

## EL IMPACTO GLOBAL DE UNA HIPOTÉTICA DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN CHINA

El fuerte crecimiento registrado en China entre 2000 y 2011, que superó el 10% en promedio anual, convirtió esta economía en la segunda de mayor tamaño a escala mundial, solo por detrás de la estadounidense. Ese período expansivo se sustentó en un modelo dirigido por las autoridades políticas chinas, basado en la inversión y en el sector exterior. No obstante, las señales de agotamiento que este modelo, cada vez más dependiente del crédito y de los estímulos fiscales, comenzó a mostrar al inicio de esta década llevaron al Gobierno a desplazar el foco desde el crecimiento a corto plazo hacia el desarrollo más sostenible a medio y a largo plazo. Para ello, el poder ejecutivo impulsó un proceso de reequilibrio de la economía, plasmado en el XII Plan Quinquenal 2011-2015, que buscaba el fomento del consumo privado frente a la inversión, de la demanda interna frente a la externa y de los servicios frente a la industria.

La puesta en práctica del plan ha conducido a una notable ralentización de la actividad, hasta tasas de crecimiento próximas al 6,5% en 2018. Esta desaceleración del producto se ha visto reforzada en los dos últimos años por los esfuerzos de las autoridades en reducir el elevado nivel de endeudamiento de las empresas y de los Gobiernos locales, dado el riesgo que supone para la estabilidad financiera, lo que ha conducido a restricciones crediticias, particularmente encaminadas al control de la banca en la sombra.

A estos desarrollos internos se han unido más recientemente, como freno adicional al crecimiento, las nuevas disputas comerciales entre Estados Unidos y China. Las ventas a la economía norteamericana representan cerca del 23% del total de las exportaciones chinas y casi un 4,2% del PIB del país, por lo que un hipotético recrudecimiento de la confrontación arancelaria podría dañar de modo significativo la actividad<sup>1</sup>. En particular, el aumento de barreras comerciales reduciría por añadidura los beneficios y el empleo en la industria manufacturera e impactaría negativamente sobre la confianza, con el consiguiente efecto adverso sobre la renta,

la inversión y el consumo privados. A más largo plazo, la reducción del comercio y el desplazamiento de las empresas chinas en las cadenas globales de producción podrían afectar a la productividad total de los factores y al crecimiento potencial.

La economía china ha alcanzado un peso muy elevado en el PIB mundial —casi una quinta parte del total, en términos de paridad de poder de compra—, y su contribución al crecimiento de esta variable es asimismo muy significativa —cerca de 1 punto porcentual (pp) en promedio anual desde 2005—. Además, su interrelación con otras áreas geográficas está aumentando rápidamente. Todo ello hace que las repercusiones a escala global de la evolución de la economía china sean cada vez más relevantes. Una eventual desaceleración adicional de la actividad en este país se transmitiría al resto del mundo a través de varios canales, tanto directos como indirectos.

Entre los primeros, cabe mencionar los que discurren a través del comercio internacional de bienes y de servicios finales, y a través de la demanda de materias primas —especialmente, petróleo y metales—, ámbitos en los que China tiene un papel preponderante. Un tercer canal directo, el de las exposiciones financieras, tiene menor importancia, dado que la apertura de la cuenta de capital china es todavía limitada. Los canales indirectos, cuyo impacto sería tanto más pronunciado cuanto más inesperada, abrupta y persistente fuera la desaceleración de esta economía asiática, incluyen un aumento de la incertidumbre y un deterioro de la confianza global que dieran lugar a un episodio de aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales que llevaría aparejadas caídas bursátiles y elevaciones de las primas de riesgo. Finalmente, las tensiones comerciales frente a Estados Unidos pueden originar cambios en la localización de las cadenas de producción globales, en las que China tiene un papel prominente, con efectos sobre la actividad de terceros países, que podrían ser positivos o negativos, dependiendo de su complementariedad o sustituibilidad respecto a la producción de China.

