

INFORME RIESGO PAÍS

CHINA

Madrid: 18 de septiembre de 2018



Estabilidad política bajo el férreo control del Partido Comunista. Xi Jinping, que ejerce el liderazgo desde 2013, es el dirigente que acapara más poder desde la época de Deng Xiaoping. La reciente reforma constitucional, que elimina la limitación de dos mandatos, le permitirá mantener su dominio más allá de 2023. Su presidencia se caracteriza por una persecución de la corrupción sin precedentes y una dura represión de la disidencia. En política exterior, el tradicional "ascenso pacífico" ha cedido terreno a una mayor proactividad en defensa de sus intereses y una retórica nacionalista.

Hacia un crecimiento de mayor calidad. El modelo basado en una mano de obra barata y abundante, altas tasas de inversión, elevadas exportaciones y sobre-explotación de los recursos naturales, lleva tiempo dando signos de agotamiento. Los desequilibrios acumulados (financieros, sociales y medioambientales) requieren un reequilibrio hacia un mayor protagonismo del consumo privado, que avanza gradualmente. El Ejecutivo está manejando las herramientas monetarias y fiscales de forma ad hoc para orquestar el necesario desapalancamiento sin penalizar en exceso la actividad económica, todo ello en un contexto de crecientes tensiones comerciales con EEUU.

El **exceso de crédito** permitió hacer frente a la crisis financiera internacional pero vino acompañado de decisiones de inversión ineficientes y del **sobreendeudamiento** en algunos sectores, especialmente el **corporativo**. Además, el recurso a la banca en la sombra aumenta los riesgos del sistema financiero, aunque el sector bancario cuenta con unas adecuadas ratios de solvencia y de capital y una morosidad muy baja.

El **endeudamiento público** se encuentra aún en niveles razonables, aunque la deuda local ha ascendido vertiginosamente y está alcanzando cotas preocupantes.

Elevada solvencia exterior. Primer exportador mundial de mercancías e importador de materias primas. Los superávits en la cuenta corriente y los elevados flujos de inversión directa extranjera explican la enorme acumulación de reservas de divisas, las mayores del mundo. La desaceleración económica ha incentivado la salida de capitales, lo que está presionando a la baja al yuan y ha motivado que el ejecutivo imponga controles de capitales.

Notables fortalezas. La deuda externa es reducida y su servicio es manejable, si bien ambos registran una notable tendencia al alza. Las vastas reservas que posee, la elevada tasa de ahorro, el superávit por cuenta corriente y un gran volumen de activos públicos constituyen colchones para afrontar con holgura los riesgos financieros.

1. POLÍTICA INTERNA: EL TODOPODEROSO XI JINPING

- ➔ **Estabilidad política.** El Partido Comunista domina todas las esferas de poder. Xi Jinping, elegido Secretario General del PCCh y Presidente del país en marzo de 2013, ha logrado acumular más poder que cualquiera de sus predecesores desde los tiempos de Mao. La eliminación del límite de los dos mandatos consolida su liderazgo, que se extenderá más allá de 2023.
- ➔ **Jinping protagoniza la mayor campaña de lucha contra la corrupción de la historia, lo que ha aumentado su popularidad al tiempo que le ha permitido neutralizar a sus opositores.** Creciente represión política y preocupante limitación de las libertades públicas.
- ➔ **En el XIX Congreso del Partido Comunista chino, celebrado en octubre de 2017, Xi apuesta por la continuidad de sus políticas y por un crecimiento de calidad.**

POBLACIÓN	1.386 mil hab.
RENTA PER CÁPITA	8.690 \$
RENTA PER CÁPITA PPP	16.760 \$
EXTENSIÓN	9.561.000 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Partido Único
CORRUPCIÓN	77/180
DOING BUSINESS	78/190

El XIX Congreso del Partido Comunista chino (PCCh), celebrado en octubre de 2017, ha reafirmado el liderazgo del presidente del país y Secretario General del Partido, Xi Jinping, de cara a su segundo mandato de cinco años. Como era de esperar, se reafirmó la continuidad de las políticas aplicadas en los pasados cinco años y que no habrá espacio para la divergencia ni la puesta en duda de la supremacía del Partido. Sin embargo, este

Congreso supone un importante cambio institucional porque rompe con los principales paradigmas que han caracterizado el funcionamiento del PCCh desde la muerte de Mao Zedong en 1976: el liderazgo colectivo y un eficaz relevo de poder.

Desde su acceso a la presidencia en 2013, Xi Jinping ha logrado acumular más poder que cualquiera de sus predecesores desde los tiempos de Mao. El ya calificado por muchos como dictador ha emprendido una larga campaña contra la corrupción institucional que le ha permitido eliminar, de paso, la disidencia interna en el partido; ha reorganizado las Fuerzas Armadas para asegurar su total lealtad personal; y ha reformulado el papel de China en el mundo, insuflando un nuevo nacionalismo.

El paso definitivo en la consolidación de su poder hay que buscarlo en el XIX Congreso del PCCh. Éste se celebra cada cinco años desde 1949 y supone la única ocasión en la que el jefe del Estado analiza formalmente en público la marcha del país y avanza cuáles serán las prioridades del futuro. Se trata de un gran evento político, en el que participan más de 2.000 representantes de los 89 millones de afiliados (un 6,8% de la población china) y en el que se renueva toda la cúpula de la formación. En esta cita se elige un nuevo Comité Central del PCCh, formado por 205 miembros y 171 suplentes; al Politburó de esa formación, formado por 25 miembros; y los siete del Comité Permanente, el verdadero núcleo de poder de la agrupación y del país. Existe una norma no escrita por la cual los miembros del Comité Central, Politburó y Comité Permanente no deben superar los 70 años, edad a la que deben jubilarse con el fin de evitar que los líderes se mantengan en el

cargo hasta su muerte sin tener en cuenta sus capacidades⁽¹⁾. Además, la Constitución establece que el presidente no puede mantenerse en el poder más allá de dos mandatos. Existe, por ello, la costumbre de que, al inicio del segundo mandato, se designe al sucesor del líder. Sin embargo, Xi Jinping pospuso este nombramiento, evitando así tener a alguien en la sombra que pudiera conspirar contra su liderazgo. En aquel momento ese gesto se interpretó como un signo de su intención de modificar el esquema sucesorio, lo que se confirmó poco tiempo después. En marzo de 2018 se reformó la Constitución y se eliminó el límite de dos mandatos de cinco años,

tanto para el presidente como para el vicepresidente. Esto abre la puerta a que el líder chino, en el cargo desde 2013, continúe su dominio después de 2023. También incumple la norma tácita de los 70 años, porque habrá superado esta edad. Todo apunta a que Xi continuará ejerciendo también el cargo de secretario general del PCCh, de mayor relevancia incluso que el de presidente en un país en el que el Partido está por encima de las estructuras del Estado. Por si lo anterior fuera poco, Xi Jinping ha logrado que su nombre, y su filosofía, queden inscritos en la Constitución. Hasta ahora, únicamente los dos grandes líderes de la República Popular de China, Mao Zedong y Deng Xiaoping, fallecido en 1997, habían recibido este honor, pero solo Mao lo disfrutó en vida.



Ya durante su primer mandato (2013-2018) Xi Jinping creó pequeñas comisiones paralelas, integradas por gente de su más absoluta confianza y presididas por él mismo. Algunas de estas comisiones (tales como la de reforma de las Fuerzas Armadas, seguridad nacional o la cartera “no oficial” de Asuntos Exteriores), le han permitido diluir la importancia de los comités oficiales y acaparar más poder. Su primer mandato se ha caracterizado por un férreo control sobre la población e internet, una implacable política anticorrupción y por sus ideas reformistas, entendidas no en el sentido occidental, sino en el de aplicar cambios para modernizar y hacer al país más eficiente. En China, cuando se habla de democracia, o de reformas democráticas, no se está hablando de multipartidismo, elecciones libres o alternancia, sino más bien de profundizar en la extensión y el respeto a las leyes, de evitar los abusos, las arbitrariedades y la corrupción⁽²⁾.

Bajo el mandato de Jinping, disidentes y progresistas están sufriendo la peor represión política en décadas. Los grupos de oposición han sido duramente reprimidos, con lo que ya no existe una alternativa al PCCh que tenga una mínima relevancia. Además, las nuevas clases profesionales y empresariales valoran la estabilidad que proporciona el PCCh. China padece fuertes desigualdades y movimientos migratorios, y sin el abrigo del Partido consideran que aumentaría

- (1) Esta regla fue introducida por Deng Xiaoping a la muerte de Mao Zedong en 1976. En los últimos años de su vida, Mao experimentó serios problemas de salud y permaneció pasivo mientras varias facciones dentro del Partido Comunista luchaban para lograr el poder después de su fallecimiento.
- (2) Un estudio del Asian Barometer, la mayor investigación de opinión llevada a cabo en trece naciones del este de Asia, reveló en 2013 que un 83,8% de la población china percibía su sistema político como bastante o muy democrático, frente a un 16% que lo consideraba como muy o bastante dictatorial.

mucho el riesgo de inestabilidad y de desórdenes. Existe el sentimiento de que las reformas económicas han mejorado el nivel de bienestar, lo que ha desembocado en un gran conformismo. Así pues, no hay fuerzas sociales o políticas con un peso significativo que reclamen un cambio de régimen, con lo que no se vislumbran cambios políticos ni a corto ni medio plazo.

Las críticas al régimen, de hecho, provienen fundamentalmente del exterior. Según Human Rights Watch, el Gobierno de Xi está realizando la peor represión desde los años noventa, la cual no solo abarca detenciones (campañas similares de encarcelamientos ya se vivieron en años recientes), sino que tiene un carácter "exhaustivo", que va desde el papel de Internet a la libertad de expresión. Se han aprobado una serie de leyes opacas, poco claras y muy restrictivas en derechos públicos en el último año⁽³⁾.

El control sobre internet ilustra claramente la fuerte represión de las libertades públicas. En cuanto se anunció la eliminación del límite de dos mandatos, los censores activaron su maquinaria y cualquier comentario que pudiera ser crítico desapareció de las redes sociales. Por si esto fuera poco, se está estudiando la introducción antes de 2020 de un sistema social de puntos en todo el país, que pretende medir la "fiabilidad" de los ciudadanos y distinguir entre ciudadanos buenos o malos. Los críticos occidentales alertan de un "totalitarismo digital". Sin embargo, el sistema social de puntos está, incluso, bien valorado por la mayoría, según un estudio de la Universidad Libre de Berlín⁽⁴⁾.

