

INFORME RIESGO PAÍS

CHINA

Madrid: 19 de enero de 2016



Estabilidad política bajo el férreo control del Partido Comunista. Xi Jinping, perteneciente a la llamada “quinta generación”, lidera el país desde 2013. Su mandato se caracteriza por una persecución de la corrupción sin precedentes, una dura represión a la disidencia y una mayor proactividad en política exterior. Se trata del dirigente que acapara más poder desde la época de Deng Xiaoping.

Intensa desaceleración económica. El modelo basado en una mano de obra barata y abundante, altas tasas de inversión, elevadas exportaciones y sobre-explotación de los recursos naturales, da claros signos de agotamiento. Se impone un reequilibrio hacia un mayor protagonismo del consumo privado y un modelo más respetuoso con el medio ambiente. El ejecutivo parece decidido a pilotar este cambio, pero siempre priorizando el mantener unos niveles de crecimiento mínimos que permitan conservar el apoyo popular y evitar cualquier riesgo de conflictividad social.

El paquete gigante de estímulos fiscales y monetarios aprobado en 2008 permitió sortear la crisis financiera internacional, pero generó una serie de desequilibrios. El **exceso de crédito** vino acompañado de decisiones de inversión ineficientes y del **sobreendeudamiento en algunos sectores**. La política económica va a seguir manteniendo el tono expansivo, con un ajuste “ad hoc” en función de la evolución del crecimiento. Las medidas de reforma y liberalizadoras, recogidas en el último Plan Quinquenal, se aplicarán, como suele ser habitual, muy gradualmente.

El endeudamiento público se encuentra aún en niveles razonables (56% del PIB), si bien la deuda local ha ascendido vertiginosamente y está alcanzando niveles 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. Esfuerzo gradual en pro de una mayor liberalización de la cuenta de capitales. La deuda externa es reducida en proporción a las vastas reservas que posee y su servicio es muy inferior a los intereses que recibe el país por sus activos en el exterior.

1. POLÍTICA INTERNA: LA HEGEMONÍA DEL PARTIDO COMUNISTA

- ➔ Estabilidad política. El Partido Comunista domina todas las esferas de poder. Su éxito en materia económica, un mecanismo de trasvase de poderes bien consolidado y el sistema meritocrático de elección de dirigentes explican el inmovilismo político en China pese a la radical transformación económica.
- ➔ Xi Jinping, elegido Secretario General del PCCh y Presidente del país en marzo de 2013, liderará el país previsiblemente durante dos mandatos de cinco años. Jinping protagoniza la mayor campaña de lucha contra la corrupción en la historia, lo que ha aumentado su popularidad al tiempo que le ha permitido neutralizar a sus opositores.
- ➔ El tradicional “ascenso pacífico” y la apuesta por el multilateralismo en política exterior conviven con una mayor proactividad en defensa de sus intereses y con la aspiración a un mayor liderazgo internacional.

POBLACIÓN	1.364 mill.habs
RENTA PER CÁPITA	7.380 \$
EXTENSIÓN	9.561.000 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Partido Único
CORRUPCIÓN	100/175
DOING BUSINESS	84/189

La singularidad del caso chino aplica tanto al campo económico como al político. Su dinamismo económico, que tanta admiración ha despertado, contrasta con el inmovilismo de su particular sistema político. China ha conservado sus bases políticas fundamentales sin apenas cambios sustanciales desde que inició la tímida apertura al capitalismo, hace más de tres décadas. El dominio del Partido Comunista (PCCh) continúa siendo

incuestionable y ejerce un férreo control sobre todas las esferas de poder. Regula estrechamente los medios de comunicación y reprime con dureza cualquier movimiento organizado contra el régimen. Sin embargo, pese a estas restricciones a las libertades públicas, el PCCh cuenta con un gran apoyo popular. La legitimidad del partido se sustenta en dos factores. Uno histórico, en cuanto que la población tiene la percepción de que el PCCh logró devolver al país la unidad nacional y superar una larga crisis que se arrastraba desde mediados del siglo XIX, transformándolo en una potencia respetada y relevante en la escena internacional. El segundo factor está ligado a los éxitos económicos. China ha vivido en los últimos 35 años la mayor transformación de su historia, al crecer durante años a ritmos superiores al 10% y sacar a más de 600 millones de personas de la pobreza. La capacidad del gobierno para mejorar las condiciones de vida de la población ha garantizado la continuidad del régimen, cuestión clave para entender la política económica actual.

El PCCh posee unos rasgos que lo diferencian de la mayor parte de partidos que gobiernan de forma dictatorial. Son estos rasgos los que explican, en gran parte, su permanencia en el poder y hacen de China un país políticamente muy estable dentro de los parámetros de los países no democráticos. En primer lugar, destaca el eficaz y pacífico sistema de relevo del poder. El PCCh cuenta con un alto grado de renovación a través de un sistema preestablecido (con plazos fijados y conocidos de antemano). El ascenso del actual presidente, Xi Jinping, en marzo de 2013, es un claro ejemplo. En noviembre de 2012 pasó a ocupar el puesto de secretario general del Partido y la presidencia de la Comisión Militar Central, para meses después ocupar la presidencia. Así se

cerró la transición a la quinta generación de dirigentes, tras la de Mao Zedong, Deng Xiaoping, Jiang Zemin y Hu Jintao. Xi Jinping ha sido nombrado oficialmente por cinco años y, salvo sorpresas, mantendrá el cargo durante cinco más.

En segundo lugar, el partido elige a sus dirigentes a través de un sistema de meritocracia, según el cual se accede a los cargos de poder no por el nacimiento o la riqueza, sino por su carrera política. Por ejemplo, todos los miembros del Comité Permanente del Partido han ejercido al menos dos veces como secretarios del partido de una provincia china o en posiciones de responsabilidad similares⁽¹⁾. El espectacular crecimiento de China en las últimas tres décadas es inseparable de este sistema meritocrático. Sus dirigentes han demostrado flexibilidad y capacidad de reacción ante circunstancias adversas.

Por último, un rasgo propio del PCCh es el liderazgo colectivo. En las tres primeras décadas del régimen, el poder tenía un carácter personalista muy marcado en torno, primero, a la figura de Mao y, posteriormente, de Deng Xiaoping. Desde entonces se ha tendido a una toma de decisiones más colegiada⁽²⁾, lo que elimina cualquier posibilidad de afianzamiento permanente del poder en las manos de un líder individual, típico en las dictaduras. No obstante, con la quinta generación de líderes este rasgo se está debilitando y Xi Jinping ha adquirido una autoridad que no se observaba en China en una sola persona desde Deng Xiaoping en los años 80.

Por otra parte, no existe una alternativa al PCCh que tenga una mínima relevancia. Los grupos de oposición que surgieron tras los sucesos de Tiananmen de 1989⁽³⁾ han sido duramente reprimidos. Además, la premisa de que el cambio económico conlleva necesariamente demandas de cambio político conforme aumenta la clase media, por el momento no se cumple en el país asiático. China posee la clase media más numerosa del mundo, con 109 millones de personas, superando en el ranking mundial a EEUU por primera vez en la historia⁽⁴⁾. Sin embargo, 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 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. Además, el concepto que se maneja en China de democracia dista del

-
- (1) Se requiere una gran competencia para gobernar una provincia china típica, que en promedio tiene el tamaño de entre cuatro y cinco países europeos. De los 7 miembros del Comité Permanente del Politburó, el órgano más poderoso del ejecutivo, solo dos son hijos de ex dirigentes del partido.
 - (2) El órgano supremo dentro de las instituciones del Estado es la Asamblea Nacional Popular, cuyos miembros se eligen por sufragio indirecto de entre los miembros de las Asambleas provinciales. Estos se eligen, a su vez, también por sufragio indirecto de entre las Asambleas de nivel inferior; en estas últimas (municipal, de condado o de distrito) los diputados se eligen por sufragio directo.
 - (3) Las protestas de la Plaza de Tiananmen de 1989 consistieron en una serie de manifestaciones lideradas por estudiantes que fueron violentamente reprimidas. El Gobierno realizó un gran número de arrestos, expulsó a la prensa extranjera y controló estrictamente la cobertura de los acontecimientos en la prensa china, acciones por las que fue condenado internacionalmente.
 - (4) Estos datos provienen de un informe sobre riqueza global elaborado por Credit Suisse en 2014, que define la clase media como aquella con un patrimonio entre 50.000 y 500.000 dólares. Otras fuentes con definiciones más amplias la sitúan en torno a 400 millones de personas.

de Occidente. En China cuando se habla de democracia, de reformas democráticas, no se está hablando de multipartidismo, elecciones libres, o alternancia, sino más bien en profundizar en la extensión y el respeto a las leyes, de evitar los abusos, las arbitrariedades y la corrupción⁽⁵⁾.

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⁽⁶⁾.

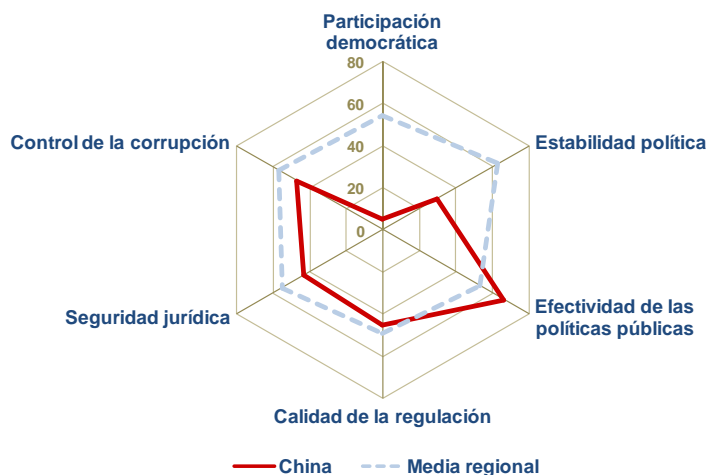
Un aspecto que distingue el mandato de Xi es una lucha contra la corrupción sin precedentes. Su campaña, que dura ya dos años y en la que se ha castigado a miles de personas, está siendo la más larga y dura de la historia reciente. Las cifras de la Comisión Central para la Investigación y la Disciplina (CCID), el órgano del Partido Comunista encargado de la supervisión interna, hablan de 80.000 funcionarios castigados en la campaña contra la corrupción de "moscas" y "tigres" (personas de todos los niveles) entre enero de 2013 y octubre de 2014. Dicha 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. La campaña ha alcanzado, por primera vez, a los departamentos centrales del Gobierno y del Partido Comunista; incluido el Comité Central. La sentencia más emblemática ha sido la condena a cadena perpetua, en junio de 2015, del poderoso ex jefe de seguridad, Zhou Yongkang, tras hallarlo culpable de sobornos, abuso de poder y de filtrar secretos del Estado. Se trata del único ex miembro del Comité Permanente del PCCh que ha sido objeto de una investigación judicial desde la fundación de la República Popular, en 1949⁽⁷⁾.

