

Canvi de marxa a l'economia xinesa: canals de contagi i implicacions globals

La història econòmica de la Xina en les últimes dècades és de múltiples èxits, amb un creixement ràpid del PIB, una forta reducció de la pobresa i l'emergència del país com el major exportador de béns del món. Però el model de desenvolupament econòmic xinès, ancorat en la puixança del sector exterior i en l'acumulació ràpida de capital, també ha acumulat desequilibris, com una acumulació ràpida de deute i una dependència excessiva del sector immobiliari. D'altra banda, l'elevada quota de mercat global de la Xina fa més difícil l'expansió continuada de les seves exportacions, en particular en un entorn de fragmentació geoeconòmica. Sembla que les autoritats xineses també estan disposades a tolerar un menor ritme de creixement, assumint com a prioritat la seva seguretat econòmica. Quines implicacions tindrà aquest nou entorn macroeconòmic per a la Xina i quines ramificacions generarà a nivell global?

Alentiment a la Xina i canals de contagi globals

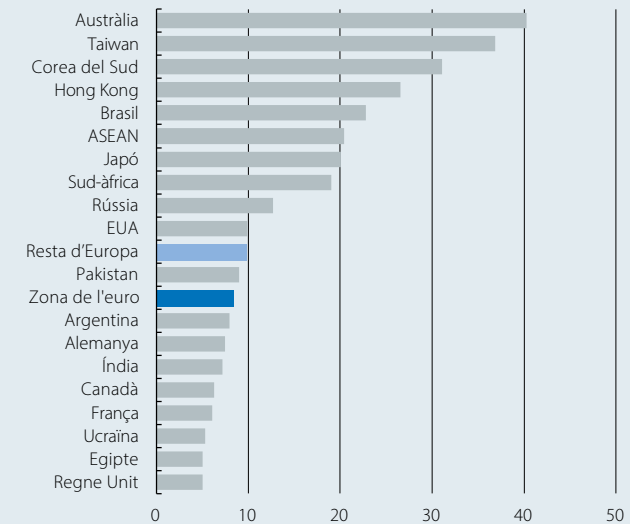
La «nova era» de creixement a la Xina comportarà, sense cap mena de dubte, un alentiment significatiu en relació amb les taxes de creixement registrades al llarg de les últimes dècades. Entre el 2000 i el 2019, per exemple, la Xina va sostenir un creixement mitjà del 9%. Però diversos vents en contra es van acumulant. Més enllà dels ja exposats, se sumen factors demogràfics; la dificultat de reequilibrar l'economia i d'estimular el consum intern com a motor de creixement; la competència externa, en particular d'altres economies asiàtiques emergents; el recent «enfocament regulador» que afecta directament alguns sectors de major creixement (com les grans tecnològiques), i un augment de les tensions comercials. Així, l'FMI preveu que el creixement de la Xina hauria de convergir cap al 3% al final d'aquesta dècada.

Malgrat que una transició gradual cap a un creixement més baix i un «aterratge forçós» actuarien per canals diferents i tindrien implicacions globals també diferents, estimacions recents suggereixen efectes significatius d'un alentiment a la Xina sobre l'economia global en els dos casos. El BCE estima que, en un escenari d'alentiment gradual del creixement, cada 1 p. p. menys de creixement a la Xina restaria entre 0,1 i 0,4 p. p. al creixement del PIB de la zona de l'euro.¹ Per la seva banda, el Banc d'Anglaterra estima que un alentiment gradual del creixement xinès produiria un impacte dins el mateix rang de magnitud sobre l'economia britànica, mentre que un «aterratge forçós» comportaria un 1 p. p. menys de creixement l'any de l'impacte, que, fins i tot, es

1. Vegeu Dieppe, A. *et al.* (2018), «The transition of China to sustainable growth — implications for the global economy and the euro area», ECB Occasional Paper, núm. 206. Els autors estimen que una desacceleració gradual del creixement a la Xina, arran de la introducció de reformes estructurals més ambicioses per part de les autoritats per reequilibrar l'economia (amb un estímul del consum i amb una reducció de la ràtio d'inversió en relació amb el PIB), produiria menys creixement a la Xina a curt termini (aproximadament, 1 p. p. menys a l'any), la qual cosa comportaria una caiguda acumulada del 3,4% del nivell del PIB xinès al cap de tres anys. Aquest xoc produiria un impacte negatiu acumulat del 0,3% sobre el PIB de la zona de l'euro, que podria arribar a l'1,1% en funció de la resposta de les autoritats xineses i si s'intensifiqués la força dels diferents mecanismes de transmissió.