LA MAYOR PURGA DE "TIGRES Y MOSCAS"

La campaña anticorrupción de Xi Jinping no tiene precedentes. Los datos oficiales arrojan una impactante cifra de 1,34 millones de funcionarios de todos los niveles (los llamados "tigres y moscas") caídos durante el primer lustro del gobierno de Xi, acusados de corrupción y cargos disciplinarios. Esta vez se ha roto con muchas convenciones no escritas que había en el PCCh desde los tiempos de Mao. Usualmente, a las figuras prominentes con las que había problemas se las "retiraba" de forma discreta. Pero con la campaña de Xi, más de 170 ministros y altos cargos han sido despedidos y muchos de ellos han acabado en la cárcel. Esta campaña, por una parte, está favoreciendo la gobernabilidad y la legitimidad del régimen, donde la corrupción ha socavado la confianza de los ciudadanos. La campaña anticorrupción (y Xi como su promotor) es tremendamente popular en China. Por otra parte, la iniciativa también está siendo un instrumento muy efectivo para consolidar la autoridad del presidente, ya que al condenar a personas que ocupan puestos relevantes en sectores clave y reemplazarlos por sus aliados, se asegura su lealtad al tiempo que elimina la influencia de enemigos y posibles rivales. Especialmente relevante ha sido la persecución de la corrupción en el estamento militar que, además, ha sido objeto de una

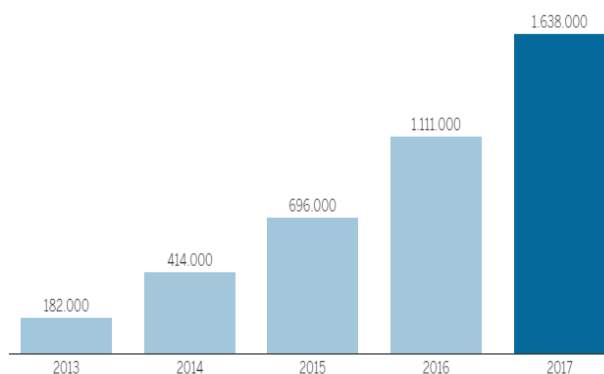
-
- (3) Un ejemplo es la polémica ley que regula la actividad de las ONG y prohíbe aquellas actividades que pongan en peligro "la seguridad nacional, la unidad o la solidaridad" o que "ataquen la moralidad social de China", unos cargos muy vagos que se alegan con frecuencia para detener a activistas.
- (4) El 49% de los más de 2.200 encuestados expresaron un "fuerte apoyo" a la medida, y otro 31% estaba "de alguna forma de acuerdo". Los sistemas sociales de puntos ya se han implementado en 40 proyectos piloto en todo el país. En estos sistemas es necesario ser un "buen ciudadano" para obtener un crédito del banco con unos intereses normales, por ejemplo, para comprar una casa. Se restan puntos cuando el ciudadano quebranta alguna ley, alguna norma de circulación o cuando se retrasa en el pago de sus facturas. Los comentarios críticos en las redes sociales podrían también implicar en el futuro la retirada de puntos. Con donaciones o con trabajo voluntario, se pueden recuperar.

profunda reestructuración. Los militares son el grupo más influyente dentro de la Asamblea Nacional Popular (el Parlamento chino) y su apoyo es vital. De hecho, fueron uno de los primeros sectores del país que apoyaron la eliminación del límite de los dos mandatos. En marzo de este año se aprobó la creación de una nueva ‘superagencia’ destinada a investigar casos de corrupción entre todos los empleados de las instituciones públicas, y no solo entre los miembros del PCCh. Lo preocupante es que la nueva normativa establece un sistema de detención informal, conocido como ‘liuzhi’, que permite retener a sospechosos de casos de corrupción durante períodos de hasta seis meses. Amnistía Internacional y otras organizaciones pro-derechos humanos advierten de que la nueva ley puede facilitar que los detenidos sufran abusos.

La campaña ha dado sus frutos en cuanto a la percepción de la corrupción. China ha mejorado desde el puesto 100 en 2014 hasta el 77 en 2017 en la clasificación del Índice de Percepción de la Corrupción que elabora Transparencia Internacional (TI). No obstante, TI critica que China se centra demasiado en el castigo (en muchos casos con un objetivo propagandístico) en lugar de en la prevención. Además, la lucha contra la corrupción no será plenamente efectiva en tanto no se reforme el poder judicial, muy politizado, y no haya mayor libertad de prensa para hacer públicos los abusos. No obstante, los indicadores de Buen Gobierno elaborados por el Banco Mundial no reflejan apenas avances desde 2000. Los indicadores de participación democrática y estabilidad política han empeorado en los últimos 16 años y las mejoras en el resto son mínimas. Como era de esperar, el indicador con peor resultado es el de participación democrática (7 sobre 100). El Índice de Libertad Económica (elaborado por Heritage Foundation) sitúa al país en el puesto 110 de 180 países.

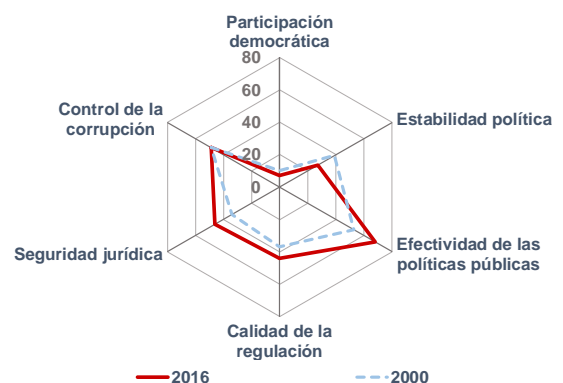
Cargos públicos castigados por corrupción

En número acumulado



Fuente: Comisión Central para la Inspección de Disciplina del Partido Comunista chino Fuente: Banco Mundial

Evolución indicadores de buen gobierno



Fuente: Banco Mundial

En cuanto a la facilidad para hacer negocios, China ocupa el puesto 78 de un total de 190 economías en el indicador Doing Business elaborado por el Banco Mundial. En la última década tan solo ha mejorado cinco puestos. Las empresas multinacionales critican que están bajo una investigación selectiva y subjetiva. Por ejemplo, la Ley Antimonopolio, aprobada en 2008, no se aplica según criterios de defensa de la competencia, sino que está guiada por los objetivos de política industrial chinos. Las leyes, como norma general, son “interpretables”, lo que otorga al PCCh mayor libertad a la hora de gobernar. En cambio, destaca positivamente en cuanto al cumplimiento de contratos, al registro de propiedades y el cierre de empresas.

LA “NUEVA ERA” DE XI JINPING

Xi Jinping repitió en su discurso de apertura del congreso del PCCh nada menos que 36 veces la expresión “una nueva era” para describir las claves de su segundo mandato. Como era de esperar, quedó claro que no existen planes de reforma política y todo apunta a que la deriva del autoritarismo al totalitarismo es ya una realidad. Al margen de los cambios institucionales ya comentados, el líder hizo hincapié en la necesidad de avanzar en las reformas económicas y financieras y de abrir más sus mercados a los inversores extranjeros con el objetivo de pasar de un crecimiento de alta velocidad a uno de alta calidad. Los retos en el campo económico no son menores, como analizaremos más adelante. Además, el crecimiento acelerado de la última década ha incrementado muchísimo la desigualdad. El coeficiente Gini ha pasado del 0,30 en 1978, cuando se comenzó a abrir la economía a las fuerzas del mercado, a un máximo del 0,47 en 2017. De hecho, el coeficiente Gini de China ha subido más que en cualquier otra economía asiática en las últimas dos décadas, lo que se explica por la creciente desigualdad entre los sueldos de los campesinos que emigraron a las ciudades con la urbanización y los que se quedaron en el campo.

Otro reto es la posibilidad de un recrudecimiento de los conflictos vinculados a cuestiones étnicas y regionales. Los dos grandes territorios mediante los que China se adentra en Eurasia siempre han sido fuente de problemas. La gran meseta del Tíbet, por un lado, y, por otro lado, los desiertos y cadenas montañosas de Xinjiang comprenden casi un tercio del territorio chino y son la frontera con India y las repúblicas centroasiáticas. Xinjiang tiene una mayoría de población de etnia uigur (diferente a la etnia han, mayoritaria en China) que profesa la religión musulmana. Los conflictos entre los uigures y sus compatriotas son relativamente frecuentes y muy sangrientos. China defiende que algunos de los milicianos islamistas separatistas de Xinjiang tienen relación con otros grupos radicales extranjeros y que están entrenándose y luchando en la guerra de Siria (la mayoría junto al Partido Islámico del Turquestán, vinculado a Al Qaeda, y otros junto a Daesh). Sus motivaciones no serían tanto expandir la yihad a nivel mundial como volver cuanto antes a su patria para combatir al gobierno chino, con las habilidades militares y el armamento que hayan conseguido en Siria. En cambio, Amnistía Internacional y los exiliados de la minoría uigur defienden que la violencia es el resultado de la frustración de los uigures por los controles chinos sobre su religión y su cultura. En 2013 y 2014, China sufrió una serie de graves atentados en distintas áreas del país que atribuyó a separatistas islámicos uigures⁽⁵⁾. Desde entonces, ha emprendido una campaña de represión cada vez más dura. Desde marzo de 2017, han detenido a decenas de miles de uigures y otras minorías en centros de reeducación, al margen del sistema judicial. La provincia de Xinjiang es para China una zona de vital importancia estratégica, tanto a nivel económico como de seguridad nacional. Se trata de una de las provincias más importantes en cuanto a su producción petrolífera, gasística y eólica, además de ser una de las principales fuentes de carbón.

En cuanto al Tíbet, los últimos incidentes graves se produjeron hace ya diez años (varias decenas de muertos) y desde entonces la región vive en relativa calma, favorecida por una cierta relajación de las restricciones religiosas por parte del gobierno central, consciente de la mala imagen que

(5) Los más sangrientos fueron el de la Plaza de Tiananmen en 2013 y el de Kunming en 2014. No obstante, parece tratarse de casos aislados, donde los materiales empleados o las formas de actuación muestran cierta precariedad o improvisación. Con todo, el gobierno chino suele servirse de estos casos para relacionar las reivindicaciones secesionistas uigures con el extremismo islámico transnacional, lo que le otorga cierto apoyo internacional o, al menos, el silencio acerca de las políticas represivas practicadas en Xinjiang.

proyecta en el exterior. Sin embargo, la posibilidad de que, por razones de su avanzada edad, muriera el Dalai Lama podría desencadenar un aumento de la conflictividad entre sus seguidores jóvenes, más radicalizados según los expertos.

2. RELACIONES EXTERIORES: DEL “ASCENSO PACÍFICO” AL LIDERAZGO INTERNACIONAL

- ➔ El tradicional “ascenso pacífico” ha cedido terreno a una mayor proactividad en defensa de sus intereses y de una retórica nacionalista.
- ➔ Tres pilares sostienen la política exterior: aportar seguridad y estabilidad al sistema político, asegurar la soberanía y la unidad nacional y proteger el crecimiento económico como garantía de la estabilidad interna.
- ➔ La iniciativa de la Nueva Ruta de la Seda permitirá consolidar su liderazgo internacional alcanzando objetivos tanto de política exterior como de desarrollo interno.
- ➔ En plena encrucijada por la guerra comercial abierta con Estados Unidos, China se quiere posicionar como el gran defensor de la globalización, de la lucha contra el cambio climático y de los tratados de comercio internacionales.

China se ha caracterizado tradicionalmente por plantear su papel internacional como un “ascenso pacífico” y por apostar por el multilateralismo. No obstante, bajo el mandato de Xi ha demostrado una mayor pro-actividad y una gran reticencia a hacer concesiones en las disputas territoriales regionales que le enfrentan con algunos de sus vecinos. Las declaraciones del presidente en el XIX Congreso del PCCh y la inclusión de Yang Jiechi, máximo responsable de la política exterior, como nuevo miembro del Politburó, apuntan a que esta orientación se va a mantener, y demuestra la voluntad de reforzar las relaciones exteriores con el fin de consolidar el protagonismo de China como gran potencia en la escena internacional.

El rápido ascenso de China como potencia económica, política y militar⁽⁶⁾ ha cambiado drásticamente el tablero geopolítico y le ha convertido en una pieza clave en las relaciones internacionales. No cabe duda de que el momento actual no podría ser más propicio para las ansias de Xi Jinping de aumentar su influencia exterior, con las políticas aislacionistas de Trump en EEUU (y su retirada del Acuerdo Transpacífico⁽⁷⁾), una UE absorta en sus problemas internos y el creciente peso económico de la ya segunda potencia económica mundial. También la situación

(6) Pekín cuenta con el segundo mayor presupuesto de defensa del mundo (151.000 mill.\$) por detrás tan solo del de EEUU.

(7) El Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (Trans-Pacific Partnership, TPP) es un tratado de libre comercio entre varios países de la Cuenca del Pacífico entre cuyos objetivos destacan rebajar las barreras comerciales, establecer un marco común de propiedad intelectual, reforzar los estándares de derecho del trabajo y derecho ambiental, y establecer un mecanismo de arbitraje de diferencias inversor-estado. Ha sido ratificado en enero de 2018 por Australia, Brunei, Canadá, Chile, Japón, Malasia, México, Nueva Zelanda, Perú, Singapur y Vietnam, sin la participación de EEUU.

interna es muy propicia: nunca, desde los tiempos de Mao, un líder chino había contado con tanto poder, ni se había sentido tan seguro en el cargo.