Pese a esta campaña, China ha caído en el último año veinte puestos en la clasificación del Índice de Percepción de la Corrupción que elabora anualmente Transparencia Internacional (TI), y se encuentra ahora en el número 100 de un total de 175, al mismo nivel que Argelia y Surinam. El ejecutivo se queja de que esta clasificación no refleja los logros en la campaña anticorrupción, pero TI considera que China se centra demasiado en el castigo (en muchos casos con un claro

-
- (5) 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.
- (6) 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.
- (7) Zhou fue miembro del Comité Permanente entre 2007 y 2012, y antes fue ministro de Tierra y Recursos (1998-99), principal responsable del PCCh en la provincia interior de Sichuan (1999-2002) y, entre 2002 y 2007, titular de la cartera clave de Seguridad Pública. En ese cargo, Zhou controló la policía, los servicios paramilitares, las redes de inteligencia y el espionaje.

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.

Indicadores de buen Gobierno 2014



Fuente: Banco Mundial

Los indicadores de Buen Gobierno elaborados por el Banco Mundial también reflejan que China se encuentra por debajo de la media regional (Sudeste asiático y Pacífico) en cuanto al control de la corrupción, así como en todos los demás indicadores salvo en el caso de la efectividad de las políticas públicas. Como era de esperar, el indicador con peor resultado es el de participación democrática que, además, ha empeorado desde 1996 hasta un nivel mínimo de 5 sobre 100. De hecho, al comparar la evolución de los indicadores apenas se aprecian mejoras significativas en los últimos 20 años. El Índice de Libertad Económica (elaborado por Heritage Foundation) sitúa al país en el puesto 139 de 178 países.

En cuanto a la facilidad para hacer negocios, China ocupa el puesto 90 de un total de 189 economías en el indicador Doing Business elaborado por el Banco Mundial. Destaca positivamente en cuanto al cumplimiento de contratos, al registro de propiedades y el cierre de empresas. No obstante, el tiempo y los requisitos necesarios para abrir una empresa son elevados (de media se emplean unos 33 días y 11 procedimientos, frente al promedio de 8,3 días y 4,7 procedimientos en la OCDE). Además, en los dos últimos años hay una creciente percepción entre las empresas multinacionales de que están bajo una investigación selectiva y subjetiva. Por ejemplo, según las empresas multinacionales, la ley Antimonopolio, aprobada en 2008, no se aplica según criterios claros 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.

Pese a que la posición de liderazgo de Xi Jinping no está en riesgo en el medio plazo, los retos a los que se enfrenta no son menores. En primer lugar, económicos. El ejecutivo parece decidido a pilotar el necesario cambio de modelo que, en todo caso, pasará por una etapa de menor crecimiento económico, con la amenaza que para la legitimidad del PCCh esto conlleva. Lograr el

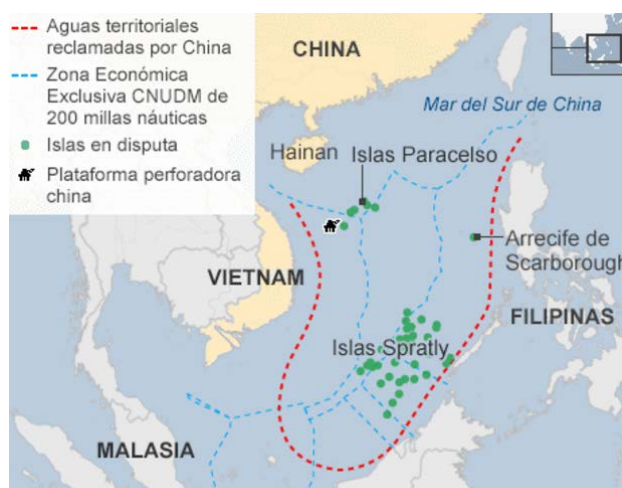
adecuado equilibrio entre reforma y mantenimiento de unos niveles de crecimiento mínimos que permitan mantener el apoyo popular y evitar cualquier riesgo de inestabilidad y conflictividad social, no va a resultar fácil. Además, el crecimiento acelerado de la última década ha incrementado muchísimo la desigualdad. El coeficiente Gini en 2014 está por encima del 0,4 (0,469), el nivel a partir del cual se estima que existe peligro potencial de disturbios sociales. Por último, existe el riesgo de un recrudecimiento de los conflictos vinculados a cuestiones étnicas y regionales, especialmente en la provincia de Xinjiang y en el Tíbet. 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 han sido relativamente frecuentes y muy sangrientos. Recientemente se han producido varios atentados que alertan de una presencia mayor de reivindicaciones violentas uigures, como el acaecido en la Plaza de Tiananmen en 2013 o el atentado 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 confiere cierto apoyo internacional o, al menos, el silencio acerca de las políticas represivas practicadas en Xinjiang. No se descarta que Pekín intensifique su política de represión y militarización en la zona, dado el relativo éxito alcanzado en casos como el de Tíbet y Mongolia Interior. La provincia de Xinjiang es para China una zona de vital importancia estratégica tanto a nivel económico como de seguridad nacional. Por una parte, es 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. Por otra parte, Xinjiang se considera una barrera defensiva que sirve como escudo para evitar la incursión de organizaciones o ideologías desestabilizadoras. En cuanto al Tíbet, los últimos incidentes graves se produjeron hace ya siete 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 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.

POLÍTICA EXTERIOR: UN LEÓN PACÍFICO

El rápido ascenso de China como potencia económica, política y militar⁽⁸⁾ ha cambiado drásticamente el statu quo internacional y le ha convertido en una pieza clave en las relaciones geopolíticas. No obstante, esta pujanza no ha alterado los principios que tradicionalmente han regido sus relaciones exteriores. La Constitución de China establece cinco principios básicos que rigen su política exterior: respeto mutuo a la soberanía e integridad territorial; no agresión; no injerencia en asuntos internos de otros Estados; igualdad y beneficio mutuo y coexistencia pacífica en el desarrollo de las relaciones diplomáticas e intercambios económicos y culturales con otros países.

(8) Pekín cuenta con el segundo mayor presupuesto de Defensa del mundo (129.100 mill. €) por detrás tan solo del de EEUU.

“China es un león dormido. Hoy, el león se ha despertado. Pero es agradable, pacífico y civilizado. China no creará problemas, pero tampoco tiene miedo a los problemas”. Estas fueron las palabras del presidente Xi Jinping para describir su estrategia exterior. Los principios rectores de la política exterior china continúan siendo el “ascenso pacífico” y la apuesta por el multilateralismo. Sin embargo, en los últimos años y, especialmente bajo el mandato de Xi, China ha demostrado una mayor pro-actividad y fuertes reticencias a hacer concesiones en las disputas territoriales regionales que le enfrentan con algunos de sus vecinos. Por ejemplo, Pekín considera sus reclamaciones de soberanía en aguas de Asia Pacífico como 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. Navíos chinos han dragado y construido nuevos puertos, al tiempo han erigido islas artificiales sobre arrecifes sumergidos, e incluso hay evidencias de que se está construyendo una pista de aterrizaje en una de ellas. Los EEUU se han hecho eco de las protestas de los otros países por lo que consideran obras ilegales, y ha aumentado su presencia naval en la zona. Del mismo modo, China mantiene un fuerte contencioso con Japón en 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 las provocativas actividades 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⁽⁹⁾ y con la India en los Himalayas occidentales con relación a la demarcación fronteriza del estado indio nororiental de Arunachel Pradesh⁽¹⁰⁾. En septiembre de 2014 las autoridades indias denunciaron la incursión de tropas chinas en su territorio.



Fuente: CNUDM, CIA

- (9) En el conflicto entre las dos Coreas, China tiene un papel de gran relevancia por su relación especial con Corea del Norte.
- (10) 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.



Fuente: El Mundo

China participa activamente en todos los organismos institucionales 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) y en 2016 consolidará su estatuto de economía de mercado. 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.

China lleva años reclamando un creciente peso, presencia y protagonismo en el engranaje multilateral, correlativo a su envergadura económica, demográfica, tecnológica y política en el entorno global. La insatisfacción con el, a su juicio, insuficiente reconocimiento de su papel internacional le ha llevado a impulsar varias iniciativas, tales como el lanzamiento del Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras (BAII), de las Rutas (marítima y terrestre) de la Seda o del 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. La Nueva Ruta de la Seda es la red de transportes e infraestructuras con la que Pekín quiere abrir caminos por tierra y mar hacia el Oeste. Ha supuesto a lo largo de 2015, 43.813 mill.€ en contratos para las empresas chinas y es una vía para dar salida a los grandes excedentes en industrias como acero y equipos pesados. La propuesta denominada *Un cinturón-una ruta*, pretende construir todo un entramado de conexiones terrestres y marítimas de personas y mercancías, así como de conducciones de gas, petróleo y alta tecnología en el centro, sur y sudeste asiáticos. Muchos lo ven como la respuesta de Pekín a la decisión de Barack Obama de convertir Asia en su prioridad estratégica y al Tratado Transpacífico de Asociación (TPP, en sus siglas en inglés), que ha ofrecido a los 11 grandes países ribereños del Pacífico sin tener en cuenta a China.

Las relaciones con EEUU no han estado exentas de fricciones en la última década. La primera potencia ve con recelo la fuerte expansión china al venir acompañada de un pésimo historial de respeto de los derechos humanos y una agresiva política comercial, con un fuerte

intervencionismo en el tipo de cambio. Las 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.

2. EL MODELO ECONÓMICO CHINO SE AGOTA

- ➔ Tras décadas creciendo a tasas de dos dígitos, lo que permitió sacar a 650 millones de personas de la pobreza y convertir al país en la segunda potencia mundial, China se desacelera. El modelo económico basado en la mano de obra barata y abundante, la inversión, la exportación, y en una sobre-explotación de los recursos naturales da claros signos de agotamiento.
- ➔ Las autoridades hacen malabares para compaginar un objetivo de crecimiento mínimo con la reconversión hacia un modelo más basado en el consumo. El cambio necesariamente se traducirá en tasas de crecimiento más modestas.

PIB (mill.\$)	11.384.763
CRECIMIENTO PIB	6,7
INFLACIÓN	1,8
SALDO FISCAL	-2,3
SALDO POR C/C	2,3

Datos a 2015 (FMI o IIF)

La economía china lleva más de treinta años asombrando al mundo. Desde que en 1978 arrancó un proceso gradual y dirigido de reforma y apertura económica, su ascenso ha superado todas las previsiones. Con un PIB superior a los diez billones de dólares se ha convertido en la segunda potencia económica mundial, al arrebatarse este puesto a Japón en 2011. Si la medición se realiza en paridad de poder de compra⁽¹²⁾ y no en dólares corrientes, el tigre asiático es ya la primera potencia, habiendo superado en 2014 a EEUU, que era líder económico del planeta desde 1872. Su peso en el PIB mundial asciende en la actualidad al 13,4%, frente a un 2,5% en la década de los 80. Se trata, además, del primer exportador del mundo y del que concentra entre el 40-50% de la demanda global de la mayor parte de los países emergentes, de ahí su trascendencia en la evolución económica no solo de estos últimos, sino mundial.

