

# INFORME RIESGO PAÍS

# CHINA

Madrid, 28 de febrero de 2024



# CHINA

**Concentración de poder en la figura del Presidente Xi.** A pesar de las protestas de 2022 a raíz del mantenimiento de la estricta política anticovid, el control político por parte Partido Comunista y del Presidente Xi Jinping es incuestionable. Las posibilidades de que se produzca una desestabilización del régimen a corto o medio plazo son mínimas. El Gobierno goza, en realidad, de cierta popularidad gracias a la mejora de las condiciones económicas en las últimas décadas y posee un poderoso aparato de control de la disidencia. La reelección de Xi en 2023 para un tercer mandato es el hito final de un proceso de concentración de poder iniciado hace diez años que ha erosionado algunos aspectos de las reformas políticas de la era post Mao.

**Creciente confrontación en la esfera internacional.** China ha abandonado la política exterior de ascenso pacífico y está adoptando una actitud diplomática más combativa. Está marcada por el enfrentamiento con EEUU, al tiempo que busca estrechar lazos con otros países en la región. Si bien la relación con la Casa Blanca se ha estabilizado en los últimos meses, sigue existiendo la posibilidad de un agravamiento de la confrontación, especialmente por las tensiones en cuanto a Taiwán. Por otra parte, China mantiene una larga lista de contenciosos territoriales con países vecinos que son potenciales puntos de conflicto.

**China es un coloso económico, pero con serios problemas de largo plazo.** Es la segunda economía del mundo y el primer exportador de mercancías. Goza ya de una renta per cápita media-alta y de una capacidad tecnológica relativamente avanzada. No obstante, la lenta transformación del modelo de crecimiento basado en la inversión-exportación muestra también algunas debilidades. El país afronta un rápido cambio demográfico y su crecimiento sigue mostrando una fuerte dependencia de las altas tasas de inversión y de la expansión del crédito, que han dejado problemas de sobreendeudamiento en algunos sectores.

**Excesiva desaceleración y temores de deflación.** El crecimiento fue del 5,2% en 2023, una cifra notable pero algo engañosa viniendo de un pésimo 2022. La crisis del sector inmobiliario, los problemas de sobreendeudamiento de los gobiernos locales, el flojo comportamiento de las exportaciones y la pérdida de la confianza inversora están frenando el crecimiento. Incluso la evolución de los precios amenaza con una posible deflación en los próximos meses. Así, las previsiones para 2024 apuntan a un decepcionante crecimiento del 4,6%, con claros riesgos a la baja.

**Elevada solvencia exterior.** Los superávits en la cuenta corriente y los elevados flujos de inversión directa extranjera del pasado explican la enorme acumulación de reservas de divisas, las mayores del mundo. China es con diferencia un acreedor neto externo que cuenta con amplia capacidad financiera para afrontar *shocks* externos.

# 1. SITUACIÓN POLÍTICA

- ➔ Deriva autoritaria: la llegada de Xi Jinping a la presidencia en 2013 supuso el inicio de una intensa campaña anticorrupción que ha permitido a Xi no solo consolidar su posición y apartar del poder a grupos no afines a su figura dentro del PCCh, sino también una fuerte concentración de poder, que ha desembocado en la eliminación del límite de mandatos presidenciales.
- ➔ El control político por parte del PCCh es total y las posibilidades de que se produzca una desestabilización del régimen a corto o medio plazo son mínimas. A pesar de las protestas de 2022, el Gobierno goza de una aceptable popularidad gracias a la mejora de las condiciones económicas y, sobre todo, cuenta con un poderoso aparato de control de la disidencia interna.
- ➔ China ha abandonado la política exterior de ascenso pacífico y está adoptando una actitud diplomática más combativa, no exenta de riesgos. Está marcada por el creciente enfrentamiento con EEUU. El conflicto entre las dos grandes potencias tiene diversas vertientes, económicas, tecnológicas y militares, que entrañan riesgos importantes para las empresas y los países en la región. Por otra parte, China mantiene una larga lista de contenciosos territoriales con los países vecinos que son potenciales puntos de conflicto.