Tres pilares sostienen la política exterior del gigante asiático. El primero, aportar seguridad y estabilidad a su sistema político; el segundo, asegurar la soberanía y la unidad nacional, y, finalmente, proteger el crecimiento económico como garantía de la estabilidad interna. Para lograr estos objetivos, se priorizan una serie de líneas de actuación. Por una parte, en el terreno comercial, China quiere garantizar la seguridad energética (asegurando sus vías de suministro de energía), involucrarse en la cooperación sur-sur y abrir nuevos mercados, como lo demuestra la iniciativa One Belt One Road. En segundo lugar, aspira a posicionarse como una alternativa a Occidente para los países en desarrollo. Por último, pretende equilibrar la hegemonía de Occidente y defender su soberanía dentro de la política de “Una sola China”⁽⁸⁾.

La iniciativa de la Nueva Ruta de la Seda (One Belt, One Road, OBOR), lanzada en 2013, es el proyecto más ambicioso impulsado por China en los dos últimos siglos y el marco que guía su liderazgo económico internacional. El proyecto está concebido para abarcar propósitos de política exterior así como de desarrollo interno. Es un medio para abrir mercados, exportar excedentes, y generar empleo y, en última instancia, restaurar la influencia de China a sus máximos históricos. Se calcula que implicará una inversión de 8 billones de dólares y que conectará a cerca de 68 países, lo que supone una base de consumo de 4.400 millones de personas, aproximadamente el 63% de la población mundial, que aglutina un producto interior bruto conjunto de 2,1 billones de dólares, casi el 30% de la economía global. Para ello, el gobierno chino ha trazado un mapa en el que se conectan por vía terrestre, a través de carreteras y ferrocarril, y por vía marítima, mediante oleoductos y gasoductos, cuatro continentes: Asia, Oceanía (sólo la parte sur del archipiélago de Indonesia), Europa (llegará a Atenas, Venecia y Róterdam) y África.

Para financiar el proyecto, China ha creado el Fondo de la Franja y la Ruta, con 36.000 mill.\$, para impulsar la inversión privada. Otros 134.000 mill.\$ vendrán del Nuevo Banco de Desarrollo, formado por el Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica (BRICS). Por último, el Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras aportará 90.000 mill.\$.

Además, en enero de este año, Beijing anunció la ampliación del proyecto con una “Ruta polar de la Seda”, un corredor que cruzará el Círculo Polar Ártico y conectará al país asiático con tres grandes polos económicos: América del Norte, Asia Oriental y Europa Occidental. El objetivo es aprovechar las oportunidades que ofrece el calentamiento global para el transporte de mercancías. El paso noreste, por ejemplo, permitiría reducir considerablemente el tiempo del viaje que hacen los buques que unen Rotterdam y China por el canal de Suez: los 48 días que tardan ahora se quedarían en solo 28. La relevancia del proyecto desde el punto de vista energético es indiscutible. Rusia está especialmente interesado en su consecución, ya que la geopolítica de la energía del Cáucaso ha sido una fuente de tensión tanto con la UE como con EEUU. En un principio, Moscú receló por los posibles objetivos territoriales que China pudiera tener, pero la colaboración ha ido en aumento. En julio del año pasado ambos países llegaron a un preacuerdo por el que invertirán conjuntamente 12.000 mill.\$ en varios proyectos a través de sus respectivos Fondos Soberanos.

(8) Es el reconocimiento de que existe un único país en el mundo llamado China, y su representante es el Gobierno de Pekín. Los países que lo aceptan mantienen relaciones diplomáticas con Pekín y no con Taiwán, que China considera parte integral de su territorio. En la actualidad, Taiwán sólo mantiene relaciones diplomáticas con 17 Estados, la mayoría de ellos en África y América Latina. Pero muchos otros, encabezados por Estados Unidos, disfrutan de amistosas relaciones informales.

Entre estos proyectos destaca el gasoducto denominado “Power of Siberia”, que suministrará gas siberiano a China a partir de 2019. Además, mantienen una estrecha colaboración respecto a la crisis coreana, donde también les une su oposición al despliegue en Corea del Sur del escudo antimisiles estadounidense y a cualquier ataque preventivo contra Corea del Norte.



Fuente: East Asian Institute

Este frente común inquieta a EEUU, en plena encrucijada por la guerra comercial abierta contra la “fabrica del mundo”. La pujanza exportadora del gigante asiático ha despertado duras críticas en EEUU desde hace años por la supuesta manipulación de la divisa a la baja y por la violación de normativas medioambientales, sociales, laborales y de propiedad intelectual. La mitad del déficit comercial de EEUU procede de las importaciones de China y se debe, en gran medida, a la compra masiva de tecnología barata (un tercio del total de las importaciones procedentes de China). En julio de este año la Administración estadounidense, tras una serie de anuncios y amenazas, impuso un arancel del 25% sobre un total de 818 productos importados de China y valorados en 34.000 mill.\$, básicamente componentes industriales y motores eléctricos. Quedaban exentos de aranceles, sin embargo, una serie de bienes de gran consumo, como televisores o teléfonos móviles. La República Popular reaccionó ese mismo día con un arancel de la misma cuantía sobre 659 productos, fundamentalmente productos agrícolas y automóviles. El 23 de agosto Trump dio un paso más con la imposición de otro arancel del 25% sobre otros 279 productos chinos, incluyendo componentes electrónicos y maquinaria industrial. Nuevamente, China ha contraatacado el mismo día con aranceles de la misma cuantía (16.000 mill.\$) para 333 bienes estadounidenses, que incluyen motocicletas Harley Davidson y combustibles, entre otros productos.

EEUU contempla una tercera vuelta de tuerca mucho más dañina, ya que afectaría a una lista de importaciones chinas mucho más extensa, integrada esencialmente por bienes de gran consumo y valorada en 200.000 mill.\$.

La elaboración y concreción de esta lista puede tardar varios meses, durante los cuales el presidente estadounidense confía en ir obteniendo concesiones de China.

Washington quiere que Pekín aprecie su divisa y elimine prácticas tales como proteger a sus industrias domésticas con subsidios o forzar a las empresas extranjeras a ceder su tecnología. Es difícil estimar el efecto de las medidas actuales (que ya suman un valor de 100 mill.\$), pero se calcula que podría inducir una caída del 0,5% del comercio global. Además, causarán una reducción de entre el 0,1 y el 0,3% en el PIB de China en 2018, y un efecto un poco menor en el de Estados Unidos. Pero en 2019 se espera que el impacto sea mayor y que arrastre también a los países involucrados en la cadena global de abastecimiento de ambas economías. Además, la dinámica resulta contraproducente para las pretensiones estadounidenses: la imposición de aranceles y la amenaza de continuar gravando el comercio, unidas a la progresiva subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, no han hecho más que intensificar la caída de la divisa china con respecto al dólar y el déficit comercial de Estados Unidos con China no deja de aumentar.

En medio de esta guerra comercial abierta con Estados Unidos, China se quiere posicionar como defensor de la globalización, de la lucha contra el cambio climático, de los tratados de comercio internacionales. Pekín mantiene acuerdos de libre comercio con 21 países (uno más que Washington) y, según sus autoridades, negocia o se plantea incluir a una docena más. En 2017 destinó a este fin 7.800 mill.\$, un 60% más que en 2013, frente a EEUU, que ha propuesto recortar un 30% el gasto de su servicio exterior.

Fuera del terreno diplomático y comercial, China está incrementando notablemente su gasto en defensa, que actualmente, con 151.000 mill.\$, es el segundo del mundo, solo por detrás de EEUU, y está modernizando su Ejército a marchas forzadas. Ya cuenta con su primera base militar en el exterior, en Yibuti. Además, se muestra cada vez más asertivo en la disputa por la soberanía en aguas de Asia Pacífico, que considera un interés nacional irrenunciable. En 2013 Xi creó la Guardia Costera, que se ha convertido en una herramienta clave para invocar sus reclamaciones marítimas. China reclama para sí la soberanía de buena parte del Mar del Sur de la China, lo que la enfrenta a otros Estados (Vietnam, Filipinas, Malasia, Brunei) que se arrojan la de diversas islas o archipiélagos y por tanto la de las aguas adyacentes. En los dos últimos años, se han intensificado los trabajos de recuperación de tierras en los arrecifes y atolones en disputa. Tan solo en 2017 China ha construido alrededor de 29 hectáreas (290.000 metros²) de nuevas instalaciones en las islas disputadas. Pekín ha iniciado conversaciones diplomáticas con varios países del sureste asiático, aunque es probable que se tarden años en llegar a un acuerdo entre todas las partes. Estados Unidos, Reino Unido y otros países han criticado la construcción de islas y los despliegues militares de China en estas aguas, pero Pekín defiende que las pistas de aterrizaje, los aviones de combate y las instalaciones de misiles están ahí para proteger a los barcos pesqueros.

China mantiene otro contencioso con Japón con relación a las islas Daiyou/Senkaku. La tensión en el llamado Mar del Este también ha escalado bajo el mandato de Xi como resultado de la actividad de los militares y los guardacostas chinos en los cielos y las aguas que circundan estas islas. Por último, mantiene diferencias con la República de Corea respecto a otros accidentes geográficos y con la India en los Himalayas occidentales con relación a la demarcación fronteriza del estado indio nororiental de Arunachel Pradesh⁽⁹⁾. En el conflicto entre las dos Coreas, China

(9) Desde la guerra que enfrentó a ambos países en 1962, Pekín controla la meseta de Aksai Chin, pero reclama a Nueva Delhi alrededor de 90.000 kilómetros cuadrados del estado indio nororiental de Arunachel Pradesh, considerado el "Tíbet del Sur". La demarcación fronteriza sigue siendo motivo de roces diplomáticos frecuentes.

tiene un papel de gran relevancia por su especial relación con Corea del Norte. Este es otro foco de tensión con EEUU, que acusa a Beijing de no ejercer la suficiente presión sobre Corea del Norte de cara a su desnuclearización.



Fuente: Asia North East

China participa activamente en todos los organismos de Naciones Unidas y como miembro permanente del Consejo de Seguridad de NN.UU. También es miembro del G20 y de diversas organizaciones regionales. Además, desde 2001 pertenece a la Organización Mundial del Comercio (OMC)⁽¹⁰⁾. En el Fondo Monetario Internacional (FMI) figura, junto con EEUU, Alemania y Japón, como uno de los países con mayor peso, si bien reclama una mayor cuota de participación en la institución. También ha impulsado varias iniciativas, tales como el lanzamiento del Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras (BAII) o el Banco de los BRICS. El BAII es una institución financiera internacional, instituido como banco de desarrollo multilateral, cuyo propósito es proporcionar financiación para proyectos de infraestructuras en la región de Asia. Algunos lo consideran un rival del FMI, del Banco Mundial y del Banco de Desarrollo asiático (ADB), a los que China acusa de estar dominados por países desarrollados y especialmente por EEUU. Las

(10) China ingresó a la OMC con un estatus especial que durante 15 años permitía a sus socios tratar a Pekín como una "no economía de mercado". Eso implicaba la posibilidad de imponerle duras tasas anti-dumping, con el razonamiento de que China genera precios que no reflejan la realidad del mercado. En diciembre de 2017 EEUU se negó a concederle ese estatus porque inunda su mercado con importaciones baratas y protege su economía doméstica.

relaciones de China con la Unión Europea se caracterizan por una creciente asociación⁽¹¹⁾ y por la importancia del componente comercial: la UE es el primer suministrador de China, y su segundo socio comercial, tras EEUU; para la UE, China es también su primer suministrador.

3. EL REEQUILIBRIO DEL MODELO ECONÓMICO CHINO

- ➔ Después de varias décadas de crecer a tasas de dos dígitos, el modelo económico basado en la mano de obra barata y abundante, la inversión, la exportación, y una sobre-explotación de los recursos naturales lleva ya tiempo dando signos de agotamiento.
- ➔ Los desequilibrios acumulados (financieros, ambientales y sociales) y el agotamiento de las fuentes de crecimiento requieren un cambio de dirección del modelo económico en favor del consumo.
- ➔ La transición hacia un crecimiento de mayor calidad exige la corrección del preocupante endeudamiento sin frenar en exceso la actividad, todo ello en un contexto de crecientes tensiones comerciales con EEUU.

