

Los posibles efectos globales de un menor crecimiento en China y sus canales de transmisión

Artículo 06
15/12/2023

<https://doi.org/10.53479/35612>

Motivación

La actividad económica en China se está desacelerando tras el impulso que registró derivado del fin de la política de COVID cero. En el contexto actual destaca, entre otros factores, el aumento de la incertidumbre ligada a los problemas del sector inmobiliario nacional. Este artículo examina y cuantifica los distintos canales a través de los cuales una potencial desaceleración de la economía china podría afectar a los niveles de actividad e inflación de las principales economías mundiales.

Ideas principales

- Una desaceleración del crecimiento en China, ligada, en parte, a los problemas de su sector inmobiliario, podría suponer un riesgo a la baja sobre los niveles de actividad de las principales economías mundiales.
- Los efectos del menor crecimiento en China se transmitirían, con distinta intensidad, a través de varios canales: el comercial, el de las materias primas y el de los mercados financieros internacionales.
- En el área del euro, una desaceleración transitoria de la actividad económica en China de 1 punto porcentual (pp) reduciría el crecimiento del PIB en 0,1 pp en el primer año, y también disminuiría la inflación en 0,4 pp.

Palabras clave

China, ralentización, *spillovers*, materias primas, incertidumbre.

Códigos JEL

F01, F40, E50, E60.

Artículo elaborado por:

Irma Alonso
Dpto. de Economía Internacional
y Área del Euro. Banco de España

Daniel Santabárbara
Dpto. de Economía Internacional
y Área del Euro. Banco de España

Marta Suárez-Varela
Dpto. de Economía Internacional
y Área del Euro. Banco de España

LOS POSIBLES EFECTOS GLOBALES DE UN MENOR CRECIMIENTO EN CHINA Y SUS CANALES DE TRANSMISIÓN

Introducción

El repunte del crecimiento económico en China a principios de este año, tras la reapertura de la economía una vez abandonadas las políticas de COVID cero, ha dado paso, más recientemente, a un notorio debilitamiento de la actividad.

Desde el punto de vista de la demanda interna, a los distintos factores que ya venían condicionando el grado de dinamismo del consumo y de la inversión, se ha unido, en los últimos meses, el repunte de la incertidumbre asociada a la evolución del sector inmobiliario, que representa un 15 % del PIB y del empleo en el país. Así, este verano, el aplazamiento de las obligaciones de pago por parte de algunos de los principales promotores inmobiliarios chinos ha hecho resurgir los problemas de confianza en el sector, con un empeoramiento del acceso a la financiación por parte de los promotores y de la senda de contracción de su actividad¹.

En el ámbito externo, la debilidad de la demanda global y las crecientes tensiones geopolíticas han lastrado el dinamismo de las exportaciones chinas en los últimos trimestres, y no parece probable que este componente de la demanda pueda suponer, de cara al futuro, un motor de crecimiento tan intenso como lo fue en el pasado.

Como resultado de estos desarrollos, las perspectivas de crecimiento de China para 2023 y 2024 se han revisado sensiblemente a la baja en los últimos meses. En particular, desde primavera, la media de las previsiones de los analistas para el crecimiento económico chino en 2023 se habría reducido en 8 décimas, hasta el 5 % (véase gráfico 1.a), mientras que la relativa a 2024 se habría reducido en 5 décimas, hasta el 4,4 % (véase gráfico 1.b).

Dada la relevancia de China para la economía mundial —supone un 18 % del PIB global en paridad del poder adquisitivo—, un debilitamiento de su actividad podría acarrear consecuencias significativas para la actividad económica del resto del mundo. Este artículo examina esas posibles implicaciones económicas globales, con un foco especial en el área del euro.

Canales de transmisión

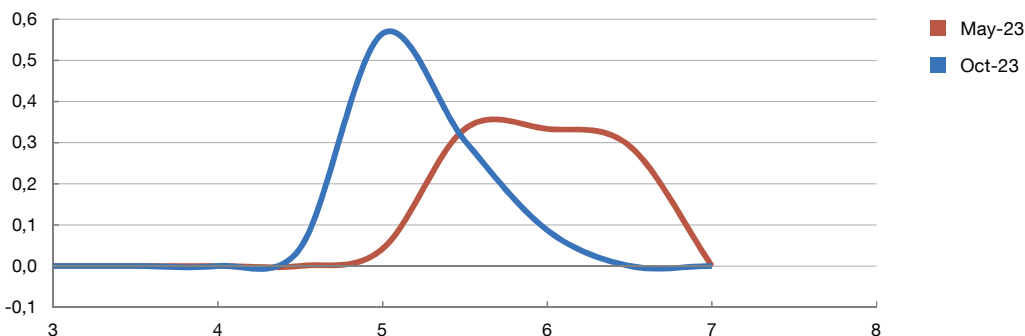
Un menor crecimiento de la economía china se transmitiría al resto del mundo a través de varios canales. Principalmente, por medio del comercio internacional y de la demanda de materias primas, pero también a través de un posible aumento de la incertidumbre y de un deterioro de la confianza, que podrían tener repercusiones en los mercados financieros internacionales.