Exportacions a la Xina

(% de les exportacions totals de cada país)



Notes: A la resta d'Europa, s'inclouen els següents països: la República Txeca, Dinamarca, Hongria, Islàndia, Noruega, Polònia, Suècia, Suïssa, Turquia, Bielorússia, Bulgària, Croàcia, Romania i Ucraïna. S'utilitza la mitjana entre el 2015 i el 2020 i només s'inclouen a la taula països amb exportacions a la Xina superiors al 5% del total.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.

podria duplicar si aquest aterratge impactés significativament sobre els mercats financers globals.²

En els dos escenaris s'activarien canals de contagi tradicionals cap a altres economies. D'una banda, s'activarien els canals financers, el paper dels quals ha estat històricament important en la transmissió dels xocs internacionals. Directament, i malgrat la dimensió de la Xina en l'economia global, el seu sistema financer encara no està gaire integrat en el sistema financer global.³ No obstant això, els canals financers indirectes podrien ser més importants, mitjançant un augment del risc percebut pels inversors i el deteriorament de les perspectives de beneficis de moltes grans empreses per a les quals el mercat xinès representa una font important d'ingressos.

Un altre canal de contagi inclou els mercats de primeres matèries, on la Xina representa una fracció significativa de la producció i del consum globals d'alguns d'aquests productes, i la seva menor demanda podria tenir repercussions substancials sobre els preus. Per a països importadors nets de primeres matèries, com és el cas de la zona de l'euro,

2. Vegeu Gilhooly, R. *et al.* (2018), «From Middle Kingdom to United Kingdom», Bank of England Quarterly Bulletin, 2T 2018. L'escenari d'alentiment gradual s'estima com un alentiment de 2 p. p. del creixement de la Xina en el primer any i d'1 p. p. en el segon, amb una reducció del nivell de PIB xinès del 3% al cap de tres anys. En aquest escenari, el nivell del PIB britànic seria el 0,5% inferior en el tercer any. L'«aterratge forçós» considera una caiguda ràpida de 8 p. p. del nivell de creixement de la Xina en el primer any, que, tot i que rebotaria a partir del segon any, produiria un nivell de PIB a la Xina el 10% inferior en el tercer any. En aquest escenari, el nivell de PIB britànic se situaria entre l'1,4% i el 2,8% per sota al cap de tres anys, en funció de l'activació de canals amplificadors globals, com les turbulències financeres i les correccions brusques en preus d'actius i de divises.

3. S'estima que la participació de la Xina en els actius i passius externs globals s'acosta al 5%. Els vincles bancaris de la Xina amb la majoria de països són també limitats, amb l'excepció dels estrets vincles amb el Regne Unit, a través de Hong Kong.

aquest efecte podria contrarestar, en part, els impactes negatius per altres canals, podria impulsar el consum i podria produir, al mateix temps, un efecte desinflationista.

Finalment, un xoc en l'economia xinesa afectaria la resta del món mitjançant els fluxos de comerç internacional i la reducció de la demanda externa de la Xina. Una primera aproximació a aquest canal es pot obtenir amb l'exposició comercial directa a la Xina. Destaquen la pràctica totalitat de la regió asiàtica, per a la qual la Xina representa més del 20% de les exportacions, i altres països geogràficament pròxims, com Austràlia (el 40%). Als EUA i a la zona de l'euro, aquesta xifra s'acosta al 10%. Aquests vincles comercials directes suggeririen un impacte rellevant, tot i que limitat, però cal afegir també els vincles indirectes, derivats de l'estatus de la Xina com a segona major economia del món i de la seva centralitat en les cadenes globals de valor.

Contagi per la via del comerç internacional: el cas de la zona de l'euro

En aquest sentit, cal considerar que la zona de l'euro està també directament exposada a països amb una exposició elevada a la Xina, de manera que un alentiment de l'economia xinesa reverberaria, de manera indirecta mitjançant les connexions comercials amb aquests països, en l'economia europea. Per exemple, més del 10% de les exportacions de la zona de l'euro van als països ASEAN, el Japó, Corea del Sud, Taiwan o Hong Kong, i tots aquests països tenen, al seu torn, exposicions directes a la Xina superiors al 20%. D'altra banda, gairebé la meitat de les exportacions totals de la zona de l'euro van als EUA o a la resta d'Europa, i l'alentiment en aquests països per unes menors exportacions a la Xina també afectaria la zona de l'euro.

Per il·lustrar un impacte total que inclogui efectes comercials directes i indirectes, considerem dos escenaris d'alentiment de l'economia xinesa: el d'una caiguda del 10% de les importacions de la Xina i el d'una caiguda gradual del 2% anual al llarg de cinc anys. En el primer escenari, l'impacte directe sobre les exportacions de la zona de l'euro és del -0,8%, explicat, senzillament, pel pes que les exportacions a la Xina tenen en el bloc europeu. D'altra banda, estimem l'impacte indirecte en el 0,9%, la qual cosa duria l'impacte total d'una caiguda del 10% de les importacions de la Xina a l'1,8% de les exportacions europees.