## XI JINPING, PRESIDENTE VITALICIO

La profunda transformación de la estructura económica china durante las últimas décadas contrasta con los mínimos cambios habidos en su sistema político desde que las reformas de Deng Xiaoping (1977-1989) sentaran las bases de la China actual. De hecho, desde la llegada al poder de Xi Jinping en 2013 se está produciendo cierta involución en algunos aspectos clave del marco político.

POBLACIÓN	1.409 mill. hab.
RENTA PER CÁPITA	12.850\$
RENTA PER CÁPITA PPA	21.250\$
EXTENSIÓN	9.561.000 Km <sup>2</sup>
RÉGIMEN POLÍTICO	Partido Único
CORRUPCIÓN	65/180

La llegada de icónico Deng Xiaoping al poder, hace ya más de cuarenta años, supuso una ruptura con la etapa maoísta, detuvo las purgas políticas en masa, permitió el inicio de las reformas económicas y la apertura al exterior. Evidentemente, se mantuvieron inquebrantables los principales rasgos de la China comunista establecidos en 1949, como

la unidad nacional, la autonomía frente al exterior, el monopolio del poder por parte del Partido Comunista de China (PCCh) y la represión de la disidencia. En realidad, tras la caída de la Unión Soviética, uno de los principales motores de las reformas económicas ha sido precisamente el de fomentar el crecimiento y la creación de empleo, con el objetivo último de no poner en peligro la continuidad del sistema político. No obstante, bajo Deng, y fruto de la traumática experiencia sufrida bajo la etapa de Mao<sup>(1)</sup>, sí que se establecieron una serie de principios de carácter político en la toma de decisión que limitaban la concentración de poder e intentaban reducir la arbitrariedad propia de los sistemas autocráticos. Así por ejemplo, se establecieron

(1) Las políticas de Mao fueron responsables de un altísimo número de muertes, con estimaciones que oscilan entre 40 y 80 millones de víctimas, debido al hambre, los trabajos forzados en prisión y las ejecuciones masivas. Gran parte de la elite del Partido Comunista, entre ellos no solo Deng Xiaoping y su familia, sino también la del actual Presidente Xi Jinping, sufrió los estragos de las recurrentes purgas políticas.

límites de número de mandatos y de edad (algunos legales, otros de forma tácita) tanto para el presidente como para los puestos de alta responsabilidad y se estableció un sistema colegiado de toma de decisiones, basado en la existencia de una larga lista de comités que daban al sistema un carácter tecnocrático.

El actual presidente Xi Jinping, que cumple ya más de una década en el poder, si bien en sus primeros años parecía seguir fielmente la doble directriz de reformas económicas e inmovilismo político mantenida por sus predecesores Jiang Zemin (1993-2003) y Hu Jintao (2003-13), ha terminado por introducir cambios significativos en el marco político. Estos han obedecido a la primacía de la seguridad, estabilidad y control del sistema por encima del crecimiento y las reformas. En paralelo, ha ido concentrando el poder en su persona, ha purgado la cúpula del partido de voces discordantes, incrementando los comités bajo su tutela directa, y ha reorganizado las Fuerzas Armadas para asegurarse su total lealtad. Finalmente, en 2018 culminó este proceso con la eliminación del límite de mandatos presidenciales y la posterior salida de los pocos elementos “independientes” que quedaban en la cúpula de las instituciones, como la del primer ministro Li Keqiang en 2023.

## LAS CAMPAÑAS ANTICORRUPCIÓN

---

Las recurrentes campañas anticorrupción han sido claves en el proceso de concentración de poder en manos de Xi. El discurso contra la corrupción ha sido siempre un mecanismo fundamental del Ejecutivo chino para combatir uno de los principales factores de resentimiento popular contra el Partido, especialmente a nivel provincial y local. La utilización política de grandes campañas anticorrupción tampoco es algo novedoso. En menor o mayor medida, los predecesores de Xi las usaron para consolidarse en el poder y colocar a sus afines en los puestos clave. Lo que sí es una novedad desde los tiempos de Mao es la intensidad y duración de la misma, y que no solo haya servido para afianzar al Presidente en el poder, sino para llevar al total ostracismo al resto de grupos y modificar el tradicional funcionamiento de la toma de decisiones, primando por encima de todo la lealtad personal al líder.