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. Más de treinta y cinco años después, esta moderada apertura al capitalismo ha desembocado en un modelo calificado como de “economía socialista de mercado” que no es

(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 áreas de Tecnología, Seguridad y Defensa, Urbanismo y Medio Ambiente, Migraciones y Movilidad, y Justicia, Estado de Derecho; y el siempre particularmente sensible sobre Derechos Humanos.

(12) La medición en paridad de poder de compra se considera más rigurosa, al no estar sujeta a las volatilidades del tipo de cambio.

sino una suerte de “socialismo con características chinas”. Su característica principal es que las industrias básicas y sectores regulados como las telecomunicaciones o el sector bancario, son mayoritariamente propiedad del Estado, pero teóricamente compiten entre ellas en un sistema de precios establecidos por el mercado⁽¹³⁾. 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, en sectores que el Gobierno considera estratégicos, desde la banca al petrolero, pasando por las telecomunicaciones y la producción de acero. 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 fuerte desaceleración registrada los últimos tres años no es sino el reflejo de la necesidad de reequilibrar un patrón que ha reposado excesivamente en la mano de obra barata y abundante, la inversión, la exportación, y en una sobre-explotación de los recursos naturales. La nueva coyuntura del gigante asiático no ha estado exenta de polémica. Por una parte, se ha debatido ampliamente si el ajuste será gradual, en otras palabras, si protagonizará un aterrizaje suave o brusco, con especial preocupación por los efectos de este último sobre el crecimiento global. Por otra parte, existe una creciente preocupación sobre la fiabilidad de las cifras económicas oficiales. Las últimas cifras publicadas por la Oficina Nacional de Estadísticas sugieren un aterrizaje suave del gigante asiático: 2014 cerró con un crecimiento del 7,3% y las estimaciones apuntan a un 6,8% en 2015. El debate sobre la credibilidad de los datos se reaviva cada vez que la tasa de crecimiento se acerca “sospechosamente” al 7%⁽¹⁴⁾, sobre todo, porque otros datos sugieren tasas mucho más modestas⁽¹⁵⁾. De acuerdo a un índice alternativo que se basa en el consumo de electricidad, el volumen de transporte de mercancías por ferrocarril y los préstamos bancarios, la expansión real de la economía China estaría más próxima al 3% que al 7%. Además, en China la información depende de los gobiernos locales (no existe una oficina de estadísticas autónoma), que tienen claros 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. De hecho, según algunas fuentes los gobiernos locales podrían incluso estar manipulando las cifras de la electricidad, porque saben que se están vigilando estas cifras.

(13) 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”.

(14) El 7% es la tasa que se considera como el “umbral” mínimo a partir del cual se empieza a crear empleo neto.

(15) Li Keqiang, que actualmente ocupa el puesto de primer ministro, en 2007 cuando era funcionario provincial, le confió al Embajador de Estados Unidos que las cifras del PIB de China son “fabricadas” y por tanto “no fiables” y añadió que la mayoría de los datos económicos del país, y en especial su PIB, deberían usarse “solamente como referencia”.

En todo caso, sea cual sea el dato real, parece claro que las cifras de crecimiento de dos dígitos ya son cosa del pasado. China ha pasado de temer un recalentamiento de la economía en 2010 a una clara desaceleración. ¿Cuáles son los factores detrás de esta evolución? ¿Qué bases de su modelo de crecimiento deben ser revisadas?

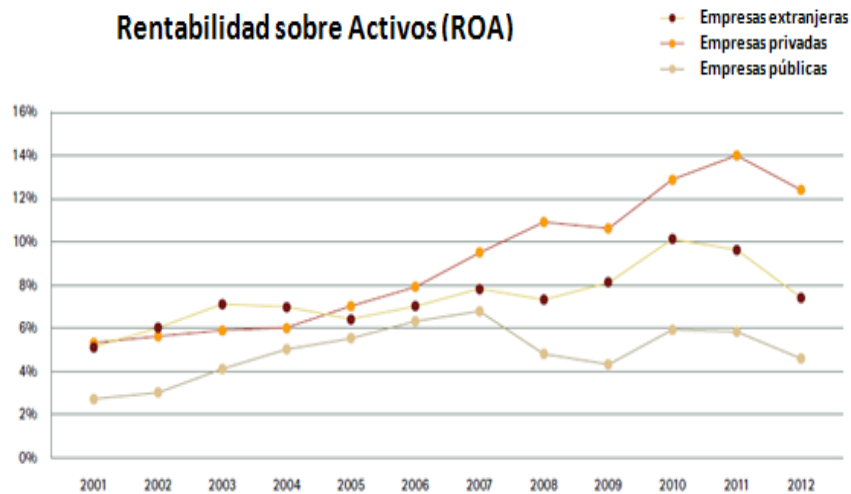
INVERSIÓN Y EXPORTACIÓN, LOS PILARES DEL MODELO

El análisis desglosado de las fuentes de crecimiento refleja el papel predominante de la inversión y la exportación. **La inversión** ha llegado a aportar la mitad del crecimiento en algunos años, con especial relevancia durante y tras la crisis financiera internacional. En 1990 la formación bruta de capital ascendía a unos 135.000 mill.\$ (34% del PIB) y en 2014 alcanzó los 4.803.000 mill.\$ (46,6%). Esta cifra es más del doble que la media del resto de las economías BRICS, que asciende al 22% del PIB. El gigantesco paquete de estímulo que las autoridades pusieron en marcha en otoño de 2008 para contrarrestar los efectos de la crisis económica, (4.000 millones de yuanes, es decir, 586.000 mill.\$, equivalentes al 13,3% del PIB de 2008), se instrumentó mediante el aumento del crédito a las empresas estatales, con el que éstas han financiado inversiones y proyectos de infraestructura, en algunos casos de dudosa rentabilidad. Las desorbitadas cifras de inversión han llevado a muchos analistas a hablar de una sobrecapitalización de la economía. Sin embargo, varios factores permiten poner en duda esta afirmación. En primer lugar, el stock de capital por persona en China no alcanza ni siquiera el 10% del de EEUU. y es un 40% del de otros países asiáticos de renta media. En segundo lugar, no se aprecia una caída generalizada de la rentabilidad del capital, como es propio en el caso de una sobrecapitalización. Se entremezclan proyectos de elevada, baja y bajísima rentabilidad, reflejo, en muchos casos, de una asignación ineficiente de los recursos. La diferencia en la rentabilidad sobre activos (ROA) de las empresas privadas y las SOE (acrónimo para las empresas públicas por sus siglas en inglés) es muy ilustrativa: desde 2008 las privadas han obtenido una rentabilidad media de entre el 10% y el 14,2%, frente a las SOE, en las que se sitúa entre el 4% y el 6%. Por último, existen evidentes necesidades de inversión en ciudades chinas de segundo o tercer nivel, que padecen grandes deficiencias en infraestructuras, acceso a luz, agua y transporte⁽¹⁶⁾. El problema, por tanto, ha sido más bien que las deficientes decisiones de inversión⁽¹⁷⁾ han conducido a la sobrecapitalización en ciertos sectores (como la construcción residencial o la industria pesada).

(16) China tiene prácticamente el mismo tamaño que EEUU y, sin embargo, la longitud de la línea ferroviaria es un 30%.

(17) Cada año, Beijing emite objetivos en inversión a los gobiernos locales lo que incentiva decisiones de inversión poco rentables. El análisis de las decisiones de inversión en 18 empresas de propiedad estatal en 2010 llevó a la conclusión de que una de cada cuatro inversiones eran desacertadas, lo que condujo a una pérdida de inversión total de 3.400 millones de yuanes. Estos datos provienen del organismo supervisor económico chino, con lo que es posible que estén infravalorados.

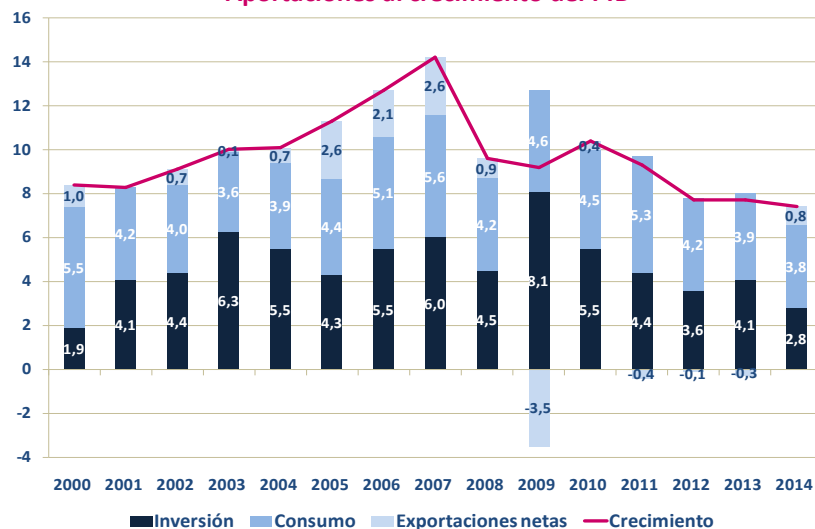
Rentabilidad sobre Activos (ROA)



Fuente: CEIC y Accenture

El país se encuentra en pleno proceso de ajuste de estas malas inversiones, de proyectos cuya rentabilidad está muy por debajo del coste de capital. Para ello, es preciso el abandono de políticas y acuerdos firmados con las élites locales, las cuales condicionan el desarrollo de las regiones que gobiernan en un entorno de corrupción institucionalizada. Las quiebras se localizan en aquellos segmentos de mercado fuertemente endeudados y con exceso de capacidad. Este ajuste llevará un tiempo y, como es lógico, penalizará el crecimiento del país.

Aportaciones al crecimiento del PIB



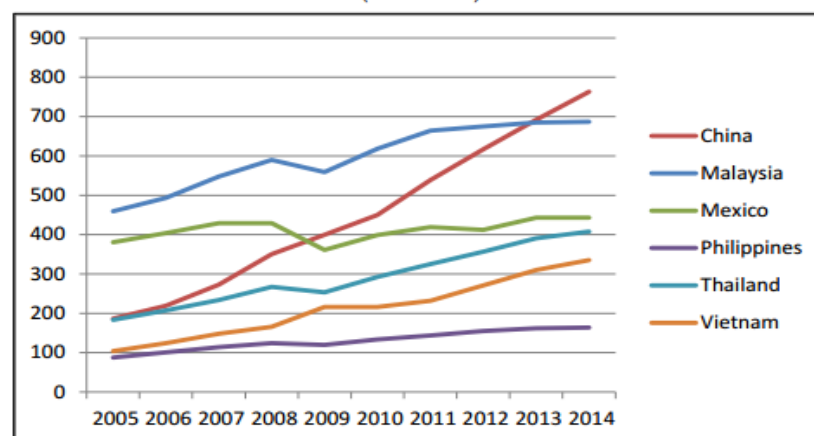
Fuente: National Bureau of Statistics of China, China Economic and Industry Database y Rhodium Group

La exportación ha sido otra de las bases del crecimiento. 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 2014. Sin embargo, desde 2009 la exportación ha cedido el terreno a la inversión como principal motor de crecimiento. En 2006 las

ventas al exterior representaban el 35% del PIB y actualmente están más próximas al 20%. Por una parte, la crisis financiera internacional golpeó duramente a sus compradores. Por otra, otros países, muy notablemente cinco países del Sudeste Asiático (Tailandia, Myanmar, Laos, Camboya y Vietnam), han ganado cuota de mercado. Esta evolución obedece a un incipiente proceso de deslocalización de la producción. El aumento de los costes laborales en China, de los aranceles y del transporte, está llevando a muchas empresas que deslocalizaron su producción a aquel país a finales y principios del siglo XXI, a buscar nuevos mercados más baratos en Asia y África. Por todo ello, no parece probable que la “fábrica del mundo” retorne a las tasas de crecimiento de las exportaciones de principios de siglo.