1 Despues de la fase inicial de subidas arancelarias impuestas por Estados Unidos sobre sus importaciones de China en julio de 2018 (que afectaron a un volumen de compras por valor de 50 mm de dólares), la Administración Trump sometió otro conjunto de importaciones de China (por valor de 200 mm de dólares) a un arancel del 10%, que puede convertirse en un 25% si no llegan a buen término las negociaciones que actualmente están en marcha entre los dos países. Además, Estados Unidos ha amenazado con imponer aranceles a los restantes 267 mm de dólares de importaciones chinas. Antes de estas medidas, el arancel medio que Estados Unidos imponía a los productos de China se situaba en el entorno del 3%. En respuesta a los aranceles estadounidenses, China ha impuesto hasta la fecha aranceles a una serie de importaciones de productos estadounidenses, por valor de 110 mm de dólares.

## EL IMPACTO GLOBAL DE UNA HIPOTÉTICA DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN CHINA (cont.)

Para valorar el impacto de una eventual desaceleración intensa de la economía china sobre el resto del mundo, se ha realizado una simulación con el modelo de equilibrio general NiGEM, que incorpora varios canales de interdependencia entre economías<sup>2</sup>. Este escenario hipotético incorpora una serie de perturbaciones de carácter permanente, asociadas a los canales de transmisión mencionados, que inciden simultáneamente a partir de 2019. En concreto, el escenario incluye ingredientes de tres tipos: i) una caída de 1 pp del crecimiento potencial de China y un retroceso de la misma magnitud de su demanda interna, al que la inversión contribuye en un 80 % (lo que activa el «canal comercial»); ii) reducciones del 7 % de los precios del petróleo y del 8 % de los precios de los metales, asociadas a la ralentización del crecimiento de China, que se traslada a una disminución de la demanda final en las economías productoras de materias primas (lo que incide en el «canal de materias primas»), y iii) efectos adversos sobre los mercados financieros, que reflejan un deterioro de la confianza («canal financiero»). Estos efectos darían lugar, hipotéticamente, a una corrección del 10 % de las bolsas de China, Europa, Japón y Estados Unidos, un aumento de 50 puntos básicos (pb) de la prima de riesgo de las acciones y una subida de 60 pb de los tipos de interés a largo plazo en las economías emergentes<sup>3</sup>. Para evaluar la relevancia de cada uno de estos tres canales, se han simulado no solo conjuntamente, sino también de forma individual<sup>4</sup>.

Los resultados del ejercicio se recogen en el cuadro 1 y en el gráfico 1. El escenario conjunto daría lugar a una reducción del crecimiento mundial de 0,4 pp al cabo de un año. Este impacto viene dado, a partes iguales, por los canales comercial y financiero, sin que sea tan relevante, a escala global, el canal de descenso de los precios de las materias primas. De hecho, en las economías avanzadas, este último canal tendría un efecto expansivo, debido al abaratamiento de las importaciones de materias primas, lo que limitaría el efecto de las otras perturbaciones, de modo que el impacto conjunto sobre el PIB sería de -0,3 pp. La contracción de la actividad sería más acusada en las economías emergentes (-0,5 pp), lo que afectaría fundamentalmente a los productores de materias primas y a algunas economías asiáticas con fuertes interrelaciones con China. Este escenario generaría presiones desinflacionistas, más pronunciadas en las economías emergentes, especialmente en las productoras de materias primas. En líneas generales, los impactos obtenidos tienen una magnitud mayor que los recogidos en un ejercicio desarrollado recientemente por el Banco Central Europeo (BCE)<sup>5</sup>, en el que predominan los efectos a través del canal del precio de las materias primas y donde el canal financiero está ausente.

Existen diversos factores que, no obstante, podrían hacer que los efectos fueran más reducidos. En primer lugar, el ejercicio realizado no tiene en cuenta la previsible reacción expansiva de las políticas monetaria y fiscal en China,

---

2 La simulación incorpora diversos supuestos. En concreto, se considera que las expectativas son adaptativas, los tipos de cambio nominales permanecen constantes, la política monetaria sigue —en la mayor parte de los países— una regla de Taylor y la política fiscal actúa como estabilizador automático (manteniendo, simultáneamente, un objetivo de saldo presupuestario a medio plazo).

