

La economía china ha experimentado una desaceleración en los últimos años, que se intensificó en la segunda mitad de 2018, como consecuencia, en primera instancia, de las medidas adoptadas con anterioridad para reducir el elevado endeudamiento del sector privado y, algo después, de las crecientes tensiones comerciales con Estados Unidos. Como resultado, el crecimiento del PIB de China se ha ido moderando, desde tasas superiores al 10 % interanual a principios de la década hasta situarse en el 6,4 % en el primer trimestre de 2019, la tasa más baja desde la crisis financiera global (véase gráfico 1).

Para hacer frente a ese deterioro de la actividad, las autoridades han aplicado una serie de políticas expansivas de demanda desde mediados de 2018, que se han visto reforzadas tras la reunión de marzo de 2019 del Congreso Nacional del Pueblo —el órgano legislativo—, que, además, rebajó el objetivo de crecimiento hasta el rango 6 %-6,5 % (desde el 6,5 % anterior). En concreto, este órgano acordó imprimir un carácter más expansivo a la política fiscal, mientras que la política monetaria mantendría un tono acomodaticio pero prudente, de cara a mitigar los riesgos financieros. En el ámbito fiscal, se ha introducido un paquete de estímulo de en torno al 2 % del PIB, a través de reducciones del IVA y de las contribuciones a la Seguridad Social, y se ha incrementado el límite de endeudamiento de los Gobiernos locales (las cuotas de emisión de bonos especiales han aumentado en más de un 50 %), para impulsar la inversión en infraestructuras (véase gráfico 2). Por lo que respecta a la política monetaria, el banco central ha mantenido inalterados los tipos de interés de referencia, pero ha reducido el coeficiente de reservas obligatorias por un total de 350 puntos básicos desde 2018, lo que lo sitúa en el 13,5 % (véase gráfico 3), además de introducir dos facilidades, una dirigida a fomentar la concesión de préstamos a medio plazo a las empresas privadas, en especial a las pymes, y otra que permite que los bancos comerciales sustituyan bonos emitidos a perpetuidad por títulos del banco central, para reforzar así su capital y dotarles de mayor liquidez, al ser títulos aceptables como colateral en las facilidades de préstamo del banco central. En comparación con los estímulos aplicados en la crisis financiera global y en la desaceleración de 2015-2016, la escala de las medidas actuales es menor, con un impulso monetario y crediticio más contenido. Además, a diferencia de los episodios anteriores, la regulación financiera y los controles del mercado de la vivienda son ahora más estrictos, lo que mitiga los riesgos para la estabilidad financiera, si bien, a la vez, limita la efectividad del estímulo.

Al inicio del año, estas medidas parecían haber logrado estabilizar la economía, al registrarse un crecimiento algo mayor de lo esperado en el primer trimestre de 2019. No obstante, la actividad parece estar deteriorándose de nuevo al inicio del segundo trimestre, lo cual ha generado ciertas dudas sobre la efectividad de las políticas puestas en marcha (véase gráfico 4). Es cierto, por un lado, que existe normalmente un cierto desfase entre el momento en que se adoptan las medidas y aquel en el que comienzan a surtir efecto y, por otro lado, que, además, el paquete fiscal no ha sido puesto totalmente en marcha todavía. Sin

embargo, el moderado impacto de las medidas adoptadas podría ser consecuencia de que alrededor de la mitad de la expansión fiscal se haya instrumentado a través de recortes impositivos, lo que tiende a reducir su efectividad en condiciones de incertidumbre, en la medida en que empresas y hogares tiendan a ahorrar esas rentas adicionales.

En cualquier caso, los riesgos para el crecimiento económico en China están claramente sesgados a la baja. En el frente externo, el recrudecimiento de la guerra comercial con Estados Unidos puede suponer un importante freno al crecimiento. Estados Unidos es el destino de cerca del 23 % del total de las exportaciones chinas (un 4,2 % del PIB), por lo que estas tensiones comerciales podrían dañar de modo significativo a la economía del gigante asiático, no solo a través del canal arancelario, sino también a través de otras vías indirectas, como la confianza de los mercados financieros, la reubicación de algunos segmentos de las cadenas globales de producción y los efectos sobre la productividad. En el ámbito interno, el principal reto reside en la correcta calibración de los estímulos provenientes de las políticas económicas, que deben encontrar el equilibrio adecuado entre prudencia y ambición, para reducir de manera efectiva los riesgos para el crecimiento a corto plazo y, simultáneamente, evitar un aumento de los desequilibrios a medio y largo plazo, que incrementen los riesgos de un ajuste más brusco en el futuro. De este modo, China estaría conservando un cierto margen de maniobra para reforzar aún más sus políticas expansivas de demanda por si tuviera que enfrentarse a un entorno más desfavorable. En concreto, no son descartables nuevas medidas de política monetaria, por ejemplo mediante recortes adicionales en el coeficiente de reserva o a través de mecanismos crediticios que canalicen la liquidez a los sectores más afectados. Por el lado de la política fiscal, es probable que se anuncien nuevos estímulos en los próximos trimestres, articulados principalmente a través de reducciones de los tipos del IVA y de las cotizaciones a la Seguridad Social y de mayores inversiones en infraestructuras.