1 Véase Banco de España (2023).

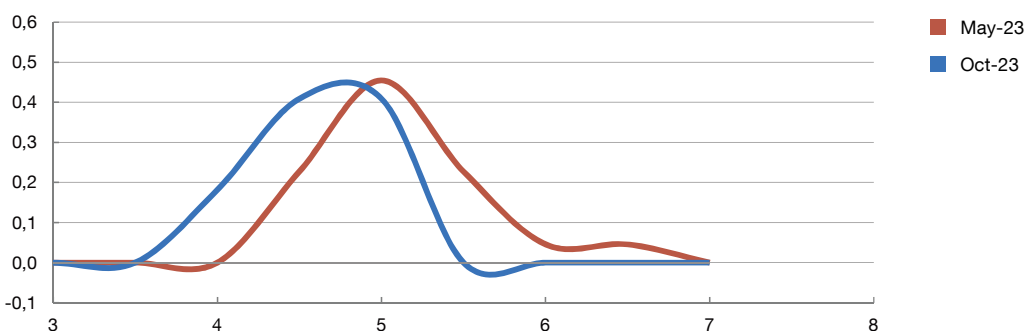
Gráfico 1

Distribución de las previsiones de crecimiento de China

1.a China: previsiones de crecimiento para 2023 (a)



1.b China: previsiones de crecimiento para 2024 (a)



FUENTES: CEIC y *Consensus Forecast*.

a La función de densidad se ha calculado a través del cómputo de la proporción de previsiones que se sitúan en un determinado rango, considerando para ello intervalos de 0,5 puntos.

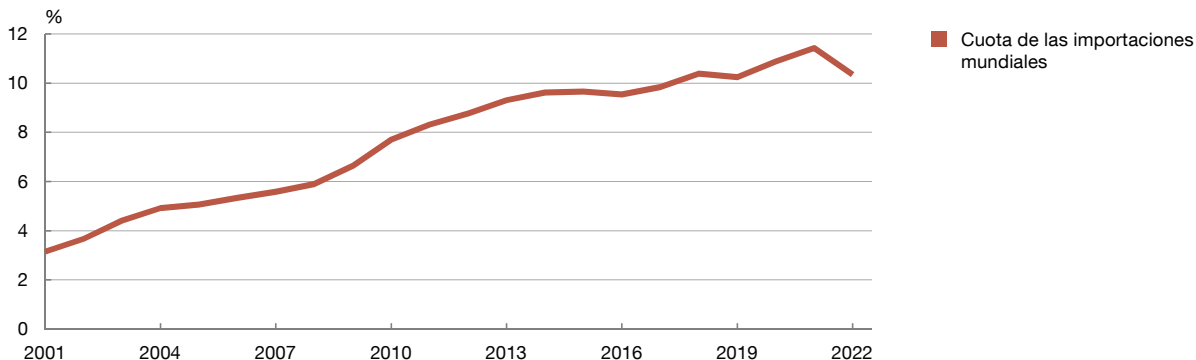
En primer lugar, el canal comercial opera no solo a través de las exportaciones dirigidas a China, sino también, en un contexto caracterizado por la fragmentación internacional de la producción, a través de las ventas de bienes y servicios a terceros países que a su vez exportan a China. En este sentido, cabe destacar que la influencia de China en el comercio internacional ha crecido de manera significativa en las últimas décadas. Así, China ha pasado de constituir el 2,5 % de las importaciones mundiales en el año 2000 a suponer un 10 %-12 % en los últimos años (véase gráfico 2.a). La relevancia del valor añadido generado por la demanda interna de China es particularmente elevada en el caso de las economías asiáticas y de los países exportadores de materias primas (véase gráfico 2.b), y no sería despreciable para otras áreas económicas, como el área del euro y Estados Unidos.

Dentro del área del euro, esta exposición, que ha crecido significativamente desde 2005, es bastante heterogénea por países (véase gráfico 2.c)². En particular, entre las principales economías

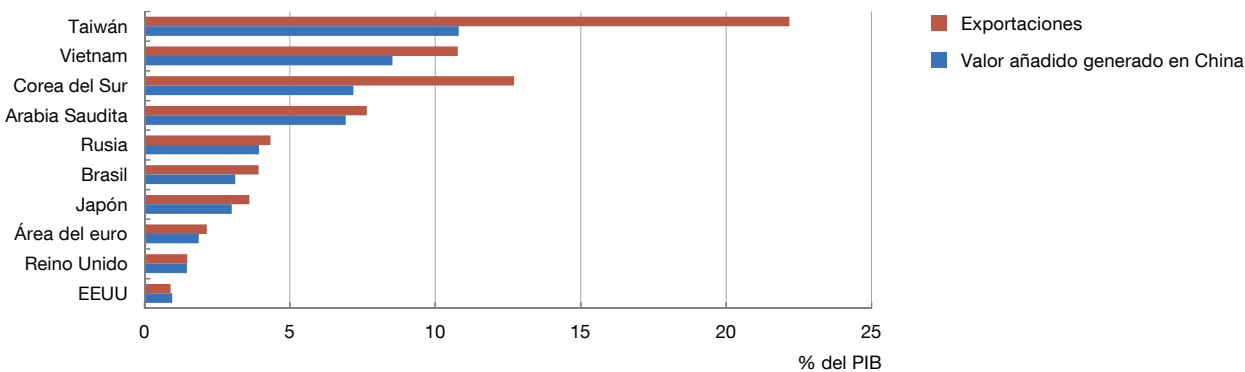
² Véase para más detalle Banco de España (2019).