Los cimientos sobre los que se sustentaba su modelo exportador se tambalean: los salarios aumentan, la conciencia medioambiental crece y las políticas demográficas empiezan a hacer mella en la hasta ahora inagotable oferta laboral. La ventaja de costos que tiene China sobre los Estados Unidos se ha reducido al 5%, en particular debido a la caída del costo de la energía en este último país. De ahí que el gobierno haya aprobado el pasado mes de mayo el plan “Made in China 2025”, una ambiciosa estrategia a 10 años que pasa por la reconversión industrial y el fomento de la innovación. Se trata de cambiar la producción masiva de productos baratos por otros de alto valor añadido. Las nuevas tecnologías de la información, la biomedicina, el transporte por ferrocarril o la robótica están en las diez industrias que China quiere potenciar en la próxima década. Aunque en 2014 China presentó 223.000 solicitudes de patente, lo que la situaba por cuarto año consecutivo como el país con mayor número de solicitudes, sigue dependiendo enormemente de la importación de los materiales básicos. Asimismo, la inversión en I+D de China nunca ha superado el 2% del PIB. A esto se añade que el valor añadido de la industria manufacturera es sólo del 21,5%, muy lejos del 35% o más que registran muchos países desarrollados. Además, el 10% de los productos chinos no se adecuan a sus propios estándares nacionales, y la proporción de productos de China que tienen que retirarse de mercados extranjeros es de nada menos que el 65% (2012), la tasa más alta del mundo.

Figure 8. Average Monthly Wages for Selected Countries: 2000-2014
(U.S. dollars)



Fuente: Economist Intelligence Unit

EL DESAFÍO, DEMOGRÁFICO

En efecto, parece que el modelo productivo basado en mano de obra barata y abundante tiene sus días contados. Parte del éxito comercial de China se explica por la venta de productos a unos precios imbatibles, gracias a unos costes laborales mínimos, posibles debido a la disponibilidad de una abundante mano de obra que, además, tiene enorme capacidad de trabajo y está retribuida a unos salarios reducidísimos. No obstante, el país más poblado del mundo está experimentando un cambio demográfico sin precedentes que explica, en gran parte, la tendencia ascendente de los sueldos, que se han cuadruplicado en la última década (en 2005 el sueldo medio mensual era de 187 dólares al cambio, frente a 763 dólares en 2014). La población china envejece, se vuelve más urbana y aumenta el desequilibrio entre hombres y mujeres. La emigración del campo a la ciudad, considerada como el mayor éxodo rural de la historia, ha provocado que los habitantes de las ciudades representen ahora en torno al 55% de la población total, frente a un 20% hace treinta años. Estos migrantes constituyen la tercera parte de la población económicamente activa y la mayoría trabajan sin contrato, en condiciones de seguridad precarias y tradicionalmente no han tenido acceso a servicios sanitarios ni a educación por el sistema de registro domiciliario o Hukou⁽¹⁸⁾. Las ganancias de productividad derivadas de este proceso migratorio explican parte del milagro chino. La productividad creció a una tasa anual media de 2,8% entre 1990 y 2010, frente a un 0,5% en EEUU y un 0,2% en Japón, y por encima de la de otros BRICS (Rusia 1,7% e India cerca del 2%). No obstante, estas altas tasas son en gran parte resultado del bajo nivel del que partía el país y se están desacelerando conforme se aproxima a los niveles de países más desarrollados.

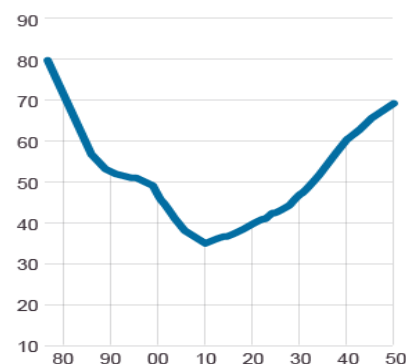
Al descenso previsto de la productividad se añade el fuerte envejecimiento de la población. La tasa de población dependiente (personas entre los 0 y 14 años y mayores de 65 años por cada 100 en edad de trabajar) se sitúa en el 36% actualmente y las previsiones apuntan a que para el año 2030 se acercará al 50%. Históricamente, ningún otro país ha envejecido al ritmo al que lo está haciendo China y casi no hay antecedentes de países pobres que estén envejeciendo. Esto hace que sea muy difícil predecir las consecuencias que tendrá para el mismo país y para el resto del mundo. El gobierno, consciente de la presión que ello ejercerá sobre el sistema de pensiones, la sanidad y el propio sistema productivo, ha emprendido una serie de reformas, la más llamativa de las cuales ha sido la eliminación de la política del hijo único, que ha afectado seriamente a la tasa de natalidad del país y al desequilibrio entre géneros, al preferir las familias que el único hijo fuera varón⁽¹⁹⁾. Además, pospondrá gradualmente la edad legal de jubilación, que actualmente es muy baja (55 años para las mujeres y 60 para los hombres).

(18) Creado en 1958 por el régimen de Mao Zedong, el hukou liga a los ciudadanos al lugar donde nacieron, limitando el uso de los servicios públicos si se mudan a otras zonas. Este sistema es una de las principales causas de la enorme distancia económica entre población urbana y rural en China.

(19) La política de un hijo por pareja o política de hijo único es una medida de control de la natalidad establecida en 1979 con el objetivo de reducir el crecimiento de la población excesiva. China es el país más poblado del mundo, alberga la quinta parte de la población mundial. Junto al envejecimiento de la población, esta política ha generado 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.

Estos cambios demográficos también plantean retos de cara al objetivo de incentivar el consumo. China tiene la mayor tasa de ahorro del planeta (un 48% del PIB). Pekín lleva años hablando de la necesidad de aumentar el peso del consumo en su economía, pero su aportación al crecimiento apenas ha variado (equivale a un 35% del PIB). Esta transición no es fácil, ya que a los factores económicos se unen factores culturales y políticos. El escaso crecimiento del consumo se explica tanto por la fuerte necesidad de ahorro “preventivo”, ante la ausencia de adecuados programas de seguridad social, como por los bajísimos sueldos y fuertes desigualdades, que dificultan el aumento del consumo de las clases medias bajas. El envejecimiento de la población puede intensificar aún más la tasa de ahorro, ya que los jubilados tienen una altísima cuota de ahorro. Otro problema es la masa de población de origen rural que vive en la ciudad. El ejecutivo acaba de otorgar, en diciembre de 2015, el Hukou a todos aquellos que no lo poseen, una reforma básica para fomentar el consumo de estas más de 200 millones de personas. En otro orden de cosas, para sostener un crecimiento inclusivo, la expansión del sector servicios es una buena noticia: los servicios han ido aumentando su peso hasta alcanzar el 48,2% del PIB, frente al 42,6% de la industria. Al ser más intensivos en trabajo permiten crear más empleos: en 2014, a pesar de crecer al ritmo más bajo de las últimas dos décadas, se crearon 13,2 millones de empleos (un máximo histórico). Ello favorece también la tendencia ascendente de los salarios, un prerrequisito para aumentar el consumo.

► TASA DE POBLACIÓN DEPENDIENTE
Entre 0 y 14 años y mayores de 65
por cada 100 en edad de trabajar



Fuente: El País

Por último, la sobre explotación de los recursos naturales también exige una revisión del modelo. El intenso proceso industrializador y urbanístico ha ocasionado consecuencias medioambientales y sociales indeseables que, en su momento, fueron relegadas a un segundo plano ya que la salida de la pobreza era la prioridad del gobierno. Los niveles de contaminación han aumentado vertiginosamente, en gran parte debido a la dependencia de centrales eléctricas alimentadas con carbón para cubrir sus necesidades energéticas. Actualmente China es el país más contaminante del mundo; emite más de 9.000 millones de toneladas de CO₂ al año (27% de las emisiones mundiales de carbono). No obstante, hasta el momento el PCCh apenas ha llevado a cabo ninguna acción contundente en la lucha contra la contaminación, puesto que su prioridad ha sido el crecimiento económico. No obstante, esta situación parece estar cambiando⁽²⁰⁾ al percibir que el descontento popular por la grave degradación ambiental puede convertirse en un reto para el partido. La mayoría de las protestas están motivadas por la contaminación y recientemente, varias investigaciones revelaron que la esperanza de vida en el norte de China, donde se encuentran las principales fábricas y que a menudo está cubierto de una densa capa de contaminación, es 5,5 años menor que en el sur.

(20) En diciembre de 2015 se ha alcanzado un nuevo acuerdo internacional sobre el cambio climático. China ha adoptado una actitud más colaboradora que en el pasado y por primera vez ha asumido compromisos. Pekín ha prometido recortar sus emisiones por unidad de PIB entre un 60% y un 65% para 2030 con respecto a los niveles de 2005, y alcanzar su techo de emisiones para esa fecha. También asegura que aumentará al 20% el porcentaje de combustibles no fósiles (renovables y energía nuclear) en su cesta de consumo energético. En 2014, ese porcentaje era del 11,2%.