En todo caso, el espacio de posible actuación de las políticas de demanda se ha reducido en los últimos años, debido al aumento del endeudamiento de la economía china. La ratio de deuda sobre el PIB del sector no financiero ha crecido 120 puntos porcentuales en diez años, hasta el 260 % del PIB en 2018, y las medidas de desapalancamiento adoptadas en los dos últimos años solo han conseguido estabilizar dicha ratio (véase gráfico 5). A corto plazo, es previsible que el volumen de endeudamiento retome su senda alcista, tanto por las recientes medidas de estímulo crediticio y de fomento de la inversión pública en infraestructuras como por las perspectivas de un menor crecimiento. Todo ello conlleva mayores riesgos para la estabilidad financiera a medio y largo plazo.

En el ámbito de la política monetaria, aunque el banco central dispone de herramientas para impulsar la liquidez y el crédito, el principal obstáculo reside en la limitada efectividad del mecanismo de transmisión, basado en instrumentos cuantitativos y de control del crédito. Estos instrumentos presentan un sesgo en favor de las

Para hacer frente al deterioro de la actividad derivado de las medidas adoptadas para reducir el elevado endeudamiento y, también, de las crecientes tensiones comerciales con Estados Unidos, las autoridades han aplicado una serie de políticas de demanda desde mediados de 2018, si bien el margen de actuación de estas políticas es cada vez más reducido.