Relevancia de la economía china a través del comercio internacional

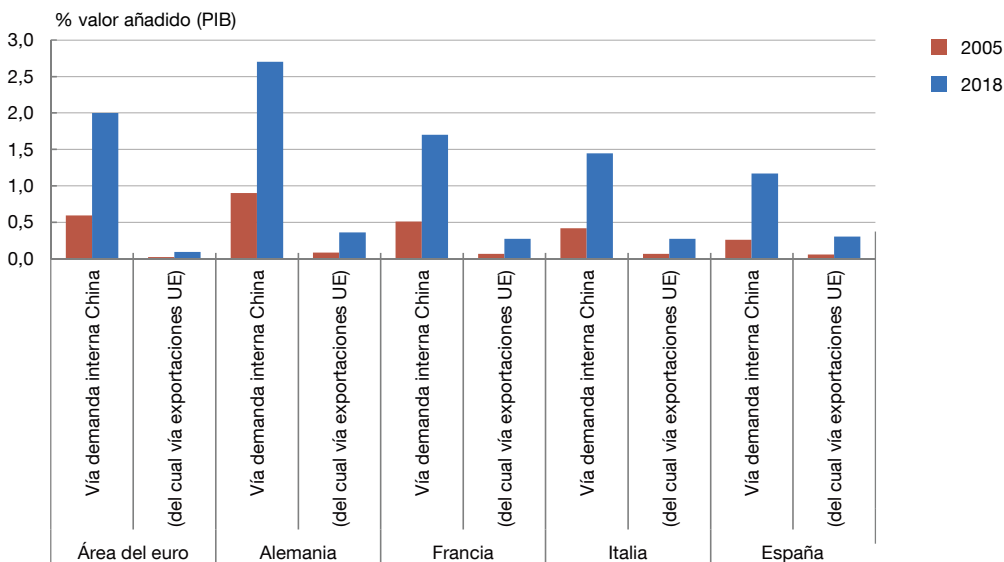
2.a China: cuota de las importaciones mundiales (a)



2.b Exposición comercial a China (a)



2.c UEM: exposición en valor añadido a China



FUENTES: World Economic Outlook de octubre de 2023 (FMI), Banco de España y OCDE TiVA.

a Se seleccionan los diez países con mayor exposición a China en términos de valor añadido. Para su elaboración se considera la información contenida en la base de datos Trade in Value Added (TiVA) de la OCDE que permite determinar la parte del valor añadido de cada economía que se deriva de la de la demanda interna de terceros países.



de la región, Alemania es la que muestra un mayor nivel de exposición. Para este país, el valor añadido atribuible a la demanda nacional china ha aumentado desde el 0,9 % de 2005 hasta el 2,7 % de 2018. Parte de esta exposición —en torno a un 13 % del total— se produce a través del comercio que se desarrolla dentro de la Unión Europea (UE). Con respecto a España, la proporción de valor añadido atribuible a la demanda interna china es inferior a la del resto de las economías consideradas —un 1,2 % en 2018—, si bien una proporción mayor proviene de las exportaciones al resto de la UE. En este caso, en torno a un 26 % del valor añadido explicado por la demanda interna china está incorporado en las exportaciones españolas al resto del área del euro.

Un segundo canal a través del cual una ralentización de la actividad en China podría impactar en la economía global es el que constituye el precio de las materias primas. China es uno de los principales consumidores de materias primas energéticas y metálicas, por lo que su ralentización —especialmente del sector inmobiliario— podría reducir de manera notable el precio de dichos insumos. Así, China representa entre el 50 %-60 % del consumo mundial de metales como el aluminio, el acero, el cobre o el níquel, mientras que en el caso de las materias primas energéticas acapara el 60 % del consumo global de carbón, el 15 % del de petróleo y el 12 % del de gas natural (véase gráfico 3.a).

Por último, un tercer canal de impacto operaría a través de los mercados financieros internacionales, tanto de manera directa —a través de la exposición financiera a China— como indirecta —fruto de cambios en el sentimiento económico y en la incertidumbre a escala global—. En este sentido, se esperaría que la exposición financiera directa fuera, en principio, limitada. Así, si bien la relevancia financiera de la economía china ha aumentado en las últimas décadas (de forma que a finales de 2022 la suma de activos y pasivos totales de China frente al exterior supera ya la de otras economías emergentes y algunas avanzadas), aún se encuentra muy alejada de la de los principales centros financieros mundiales, como Estados Unidos y el Reino Unido (véase gráfico 3.b). Del mismo modo, los controles de la cuenta de capital en China siguen siendo estrictos en relación con los estándares internacionales —se sitúan en niveles similares a los del 25 % de los países con regulaciones más restrictivas a nivel mundial (véase gráfico 3.c)—. No obstante, en la medida en que la dependencia global respecto a China ha aumentado apreciablemente, un deterioro de sus perspectivas de crecimiento podría inducir efectos indirectos más pronunciados sobre los mercados financieros internacionales, que implicasen, por ejemplo, caídas en los mercados de valores a escala global y repuntes de las primas de riesgo.