Existe, por tanto, un consenso generalizado sobre la necesidad de un cambio de modelo, si bien el debate sobre la brusquedad del ajuste sigue encima de la mesa. 2015 se ha caracterizado por una gran preocupación internacional por la evolución de los datos del gigante asiático y una sobreacción de las bolsas a cualquier dato publicado. Durante la mayor parte del año todo apuntaba a una desaceleración por encima de los objetivos del gobierno, debido a las malas cifras de producción industrial y a la caída del mercado inmobiliario. En el tercer trimestre China registró, por primera vez desde 2009, un crecimiento por debajo del 7% que reflejaba la caída del comercio exterior (las exportaciones bajaron un 1,8% interanual entre enero y septiembre, y las importaciones se hundieron un 15,1%) y la desaceleración de la producción industrial (6,2% en el tercer trimestre frente al 6,3% de los seis primeros meses del año) y de la inversión en activos fijos (10,3% interanual en el acumulado de enero a septiembre, seis décimas menos que en agosto). Las autoridades, de hecho, adoptaron medidas de estímulo macroeconómico, y, en efecto, los datos del último trimestre del año de consumo e inversión mejoraron ligeramente y nuevamente se alzaron voces apuntando a una cierta estabilización del crecimiento. En cualquier caso, existe gran escepticismo sobre las cifras oficiales y se están produciendo variaciones exageradas en los mercados ante cualquier dato económico que apunte a una intensificación de la desaceleración. La reacción de las bolsas es un claro ejemplo de ello. La evolución a medio plazo dependerá, en gran medida, de la capacidad de las autoridades para pilotar el cambio. El FMI prevé una desaceleración gradual los próximos dos años, con tasas de crecimiento del 6,3% (2016) y del 6% (2017). El gran interrogante es hasta qué punto los actuales dirigentes están dispuestos a poner en marcha las reformas necesarias. A esto se suma el riesgo ligado a unas condiciones económicas globales complicadas, con unas fluctuaciones sustanciales en el mercado y la complejidad que va a entrañar la gradual normalización de la política monetaria estadounidense.

3. POLÍTICA ECONÓMICA, LA "NUEVA NORMALIDAD"

- ➔ El colosal paquete de estímulos aprobado en 2008 permitió a China sortear la crisis, pero condujo a un exceso de crédito que generó burbujas en algunos sectores, acompañadas de deficientes decisiones de inversión y de un sobreendeudamiento tanto público como privado.
- ➔ La política económica se enfrenta al reto de conciliar el reequilibrio del modelo con un crecimiento mínimo que garantice el apoyo popular al PCCH. En esta línea, tanto la política fiscal como la monetaria han mantenido un carácter acomodaticio.
- ➔ La deuda pública está en niveles moderados, si bien la evolución de la deuda local es preocupante.

Tras el estallido de la crisis financiera internacional, China realizó un colosal despliegue de estímulos tanto fiscales como monetarios. En noviembre de 2008 el ejecutivo aprobó un plan de gasto de 585.000 mill.\$ (aproximadamente 13% del PIB) para el periodo 2009-10, especialmente

enfocado a la inversión en infraestructuras⁽²¹⁾. 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%). La recuperación no vino de la mano de las exportaciones sino de la inversión, muchas de ellas de escasa rentabilidad, como se ha comprobado posteriormente, lo que ha agravado los problemas de sobreproducción en algunos sectores industriales y ha elevado la morosidad bancaria. En 2012, cuando el crecimiento de China comenzó a mostrar los primeros síntomas de debilidad, las autoridades respondieron con más estímulos de similar naturaleza: más inversión pública y mayor laxitud financiera para impulsar el consumo interno.

Estas medidas permitieron a China sortear la crisis, si bien favorecieron la generación de una serie de burbujas: crediticia, bursátil e inmobiliaria. Tanto el tamaño del sector inmobiliario (23% del PIB⁽²²⁾) como el exceso de oferta (los inventarios en ciudades de tercera y cuarta categoría equivalen a la demanda de cinco años) y la sobrevaluación (el ratio precio de las casas frente a sueldos es excesivo incluso para los estándares del centro de Londres) son claros indicadores de la sobreinversión en el sector. La burbuja bursátil, por su parte, se ha favorecido por la decisión de las autoridades de abrir la posibilidad de invertir en bolsa al público chino a mediados de 2014. Se facilitó la toma de posiciones a crédito en un intento de diversificar la economía más allá de la industria pesada y la construcción. En apenas un año, el índice de la bolsa de Shanghai se revalorizó en más del 147%. Así pues, la abrupta caída producida a lo largo del verano, de más del 40% en el índice, por más que parezca un *crash* bursátil, es en buena medida una corrección saludable, dado que comenzaban a surgir empresas de dudosa trayectoria con valoraciones desorbitadas. Por otra parte, no hay que exagerar los efectos de una caída bursátil en un país en que la bolsa tan solo supone el 2% de creación del capital fijo.

(21) 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.

(22) Esta cifra es el triple que en EEUU en el pico de su burbuja y se encuentra en niveles similares a España e Irlanda.

SOBRERREACCIÓN EN LAS BOLSAS

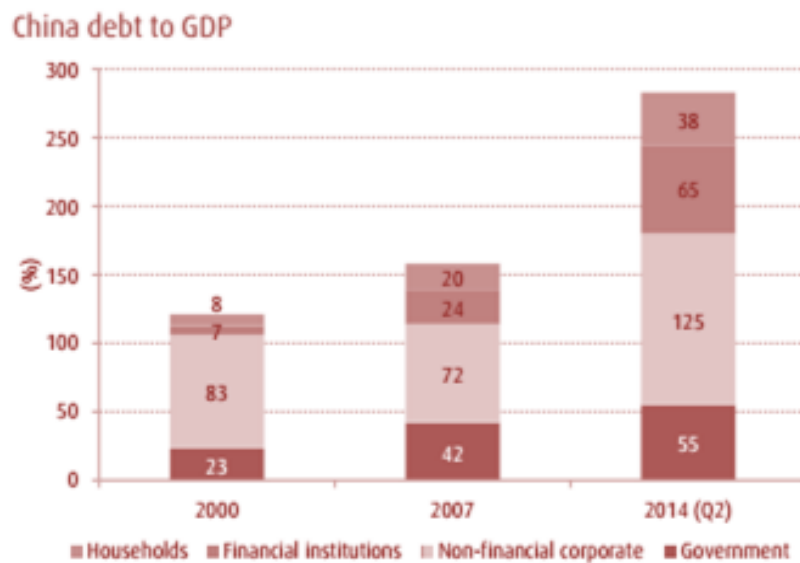
Si algo ha caracterizado la evolución de la bolsa china en la segunda mitad de 2015 y principios de este año es la volatilidad. La capitalización del Shanghai New Composite Index, el índice más importante de la bolsa china, ha vivido varias jornadas negras, con auténticos desplomes de su cotización, que llevaron a las autoridades al cierre de las bolsas de forma anticipada en enero de este año por primera vez en la historia. Estos altibajos generan una incertidumbre que, pese al pequeño tamaño de la bolsa china, está afectando el sentimiento inversor y se transmite al resto de plazas mundiales. Varios factores están detrás de los vaivenes que están convulsionando la bolsa del gigante asiático.

1. **El frenazo de la economía.** La publicación de cualquier dato que sugiere que la desaceleración económica podría ser más abrupta de lo anunciado por las autoridades acaba teniendo un efecto en la cotización de la bolsa. El inicio de 2016 ha venido acompañado de varios de estos datos desalentadores. La primera semana de enero se conocieron los datos del sector manufacturero, que acumula cinco meses consecutivos de contracción, mientras que el indicador de la actividad fabril marcó el décimo mes en valores negativos. Asimismo, el sector servicios creció en diciembre a su menor tasa desde julio de 2014, marcando el dato más débil desde que se comenzaron a recopilar datos de este valor, a finales de 2005.
2. **Cambio en la normativa bursátil.** Tras la caída de los mercados en verano se introdujeron una serie de medidas con las que se pretendía evitar la volatilidad. Una de ellas fue impedir que los poseedores de más de un 5% de las acciones de una firma pudieran desprenderse de ellas antes del 11 de enero. Ante la inminencia de la fecha, entendiendo el mercado que dichos tenedores de acciones se iban a lanzar a venderlas e inundarían los parqués, presionando los precios a la baja, los demás accionistas han aprovechado los días previos para vender y anticiparse a las caídas. Ante esta situación los reguladores han prorrogado esta prohibición más allá de esta fecha, con algunos matices: podrán desprenderse sólo del 1% de forma pausada, cada tres meses, e informando de forma previa a las autoridades.
3. **La depreciación del yuan.** La caída de la cotización del yuan es otra fuente de inestabilidad. En el verano de 2015 se vivió una crisis que arrastró a las bolsas europeas, cuando el gobierno decidió devaluar el yuan en casi un 4,5%. A principios de este año, de forma más pausada, se está produciendo un episodio similar. El Banco Popular de China ha fijado la tasa cambiaria con el dólar en 6,56 yuanes por dólar, el nivel más bajo desde marzo de 2011. En sólo un día (7 de enero) la cotización cayó un 0,5% frente a la jornada anterior y fue la bajada diaria más abrupta desde finales de agosto.
4. **Un mercado inflado.** El índice pasó de cotizar en torno a los 1.800 puntos en el verano de 2014 a sobrepasar los 4.200 en junio de 2015, antes de la primera caída drástica. Parte, por tanto, del ajuste, es una saludable corrección, si bien como es habitual en escenarios de burbujas, ésta no suele ser gradual y basada en fundamentos financieros de las empresas, sino que se genera un efecto contagio irracional que penaliza por tanto indiscriminadamente a todas las empresas, y no solo a las sobrevaloradas.

SSE Composite Index



La burbuja crediticia ha alimentado también un drástico aumento de la deuda. Las medidas más amplias del crédito respecto al PIB, lo que en China se conoce como “total social financing”, han crecido de forma vertiginosa, hasta alcanzar el 193% del PIB en 2014. La deuda total cerró 2014 con un valor del 282% del PIB (28.200.000 mill.\$) desde 121% en el año 2000 (2.100.000 mill.\$), con lo que supera a EEUU (269% del PIB), Alemania (258%) o Australia (274%). Pese a que esta cifra es aún manejable, máxime teniendo en cuenta las vastas reservas con las que cuenta el país, 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”, proporciona en torno a la mitad de los nuevos préstamos y la deuda de algunas entidades locales es probablemente insostenible.

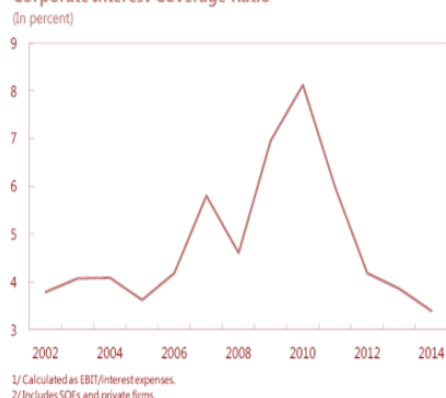


Fuente: Bloomberg

LA DEUDA CRECE VERTIGINOSAMENTE

El **endeudamiento del sector privado** a finales de 2014 ascendía al 125% del PIB y las estimaciones para el cierre de 2015 son del 160%. Se trata del mayor nivel de deuda corporativa del mundo, mayor incluso que el de Estados Unidos en la cima de su burbuja crediticia⁽¹⁾. A lo anterior se suma que los beneficios de las empresas han caído, lo que dificulta el pago del servicio de la deuda: el ratio de cobertura financiera (beneficio antes de intereses e impuestos entre el servicio de la deuda) ha caído dramáticamente, desde el 8% al 3,5% en tan solo cuatro años. Casi un tercio de las grandes empresas chinas padece una situación financiera vulnerable, ya que su flujo de caja operativo es insuficiente para cubrir el pago de intereses, debido a la caída de sus ingresos. Además, muchas empresas se endeudaron en dólares, aprovechando la laxitud monetaria aplicada por la FED estadounidense, con lo que la depreciación del yuan se traduce en un mayor peso del endeudamiento y, por tanto, en mayores costes de financiación. De hecho, algunas grandes empresas ya se han declarado en bancarota⁽¹⁾. Por otra parte, las dificultades de las PYME para acceder a la financiación las obliga con frecuencia a recurrir a la banca paralela, a tasas exorbitantes.