PIB (mill.\$)	12.014.610
CRECIMIENTO PIB	6,9
INFLACIÓN	1,8
SALDO FISCAL	-3,9
SALDO POR C/C	1,3

Datos a 2017 (FMI)

En 2018 se cumple el cuarenta aniversario de la puesta en marcha de la política de reforma y apertura, gracias a la cual China ha logrado un milagro económico y se ha convertido en la segunda potencia económica mundial, al arrebatarse este puesto a Japón en 2011. Más de 800 personas han escapado de la pobreza y el país ha alcanzado el estatus de país de ingreso medio alto.

Los orígenes de esta explosión económica se sitúan en 1978, bajo el mandato del entonces presidente Deng Xiaoping, y en su política de las “cuatro modernizaciones”, que recaían sobre la agricultura, la industria, la tecnología y la defensa. Progresivamente se liberalizaron los precios, se permitió la propiedad privada en las empresas y, posteriormente, se empezaron a privatizar empresas estatales. Cuarenta años después, esta moderada apertura al capitalismo ha desembocado en un modelo calificado como de “economía socialista de mercado” que no es sino una suerte de “socialismo con peculiaridades chinas”. Su característica principal es que las industrias básicas y los sectores regulados, como las telecomunicaciones o el sector bancario, son mayoritariamente propiedad del Estado, pero teóricamente compiten entre ellas en un sistema de

(11) En 2013 se adoptó la Agenda 2020, como documento marco que regirá la relación a lo largo de los próximos 10 años. Contempla la conclusión de un Convenio para la Liberalización de las Inversiones entre China y la UE y la introducción de nuevos mecanismos de diálogo en las distintas áreas entre las que también se incluye el siempre particularmente sensible sobre Derechos Humanos.

precios establecidos por el mercado⁽¹²⁾. En la realidad, existen unas 155.000 empresas de propiedad pública, que emplean a cerca de 30 millones de personas, implantadas, muchas de ellas en régimen de monopolio o cuasi monopolio. Desde su posición de dominio en el mercado, han disfrutado de un trato privilegiado, que ha incluido tanto políticas oficiales favorables como subsidios y mayores facilidades a la hora de recibir préstamos (los grandes bancos chinos son también estatales) con respecto a las empresas privadas. Esto les ha convertido en muchos casos en gigantes burocráticos e ineficaces. Bajo este modelo China ha realizado una controlada apertura al exterior y una modernización del sistema productivo totalmente enfocado a la actividad exportadora, hasta convertirse en “la fábrica del mundo”.

Tras varias décadas de registrar altísimas tasas de crecimiento (con un promedio entre 1979 y 2012 próximo al 10%), este modelo está dando síntomas claros de agotamiento. La desaceleración registrada los últimos cinco años obedece a la necesidad de reequilibrar un patrón que ha reposado excesivamente en la mano de obra barata y abundante, la exportación, la inversión y en una sobre-explotación de los recursos naturales. Desde la adhesión de China a la OMC en el año 2001, su integración en el comercio global ha sido imparable, hasta convertirse en el primer exportador mundial en 2009. La cuota de las exportaciones chinas en el comercio mundial ha pasado del 1,2% en 1983, al 5,9% en 2003 y al 12,7% en 2017. Sin embargo, los cimientos sobre los que se sustentaba este modelo exportador se han tambaleado conforme los salarios iban aumentando, la conciencia medioambiental crecía y las políticas demográficas⁽¹³⁾ empiezan a hacer mella en la hasta ahora inagotable oferta laboral.

La inversión, por su parte, ha llegado a aportar la mitad del crecimiento en algunos años, con especial relevancia durante y tras la crisis financiera internacional. Esta cifra es más del doble que la media del resto de las economías BRICS, que asciende al 22% del PIB. Para compensar el desplome de la demanda externa desde 2008, el ejecutivo aprobó un plan de gasto por valor de 585.000 mill.\$ (aproximadamente un 13% del PIB) para el periodo 2009-10, especialmente enfocado a la inversión en infraestructuras⁽¹⁴⁾. Al mismo tiempo, el Banco Central rebajó los tipos de interés, redujo drásticamente el coeficiente de reservas y mantuvo el margen de tipos entre depósitos y préstamos por encima de los 300 puntos básicos. De este modo, mientras el resto del mundo sufría una contracción del crédito sin precedentes, China registró las tasas de crecimiento del crédito más elevadas de las dos últimas décadas (+30%). El desequilibrio exterior se redujo (el superávit por cuenta corriente pasó del 10% del PIB en 2007 al 2% en 2014), pero los desequilibrios domésticos aumentaron.

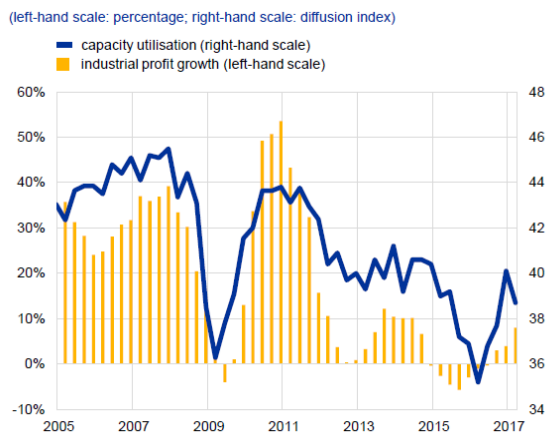
-
- (12) En palabras del Presidente Jiang Zemin “, construir una economía socialista con peculiaridades chinas implica desarrollar una economía de mercado bajo el socialismo”. “Debemos mantener y mejorar el sistema económico básico en el que la propiedad pública socialista es predominante (...) y mejorar la estructura de economía de mercado socialista, de modo que el mercado tenga un papel básico en la asignación de los recursos bajo el control macroeconómico estatal”.
- (13) La política del hijo único, establecida en 1979 con el objetivo de reducir el crecimiento de la población en el país más poblado del mundo (alberga la quinta parte de la población mundial), ha reducido la fuerza laboral desde 2010. Inevitablemente, ha producido también un envejecimiento de la población, que plantea retos de orden social, y otras consecuencias indeseadas, como un "exceso" de 34 millones de varones, lo que a su vez ha suscitado problemas, como un aumento del tráfico de mujeres procedentes de otros países más pobres.
- (14) La espectacular cifra oficial sobreestima el verdadero impacto del programa. El EIU estima que el estímulo final está en torno al 8% del PIB distribuido en un periodo de dos años, lo que todavía supone uno de los mayores programas de gasto aplicados.

Los elevados niveles de inversión vinieron acompañados de un preocupante incremento del endeudamiento. La deuda ha aumentado casi 100 puntos porcentuales (pp) desde el año 2000 hasta situarse a finales de 2016 en el 211% del PIB, la mayor entre las economías emergentes. La deuda corporativa es la principal responsable de este aumento, al crecer 60 pp en la última década hasta alcanzar el 166% del PIB⁽¹⁵⁾. A pesar de que la deuda de los hogares permanece en niveles razonables (45% del PIB), los préstamos hipotecarios han crecido también fuertemente los dos últimos años, lo que ha favorecido la creación de una burbuja inmobiliaria⁽¹⁶⁾. Los chinos tienen, actualmente, tres cuartas partes de toda su riqueza financiera invertida en activos inmobiliarios. Si los precios inmobiliarios caen bruscamente, el consumidor chino puede ver reducido su poder adquisitivo de forma notable, afectando por consiguiente al crecimiento económico. Por último, la deuda pública asciende al 37% del PIB, si bien existen tantas operaciones llevadas a cabo fuera de balance, a través de vehículos financieros de difícil contabilización que, indudablemente, esta cifra está muy por debajo de la realidad.

El elevado índice de crecimiento de las inversiones, junto con las distorsiones en el coste del capital, han provocado una sobreinversión, ineficiente en muchos casos, lo que explica que la aportación del capital al crecimiento esté disminuyendo. En 2010 su aportación era de más de 7 puntos porcentuales y actualmente apenas supera los 2 pp. No cabe duda de que las distorsiones del sistema, que a su vez explican gran parte del dinamismo de la última década, han producido una ineficiente asignación de los recursos. En el sector corporativo existen algunas industrias con problemas de sobrecapacidad, tales como la del acero, el aluminio o el cemento, lo que ha afectado a los beneficios. Todo apunta a que existe un volumen no despreciable de sociedades cotizadas que no pueden cubrir los gastos financieros con sus beneficios. No obstante, las vulnerabilidades del sector corporativo se concentran sobre todo en las empresas públicas (State Owned Enterprises o SOEs), que juegan un papel muy importante como instrumentos del ejecutivo para la consecución de objetivos políticos. Durante la crisis financiera, las SOEs fueron el principal canal para ejecutar los programas anticíclicos de inversión en infraestructuras. La rentabilidad de estas empresas está por debajo de las privadas y por debajo del coste de capital, especialmente si se deducen los subsidios y otras distorsiones en los precios. Además, gran parte de los proyectos de inversión en infraestructuras se instrumentaron con operaciones fuera del balance público. Se emplearon los llamados "local government financing vehicles" (LGFV) para emitir bonos y tomar prestado de bancos. Estos instrumentos, al contar con el respaldo público, aumentan la deuda pública, si bien existe gran opacidad en el tratamiento contable, como analizaremos en la parte fiscal. No es de extrañar que los impagos de bonos corporativos (de empresas públicas y, muy especialmente, privadas) se estén disparando. En el primer semestre de 2018, las empresas chinas han impagado bonos denominados en renminbis por un importe total de 2.500 mill.\$, y es posible que a finales de año se acabe superando el record de bonos corporativos impagados registrado en 2016. En aquel momento la mayor parte de los impagos fueron protagonizados por empresas estatales, mientras que los actuales son de empresas privadas. Por último, el sector inmobiliario ha sido otro de los grandes protagonistas en el aumento de la inversión. La inversión en el sector aumentó desde el 4% del PIB en 1997 hasta el 14% del PIB en 2016; tres cuartos de ese aumento corresponde a construcción de viviendas.

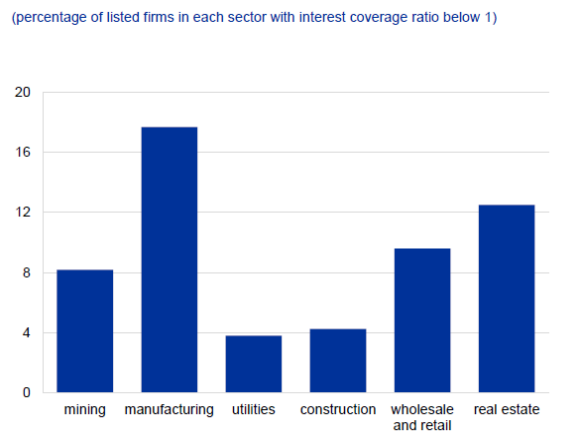
-
- (15) La deuda corporativa incluye en endeudamiento de empresas públicas y gobiernos locales a través del uso de vehículos financieros (los llamados local government financing vehicles, LGFV).
- (16) El precio del metro cuadrado, en ciudades como Pekín, cotiza ahora mismo a ocho mil quinientos euros, siete veces más caro que hace diez años.

Industrial capacity utilisation and profit growth



Sources: CEIC and ECB staff calculations.

Shares of debt at risk by industry



Sources: Wind Economic Database and ECB staff calculations.
Notes: Figures taken for individual listed firms using data from June 2016. Interest coverage ratio is earnings before interest and taxes divided by interest expense.