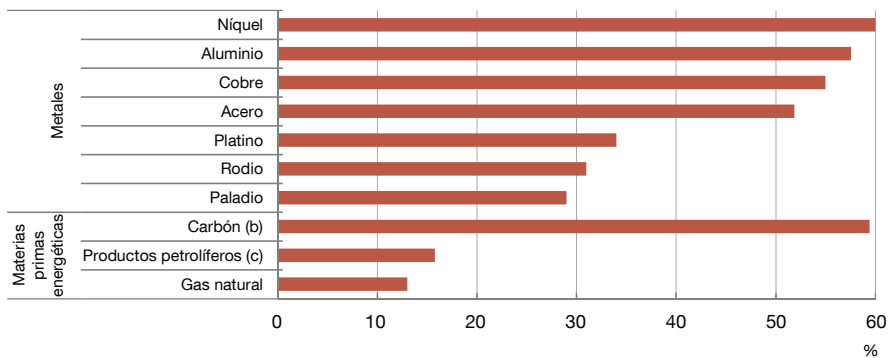
Un ejercicio de simulación de los posibles efectos globales de un menor crecimiento en China

Para evaluar el posible impacto de un menor crecimiento de China en el resto del mundo, se ha realizado una simulación utilizando el modelo macroeconómico global NiGEM³. El escenario

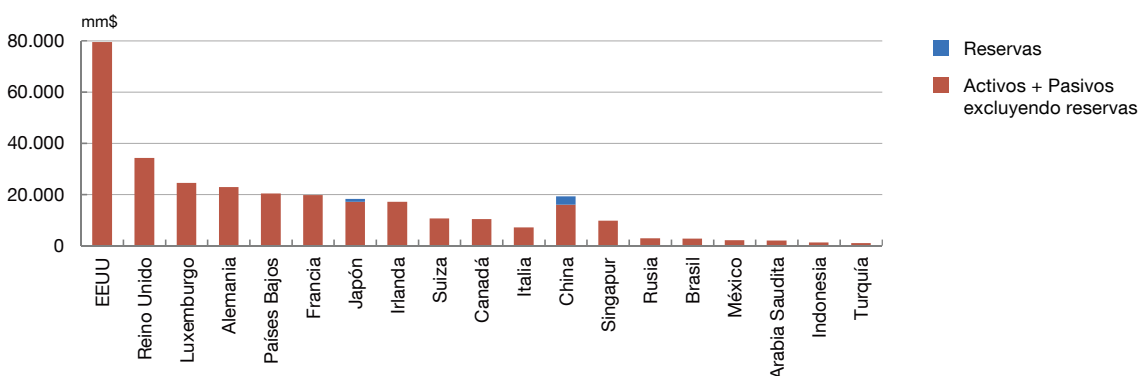
3 La documentación del modelo, desarrollado por el National Institute of Economic and Social Research, está disponible en <https://nimodel.niesr.ac.uk/>. La simulación incorpora como supuestos expectativas adaptativas, tipos de cambio nominales constantes y una reacción endógena de las políticas económicas en el modelo. No se consideran medidas fiscales discretionales adicionales que podrían aprobar las autoridades chinas, pues el margen de maniobra parece cada vez más limitado, dados los crecientes problemas de endeudamiento del sector público.

Relevancia global de la economía china a través de los canales de materias primas y financiero

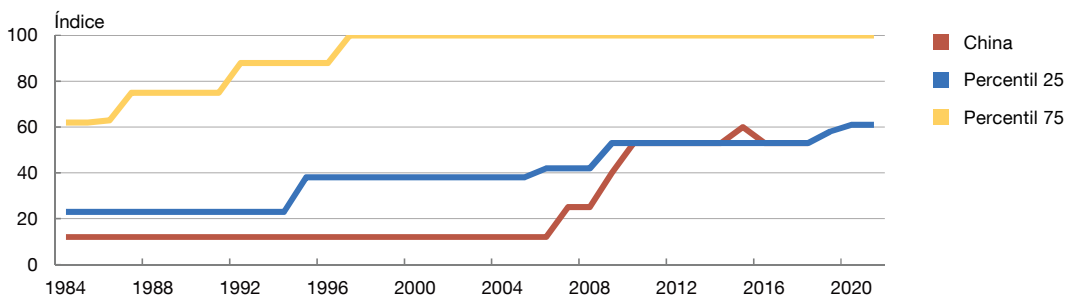
3.a Cuota de China en el consumo mundial de materias primas 2022 (a)



3.b Activos y pasivos financieros frente al exterior



3.c Índice de apertura de la cuenta de capital (d)



FUENTES: USDA's Economic Research Service, IEA, *Annual Report 2022* (Nornickel), *Annual Report 2022* (Hydro), FMI IFS y Zhang (2023).

a Productos energéticos referidos a 2021.

b Incluye turba y esquisto bituminoso.

c Comprenden el gas de refinería, el etano, el GLP, la gasolina de aviación, la gasolina de motor, los carburadores, el queroseno, el gasóleo / gasóleo diésel, el fuelóleo, la nafta, el «white spirit», los lubricantes, el betún, las ceras de parafina, el coque de petróleo y otros productos petrolíferos.

d Para su elaboración se utilizan los Informes Anuales de Convenios y Restricciones Cambiarias (AREAER, por sus siglas en inglés), que recogen las leyes utilizadas por los Gobiernos para dirigir sus transacciones financieras internacionales. El índice ofrece así una medida de la existencia (o ausencia) de restricciones, así como de su severidad. El índice toma valores desde 0 hasta 100, en los que 0 representa una cuenta de capital completamente cerrada, y 100, la apertura completa de la cuenta de capital.



considerado implica una serie de perturbaciones transitorias que se originan a partir de una disminución del crecimiento de China de 1 punto porcentual (pp) durante un año, que se transmite a través de los tres canales mencionados en el epígrafe anterior⁴.