Gráfico 1
PIB POR COMPONENTES

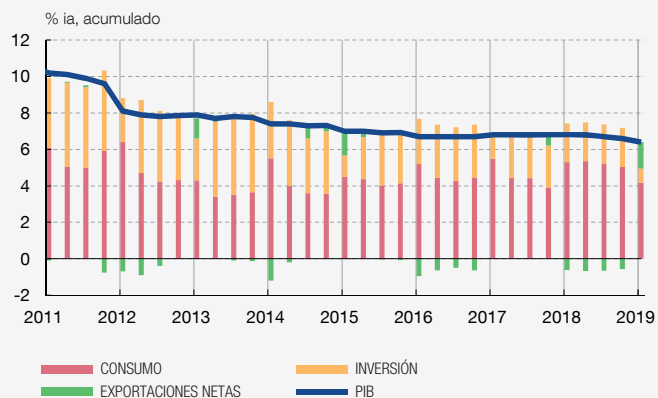


Gráfico 2
EXPANSIÓN DEL ESTÍMULO FISCAL: RECORTES DE IMPUESTOS Y TASAS

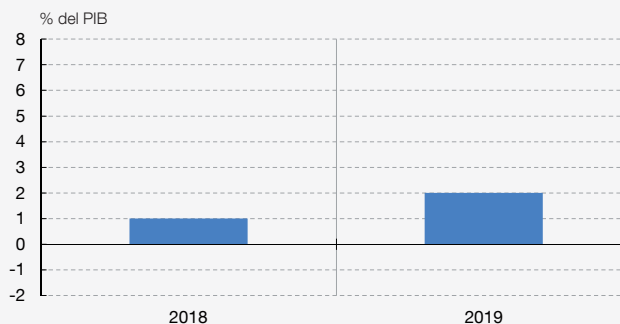


Gráfico 3
COEFICIENTE DE RESERVA PARA GRANDES BANCOS



Gráfico 4
INDICADORES CLAVE

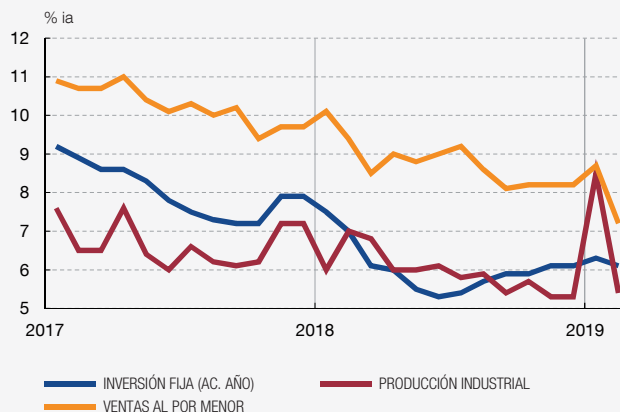


Gráfico 5
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA POR SECTORES

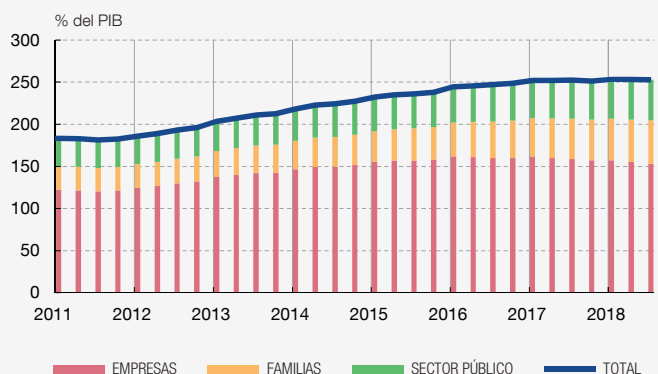
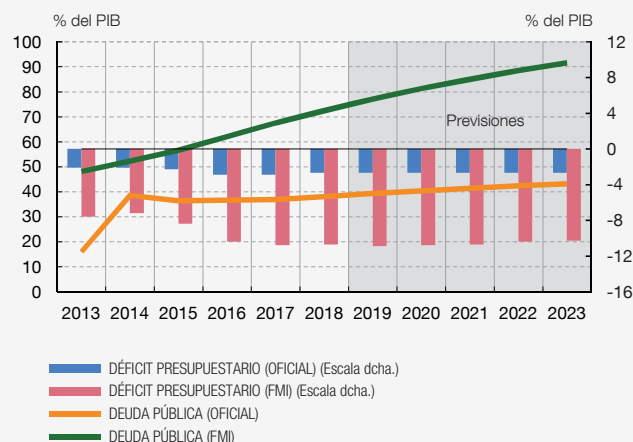


Gráfico 6
EL ESPACIO FISCAL DE CHINA ES INFERIOR A LO QUE SUGIEREN LAS CIFRAS OFICIALES



FUENTES: FMI, BPI y CEIC.

grandes empresas o entidades vinculadas al sector público, por lo que son necesarias reformas del sistema financiero que permitan un acceso equilibrado a la financiación por parte de las empresas privadas. Además, en lo referente a la flexibilidad del tipo de cambio, también existen restricciones derivadas del temor a las salidas de capitales y de las repercusiones que tendría una fuerte depreciación del renminbi para las tensiones comerciales con Estados Unidos.

Por su parte, a pesar de que las ratios de déficit y deuda pública oficiales no son muy elevadas (3,9% y 37% del PIB, respectivamente), el espacio fiscal disponible sería menor si se tiene en cuenta un perímetro más amplio del sector público y sus pasivos contingentes, así como otras partidas, especialmente de los Gobiernos locales y sus vehículos de financiación. El FMI estima que, con una definición más amplia que la habitual, el déficit público habría rondado el 10% del PIB el año pasado,

mientras que la deuda pública habría alcanzado el 67,5% del PIB (véase gráfico 6). A ello se le unirían en el medio plazo las presiones sobre las finanzas públicas provenientes del envejecimiento de la población y del menor crecimiento potencial.

En este contexto, la política económica china debería centrarse en las reformas estructurales. De hecho, conscientes de las limitaciones de las políticas de demanda, las autoridades chinas han optado, de momento, por el gradualismo y la limitación del tamaño de los estímulos aplicados. No obstante, si el crecimiento se resintiera adicionalmente y se adoptaran medidas de mayor alcance, ello podría agravar los riesgos para la estabilidad financiera. Frente a ello, las autoridades deberían optar por promover reformas estructurales integrales que logren reducir el apalancamiento y mejorar la eficiencia de la asignación del crédito, introduciendo una mayor competencia en los mercados y replanteando el papel de las empresas estatales.