Corporate Interest Coverage Ratio ^{1/2}



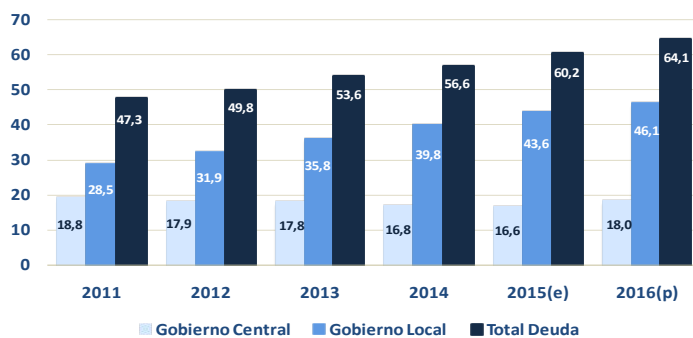
Fuente: FMI

Los **hogares** tampoco se quedan atrás, ya que muchos se lanzaron a la compra de vivienda a precios muy elevados. Aunque China cuenta con una de las tasas de ahorro más altas del mundo, cercana al 50% del PIB, numerosas familias optaron por la vía del apalancamiento, no sólo para comprar un piso, sino incluso para invertir en Bolsa, con la expectativa de que seguiría subiendo.

En cuanto a la **deuda pública**, ésta se encuentra en niveles manejables: en 2014 ascendió al 56% del PIB y se prevé que en 2015 se cierre en torno a un 60%. Sin embargo, es especialmente preocupante la evolución de la deuda de las entidades locales, no solo por su rápido ascenso (entre 2010 y 2014 pasó de representar un 27% del PIB a superar el 40%) sino por los rasgos que la caracterizan⁽²⁾. En primer lugar, una de las principales fuentes de financiación de las administraciones locales es la venta de suelo, circunstancia que, en un contexto de riesgo de una corrección abrupta del sector inmobiliario, puede conducir a dificultades en su pago. En segundo lugar, una parte importante del endeudamiento de dichas administraciones se ha situado fuera de balance mediante el uso de vehículos financieros (los llamados *local government financing vehicles*, LGFV), lo que dificulta la contabilización y el control total de la deuda local. En los balances de los cuatro grandes bancos comerciales chinos se acumula una deuda de 300.000 mill.\$ en vehículos de financiación de los gobiernos locales. A esto se añade que gran parte de estos vehículos se han financiado recurriendo al *shadow banking*, que ha tendido a invertir en proyectos más arriesgados que el promedio del sector bancario. En tercer lugar, la estructura de plazos tampoco es una buena noticia, ya que la mayor parte es deuda a corto plazo. Por último, la limitada capacidad recaudatoria de los Gobiernos locales eleva el riesgo de este complejo panorama.

El gobierno ha empezado a tomar medidas para mejorar las finanzas de estos organismos, entre las que sobresalen la prohibición de utilizar los LGFV (desde octubre de 2014) y la posibilidad de emitir bonos municipales. En cualquier caso, la situación no es alarmante, ya que el Gobierno chino tiene a su alcance un amplio abanico de medidas para mejorar el funcionamiento del sistema de financiación local.

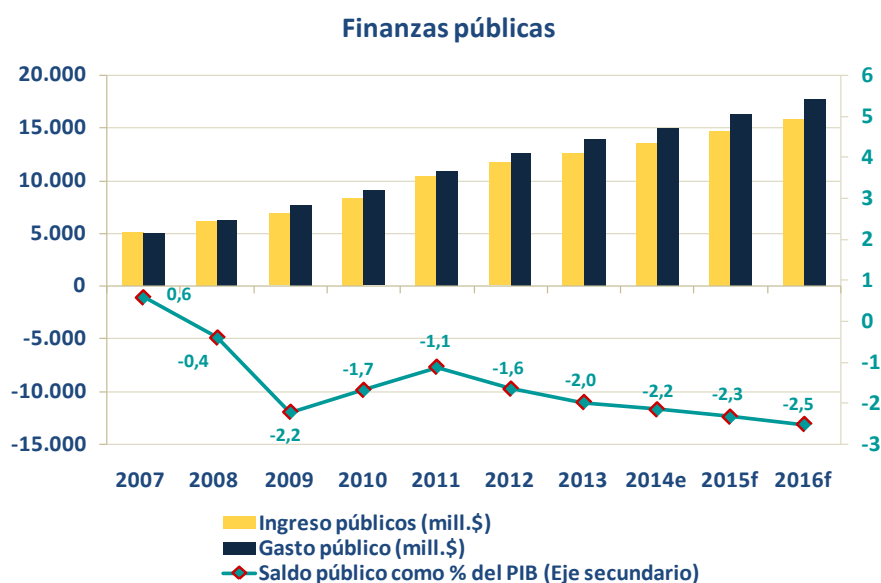
Deuda pública % PIB



Fuente: FMI

- (1) Algunos ejemplos son Keen High Technology (fabricantes de tablets PC) anunció su quiebra en 2014 al igual que Zhaoxin Communications Industrial Co (una compañía de investigación, desarrollo y producción de teléfonos). En 2015 destaca la quiebra de Haixin Iron and Steel Group (la empresa siderúrgica más grande del gigante asiático).
- (2) Aunque la deuda de los Gobiernos locales es elevada en conjunto, existen grandes diferencias: en porcentaje de los ingresos del Gobierno local (que mide la capacidad de devolución de la deuda) y del saldo de las finanzas públicas, las provincias de Chongqing, Guizhou, Pekín, su vecina Hebei, Hunan, Hubei y Yunnan se cuentan entre las más problemáticas, con una deuda conjunta que alcanzaría el 5,7% del PIB de China (560.000 millones de dólares), frente a las provincias costeras como Cantón, Jiangsu (al norte de Shanghai), Shandong (al noreste del país) y Zhejiang, que presentan una situación más desahogada.

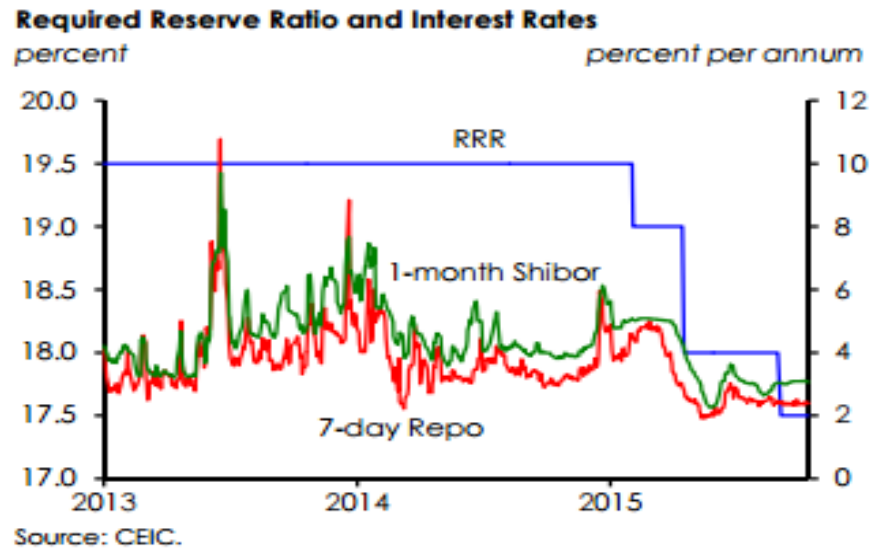
Pese a todo, el tono de la política fiscal continúa su línea expansiva. El gobierno ha anunciado que aumentará el gasto en infraestructuras y acelerará la reforma del sistema tributario. Estas medidas, que favorecerán un aterrizaje suave, olvidan la necesidad de contener el aumento de la deuda y de abandonar el modelo inversor del pasado. Se calcula que en 2015 el déficit habrá cerrado en torno a un 2,3%, un nivel similar al del año anterior, y se prevé que este año se mantengan las cuentas públicas en números rojos. Además, el denominado “augmented fiscal deficit”, que incluye la financiación a través del mercado de los LGFV y la obtenida de la venta de derechos del uso de la tierra, está actualmente cerca del 10% del PIB.



Fuente: IIF

Esta aparente contradicción también aplica en el campo de la política monetaria y cambiaria. El ejecutivo, por una parte, declara querer dotar de un mayor protagonismo a las fuerzas del mercado pero, por otra, no abandona el hábito de actuar con contundencia ante cualquier viso de desaceleración económica. En el ámbito monetario, a mediados de agosto de 2015 anunció que la cotización del renminbi se regiría en mayor medida por criterios de mercado, lo cual en ese momento comportó una depreciación de la moneda del orden del 3% frente al dólar. Sin embargo, a los pocos días medió categóricamente para frenar la aceleración de las salidas de capital (limitadas, eso sí, dado el restringido grado de apertura de la cuenta financiera). Las autoridades chinas vendieron títulos extranjeros, principalmente bonos del Tesoro estadounidense, y compraron yuanes. Fuera de los círculos oficiales chinos nadie conoce la magnitud exacta de la intervención en el mercado de cambio, aunque algunas estimaciones la cuantifican en unos 100.000 mill.\$ al mes desde mediados de agosto. Por otra parte, el manejo del tipo de interés y los coeficientes bancarios están encaminados a estimular el crecimiento y no a favorecer la contención del crédito. En octubre de 2015 China rebajó los tipos de interés por sexta vez en un año: redujo en 25 puntos básicos los tipos aplicados a los préstamos y a los depósitos (que se situaron en el 4,35% y 1,5%, respectivamente), y anunció, asimismo, un recorte del 0,5% del coeficiente de caja de todas las entidades financieras del país (el porcentaje de activos que los bancos deben mantener en reservas líquidas), hasta el 17,5%. Con ambos movimientos, las autoridades pretenden abaratar y aumentar el crédito nuevamente.

En los primeros 11 meses de 2015 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) promedió una subida del 1,4%, por debajo del 3% que fijó el gobierno como tope, mientras que la deflación en el sector manufacturero alcanzó el 5,1%. Existe, por tanto, margen para una mayor flexibilización monetaria.



Todos estos movimientos reflejan que la prioridad de las autoridades es evitar un frenazo brusco de la economía, incluso si ello obliga a postergar ciertos ajustes necesarios en el modelo de crecimiento, al tiempo que aseguran que siguen con los ajustes estructurales. Tal y como han demostrado en el pasado, las herramientas de política económica van a ir ajustándose casi de una forma “ad hoc” en función de las circunstancias y de la evolución de las cifras de crecimiento económico. La inestabilidad e incertidumbre que ello genera es un mal menor para el PCCh, cuya prioridad es mantener a raya el crecimiento.