Para captar los efectos del canal comercial, se considera que la reducción transitoria de 1 pp en el crecimiento de China proviene de una caída de la demanda interna que se concentra, en un 80 %, en la inversión. Este deterioro más pronunciado de la inversión que del consumo trata de reflejar la preponderancia, en la situación actual, de los riesgos derivados de la situación del mercado inmobiliario. Además, esta composición de la caída del crecimiento es relevante de cara a cuantificar el posible impacto del canal comercial, dada la distinta intensidad importadora de la inversión en comparación con el consumo.

Para captar el efecto global de una desaceleración económica en China a través del canal de materias primas, en algunas dimensiones se ha expandido el modelo NiGEM. En primer lugar, se calibra la reacción de los precios de las materias primas a una disminución de la actividad en China a partir del trabajo de Kolerus, N'Diaye y Saborowski (2016), de forma que una disminución del crecimiento de 1 pp estaría asociada, tras un año, a una caída del precio del petróleo de aproximadamente el 9,5 % y del de los metales industriales de alrededor del 8,5 %. En segundo lugar, se utiliza la información contenida en las estadísticas de *Trade in Value Added* de la OCDE, así como las elasticidades-precio de la oferta estimadas por Baumeister y Hamilton (2023) y Boer, Pescatori y Stuermer (2021), para calcular la caída del valor de las exportaciones de materias primas energéticas y de metales industriales asociada a esta reducción de los precios, lo que permite determinar la reducción inducida en la renta nacional y en la demanda interna de cada país productor de estas materias primas.

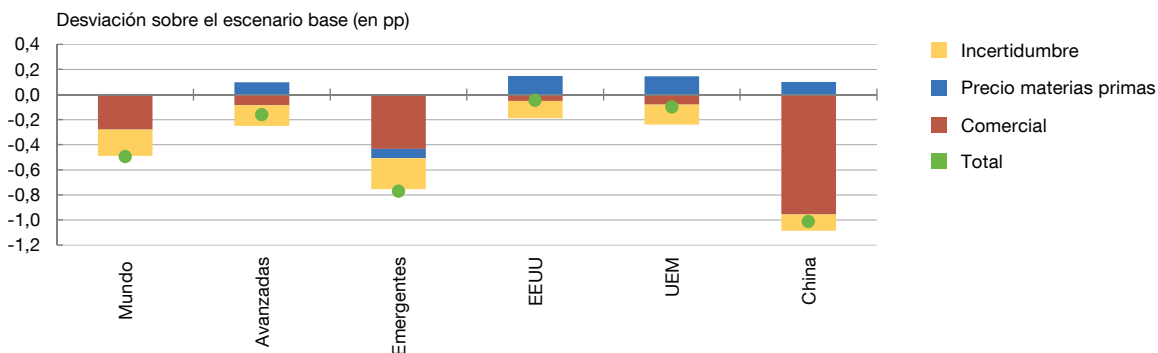
En cuanto al canal que opera a través del nivel de incertidumbre/confianza en los mercados financieros internacionales, se considera el trabajo de Ahmed et al. (2019), que muestra que una reducción de 1 pp en el crecimiento de China podría traducirse en un incremento de los *spreads* corporativos de 130 puntos básicos (pb) en las economías emergentes y de 35 pb en las economías avanzadas. No se considera, sin embargo, un escenario más adverso en el que la actual situación pudiera desembocar en una desaceleración desordenada del sector inmobiliario chino, dado que se prevé que los efectos negativos de la actual desaceleración se mantengan acotados a un pequeño grupo de bancos nacionales y que la menor apertura de la cuenta de capital de China limite el impacto de estos desarrollos en la estabilidad financiera internacional⁵.

4 Este artículo actualiza y expande el trabajo de Bing, Roth y Santabárbara (2019). Frente a dicho trabajo, que evalúa el impacto global de una desaceleración permanente del crecimiento de China fruto de un menor crecimiento potencial derivado de las políticas de reequilibrio, en este ejercicio simulamos un *shock* transitorio. Asimismo, las calibraciones del canal de materias primas y financiero han sido actualizadas para reflejar la última evidencia empírica disponible.