Gran parte de este endeudamiento se ha realizado a través de la banca en la sombra (o *shadow banking*), aumentando la complejidad y opacidad del sistema financiero. Ello obedece a varias razones. Por una parte, desde el punto de vista de la demanda destaca la búsqueda de mayor rentabilidad por parte de los inversores, en un entorno de tipos de interés regulados, en particular sobre los depósitos. En segundo lugar, existía una creciente necesidad de financiación para continuar con los proyectos de infraestructura iniciados en 2009, así como la necesidad de refinanciar los vehículos de financiación (VFGL), cuyo accionista único o mayoritario es la propia administración local, al ir venciendo los préstamos. Desde el punto de vista de la oferta, la fuerte competencia entre bancos, sobre todo pequeños y medianos, para atraer los depósitos de los clientes y los límites legales para la expansión de sus activos en ciertos sectores económicos también han favorecido su desarrollo.

El sector bancario en la sombra comenzó a crecer a un ritmo del 15%-20% interanual (entre 2011 y 2015), sobrepasando los 50 billones de renminbis (70% del PIB) y llegando a representar el 50% de los préstamos bancarios y el 27% de los activos en 2016. Empezó a extenderse para compensar la falta de liquidez que sufrían algunas compañías que no podían acceder al crédito de los principales bancos del país, quienes tradicionalmente han preferido prestar a grandes empresas, la mayoría de propiedad estatal. Por otra parte, esta expansión se materializó a través de diversos instrumentos con una regulación mucho menos exigente que los productos bancarios tradicionales. Entre ellos destacan especialmente los productos de gestión del capital (WMP, en su acrónimo en inglés)⁽¹⁷⁾, que han crecido de forma exponencial hasta llegar a representar más de un 50% del sector bancario en la sombra. Sus singulares características les han convertido en productos que las empresas no incluyen en sus balances, con lo que no se ven obligadas a registrar en su pasivo las adecuadas provisiones para hacer frente a los créditos de dudoso cobro, lo que resulta en mejores ratios de capital (teóricos, pero discutibles en la realidad). Esta práctica fomenta el endeudamiento de las empresas, que acceden de forma rápida y fácil al crédito aunque con altos intereses, y el apalancamiento del sector financiero en general, que se endeuda para

(17) Los WMP son vehículos de inversión que los bancos y otras instituciones financieras venden a inversores tanto minoristas (p. ej., hogares) como mayoristas (p. ej., el sector bancario).

hacer frente a sus deudas. Esta dinámica de créditos en la sombra, caracterizada por la opacidad y desregulación, indudablemente, aumenta todavía más los riesgos que ya conlleva el excesivo endeudamiento actual.

En cualquier caso, más allá de su interconexión con el sector bancario en la sombra, según los datos oficiales, el sector bancario formal mantiene una posición relativamente sólida, con una morosidad muy baja (1,7% en el primer trimestre de 2017) y unas ratios de capital elevadas: un 12,8% para el promedio de los bancos cotizados en bolsa, en el primer trimestre de 2017. No obstante, otras fuentes como la agencia de calificación Fitch estiman que la ratio de morosidad podría ser más elevada (entre el 3% y el 20%) ya que existe la práctica de retrasar el reconocimiento de los préstamos morosos, ya sea de forma directa o a través de diversos instrumentos financieros disponibles en el sector bancario en la sombra. Los beneficios, medidos por el margen de intermediación, también se mantienen en niveles elevados (2,1% en el primer trimestre de 2017), aunque muestran una tendencia decreciente, con una caída de 32 puntos básicos (pb) en el último año.

A los problemas financieros se suman los graves problemas de la contaminación del aire, el agua y el suelo. China es el país más contaminante del mundo: genera 28,2% de las emisiones totales de dióxido de carbono (CO₂), el principal gas generador de cambio climático, sobre el 16% de EEUU. Junto a la ya mencionada desigualdad, existen problemas sociales asociados a las condiciones laborales, al trabajo infantil y al movimiento de millones de trabajadores a las ciudades, quienes al tener pocas alternativas se ven obligados a dejar a sus hijos en sus ciudades natales.

"EL DRAGÓN EN TRANSICIÓN ¿CAMBIO DE MODELO ECONÓMICO?"

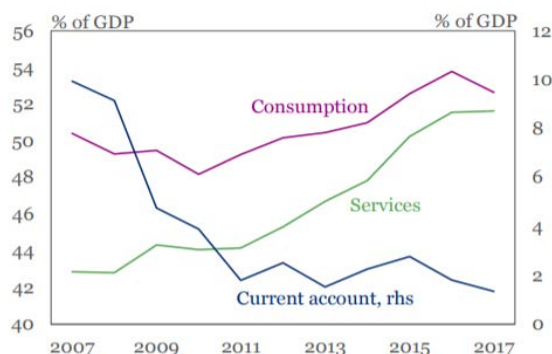
Los desequilibrios acumulados (financieros, ambientales y sociales) y el agotamiento de las fuentes de crecimiento exigen un cambio del modelo económico. Las autoridades chinas han cambiado el discurso y hacen hincapié en la "calidad" del crecimiento más que en su ritmo. En el XIII Plan Quinquenal (2016-20) fijaron como objetivo oficial un incremento del 6,5-7%. Los años 2015 y 2016 cerraron con tasas del 6,9 y 6,7% respectivamente. En 2017 sorprendió al crecer un 6,9%, la primera aceleración (en términos anuales) desde 2010 y por encima de la previsión oficial del 6,5%. La fortaleza en las exportaciones, las ventas minoristas y el mercado inmobiliario han ayudado a estimular el crecimiento. Existen serias dudas sobre la certeza de este dato, dado que la fiabilidad de las cifras oficiales es más que cuestionable⁽¹⁸⁾.

Más allá del dato concreto de crecimiento, lo interesante es analizar si se está avanzando o no en el cambio del modelo de crecimiento. La transición hacia la denominada "nueva normalidad" pasa por aceptar un crecimiento más lento, que obedece al cambio de la producción industrial pesada orientada a la exportación, a un alza de la producción de servicios al consumidor, que requieren más empleo para crear igual cantidad de valor.

(18) En China la información depende de los gobiernos locales (no existe una oficina de estadísticas autónoma), que tienen incentivos a inflar las cifras, ya que la mejor manera para que un funcionario ascienda en la jerarquía es alcanzar o superar los objetivos de crecimiento, y luego enviar la buena noticia a Beijing. Sin ir más lejos, en enero de este año la región de Mongolia Interior reveló que no existían dos quintas partes de la producción industrial que había reportado para 2016. Hace año y medio, la provincia de Liaoning, ubicada al noreste de China, confesó que los gobiernos locales habían alterado sus cifras de crecimiento económico de 2011 a 2014.

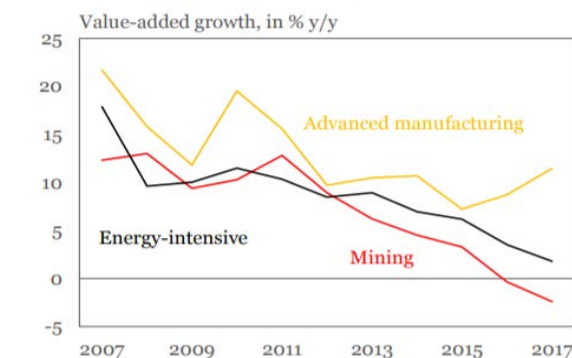
Desde el punto de vista de la demanda, el peso del consumo sobre el PIB está aumentando. En 2017 aumentó 0,5 puntos porcentuales hasta el 51,7%, ya por encima del 46,1% que supone la inversión. Un análisis más detallado confirma que gran parte del aumento del consumo correspondió al sector público. La causa detrás de un menor avance del consumo privado es el aumento del coste de la vivienda. Los créditos hipotecarios se han triplicado en los últimos 5 años y el tipo de interés hipotecario aumentó 0,74 puntos porcentuales. La inversión empresarial, por su parte, ha caído fuertemente los dos últimos años. En 2017 creció un 4,7%, su menor registro histórico.

Changing economic structure.



Source: Haver, IIF

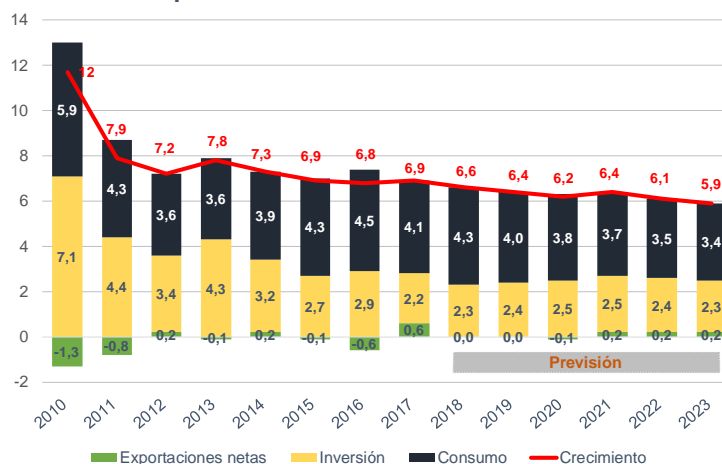
New industries are rising.



Source: Haver, IIF

Desde el punto de vista de la oferta, la contribución del sector de la construcción cayó notablemente pero fue compensado por el crecimiento tanto de la industria como del sector servicios. El peso de los servicios como porcentaje del PIB ha aumentado casi diez puntos porcentuales en los últimos diez años y actualmente supera el 51%. Destaca el dinamismo del transporte y de las nuevas tecnologías de la información. Además, la estructura del sector industrial está cambiando. Mientras que el crecimiento de la minería y materiales se ha colapsado, sectores más sofisticados como los automóviles, maquinaria y electrónica registran crecimientos de doble dígito en los últimos años.

Aportaciones al crecimiento del PIB

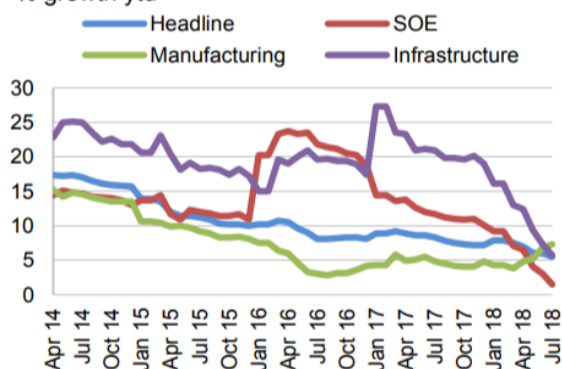


Fuente: FMI y National Bureau of Statistics of China

Las autoridades se enfrentan a un complejo juego de malabares; corregir los desequilibrios financieros pero evitar enfriar demasiado la actividad. El Banco Central de China (People's Bank of China, PBOC) y la Comisión Bancaria Regulatoria (China Banking Regulatory Commission (CBRC) llevan tiempo incrementado su nivel de intervención en el sistema, aumentado la regulación y aplicando medidas para controlar la liquidez. Sus esfuerzos se han centrado en la banca en la sombra (responsable de la mayor parte del endeudamiento menos rentable, como es el caso de los sectores inmobiliario y la industria pesada). En noviembre de 2017 el PBOC aprobó una nueva regulación que, por una parte, impide a las entidades no financieras (aquellas que no se rigen por la ley bancaria) comercializar productos de inversión o conceder créditos y, por otra, prohíbe a las compañías muy endeudadas acceder a los préstamos que ofrezcan las entidades oficiales. Con ello pretende evitar un mayor apalancamiento, lo que, paradójicamente, incentiva el recurso al *shadow banking*. También han aumentado el control sobre los balances de los bancos, haciendo especial hincapié en la calidad de los activos y su posición de liquidez. Además, supervisan el uso de los fondos y seguros, el riesgo de burbujas en el mercado inmobiliario y los flujos de capital transfronterizos. El banco central ha pedido a las entidades que abandonen la práctica de "reembolso garantizado", algo que ocurre en China con carácter general⁽¹⁹⁾ y que distorsiona gravemente la esencia de los productos de gestión de activos. No obstante, para los bancos no parece sencillo aplicar esta regulación, que deberá estar funcionando antes del 30 de junio de 2019, ya que el que primero lo haga perderá clientes en favor de los más remolones.

