del 2% anual, a lo largo de cinco años. En el primer escenario, el impacto directo en las exportaciones de la eurozona es del -0,8%, explicado sencillamente por el peso que las exportaciones a China tienen en el bloque europeo. Por otro lado, estimamos el impacto indirecto en 0,9%, lo que llevaría el impacto total de una caída del 10% de las importaciones de China a un 1,8% de las exportaciones europeas.

Así, la consideración de los impactos indirectos hace que más que se duplique el impacto total de la ralentización china en la economía europea a través del comercio internacional. Tomando un ejemplo concreto del ejercicio, la caída del 10% de las importaciones de China llevaría a una caída del 2% de las exportaciones de los países ASEAN, lo que produciría una caída adicional de 0,08 p. p. en las exportaciones de la eurozona.<sup>4</sup> Por otro lado, aunque la exposición de EE. UU. a China sea menor, los mayores vínculos comerciales de la eurozona con el país harían que el impacto indirecto adicional fuera aproximadamente el doble, de 0,15 p. p.

Para traducir el impacto en términos de PIB, hay que tener en cuenta que una parte de las exportaciones brutas de la

4. Asumimos que cada país reduciría sus importaciones del resto del mundo en la misma proporción que se han reducido sus exportaciones totales a China (no tenemos en cuenta el posible aumento a otros países o regiones).

### Exposición a China e impactos de una ralentización en China en la eurozona

	Exposición de la eurozona (%)	Exposición a China (%)	Impacto estimado en exportaciones eurozona (p. p.) Escenario caída 10%	Impacto anual estimado en exportaciones eurozona (p. p.) Escenario ralentización gradual
<b>Impacto directo</b>				
China	8,4	–	-0,84	-0,17
<b>Impacto indirecto</b>				
Australia	1,3	40,2	-0,05	-0,01
Taiwán	1,0	36,8	-0,04	-0,01
Corea del Sur	2,0	31,1	-0,06	-0,01
Hong Kong	0,7	26,5	-0,02	0,00
Brasil	1,8	22,8	-0,04	-0,01
ASEAN	3,8	20,4	-0,08	-0,02
Japón	2,9	20,1	-0,06	-0,01
Sudáfrica	0,7	19,1	-0,01	0,00
Arabia Saudí	1,4	16,2	-0,02	0,00
Rusia	3,1	12,7	-0,04	-0,01
EE. UU.	14,8	9,9	-0,15	-0,03
Resto de Europa	25,2	9,9	-0,25	-0,05
India	2,1	7,2	-0,02	0,00
Canadá	1,8	6,3	-0,01	0,00
Reino Unido	11,5	5,0	-0,06	-0,01

**Notas:** \* En el resto de Europa se incluyen los siguientes países: República Checa, Dinamarca, Hungría, Islandia, Noruega, Polonia, Suecia, Suiza, Turquía, Bielorrusia, Bulgaria, Croacia, Rumanía y Ucrania. La exposición de la eurozona se calcula como el porcentaje de las exportaciones de la eurozona a cada país o región. La exposición a China se calcula como el porcentaje de las exportaciones de cada país a China. Los impactos indirectos se deben leer como una suma, en p. p., de los impactos indirectos de una ralentización en China en las exportaciones de la eurozona, a través de cada país. El impacto total, en %, es la suma del impacto directo y de los impactos indirectos. No se incluyen en la tabla países como Kazajistán, Pakistán, Argentina, Ucrania o Egipto, todos con exposiciones a China superiores al 5%, pero con una exposición reducida de la eurozona (inferior al 1%).

**Fuente:** CaixaBank Research, estimaciones propias a partir de datos de la OCDE.

eurozona incorporan bienes y servicios intermedios importados de otros países.<sup>5</sup> Así, en conjunto estimamos que una ralentización más abrupta de China produciría un impacto, vía contracción de los flujos de comercio internacional, del 0,7% en el PIB de la eurozona, mientras que una ralentización gradual podría producir un impacto anual de entre 0,1 y el 0,2% en el crecimiento anual, cifras coherentes con los rangos sugeridos por el BCE y el Banco de Inglaterra (dado que nuestras estimaciones son parciales y se les deberían añadir el resto de canales mencionados).

### Implicaciones globales de una ralentización en China

Independientemente del patrón de ralentización del gigante asiático, la economía global sentirá sus efectos, a través de canales de contagio múltiples, que actuarán con intensidades distintas según el tipo de *shock*. Además de lo ya comentado, la estimación exacta de la magnitud del impacto global sufre dos dificultades adicionales: por un lado, la respuesta de política monetaria y fiscal a una ralentización de la economía china, tanto del lado de China como de sus socios comerciales, es imprevisible. Por otro lado, si realmente se tratara de una «nueva era» para China, entonces el resto del mundo navegará también por aguas inciertas.

Luís Pinheiro de Matos

5. Según datos de la OCDE, un 18% del valor añadido en las exportaciones europeas tiene origen en el exterior. El peso relativo de las exportaciones en el PIB en la eurozona es del 47%.