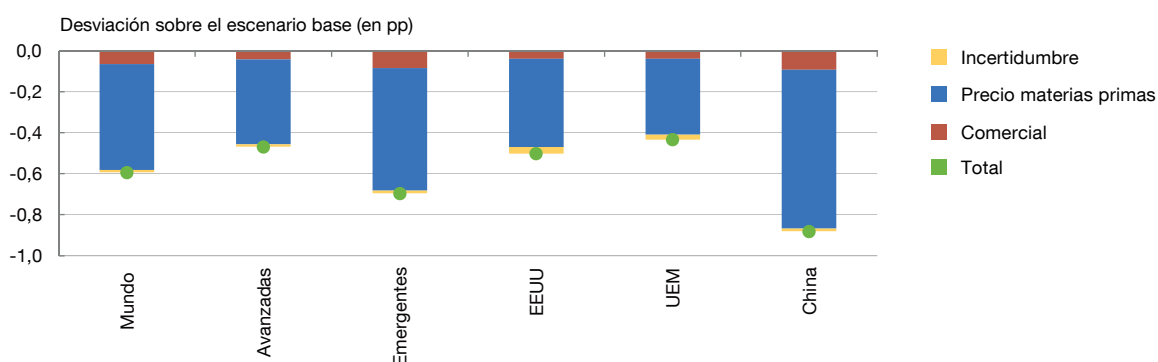
5 Tampoco se consideran en este ejercicio posibles efectos de *flight to safety* sobre los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública de las principales economías avanzadas, ni tampoco los que podría tener, en sentido contrario, una caída de las reservas internacionales de China y su diversificación hacia otros activos. Tampoco han sido considerados los efectos de la ralentización de la actividad de China sobre las cotizaciones de las principales bolsas mundiales, al ser estos en principio transitorios y reducidos (Cashin et al., 2016).

Impacto de una desaceleración transitoria de 1 pp del crecimiento en China

4.a Impacto en el PIB real. Primer año (a)



4.b Impacto en la inflación. Primer año (a)



FUENTE: Banco de España.

a Las simulaciones incorporan como supuestos expectativas adaptativas, tipos de cambio nominales constantes y una reacción endógena de las políticas económicas en el modelo.



El escenario que incluye el conjunto de perturbaciones descritas anteriormente resultaría en una reducción del crecimiento global de 0,5 pp después de un año (véase gráfico 4.a). En las economías avanzadas, el impacto en el crecimiento del PIB sería menor, de 0,2 pp, dado que el efecto restrictivo de las perturbaciones comerciales y financieras se vería contrarrestado por el efecto expansivo derivado de la disminución de los precios de las materias primas, de las cuales estas economías son, en gran medida, importadoras netas. Por el contrario, la contracción de la actividad sería más significativa en el agregado de economías emergentes (-0,8 pp) y, en particular, en los países productores de materias primas y en algunas economías asiáticas con lazos comerciales más estrechos con China.

Entre las economías avanzadas, el crecimiento del PIB en Estados Unidos y el área del euro caería alrededor de 0,1 pp, principalmente debido a los efectos asociados al aumento de la incertidumbre en los mercados financieros, mientras que el efecto restrictivo del canal comercial sería algo menor y se producirían efectos claramente expansivos de la reducción de los precios de las materias primas.

En cuanto a los efectos sobre la inflación, este escenario generaría también presiones desinflacionistas generalizadas, asociadas fundamentalmente al abaratamiento de las materias primas; dichas presiones serían más pronunciadas en las economías emergentes⁶ por el mayor impacto sobre su actividad (véase gráfico 4.b).

Consideraciones finales

En este ejercicio se ha considerado el riesgo de una ralentización de la economía china como un fenómeno coyuntural, que, como tal, se traduce en una perturbación económica transitoria. Sin embargo, el modelo económico chino se enfrenta actualmente a desafíos estructurales que podrían limitar su crecimiento futuro de manera más prolongada de lo esperado. En efecto, los pilares en los que se ha asentado el crecimiento de China en las últimas décadas están mostrando signos de agotamiento. En primer lugar, la inversión, que ha representado en torno al 50 %-60 % del crecimiento de China en la década de los noventa y de los 2000, muestra desde entonces rendimientos notablemente decrecientes. En este sentido, en el gráfico 5.a se observa que la inversión de capital necesaria para obtener una unidad adicional de producto se ha duplicado con el paso del tiempo, lo que apuntaría a una reducción sustancial de la productividad del capital. En segundo lugar, las tendencias demográficas, que permitieron un crecimiento sustancial del PIB y de la productividad, gracias al fuerte proceso de migración del campo a la ciudad y al aumento de la población en edad de trabajar, se estarían revirtiendo por la ralentización del proceso de migración y el fuerte envejecimiento de la población (véase gráfico 5.b).

A todo esto se suma un entorno geopolítico mundial cada vez más complejo. En efecto, en los últimos años se ha observado un repunte especialmente significativo del número de restricciones comerciales impuestas a China a nivel internacional (véase gráfico 5.c). Esto lo sitúa como el país que se enfrenta con un mayor número de restricciones comerciales a nivel global y representa un obstáculo para el comercio exterior y el crecimiento de China. En este mismo sentido, la intensificación de las restricciones al intercambio de tecnología en sectores estratégicos, como los semiconductores y los chips, podrían ralentizar el proceso de adopción tecnológica de China y afectar a su productividad a medio y a largo plazo⁷. Del mismo modo, el establecimiento de restricciones a las exportaciones chinas de materias primas críticas⁸, como las denominadas «tierras raras», el cobalto o el grafito, tendría un impacto negativo para las economías avanzadas, y, en concreto, para la UE⁹.

