



La autora sostiene que existe el riesgo de que China esté entrando en una trampa de liquidez porque las empresas optan por desinvertir.

Los mercados pueden esperar sentados al gran estímulo fiscal chino



Alicia García Herrero

Los datos que China va publicando sobre el estado de su economía son cada vez más preocupantes.

El escaso crecimiento durante este segundo trimestre no tiene que ver con la falta de demanda externa, ya que, aunque las exportaciones se han visto claramente afectadas en junio, se han mantenido bastante resistentes en abril y mayo. En todo caso, la demanda externa se convertirá en un problema mucho mayor en la segunda mitad de 2023, atendiendo a los datos de junio.

La razón principal de los malos datos hay que buscarla en la demanda interna. La inversión sigue sin levantar cabeza, arrastrada por el sector inmobiliario. El consumo, sobre el que recaían

grandes expectativas con la reapertura de la economía china tras tres años de políticas de Covid cero, tampoco acaba de despegar. De hecho, las ventas minoristas crecieron aún menos en junio que en marzo y la propensión al consumo sigue siendo menor que antes de que comenzara la pandemia.

Teniendo en cuenta lo anterior, el objetivo de crecimiento del 5% del PIB que el gobierno chino fijó en el mes de marzo para el conjunto de 2023 será difícil de alcanzar si no se

introducen políticas de estímulo. Y esto es irónico, ya que la mayoría de las analistas consideraba el 5% un objetivo demasiado bajo, aunque, al anunciarlo, el nuevo primer ministro de China, Li Qiang, ya advirtió que sería difícil de alcanzar. Y así ha sido.

En este contexto, el Banco Popular de China ha seguido flexibilizando las condiciones monetarias en el segundo trimestre, pero la demanda de crédito sigue sin aumentar. En otras palabras, los recientes recortes en los tipos de interés no han conducido a un aumento del consumo o de la inversión gracias a un endeudamiento más barato, ya que el endeudamiento en sí sigue desacelerándose.

Si tomamos como base la experiencia de Japón en la década de 1990, existe el riesgo de que China esté entrando en una trampa de liquidez derivada de un fenómeno económico que se denominó "recesión de balances" (o *balancesheet recession*). Es decir, existe el riesgo de que las empresas y los hogares chinos, empujados por un sentimiento muy negativo sobre las perspectivas económicas, prefieran desinvertir y desapalancarse a la luz de la caída de sus ingresos, que es justo lo que ocurrió en Japón y que por ese motivo no reaccionen a las bajadas de los tipos de interés cayendo en la llamada trampa de la liquidez. En el caso de las empresas, este proceso ya parece haber comenzado, puesto que los beneficios han caído sustancialmente en 2023 y las compañías chinas, especialmente las



@costhanzo

privadas, han comenzado a desapalancarse y a reducir la inversión. En el caso de los hogares, el crecimiento de la renta disponible sigue estancado y el desempleo juvenil ha alcanzado todos los máximos históricos en junio, con más del 21%.

Si la política monetaria no es tan eficaz en la coyuntura actual, la pregunta es por qué un estímulo fiscal —una herramienta de política frecuentemente utilizada en China— aún no se ha puesto sobre la mesa como la solución más fácil para los problemas económicos del país. Los rumores de un inminente estímulo fiscal están en el mercado desde mediados de junio, pero aún no se ha anunciado nada oficialmente. Más específicamente, estos rumores hablaban de un paquete de 1 billón de RMB de bonos especiales para ser emitidos por los gobiernos locales, principalmente orientados a proyectos de infraestructura y con el objetivo final de levantar la confianza. Si bien es claramente necesario para el

ahora débil sector de las infraestructuras financieras, no es realmente obvio que un paquete fiscal de esta naturaleza devuelva a la economía china volvería a una senda de crecimiento más rápida.

En cualquier caso, por el momento no se ha anunciado ningún estímulo de este tipo, lo que parece indicar que los responsables políticos chinos siguen recelando de un aumento demasiado rápido de la deuda pública, que ya ronda el 100%, cuando también se tiene en cuenta la deuda fuera de balance de los gobiernos locales, es decir, el endeudamiento realizado por los vehículos financieros de los gobiernos locales (LGFV). La respuesta política, hasta ahora, parece inclinarse por aliviar las restricciones regulatorias que han sufrido sectores clave de la economía en los últimos años. En primer lugar, las tres líneas rojas que limitaban el apalancamiento de los promotores inmobiliarios se levantaron discretamente y se sustituyeron

por 16 medidas de flexibilización introducidas en noviembre de 2022. Ahora se han renovado estas medidas con la esperanza de que el sector inmobiliario despierte, lo que parece difícil porque no han conseguido cambiar gran cosa en los más de seis meses que llevan funcionando. En la misma línea, el sector tecnológico sintió un breve alivio por la resolución del caso abierto con Ant Financial con una multa de unos 1.000 millones de dólares, aunque la incertidumbre sobre el futuro del sector sigue en máximos.

Con todo, la realidad es que los inversores siguen desconfiando de la economía china, sobre todo después de la publicación del PIB del segundo trimestre, y les resultará difícil convertir su sentimiento en un más positivo solo con medidas regulatorias. La pregunta, entonces, es si los malos datos impulsarán a los responsables políticos a introducir un gran estímulo, no solo para asegurarse de que se alcance el objetivo del 5% del PIB en 2023, sino también para evitar una desaceleración muy rápida del crecimiento en 2024 una vez que el efecto base positivo que ha apoyado el crecimiento en 2023 se agote.

Dos consideraciones parecen justificadas a la hora de evaluar dicha posibilidad. La primera es que el nuevo primer ministro, Li Qiang, ha estado bastante callado con respecto a los anuncios de política desde que asumió el cargo en marzo, más allá de las declaraciones de apoyo al sector privado. Este silencio sobre la necesidad de un plan de estímulo podría estar relacionado con la actitud crítica que el presidente Xi ha mantenido sobre el enorme estímulo de 2008 introducido por sus predecesores. La segunda consideración apunta a la menor eficacia de un estímulo fiscal respecto al pasado por la rápida disminución del rendimiento de los activos de China por un exceso de inversión durante más de 15 años. En ese sentido, la preocupación por el rápido aumento de la deuda pública, ya en casi 100% del PIB, sin duda no ayuda con la decisión.

Economista jefe para Asia Pacífico en Natix
Investigador principal en Bruegel