Així, la consideració dels impactes indirectes fa que es dupliqui amb escreix l'impacte total de l'alentiment xinès sobre l'economia europea mitjançant el comerç internacional. Prenent un exemple concret de l'exercici, la caiguda del 10% de les importacions de la Xina comportaria una caiguda del 2% de les exportacions dels països ASEAN, la qual cosa produiria una caiguda addicional de 0,08 p. p. en les exportacions de la zona de l'euro.⁴ D'altra banda, malgrat que l'exposició dels EUA a la Xina sigui menor, els majors vincles comercials de la zona de l'euro amb el país farien que l'impacte indirecte addicional fos, aproximadament, el doble, de 0,15 p. p.

Per traduir l'impacte en termes de PIB, cal tenir en compte que una part de les exportacions brutes de la zona de l'euro

4. Assumim que cada país reduiria les seves importacions de la resta del món en la mateixa proporció que s'han reduït les seves exportacions totals a la Xina (no tenim en compte el possible augment a altres països o a altres regions).

Exposició a la Xina i impactes d'un alentiment a la Xina sobre la zona de l'euro

	Exposició de la zona de l'euro (%)	Exposició a la Xina (%)	Impacte estimat sobre exportacions zona de l'euro (p. p.) Escenari caiguda 10%	Impacte anual estimat sobre exportacions zona de l'euro (p. p.) Escenari alentiment gradual
Impacte directe				
Xina	8,4	–	-0,84	-0,17
Impacte indirecte				
Austràlia	1,3	40,2	-0,05	-0,01
Taiwan	1,0	36,8	-0,04	-0,01
Corea del Sud	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
Japó	2,9	20,1	-0,06	-0,01
Sud-àfrica	0,7	19,1	-0,01	0,00
Aràbia Saudita	1,4	16,2	-0,02	0,00
Rússia	3,1	12,7	-0,04	-0,01
EUA	14,8	9,9	-0,15	-0,03
Resta d'Europa *	25,2	9,9	-0,25	-0,05
Índia	2,1	7,2	-0,02	0,00
Canadà	1,8	6,3	-0,01	0,00
Regne Unit	11,5	5,0	-0,06	-0,01

Notes: * A la resta d'Europa, s'inclouen els següents països: la República Txeca, Dinamarca, Hongria, Islàndia, Noruega, Polònia, Suècia, Suïssa, Turquia, Bielorússia, Bulgària, Croàcia, Romania i Ucraïna. L'exposició de la zona de l'euro es calcula com el percentatge de les exportacions de la zona de l'euro a cada país o regió. L'exposició a la Xina es calcula com el percentatge de les exportacions de cada país a la Xina. Els impactes indirectes s'han de llegir com una suma, en p. p., dels impactes indirectes d'un alentiment a la Xina sobre les exportacions de la zona de l'euro, a través de cada país. L'impacte total, en %, és la suma de l'impacte directe i dels impactes indirectes. No s'inclouen a la taula països com el Kazakhstan, el Pakistan, l'Argentina, Ucraïna o Egipte, tots amb exposicions a la Xina superiors al 5%, però amb una exposició reduïda de la zona de l'euro (inferior a l'1%).

Font: CaixaBank Research, estimacions pròpies a partir de dades de l'OCDE.

incorporen béns i serveis intermedis importats d'altres països.⁵ Així, en conjunt, estimem que un alentiment més abrupte de la Xina produiria un impacte, per la via de la contracció dels fluxos de comerç internacional, del 0,7% sobre el PIB de la zona de l'euro, mentre que un alentiment gradual podria produir un impacte anual entre el 0,1% i el 0,2% sobre el creixement anual, xifres coherents amb els rangs suggerits pel BCE i pel Banc d'Anglaterra (atès que les nostres estimacions són parcials i caldria afegir-hi la resta de canals esmentats).

Implicacions globals d'un alentiment a la Xina

Independentment del patró d'alentiment del gegant asiàtic, l'economia global sentirà els seus efectes mitjançant múltiples canals de contagi, que actuaran amb diferents intensitats en funció del tipus de xoc. A més del que ja s'ha comentat, l'estimació exacta de la magnitud de l'impacte global pateix dues dificultats addicionals: d'una banda, la resposta de política monetària i fiscal a un alentiment de l'economia xinesa, tant pel costat de la Xina com dels seus socis comercials, és imprevisible; de l'altra, si realment es tractés d'una «nova era» per a la Xina, llavors la resta del món navegarà també per aigües incertes.

Luís Pinheiro de Matos

5. Segons les dades de l'OCDE, el 18% del valor afegit de les exportacions europees té l'origen a l'exterior. El pes relatiu de les exportacions en el PIB a la zona de l'euro és del 47%.