6 El mayor impacto desinflacionario sobre las economías emergentes se explicaría por el mayor peso de los bienes en la cesta del IPC, más intensivos en materias primas que los servicios, y por las mayores presiones desinflacionistas derivadas de una mayor caída de la actividad.

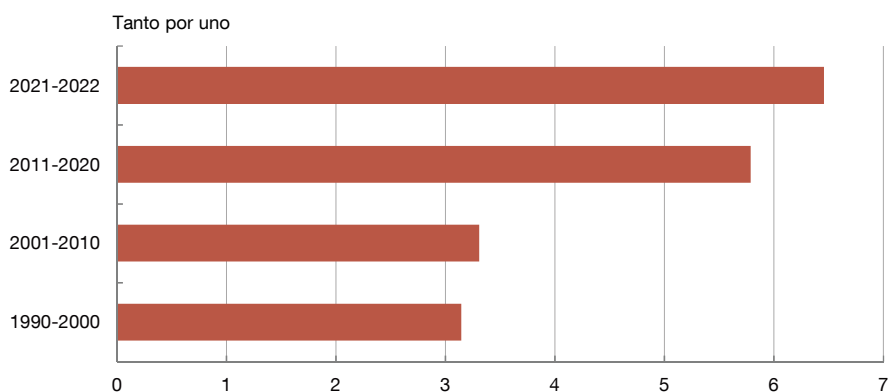
7 Los cambios en la política comercial de Estados Unidos hacia China desde 2017 habrían conducido a un incipiente desplazamiento de las importaciones y de los flujos de IED estadounidenses desde China hacia países más afines o geográficamente más cercanos. En particular, Vietnam y México parecen ser los mayores beneficiarios, ya que han ido ganando sistemáticamente cuota de mercado en aquellas categorías de productos en las que la cuota de importación de China ha ido disminuyendo (Alfaro y Chor, 2023).

8 La Comisión Europea considera críticas 30 materias primas, basándose en la relevancia económica y la sustituibilidad. Algunas de estas materias primas, como las tierras raras o el cobalto, son críticas para sectores estratégicos como el tecnológico. Véase Comisión Europea (2020).

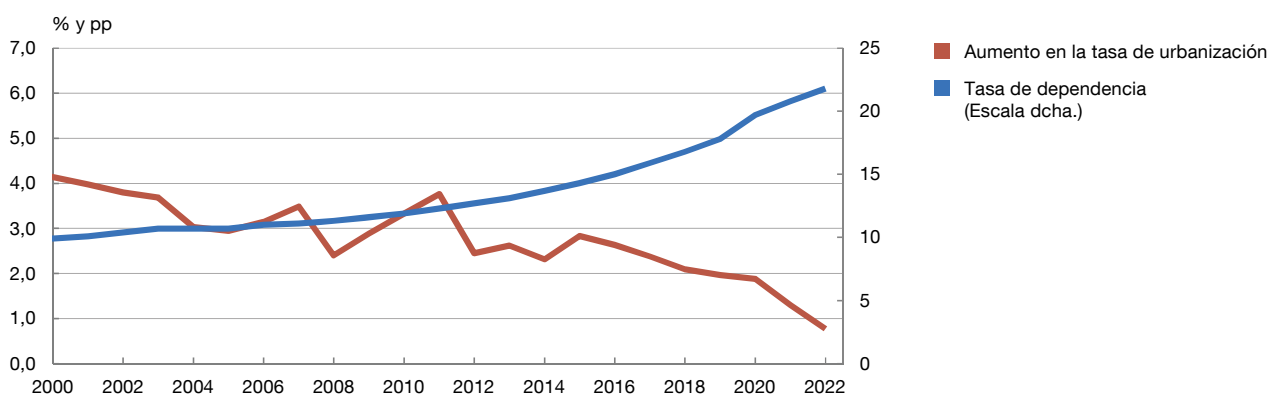
9 Las restricciones comerciales sobre estos minerales podrían conducir a significativos cuellos de botella y a un encarecimiento de dichas materias primas, lo que a su vez ralentizaría el proceso de transición ecológica y digital. Véase Ioannou y Pérez (2023).

Desafíos estructurales de la economía china

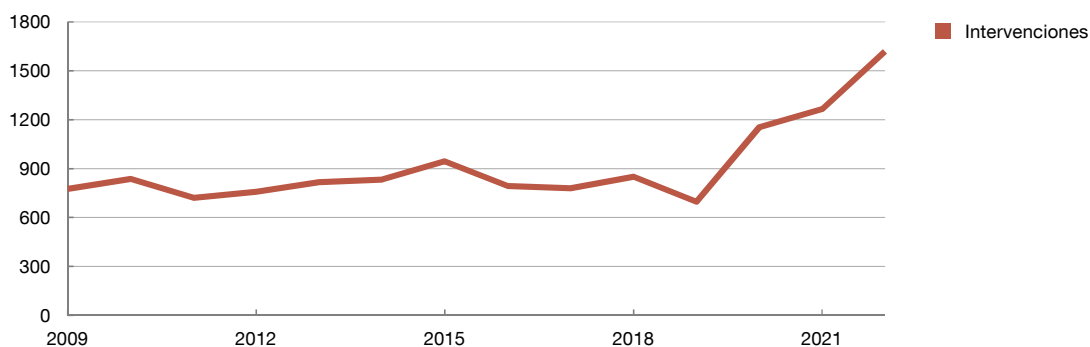
5.a Ratio incremental de capital-producto (a)



5.b Tasa de dependencia y aumento en la tasa de urbanización (b)



5.c Número de intervenciones perjudiciales que afectan a China (c)



FUENTES: CEIC, Indicadores de Desarrollo Mundial (Banco Mundial) y Global Trader Alert.