EL SECTOR BANCARIO SE DEBILITA

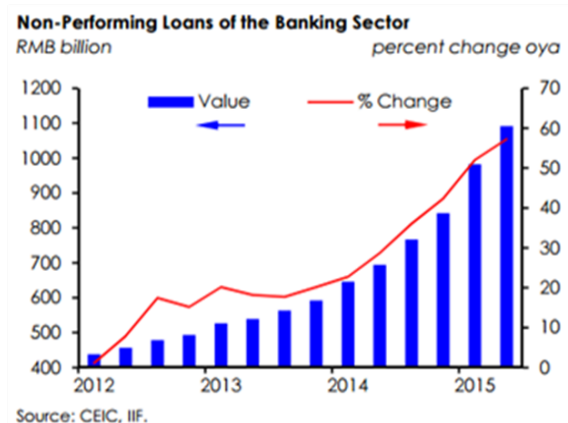
La desaceleración económica, la liberalización gradual de los tipos de interés y la creciente competencia por los depósitos han hecho mella en los beneficios y en la calidad de los activos del sector bancario.

- Los beneficios netos del sector crecieron tan solo un 1,5% en la primera mitad de 2015 frente a un aumento del 9,6% en 2014. La caída ha sido más pronunciada para los “Cuatro Grandes” (el Bank of China, el Industrial and Commercial Bank, el Agricultural Bank y el China Construction Bank), que detentan conjuntamente más del 50% de los activos totales.
- El recorte de los tipos de interés de los préstamos y la liberalización de los tipos de interés de los depósitos presiona a la baja los márgenes, dada la fuerte dependencia de los bancos en estos diferenciales.
- El rápido crecimiento del crédito en los últimos 5 años, combinado con la desaceleración económica y el colapso de los beneficios de algunas empresas públicas se ha traducido en una acumulación de préstamos de baja calidad. El volumen de morosidad ha aumentado casi un 29% en el primer semestre de 2015, hasta alcanzar los 170.000 mill.\$. La morosidad media se sitúa en el 1,5%, el nivel más elevado desde 2011. A esto se añade las crecientes dudas sobre la fiabilidad de estos datos, lo que penaliza la confianza inversora. Se teme que los bancos hayan encubierto parte de la morosidad vía refinanciación o renovaciones de los préstamos.
- Las transacciones fuera de balance, combinadas con un aumento de la “banca en la sombra” (Shadow banking, operaciones fuera del sistema bancario) aumentan el riesgo de crédito. Todavía no está claro quién asumirá el coste de la morosidad generada en la banca en la sombra, que se estima en un 20% de la financiación total concedida fuera del sistema bancario
- El sector se enfrenta a una mayor competencia de los fondos fiduciarios y de las empresas financieras que ofrecen servicios por internet. Los fondos fiduciarios se han convertido en los mayores participantes no bancarios del sector, con unos activos que ya ascienden al 8,5% de los totales.
- El colapso reciente de la bolsa de valores junto con la alta volatilidad cambiaria también tendrán un efecto negativo sobre el sector empresarial, especialmente sobre las empresas endeudadas en divisas, que podrían aumentar su morosidad. En todo caso la proporción de deuda externa en las empresas es reducida, en torno a un 8%.

El sector además cuenta con una serie de fortalezas que permiten descartar el riesgo de una crisis sistémica. Las autoridades han mostrado un fuerte compromiso con la reforma del sector.

- La Comisión de Regulación Bancaria ha establecido un estricto calendario para el cumplimiento de los ratios de capitalización dentro del marco de Basilea III.
- Se ha progresado significativamente en la liberalización de los tipos de interés y en el establecimiento de un fondo de garantía de depósitos. Éste último se lanzó en mayo de 2015, con una cobertura de hasta 78.000 \$ (500.000 RMB), lo que daría protección completa al 99,6% de los ahorradores. La liberalización de los tipos de interés es un paso vital de cara a alejarse del modelo de inversión públicamente dirigida y favorecer una asignación de los fondos eficiente. El techo al tipo de interés de los depósitos a más de un año fue eliminado en agosto de 2015, si bien parece ser que el Banco Central todavía controla la remuneración de los mismos. El objetivo último es el de establecer una banda de tipos de interés.
- Se han adoptado una serie de medidas para evitar una mayor expansión del Shadow banking y tratar de formalizar su actividad vía una mayor transparencia y una adecuada regulación.
- Las provisiones como porcentaje de los préstamos de dudoso cobro superan el 200%.

El mercado confía en que el sector público intervendrá y rescatará en caso de necesidad a los bancos grandes para preservar la estabilidad financiera y mitigar cualquier riesgo sistémico. Eso fue lo que ocurrió el pasado mes de agosto, cuando fueron recapitalizados, el Banco de Desarrollo de China (48.000 mill.\$) y el Banco Export-Import, (45.000 mill.\$). No obstante, en el caso de los bancos pequeños fuertemente endeudados, la recapitalización parece menos probable, máxime teniendo en cuenta que existe ya un fondo de garantía de depósitos. En cualquier caso, el marco regulatorio no está adecuadamente definido y en caso de quiebras bancarias se desconoce que parte asumiría el Estado y qué parte los inversores.



NUEVO PLAN QUINQUENAL: LA “NUEVA NORMALIDAD”

En noviembre de 2015 el V Plenario del Comité Central del PCCh aprobó el borrador del XIII Plan Quinquenal, el documento en el que se trazan las líneas maestras de la política económica y social del país de los próximos cinco años (de 2016 a 2020). El Plan no se aprobará formalmente hasta marzo de 2016, pero ya se conoce parte de su contenido, que reafirma los planes de reforma económica para abandonar paulatinamente la dependencia de las exportaciones e inversión y aumentar la contribución del consumo al crecimiento. La denominada “nueva normalidad” no es sino la aceptación de un crecimiento más lento, que obedece al cambio estructural de China, 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. Los pilares del plan son:

- 1) **Crecimiento del PIB del 6,5%:** Las autoridades mantendrán como objetivo que la expansión no baje del 6,5% en los próximos cinco años y así cumplir con el objetivo de doblar el PIB y la renta per cápita de 2010 para el año 2020. Para este año proyectan un 7%.
- 2) **Acelerar las reformas y abrir más el mercado:** Entre los objetivos en esta área destaca el establecimiento de un mercado de capitales transparente, el incremento de la competencia en sectores como telecomunicaciones, finanzas, petróleo, electricidad, transportes y servicios y la modernización de las empresas estatales, promoviendo la propiedad mixta y la entrada de capital privado, de forma que "puedan ser independientes y responsables de sus beneficios, pérdidas y riesgos".
- 3) **Renminbi como moneda de reserva mundial:** Este objetivo se ha logrado en noviembre de 2015, cuando el FMI lo ha incluido dentro de la cesta que compone los derechos esenciales de giro. El yuan así se suma al dólar, el euro, la libra esterlina y el yen en su papel de divisa de reserva internacional⁽²³⁾. Esta decisión ha generado bastante polémica, ya que el yuan no cumple una de las dos condiciones precisas para formar parte del DEG: ser una divisa "negociada ampliamente" y "libremente utilizada". China es el mayor exportador del mundo y su divisa fue la segunda más usada en los intercambios comerciales el pasado mes de agosto, según el sistema de pagos Swift. Sin embargo, el yuan está sujeto a una banda de fluctuación fijada por el banco central y sigue sin ser convertible en la mayoría de las operaciones. Algunos analistas lo interpretan como un gesto simbólico y político.
- 4) **Erradicar la pobreza a 2020:** El Plan aspira a terminar con la pobreza en los próximos cinco años (70 millones de personas viven aún bajo el umbral de la pobreza, con ingresos de menos de un dólar al día).
- 5) **Disminuir la brecha de ingresos:** Intentarán aumentar "significativamente" los ingresos de la población con rentas bajas y elevar la proporción de los de ingresos medios, así como acelerar el establecimiento de un sistema de impuestos sobre la renta integral.
- 6) **Fondo de Desarrollo Verde:** El objetivo es reducir las emisiones de carbono en las principales compañías, incentivar la actualización de la tecnología y fomentar la energía limpia y el transporte verde.

(23) Ello le permitirá bajar los costos de los préstamos y facilitar la expansión extranjera de las compañías chinas. También favorecerá que los precios de los contratos de las principales materias primas se fijen en yuanes en vez de dólares.

4. 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. Número creciente de contenciosos comerciales con sus socios.
- ➔ Primer importador mundial de materias primas, con lo que su desaceleración impone importantes retos a escala global.
- ➔ Registra desde hace décadas superávits por cuenta corriente y es un gran receptor de inversión directa extranjera a la par que un inversor en el exterior crecientemente importante.
- ➔ China está dando pasos graduales hacia la liberalización de su cuenta de capitales, que se prevé que culmine en 2020. La desaceleración económica ha incentivado elevadas salidas de capitales que presionan al yuan a la baja.
- ➔ 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, tal y como hemos comentado, han crecido a un nivel asombroso: en 1979 apenas alcanzaban los 14.000 mill.\$ y en 2015 se estiman en 2.400.000 mill.\$. Las importaciones tampoco se han quedado atrás: han crecido desde los 18.000 mill.\$ hasta casi los 2.000.000 mill.\$ en ese mismo periodo. En 2009 China superó a Alemania como el mayor exportador mundial y el segundo importador después de EEUU. Desde 1990 hasta 2014, la media anual de crecimiento de las exportaciones e importaciones ha sido del 18% y 16,6% respectivamente. Sin embargo, ambas se han desacelerado fuertemente en los últimos años, y en 2015, por primera vez, han registrado un visible retroceso, que refleja la desaceleración de la actividad económica: en los primeros nueve meses del año cayeron un 1,9% y un 15,3% respectivamente, respecto al mismo periodo de 2014. La brusca caída en las importaciones se explica principalmente por la bajada del precio de las mismas (especialmente del petróleo y de los minerales).

Los principales destinos de la exportación son EEUU. (16,9%), la Unión Europea (15,8%) y Hong Kong (15,5%). En cuanto a los productos, China se ha caracterizado por exportar manufacturas a unos precios muy competitivos gracias a una abundante mano de obra barata. Las principales partidas exportadoras consisten en maquinaria eléctrica, ordenadores, muebles y textil. 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⁽²⁴⁾. A pesar de ello, las autoridades aduaneras consideran a los productos finales exportados de origen cien por cien chino. Las exportaciones de alta tecnología se sitúan en torno al 30%, si bien esta cifra está sobrevalorada ya que gran parte del valor añadido de estos productos proviene de importaciones de los componentes. China se ha convertido, así, en la “fábrica del mundo”, si bien sus ventajas competitivas han generado fricciones con sus

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

principales socios comerciales. Se acusa con frecuencia a China de subvencionar a ciertos sectores económicos para exportar por debajo del precio de coste, 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, la manipulación del tipo de cambio para favorecer la competitividad exterior ha sido objeto de fuertes críticas por parte de Washington.