Fixed Asset Investment

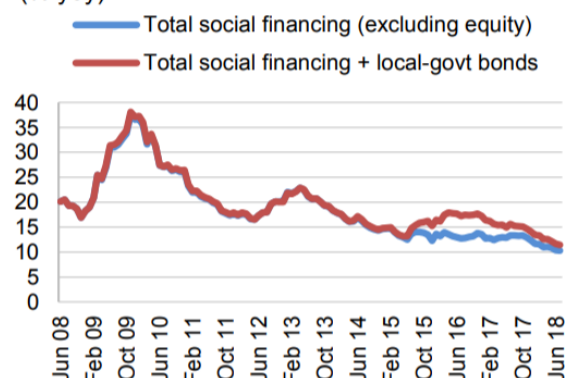
% growth ytd



Source: CEIC

Aggregate Financing

(% yoy)



Source: CEIC, Fitch estimates

Durante los últimos 18 meses la política monetaria también se ha centrado en controlar la liquidez para lograr un desapalancamiento gradual de la economía. En consecuencia, se ha reducido el crecimiento de los agregados monetarios y del "total social financing"⁽²⁰⁾, que en marzo de este año alcanzaron mínimos históricos del 8,2% y 10,5%.

- (19) Este procedimiento consiste en que cuando un cliente deposita su capital en un vehículo de inversión, la entidad le garantiza el reembolso del capital más la rentabilidad prometida, independientemente de cómo se comporte el activo en el que se invierte.
- (20) Hace referencia a la financiación agregada de la economía, es decir, el volumen total de fondos que el sistema financiero chino aporta al sector privado de la economía real y que el gobierno emplea como indicador de liquidez. Incluye la financiación directa a través del sector bancario y la indirecta vía acciones y bonos en los mercados de capitales. Excluye los bonos emitidos por el sector público para financiar su gasto y también la inversión extranjera.

Durante años, se ha temido la posibilidad de un “aterrizaje brusco” si se reducía mucho la provisión de crédito, sin embargo, la actividad económica se ha mantenido bastante estable (creciendo en torno a los objetivos) a pesar de que el crédito se desaceleró mucho en la segunda mitad de 2017 y cayó a un mínimo del 10,5% en el primer trimestre de este año. La reasignación de crédito hacia sectores más productivos está logrando contrarrestar, en cierto modo, el coste del desapalancamiento sobre el crecimiento. Tradicionalmente, sectores poco productivos atraían el grueso del crédito. Por ejemplo, entre 2010 y 2017, cinco subsectores dentro de la minería y los materiales absorbieron el 30% de los pasivos del sector industrial, pero solo generaron el 26% del valor añadido del sector. La minería del carbón, el más apalancado de todos los sectores industriales, registró una caída del 2% del valor añadido en 2017. En cambio, en otros sectores manufactureros más sofisticados, como maquinaria, electrónica o automóviles, el valor añadido creció un 10-15% el año pasado. Muchos de estos sectores han sido apoyados por el plan industrial Made in China 2025⁽²¹⁾.

No obstante, sí que es cierto que varios indicadores económicos han perdido fuelle en el segundo trimestre de este año⁽²²⁾, lo que ha favorecido un cambio de postura de la autoridad monetaria. La fuerte caída del yuan frente al dólar, el descenso de los mercados bursátiles chinos junto con las crecientes tensiones comerciales con EEUU han conducido a un cambio en las prioridades del Banco Central, que han pasado de corregir los riesgos financieros a centrarse en la necesidad de mejorar los mecanismos de transmisión monetaria y favorecer la capacidad del sector financiero de servir a la economía real. Como viene siendo habitual en China, toda medida contractiva cuenta con herramientas para contrarrestar el efecto de la primera si acaba resultando excesiva. De esta forma, también se han creado instrumentos nuevos de provisión de liquidez. A la provisión de liquidez a corto plazo y a las operaciones de mercado abierto se añadió desde mediados de enero de este año la *Contingent Reserve Allowance*, que permite a los bancos utilizar sus reservas a un tipo de interés reducido (1,62%). También se han desplegado herramientas para proveer liquidez en el medio largo plazo, tales como las *Pledge Supplementary Loans (PSLs)*, que son préstamos a bancos concretos para financiar inversiones en infraestructuras. El BPCh recurre cada vez más a las operaciones de mercado abierto, en lugar de a los cambios en los tipos de interés o la ratio de reserva obligatoria, para gestionar la liquidez en una manera más flexible y centrada en objetivos. Además, en junio recortó el coeficiente de caja, es decir, el porcentaje mínimo que los bancos deben tener en reservas, con el objetivo de aumentar el crédito a las pequeñas y medianas empresas. Este recorte (de 50 puntos básicos) es el tercero en lo que va de año, y tiene un doble objetivo: promover el programa de canje de deuda por acciones que muchas grandes compañías estatales están llevando a cabo para reducir su abultado apalancamiento y aumentar el crédito a las pequeñas y medianas empresas, especialmente las privadas, que se encuentran con más dificultades para conseguir préstamos.

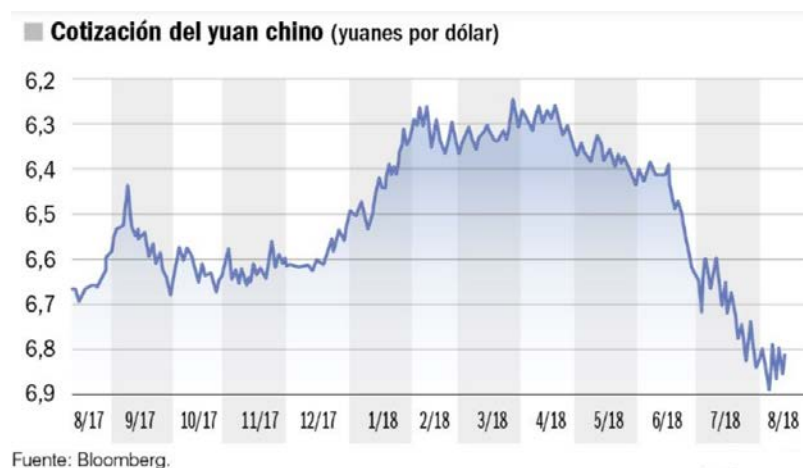
Este cambio refleja la preocupación de las autoridades monetarias de que el impacto de las mencionadas medidas restrictivas haya sido excesivo. El consiguiente encarecimiento del crédito ha arrastrado a la baja los niveles tanto de inversión como de producción industrial entre abril y junio. Las medidas anteriores están destinadas a paliar la falta de liquidez en algunos sectores

(21) El eje central de dicha política industrial es el estímulo a la producción de bienes de alta tecnología. Cuenta con un fondo dotado con 380.000 mill.\$ y un plazo de ejecución de su proyecto de 7 años.

(22) La inversión en activos fijos ha pasado de crecer un 7,5% en marzo a un 6% en junio, la producción industrial de un 6,8% en el primer trimestre a un 6% en el segundo, o las ventas al por menor del 9,8% al 9%, según la Oficina Nacional de Estadísticas china.

concretos, pero el BPCCh ha descartado que vaya a retomar la política de estímulos monetarios masivos. El objetivo de inflación sigue siendo del 3% para 2018, una meta que no se llegó a alcanzar el año pasado, cuando el IPC se incrementó un 1,8%; en agosto de este año el IPC se situó en el 2,1%, en gran parte por el aumento de los precios de los alimentos. Así pues, las reticencias a una mayor laxitud monetaria no vienen tanto del lado de los precios como del sobreendeudamiento financiero.

Otro de los objetivos del Banco Central es mantener estable el yuan. El yuan se ha depreciado notablemente en el segundo trimestre de 2018 pero, por el momento, sigue debajo de la barrera psicológica de 7 yuanes por dólar, que jamás sobrepasó en la última década. China ha insistido recientemente en que la cotización de la moneda responde principalmente a la oferta y la demanda, y el banco central no la utilizará como herramienta contra las fricciones comerciales. En cualquier caso, Beijing tiene buenas razones para no recurrir a una devaluación, sino más bien para controlar que la depreciación del yuan no sea excesiva. Además del efecto inflacionario, que podría impactar sobre el consumo en un momento de desaceleración económica, una depreciación muy intensa podría configurar un cuadro financiero inestable, con fuga de capitales y aumento de las deudas en dólares de las empresas chinas. Al mismo tiempo, dificultaría el objetivo de internacionalizar el yuan. Otros analistas defienden que las autoridades chinas pueden debilitar su moneda sin dispararse en el pie y desatar una fuga masiva de capitales, en parte por la red de restricciones que impusieron a la salida de capitales en 2017. En cualquier caso, la tendencia del yuan es otro factor de preocupación para los países emergentes y, en particular, para los que tienen alto déficit comercial con China, ya que sufrirán una mayor presión devaluatoria para no perder competitividad.



El crecimiento de China continuará moderándose en 2018. El FMI espera un crecimiento del 6,6 % para este año y del 6,4 % para el próximo y ha apreciado "progresos" en el proceso de reequilibrio de Pekín de la inversión al consumo. Posiblemente las autoridades intensificarán los esfuerzos para reducir las vulnerabilidades asociadas con el endeudamiento corporativo y continuarán interviniendo para frenar la especulación sobre el precio de la vivienda en las principales ciudades. El enfriamiento del sector inmobiliario aún no se ha traducido en una desaceleración de la economía real. Los dos riesgos principales a medio plazo son, por un lado, el elevadísimo nivel de deuda, que exige un proceso gradual de desapalancamiento y, por otro, las crecientes tensiones comerciales con la primera potencia mundial.

4. POLÍTICA FISCAL

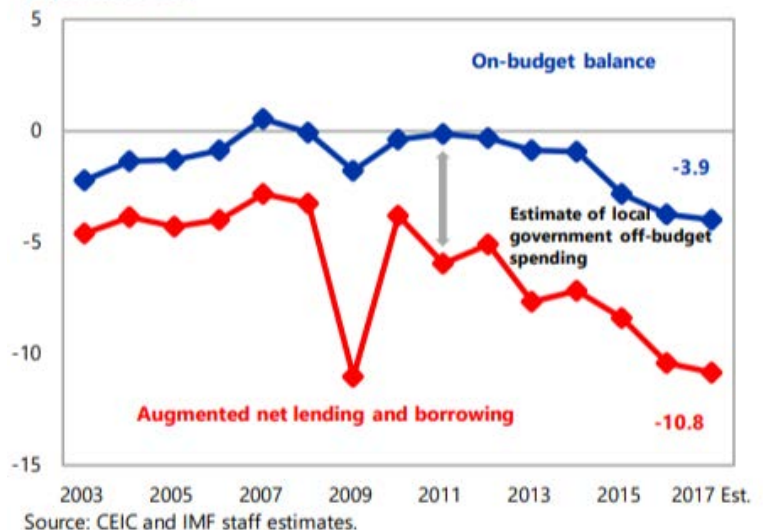
- ➔ El ejecutivo está aplicando una política fiscal expansiva para contrarrestar los efectos contractivos del proceso de desapalancamiento y de la guerra comercial. El déficit público ampliado supera el 10% del PIB como resultado de elevado volumen de operaciones fuera de balance.
- ➔ La deuda pública está en niveles moderados, si bien la evolución de la deuda local es preocupante. Las vastas reservas con las que cuenta el país, el elevado nivel de ahorro y el volumen de activos públicos son importantes fortalezas que aminoran este riesgo.