3 En la calibración se han utilizado diversos estudios: Banco Asiático de Desarrollo (2016), «Structural Change and Moderating Growth in the People's Republic of China: Implications for Developing Asia and Beyond» (canal comercial); A. Ghoshray y M. Pundit (2016), *The Impact of a People's Republic of China Slowdown on Commodity Prices and Detecting the Asymmetric Responses of Economic Activity in Asian Countries to Commodity Price Shocks*, ADB Economics Working Paper Series, n.º 493, Banco Asiático de Desarrollo (ADB), Manila (impacto sobre los precios del petróleo y de los metales); Banco Mundial e International Council on Mining and Metals, Caldara, Cavallo y Iacoviello (2018) y Stuermer (2017) (efectos de los cambios en esos precios sobre la demanda final de los países productores), y L. Metelli y F. Natoli (2017), «The Effect of a Chinese Slowdown on Inflation in the Euro Area and the United States», *Economic Modelling*, n.º 62, pp. 16-22 (aumento de la prima de riesgo). Finalmente, la subida del EMBI (índice de las cotizaciones de bonos soberanos en el conjunto de las economías emergentes) es equivalente a la registrada durante las turbulencias del inicio de 2016, causadas por las incertidumbres sobre la desaceleración que China estaba experimentando en ese momento.

4 Debido a la presencia de no linealidades, el impacto obtenido en la simulación conjunta es algo mayor que la suma de los efectos obtenidos en las simulaciones individuales. No obstante, la diferencia no es cuantitativamente muy relevante.

5 A. Dieppe, J. Han, R. Gilhooly, L. Korhonen y D. Lodge (eds.) (2018), *The Transition of China to Sustainable Growth – Implications for the Global Economy and the Euro Area*, ECB Occasional Papers, n.º 206.

Recuadro 1.1

**EL IMPACTO GLOBAL DE UNA HIPOTÉTICA DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN CHINA (cont.)**

Cuadro 1

IMPACTO EN EL CRECIMIENTO DEL PIB REAL (%) SEGÚN DISTINTAS PERTURBACIONES (en pp)

				Canal comercial				Canal de materias primas				Canal financiero				
Shock conjunto				1 pp de caída del potencial y reequilibrio de la demanda final				-6,9 % en el precio del petróleo y -7,8 % en el precio de los metales				Caída del 10 % de las bolsas, subida de la prima de riesgo de las acciones de 50 pb y de los tipos de interés a largo plazo en economías emergentes de 60 pb				
	China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo	China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo	China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo	China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo
t+1	-0,69	-0,27	-0,52	-0,41	-0,60	-0,07	-0,27	-0,19	0,07	0,08	-0,04	0,01	-0,09	-0,25	-0,15	-0,19
t+2	-0,68	0,14	-0,29	-0,11	-0,72	-0,04	-0,31	-0,20	0,15	0,18	0,15	0,16	-0,01	-0,02	-0,03	-0,02
Promedio	-0,68	-0,06	-0,40	-0,26	-0,66	-0,06	-0,29	-0,20	0,11	0,13	0,05	0,08	-0,05	-0,14	-0,09	-0,11

FUENTE: Banco de España.

Cuadro 2

VARIACIÓN DE LA INFLACIÓN (%) SEGÚN DISTINTAS PERTURBACIONES (en pp)

				Canal comercial				Canal de materias primas				Canal financiero				
Shock conjunto				1 pp de caída del potencial y reequilibrio de la demanda final				-6,9 % en el precio del petróleo y -7,8 % en el precio de los metales				Caída del 10 % de las bolsas, subida de la prima de riesgo de las acciones de 50 pb y de los tipos de interés a largo plazo en economías emergentes de 60 pb				
	China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo	China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo	China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo	China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo
t+1	-0,48	-0,34	-0,98	-0,71	0,00	-0,02	-0,10	-0,07	-0,45	-0,25	-0,72	-0,52	-0,02	-0,07	-0,14	-0,11
t+2	-0,27	-0,40	-1,11	-0,82	0,02	-0,05	-0,22	-0,15	-0,17	-0,11	-0,41	-0,29	-0,01	-0,05	-0,09	-0,07
Promedio	-0,37	-0,37	-1,04	-0,77	0,01	-0,04	-0,16	-0,11	-0,31	-0,18	-0,56	-0,41	-0,02	-0,06	-0,11	-0,09

FUENTE: Banco de España.