En cuanto a las importaciones, los principales proveedores son la UE (14,3%), EEUU (12,9%), ASEAN (11,2%) y Corea del Sur (8,7%) y predominan los productos electrónicos, maquinaria de precisión, petróleo, equipo médico y óptico, metales, vehículos a motor. 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 desvanece a medida que la desaceleración prosigue, como dan cuenta la caída de las exportaciones e importaciones chinas. De ahí la preocupación sobre su efecto sobre los vendedores de materias primas y el resto del mundo por su trascendencia en el comercio mundial.

Esta apertura comercial y pujanza exportadora condujo a un fuerte aumento del superávit comercial entre 2004 y 2008, desde los 32.000 mill.\$ hasta los 297.000 mill.\$. Tras una caída entre 2009 y 2011, afectado por la crisis financiera internacional, en los tres últimos años ha crecido nuevamente, pero por el efecto de la caída de las importaciones. Se calcula que en 2015 la balanza comercial ha ascendido a 514.100 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 han llegado 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 2011 (1,9% del PIB). 2014 cerró también en ese mínimo y las previsiones para 2015 son de un 2,3% del PIB, gracias a una ligera mejora del saldo comercial y de rentas.



Fuente: IIF

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 ascendía a 2.000 mill.\$, mientras que en 2014 registró entradas por valor de 128.000 mill.\$, lo que le convirtió en el mayor receptor de IDE del mundo (seguido de Hong Kong y los EEUU). La inversión proviene fundamentalmente de Hong Kong, Singapur, Taiwan y Japón. No es hasta el año 2000 que China comienza una política de emisión de IDE a través de la denominada “Go Global policy”, que incentivaba la salida al exterior de empresas chinas (sobre todo SOE). Un factor que impulsó esta iniciativa fue la enorme acumulación de reservas. Tradicionalmente gran parte de éstas se habían invertido en activos seguros aunque de baja rentabilidad, tales como bonos del Tesoro americanos. Con objeto de lograr una mayor rentabilidad y diversificar las inversiones, en 2007 se creó la China Investment Corporation (CIC), con un importe de 200.000 mill.\$ (de los mayores fondos soberanos del mundo). Otro objetivo tras esta estrategia es la búsqueda de recursos naturales, petróleo y minerales fundamentalmente, necesarios para mantener el crecimiento económico. Por último, el gobierno ha señalado su deseo de desarrollar empresas chinas globalmente competitivas. En 2014 la emisión de IDE ascendió a 116.000 mill.\$, nueve veces más que la cifra de 2005 (12.300 mill.\$). Como destinos destaca Hong Kong, las Islas Vírgenes británicas y las Islas Caimán⁽²⁵⁾.

El miedo a una oleada de capitales a corto plazo que pudieran impulsar al alza la cotización del renminbi y penalizar la competitividad de sus exportaciones está detrás de los fuertes controles a la entrada de inversión en cartera. No obstante, días después de la decisión del FMI de incluir al yuan en su cesta de monedas de reserva a partir de octubre de 2016, las autoridades chinas anunciaron su compromiso de liberalizar la cuenta de capitales para el año 2020. Actualmente, las personas físicas están sujetas a una cuota máxima de 50.000 dólares anuales para mover dinero desde China y las inversiones de las empresas en el exterior necesitan del visto bueno del Gobierno. Pese a estas restricciones, las últimas cifras del mes de noviembre registra una salida de capitales sin precedentes: en torno a 113.000 mill.\$ para el conjunto del año podrían haber ascendido a 500.000 mill.\$. Estas salidas son reflejo de las expectativas del mercado de que el yuan se deprecie conforme se intensifique la desaceleración del país, a lo que se suma, además, el aumento gradual de tipos de la Fed, que ya se ha iniciado en diciembre⁽²⁶⁾. En efecto, algunos analistas defienden que, tras el espaldarazo del FMI de incluir la divisa en la cesta de monedas de reserva, las autoridades permitirán una devaluación más intensa del renminbi; otros, por el contrario, consideran que las autoridades contrarrestarán este efecto vía venta de reservas. Prever las decisiones del ejecutivo es muy complicado, puesto que reaccionarán conforme responda el mercado. En todo caso, no cabe duda que la apertura de la cuenta de capitales será muy gradual, como todos los procesos de reforma en el país.

La evolución del tipo de cambio estará condicionada por la política monetaria americana y su ritmo de su normalización. No obstante, para reducir los vínculos respecto al dólar y así evitar presiones depreciatorias sobre el yuan, el ejecutivo lanzó un nuevo índice del tipo de cambio efectivo en diciembre de 2015. El renminbi cotiza en función de una cesta de monedas en la que, hasta ahora, tenía un peso preponderante el dólar estadounidense, y las oscilaciones no pueden

(25) Es muy probable que parte de estas inversiones a Hong Kong vuelva a ser reinvertido en China.

(26) El 17 de diciembre la Fed subió las tasas de interés en 25 puntos básicos con lo que el rango pasa así del 0-0,25% al 0,25-0,5% actual.

exceder de una banda del $\pm 1\%$ fijada diariamente por el Banco del Pueblo. El nuevo índice estará formado por 13 divisas en lugar de 11, y el dólar reduce su peso en el conjunto (al 26,4%), mientras que el euro crece (26,4%) y el yen se fija en un 14,7%.

En cualquier caso, parece previsible que la política monetaria sea conservadora y que la cotización del renminbi se mantenga bastante en línea con el dólar. China tiene recursos para revertir una situación de excesiva depreciación de la divisa, aunque sea de forma artificiosa, vía las vastísimas reservas con las que cuenta. Lo ocurrido en noviembre es un claro ejemplo: las reservas cayeron a su nivel más bajo en tres años, debido a la política de venta masiva de dólares para sostener al yuan. En el conjunto del año han caído 404.000 mill.\$, situándose en 3.580.000 mill.\$⁽²⁷⁾ (el nivel más bajo desde febrero de 2013), aunque siguen siendo las mayores del mundo. Este vastísimo nivel de reservas le permite cubrir hasta 16 meses de importaciones y dota al soberano de una solvencia impresionante, al exceder este nivel en más de cinco veces su deuda externa. En torno a un 75% están invertidas en bonos del Tesoro estadounidense (es el principal acreedor extranjero de ese país), lo que 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.



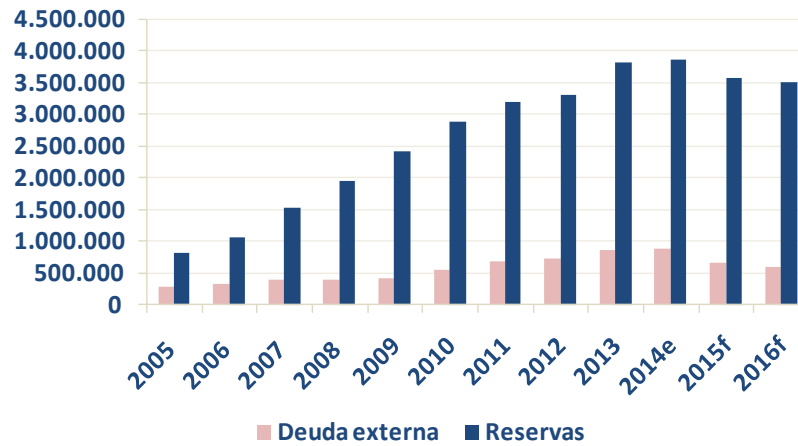
Fuente: IIF

En cuanto a la **deuda externa**, aunque en términos absolutos es muy considerable, resulta casi anecdótica puesta en relación con la cifra de reservas de divisas. En 2015 era de 675.000 mill.\$, equivalente a solo un 6% del PIB y a un 25% de las exportaciones de bienes y servicios. Ambos ratios son bajísimos. En cuanto a los plazos, el 77% de la deuda es a corto plazo, con lo que proporcionalmente es elevada. Los principales acreedores son los bancarios, con el 46% de la deuda total (casi el 90% de la deuda bancaria total es a corto plazo), seguidos de los demás acreedores privados (tenedores de bonos), con el 31% de la deuda exterior total. El resto de la deuda exterior se reparte entre acreedores oficiales bilaterales (19%) y multilaterales (4%).

(27) Parte de esta caída se debe a las fluctuaciones en el mercado de cambios, que redujeron el valor de los haberes chinos en otras divisas (euros, yenes).

Por su parte, el **servicio de la deuda** también es **muy reducido** y, además, **muy inferior a los intereses que recibe el país por sus activos en el exterior** (111.000 mill.\$ el año pasado). En 2015 el servicio de la deuda se estima en 50.000 mill.\$, lo que equivale al 1,9% de las exportaciones de bienes y servicios.

Deuda externa vs reservas (mill.\$)



Fuente: IIF

EL REEQUILIBRIO ECONÓMICO DE CHINA Y SUS CANALES DE TRANSMISIÓN

La desaceleración del gigante asiático tendrá importantes efectos a través de varios canales:

DIRECTOS:

1) Canal comercial:

- a. Demanda de materias primas: China demanda en torno al 60% de la demanda mundial de hierro, 52% de níquel, 50% de aluminio y por encima del 40% de cinc y cobre. El efecto sobre los precios (el precio del hierro, por ejemplo, ya está un 60% por debajo de su valor de 2013) deteriorará los términos de intercambio de los países exportadores de materias primas. A esto se suma el impacto contractivo sobre la política fiscal, por la reducción inducida de los ingresos públicos. Entre los países más afectados destacan Mongolia, Turkmenistán, República Democrática del Congo o Hong Kong, en los que las ventas a China suponen más del 50% de sus exportaciones.
- b. Demandante de productos finales o intermedios. China destaca como centro de ensamblaje, pero también como un demandante creciente de productos de consumo final, especialmente del resto de Asia. Destacan Hong Kong, Taiwan, Malasia, Corea y Singapur con exposiciones comerciales, entre el 6 y el 11% del PIB.

- 2) Canal financiero: De menor relevancia, ya que los mercados financieros en China están relativamente cerrados y las posiciones bancarias transfronterizas suponen un porcentaje pequeño del total para las economías avanzadas con mayor exposición (Reino Unido, 12%; Japón, 5%; EEUU, 4%). Por otra parte, China es el mayor tenedor de reservas internacionales, con lo que las variaciones en su patrón de acumulación o en su composición podrían afectar a los tipos de interés a largo plazo de las divisas.

INDIRECTOS: El efecto contagio vía una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales o del deterioro de la confianza no debe ser infravalorados.

Una caída de 1 punto porcentual (pp) del crecimiento del producto potencial de China se traduciría en una reducción del 0,31 pp del crecimiento mundial, en promedio, entre 2016 y 2018, según el Banco de España, y de 0,5 pp según el Banco Mundial.