La política fiscal se utiliza de manera habitual como una herramienta de compensación para evitar que el crecimiento se desacelere demasiado, incluso cuando ello se debe a medidas adoptadas internamente. No sorprende, pues, que en 2018 se haya anunciado la aplicación de una política fiscal más proactiva para combatir los “vientos de proa” derivados de la guerra comercial y de los efectos contractivos del desapalancamiento. El Consejo de Estado anunció una reducción de la carga impositiva a hogares y empresas por valor de 800.000 millones de yuanes (117.272 mill.\$) en todo el año 2018, lo que equivale al 5,5% de los ingresos impositivos de 2017. La medida incluye ajustes en el IVA, recortes en el impuesto de sociedades en las industrias de transportes y manufacturas, entre otras, y el reembolso de los gastos en investigación y desarrollo. Estas medidas se unen a la reforma iniciada en 2017, por la que se reemplaza la tasa empresarial por un impuesto al valor añadido (IVA) y que ha ahorrado 918.600 millones de yuanes (145.980 mill.\$) a las empresas. Se estima que la cuantía total de los recortes será equivalente al recorte del impuesto de sociedades de la reforma fiscal de Trump. Estas medidas se financiarán a través de la emisión de bonos especiales para infraestructuras emitidos por los gobiernos locales.

La aplicación de una política fiscal laxa se traduce en un aumento del déficit público. Es importante señalar que la cifra oficial del déficit dista mucho del denominado “déficit aumentado” que emplea el FMI, y que incluye una estimación de todos los gastos de inversión fuera de balance. Desde 2011 el recurso a operaciones fuera de balance es recurrente. En 2017 la cifra oficial de déficit público se situaba en un 3,9% del PIB y el aumentado ascendía al 10,8% del PIB. El objetivo del déficit para este año es del 2,6% del PIB, a pesar de

los mencionados recortes impositivos, gracias al crecimiento económico y a una mayor eficiencia y control en el gasto. En cambio, el FMI prevé que el déficit oficial aumente hasta el 4,15% del PIB. En los tres pasados años el objetivo de déficit siempre se ha incumplido.

Government balance under different definitions
(In percent of GDP)



Existen serias discrepancias en el cómputo de déficit entre el FMI y las autoridades chinas. Según éstas, bajo la ley presupuestaria de 2014 los gobiernos locales dejan de ser responsables de las obligaciones financieras de los *local government financing vehicles* (LGFV), de los *government guided funds* (o fondos públicos guiados) ni de los fondos especiales para la construcción. También señalan que cualquier deuda asumida de forma ilegal será responsabilidad de los inversores y de la empresa y no del gobierno. Ampliado o no, todo apunta a que no se cumplirá el objetivo para este año y que el tono de la política fiscal será flexible y acomodaticia para apoyar el crecimiento económico, como viene siendo habitual.

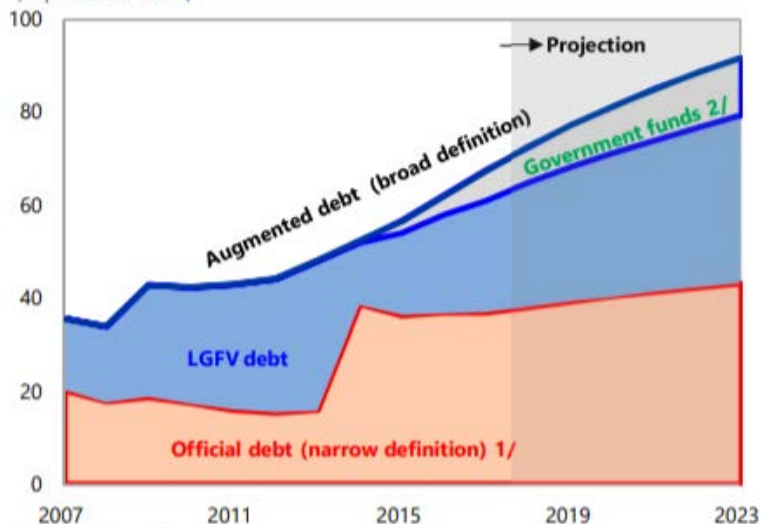
Las mismas discrepancias se observan en la valoración de deuda pública. La oficial se sitúa en el 37% del PIB, mientras que, según la definición del FMI, asciende al 68% del PIB⁽²³⁾. Considerando esta definición ampliada, la deuda pública podría llegar al 92% del PIB en 2022 si continúa la actual tendencia de aumento. Hay tres aspectos especialmente preocupantes: la mitad de los préstamos están ligados, directa o indirectamente, al sector inmobiliario; la finanza en la sombra, conocida como “*shadow banking*”, ha proporcionado en torno a la mitad de los nuevos préstamos y la deuda de algunas entidades locales es probablemente insostenible.

No obstante, la cifra es aún manejable, máxime teniendo en cuenta las vastas reservas con las que cuenta el país, el elevado nivel de ahorro, y el volumen de activos públicos. Entre las SOEs (State Owned Enterprises) se incluyen los cuatro mayores bancos del país, que lo son también del mundo en términos de activos⁽²⁴⁾. No obstante, no se dispone de una valoración de dichos activos ni es posible aventurar en qué medida un hipotético proceso de privatización podría ser factible como solución ante una crisis. Otra fortaleza que aminora el riesgo de la creciente deuda

pública, como analizaremos a continuación, es el superávit por cuenta corriente y la reducida proporción de deuda externa, ya que reducen la posibilidad del riesgo de estrangulamiento en caso de un descenso de la financiación del exterior. El FMI reconoce que estos colchones le dan margen para realizar una consolidación gradual (de medio a un punto porcentual anual) con el fin de acercar el balance primario a niveles que establezcan la deuda.

Narrow and broad government debt

(In percent of GDP)



Source: IMF staff estimates.

1/ Data through 2015, 2016 estimated, 2017 projection. Large jump in 2014 reflects official recognition of 22 percent of GDP in LGFV debt.

2/ Government guided funds (GGF) and special construction funds (SCF). Social capital portion only.

(23) En 2014 las autoridades llevaron a cabo una regularización por la cual reconocieron dos tercios de la deuda correspondiente a los LGFV. Con ello, la deuda pública oficial prácticamente se duplicó.

(24) ICBC, China Construction Bank, Agricultural Bank y Bank of China.

Las agencias de calificación Moody's y Standard & Poor's recortaron su rating en 2017 a A1 y A+ respectivamente, con lo que pasa de estar clasificado en "alto" grado de inversión a "medio-alto". Se trata del primer empeoramiento de la clasificación del país desde hace casi 20 años y obedece al riesgo de que la fortaleza financiera se debilite duramente los próximos años, con un incremento de la deuda en la economía en general a medida que el crecimiento se desacelera.

	S&P	FITCH	MOODY'S
China	A+	A+	A1
India	BBB-	BBB-	Baa2
Malasia	A-	A-	A3
Arabia	A-	A+	A1
EAU	AA	AA	Aa2

Se considera grado de inversión a partir de **Baa3** (Moody's) y **BBB-** (S&P y Fitch)

5. SECTOR EXTERIOR

- ➔ Desde su adhesión a la OMC en 2001, China se ha convertido en el primer exportador mundial de mercancías. Su éxito comercial se ha basado en la venta de manufacturas a precios imbatibles gracias a una barata y abundante mano de obra.
- ➔ Registra desde hace décadas superávits por cuenta corriente que en los últimos años han descendido.
- ➔ Gran receptor de inversión directa extranjera a la par que un inversor en el exterior crecientemente importante.
- ➔ La desaceleración económica ha incentivado la salida de capitales, lo que presiona al yuan a la baja. El ejecutivo ha reaccionado con la imposición de controles de capitales.
- ➔ Solvencia externa fuera de toda duda, con las mayores reservas de divisas del mundo, que cubren sobradamente la deuda externa.

El proceso liberalizador y de apertura exterior ha permitido a China convertirse en una gran potencia comercial. Las exportaciones crecieron a un nivel asombroso: en 1979 apenas alcanzaban los 14.000 mill.\$ y en 2017 se estiman en 2.200.000 mill.\$. Las importaciones tampoco se han quedado atrás: han crecido desde los 18.000 mill.\$ hasta casi los 1.740.000 mill.\$ en ese mismo periodo. En 2009 China superó a Alemania como el mayor exportador mundial y el segundo importador después de EEUU.

Desde el inicio de su proceso de liberalización, China ha experimentado un cambio de especialización comercial, desde un modelo centrado en la exportación de productos agrícolas y manufacturas de muy poca calidad hacia otro orientado a la producción de maquinaria y electrónica, primero de escaso contenido tecnológico y, más recientemente, de productos con un

valor añadido más elevado. Conforme las ventajas competitivas derivadas de una abundante mano de obra barata se van aminorando, China trata de posicionarse en eslabones superiores de las cadenas globales de valor. No obstante, la participación china en el valor añadido total es todavía más baja en aquellos productos más sofisticados.

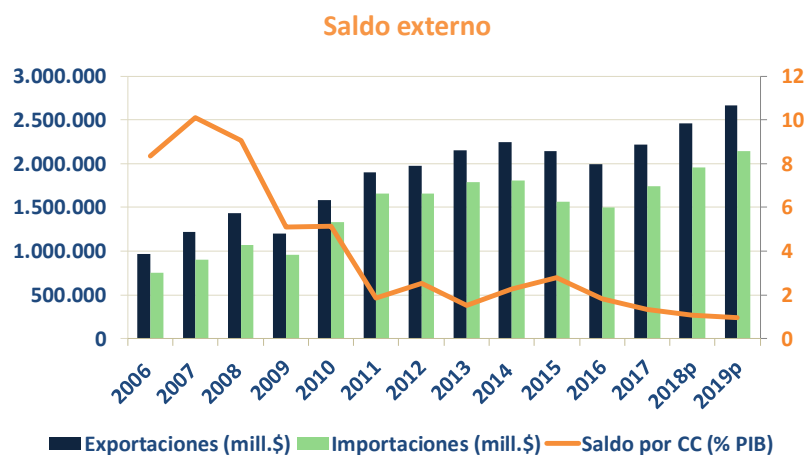
Los principales socios comerciales de China son los EEUU (más del 18% de las exportaciones totales), Hong Kong (13,7%), Japón (6,2%), Corea del Sur (4,5%), y Alemania (3,1%). A la cabeza de las exportaciones se sitúan las máquinas de procesamiento de datos, equipos de radiodifusión y teléfonos. Además, el país asiático ha jugado un importante papel como mero ensamblador de componentes fabricados en terceros países (Corea del Sur, Japón, Taiwán, EEUU, Alemania), que han deslocalizado sus plantas a la República Popular para beneficiarse de sus bajos costes laborales⁽²⁵⁾. Las autoridades aduaneras consideran a estos productos finales cien por cien de origen chino. Actualmente, las exportaciones de alta tecnología se sitúan en torno al 30%, si bien esta cifra podría estar sobrevalorada, ya que gran parte del valor añadido de estos productos proviene de componentes importados. Las importaciones proceden sobre todo de Corea del Sur (10%), Japón (9,2%) y Estados Unidos (8,5%); por productos, destacan los circuitos integrados y el petróleo crudo. La fuerte expansión del gigante asiático lo convirtió en el mayor consumidor de los principales productos básicos, y eso mismo impulsó fuertemente al alza sus precios en la pasada década, período que fue apodado como el "súper ciclo" de los productos básicos. Un ciclo que se desvanecía a medida que el PIB chino se desaceleraba, y con él las importaciones. De ahí la preocupación por su impacto sobre los vendedores de materias primas y sobre el resto del mundo por su trascendencia en el comercio mundial.

A medida que China se convertía en la "fábrica del mundo", sus ventajas competitivas generaban fricciones con sus principales socios comerciales. Se acusa con frecuencia a China de subvencionar a ciertos sectores económicos para exportar por debajo del precio de coste con objeto de dar salida a excedentes y ganar cuota de mercado. Además, China figura entre los países con mayor número de violaciones de los derechos de propiedad intelectual y patentes a nivel mundial. Por último, las acusaciones de manipular el tipo de cambio para favorecer la competitividad exterior han sido muy frecuentes por parte de Washington y, ya con la administración Trump, ha conducido a la comentada guerra comercial con la primera potencia mundial. El superávit comercial de China en 2017 con EEUU fue de 375.576 mill.\$, una cifra récord.