- a** La ratio incremental de capital-producto es una métrica que representa la cantidad marginal de inversión necesaria para generar una unidad adicional de producto. Se calcula como la inversión en un determinado año dividida entre el aumento del producto respecto al año anterior.
- b** La tasa de urbanización se define como la proporción de población urbana como porcentaje del total y la tasa de dependencia de personas mayores se calcula como la población de 65 años o más en relación con la población total.
- c** Las intervenciones perjudiciales comprenden una amplia variedad de restricciones comerciales, que incluyen, por ejemplo, aranceles de importación, requisitos para la concesión de licencias de importación, prohibiciones de exportación, requisitos laborales locales, medidas *antidumping* o antisubvenciones, etc.



Este proceso de fragmentación comercial a nivel mundial podría modificar a medio plazo el actual papel de China en el comercio mundial, alterando sus *spillovers* sobre el resto de las economías. Por un lado, las crecientes tensiones geopolíticas podrían afectar a las decisiones de las empresas de economías avanzadas de llevar a cabo la localización en China. Hasta el momento, la evidencia de deslocalización es muy limitada, pero algunas encuestas muestran en la actualidad el creciente interés de las empresas multinacionales por esta estrategia (Di Stefano, Giovannetti, Mancini, Marvasi y Vannelli, 2022). Estas encuestas señalan también que las empresas que importan de China consideran que el país implica un riesgo significativo para las cadenas de suministro y, en consecuencia, están diseñando estrategias para diversificar proveedores. Si estos factores estructurales continuaran profundizándose, el crecimiento de China podría reducirse de manera acusada y duradera, con implicaciones significativas para el resto del mundo.

BIBLIOGRAFÍA

- Ahmed, Shaghil, Ricardo Correa, Daniel A. Dias, Nils Gornemann, Jasper Hoek, Anil Jain, Edith Liu y Anna Wong. (2019). "Global Spillovers of a China Hard Landing". *International Finance Discussion Papers*, 1260.
- Alfaro, Laura., y Davin Chor. (2023). "Global Supply Chains: The Looming "Great Reallocation". *National Bureau of Economic Research*, W31661.
- Banco de España. (2019). "Recuadro 2. La incidencia de la economía china en la UEM y en España a través de las cadenas europeas de valor". *Boletín Económico – Banco de España*, 4/2019. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Informe%20trimestral/19/Recuadros/Fich/IT-4T19-Rec2-Av.pdf>
- Banco de España. (2023). "Recuadro 1.1. La desaceleración de la actividad del sector inmobiliario en China y sus potenciales canales de transmisión domésticos e internacionales". *Informe de Estabilidad Financiera - Banco de España*, otoño. https://www.bde.es/f/webbe/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/23/IEF_2023_2_Rec1_1.pdf
- Baumeister, Christiane, y James Hamilton. (2023). "A Full-Information Approach to Granular Instrumental Variables".
- Bing, Xu, Moritz Rotz y Daniel Santabárbara. (2019). "Impacto global de una desaceleración en China". *Boletín Económico – Banco de España*, 4/2019. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/10113/1/be1904-art37.pdf>
- Boer, Lukas, Andrea Pescatori y Martin Stuermer. (2021). "Energy transition metals". IMF Working Paper, WP/21/243.
- Cashin, Paul, Kamiar Mohaddes y Mehdi Raissi. (2016). "China's Slowdown and Global Financial Market Volatility: Is World Growth Losing Out?". IMF Working Paper, WP/16/63.
- Comisión Europea. (2020). *Study on the EU's list of critical raw materials*.
- Di Stefano, Enrica, Giorgia Giovannetti, Michele Mancini, Enrico Marvasi y Giulio Vannelli. (2022). "Reshoring and plant closures in Covid-19 times: Evidence from Italian MNEs". *International Economics*, 172, pp. 255-277.
- Ioannou, Demosthenes, y J. Javier Pérez (eds.). (2023), "The EU's Open Strategic Autonomy from a Central Banking Perspective. Challenges to the Monetary Policy Landscape from a Changing Geopolitical Environment". ECB Occasional Paper, 311.
- Kolerus, Christina, Papa M. N'Diaye y Christian Saborowski. (2016). "China's footprint in global commodity markets". *International Monetary Fund, Spillover notes*, 6.
- Rogoff, Kenneth, y Yuan Chen Yang. (2022). "A Tale of Tier 3 Cities". IMF Working Paper, 2022/196.
- Zhang, Longmei. (2023). "Capital account liberalization and China's financial integration". Harvard Kennedy School. M-RCBG Associate Working Paper Series, 196.

Cómo citar este documento

Alonso, Irma, Daniel Santabárbara y Marta Suárez-Varela. (2023). “Los posibles efectos globales de un menor crecimiento en China y sus canales de transmisión”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 06. <https://doi.org/10.53479/35612>

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2023
ISSN 1579-8623 (edición electrónica)