NOTA: Simulaciones realizadas con el modelo macroeconómico trimestral NiGEM. Las perturbaciones empiezan a incidir en el primer trimestre de 2019.

Una desaceleración adicional de China incidiría en una reducción considerable del crecimiento mundial. Mientras que en las economías avanzadas el efecto expansivo de los precios de las materias primas limitaría el efecto de las otras perturbaciones, en las emergentes la contracción de la actividad sería más acusada en los productores de materias primas y en las economías asiáticas.

Gráfico 1  
IMPACTO EN EL CRECIMIENTO DEL PIB REAL - PRIMER AÑO

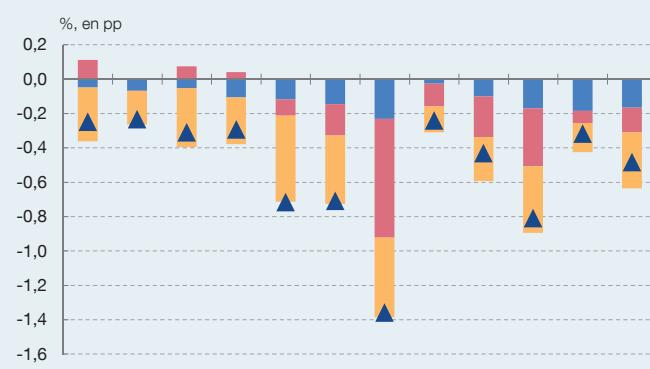
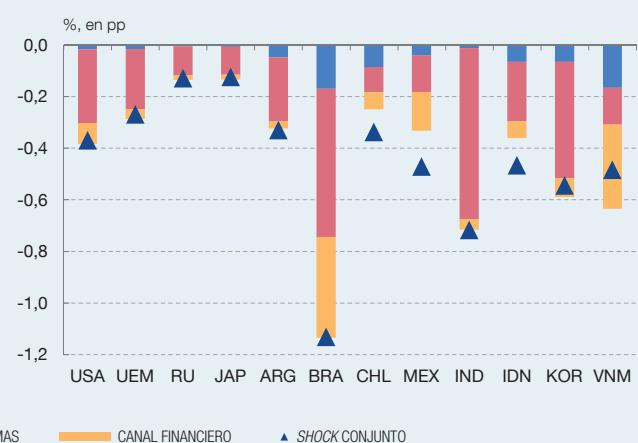


Gráfico 2  
IMPACTO EN LA INFLACIÓN ANUAL - PRIMER AÑO



FUENTE: Banco de España.

**EL IMPACTO GLOBAL DE UNA HIPOTÉTICA DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN CHINA (cont.)**

aunque es cierto que, si una de las consecuencias de la expansión monetaria fuera una depreciación cuantiosa del renminbi, los efectos podrían verse incluso amplificados. Por otro lado, la simulación realizada puede estar infraestimando las transformaciones recientes de la estructura productiva, comercial y financiera china. A pesar de que este país se ha convertido en las últimas décadas en el motor del comercio mundial de bienes —actualmente es el primer exportador y el segundo importador—, su

capacidad de arrastre está reduciéndose, por varias razones. Por un lado, el propio desarrollo económico ha conducido a una estructura productiva más diversificada y, por tanto, a un menor contenido importador de las exportaciones chinas. Por otro lado, la disminución de la intensidad importadora se ve también reforzada por los cambios en la estructura económica hacia un mayor peso del consumo, en detrimento de la inversión, y hacia un peso creciente del sector terciario.