La pujanza exportadora condujo a un fuerte aumento del superávit comercial entre 2004 y 2008, desde los 59.000 mill.\$ hasta los 360.000 mill.\$. Tras experimentar una caída entre 2009 y 2011, debido a la crisis financiera internacional, en los últimos años ha crecido nuevamente. En 2017 la balanza comercial cerró con un superávit de 476.000 mill.\$. Los voluminosísimos saldos positivos de la balanza comercial han hecho posible que la balanza por cuenta corriente registre superávits ininterrumpidos desde hace varios lustros, que llegaron a alcanzar magnitudes muy importantes, de entre el 7%-10% del PIB, entre los años 2005 y 2008, para ir disminuyendo en los años siguientes hasta el mínimo alcanzado en 2017 (1,3% del PIB). El mayor volumen de importaciones, junto con un saldo deficitario cada vez mayor en la balanza de servicios y rentas explican esta evolución. Se espera que esta tendencia continúe y que el superávit corriente se sitúe en torno al 1% del PIB en 2018-19. Es destacable que en el primer trimestre de 2018 China ha registrado por primera vez en 17 años un déficit por cuenta corriente, por valor de 28.000 mill.\$. Ahora bien, este

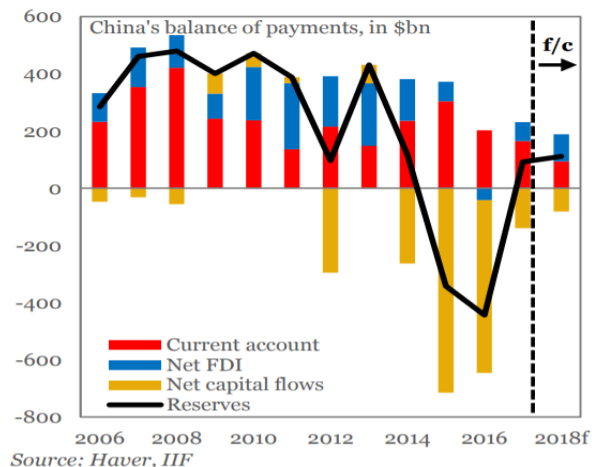
(25) Taiwán, por ejemplo, ya ha deslocalizado a China continental el 95% del ensamblado de sus productos de tecnologías de la información (ordenadores).

cambio de tendencia obedece en su mayor parte al aumento de los precios de las materias primas y no a un cambio en el patrón comercial. De hecho, el superávit bilateral con EEUU continúa creciendo, aunque de forma moderada si se compara con los datos históricos. Con la aplicación de los aranceles a partir de junio es posible que se aprecie una reducción de dicho superávit para la segunda mitad del año. La balanza comercial explica dos tercios del cambio de signo del saldo corriente; y otra gran parte lo explica el aumento de las importaciones de servicios turísticos.



En cuanto a **la balanza de capitales**, la elevada entrada de IDE a los largo de los años 90 explica gran parte de las ganancias en productividad y del ascenso económico y comercial del país. En 1985 la IDE ascendía a 2.000 mill.\$, mientras que en 2017 registró entradas por valor de 134.000 mill.\$, lo que le convirtió en el tercer receptor de IDE del mundo (detrás de EEUU y Reino Unido). La inversión proviene fundamentalmente de Hong Kong, Singapur, Taiwan y Japón.

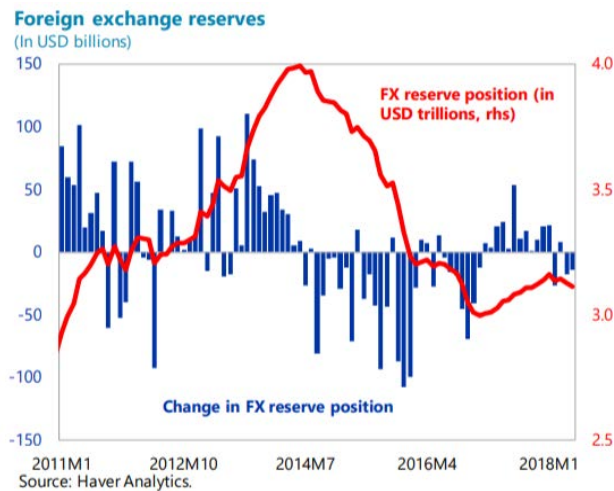
China tiene hoy en día un papel primordial como origen de inversión directa; pero este papel es relativamente reciente. No es hasta el año 2000 cuando China comienza una política de emisión de IDE a través de la denominada “Go Global policy”, que incentivaba la salida al exterior de las empresas chinas (sobre todo SOE). Una de las motivaciones de esta iniciativa fue la enorme acumulación de reservas. Tradicionalmente gran parte de las mismas se habían invertido en activos seguros, aunque de baja rentabilidad, tales como bonos del Tesoro americanos. Con objeto de lograr una mayor rentabilidad y de diversificar las inversiones, en 2007 se creó la China Investment Corporation (CIC), (uno de los mayores fondos soberanos del mundo con un importe de 200.000 mill.\$). Un segundo objetivo era asegurarse recursos naturales, petróleo y minerales fundamentalmente, necesarios para mantener el crecimiento económico. Por último, el gobierno pretendía promover el desarrollo de empresas chinas globalmente competitivas. En 2016 las salidas de IDE aumentaron en un 44%, alcanzando 183.000 mill.\$, impulsadas por una oleada de fusiones y adquisiciones transfronterizas por parte de empresas chinas, lo que colocó al país por primera vez como segundo inversor del mundo.



Desde enero de 2017 las autoridades han cambiado esta política incentivadora de la salida de empresas al exterior. Preocupados por la caída de reservas (se acercaron al umbral de los 3 billones de dólares en diciembre de 2016, después de seis meses consecutivos de bajadas), decidieron imponer mayores restricciones al movimiento de capitales. Anteriormente, las personas físicas estaban sujetas a una cuota máxima de 50.000 dólares anuales para mover dinero desde China, y las inversiones de las empresas en el exterior necesitaban del visto bueno del Gobierno. A partir de esta fecha, con la excusa de intensificar la supervisión de los activos en el extranjero y luchar contra las inversiones ilegales, se han prohibido las transacciones cuyo valor supere los 10.000 mill.\$, las compras mayores a 1.000 mill.\$ que no estén relacionadas con el negocio principal de la empresa y las adquisiciones por parte de las empresas estatales de bienes inmuebles valorados en más de 1.000 mill.\$, entre otras medidas.

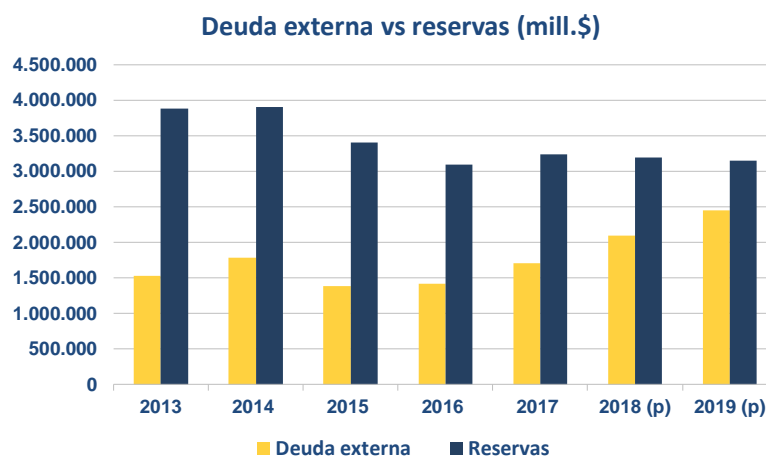
Estas medidas restrictivas han surtido efecto y las salidas netas de capitales en 2017 ascendieron a unos 80.000 mill.\$, frente a 640.000 mill.\$ en 2016. Las salidas de IDE, en concreto, cayeron hasta 100.000 mill.\$, la mitad de las registradas en 2015-16. Como resultado, las reservas han aumentado y actualmente se sitúan por encima de los 3,10 billones de dólares, lo que equivale a cerca de 20 meses de importaciones. Las informaciones filtradas por el Ministerio de Comercio apuntan a que estas restricciones ya están en proceso de relajarse, como se aprecia en la mayor salida de capitales en lo que va de año. Este vastísimo nivel de reservas dota al soberano de una solvencia impresionante, al exceder con creces (1,5 veces) su deuda externa.

La interdependencia con EEUU es enorme, si tenemos en cuenta que China es el principal acreedor extranjero de ese país (posee el 18,7% del total de la deuda americana), ya que gran parte de sus reservas están invertidas en bonos del Tesoro estadounidense. Esto convierte a la República Popular a la vez en juez y prisionera de la evolución del billete verde: capaz de hacer caer su cotización si retira su exposición, pero al mismo tiempo potencial víctima de un desplome de la divisa del Tío Sam, ya que más del 38% de sus reservas están denominadas en dólares.



En cuanto a la **deuda externa**, aunque en términos absolutos es muy considerable, las vastísimas reservas de divisas despejan cualquier preocupación de impago. En 2017 ascendió a 1.711.000 mill.\$, equivalente a solo un 14,2% del PIB y a un 64% de los ingresos externos. No obstante, es importante destacar el aumento experimentado en los últimos años, en que se ha más que duplicado (en 2010 era de tan solo 736.000 mill.\$ lo que representaba el 8,8% del PIB). Llama la atención en cuanto a su estructura la elevadísima proporción de la deuda a corto plazo (65% del total) y que casi toda (alrededor del 90%) esté denominada en dólares. Además, la mayor parte de la deuda está en manos privadas; la deuda pública externa asciende a tan solo el 10,4% del total; la privada está dividida casi a partes iguales entre el sector bancario y otros deudores privados. Por su parte, el **servicio de la deuda** supone un 45% de los ingresos corrientes de balanza de pagos; esta cifra, que puede sorprender por lo voluminosa, incorpora también los vencimientos de la deuda a corto plazo, que en condiciones normales en realidad no se amortizan sino que se renuevan. Excluyendo éstas, la ratio del servicio es del 5,3%.

En cualquier caso, la economía presenta fortalezas que la protegen de potenciales procesos desestabilizadores, como una elevada tasa de ahorro, el superávit por cuenta corriente, la reducida deuda externa, un elevado volumen de reservas y adicionalmente, margen político para manejar la situación.



Fuente: IIF

6. CONCLUSIONES

- Tras años de registrar tasas de crecimiento de dos dígitos, que le han permitido alzarse como la segunda economía mundial, el gigante asiático se desacelera. Los pilares del patrón de crecimiento (la inversión y la exportación) dan claros signos de agotamiento al tiempo que los desequilibrios (financieros, sociales y medioambientales) ponen en peligro la sostenibilidad del modelo económico. Lograr un adecuado desapalancamiento y el desarrollo de nuevas fuentes de crecimiento, sin penalizar en exceso el crecimiento, es el mayor reto al que se enfrenta el ejecutivo.
- Las autoridades en el XIX Congreso del Partido Comunista chino han admitido la necesidad de una transición hacia un crecimiento de mayor calidad y con mayor peso del consumo. El presidente Xi Jinping cuenta con margen político más que suficiente para acometer las reformas necesarias. La eliminación del límite de los dos mandatos le asegura su permanencia en el poder más allá de 2023.
- Dos son los principales riesgos a los que se enfrenta la transición hacia la “Nueva Normalidad”. En primer lugar, el excesivo endeudamiento (especialmente corporativo) derivado de un crecimiento del crédito desmesurado, asignado de manera poco eficiente y que, en gran parte, procede de la banca en la sombra, lo que aumenta la complejidad y opacidad del sistema financiero. En segundo lugar, las crecientes tensiones comerciales y la imposición de aranceles por parte de EEUU que, en el medio plazo, acabarán penalizando la actividad económica.
- China cuenta con notables fortalezas que mitigan los riesgos anteriores y que evitarían procesos desestabilizadores. Posee las mayores reservas del mundo, una elevada tasa de ahorro, superávit por cuenta corriente, un gran volumen de activos públicos, moderada deuda externa y, adicionalmente, margen político para manejar la situación.