Al poco de llegar al cargo, Xi emprendió una campaña anticorrupción conocida como de “tigres y moscas”, nombre que hace referencia a que se juzga tanto a pequeños líderes locales como a los altos mandos del partido, y que en muchos aspectos no tiene precedentes. Los datos oficiales arrojan la impactante cifra de 1,34 millones de funcionarios de todos los niveles caídos durante el primer lustro de su gobierno, acusados de corrupción y cargos disciplinarios. Bajo Xi se ha roto con muchas convenciones no escritas que había en el PCCh desde la muerte de Mao. En décadas pasadas, las figuras prominentes eran retiradas de forma discreta. En cambio, en esta ocasión más de 170 ministros y oficiales del nivel de un viceministro han sido despedidos y muchos de ellos han acabado en la cárcel. La campaña ha incluido juicios impactantes, como el de Bo Xilai<sup>(2)</sup>, ex Ministro de Comercio y miembro del Politburó, condenado a cadena perpetua, y que han servido para fortalecer las credenciales anticorrupción del gobierno.

---

(2) Destapado en 2012, el caso de Bo Xilai fue uno de los detonantes de la campaña anticorrupción de Xi nada más llegar al poder. El juicio público señaló una extendida corrupción no solo en el ámbito local, como era el caso en la provincia de Chongqing, dirigida por Bo, sino también a la connivencia y participación de las altas esferas del partido, anatema hasta entonces para el discurso oficial del PCCh.

Estas campañas son extremadamente populares en China, y no solo ha servido para eliminar cualquier oposición directa al Gobierno; también ha logrado que todos los cuadros de mando sean más sumisos y temerosos, lo que ha facilitado la tarea de desarticular a los grupos no afines que mantenían altas cuotas de poder, como la Liga de las Juventudes Comunistas (LJC) o el clan de Shanghái, fieles a los ex presidentes Hu y Jiang, respectivamente. Dichos grupos han sido sustituidos poco a poco por fieles a Xi, escogidos tanto de entre los conocidos como “principitos”, de los que el propio Xi formaba parte, hijos de las elites del partido, como, sobre todo, de entre el llamado “clan Zhejiang”: los cuadros de mando más fieles a Xi y que sirvieron con él cuando gobernó dicha provincia entre 2002 y 2007. Buen ejemplo de estos cambios fue la defenestración y condena a cadena perpetua, en 2017, de Sun Zhengcai, el miembro más joven del Politburó y al que algunos señalaban como posible relevo del propio Xi. También fue sonado el cese, en 2018, del vicepresidente Li Yuanchao, que parecía una estrella emergente del panorama político. Finalmente, en la XIV Asamblea General del Congreso, en marzo de 2023, se produjo la sustitución del Primer Ministro Li Keqiang, única figura relevante proveniente del clan de las LJC que todavía permanecía en el poder. Le sustituyó Li Qiang, el nuevo hombre fuerte del Comité Permanente del Politburó, perteneciente al clan Zhejiang. Este nombramiento, ocurrido en el mismo momento en el que se reeligió oficialmente a Xi para un tercer mandato presidencial, supone el cierre del círculo del poder en torno a la omnipresente figura de Xi.

En 2023 hemos asistido a una nueva campaña anticorrupción, en esta ocasión centrada en torno al Ejército, obsesión del presidente no solo de cara a afianzar su control sobre todas las esferas del poder<sup>(3)</sup>, sino también por garantizar el funcionamiento eficiente del aparato militar en caso de que llegara a estallar un conflicto en alguno de los numerosos puntos de fricción en el exterior. Así, desde el verano de 2023 hemos asistido al arresto/cese de más de una docena de altos mandos, la mayor parte relacionados con la cadena de suministros de ejército y con la unidad de defensa aeroespacial. La naturaleza de estos ceses no está del todo clara y podría estar relacionada no solo con asuntos de corrupción, sino también con el espionaje, algo que explicaría que en esta ocasión hayan sido tratados con mucho mayor hermetismo en los medios oficiales. En septiembre pasado asistimos incluso a la repentina desaparición del ministro de Defensa, Li Shangfu, y solo dos meses después se hizo oficial su renuncia al cargo sin explicación oficial. El mismo patrón sufrió con anterioridad Qin Gang, figura en flamante ascenso de la nueva política exterior china, pero que tras ser nombrado ministro de Exteriores desapareció el pasado mes de julio<sup>(4)</sup>.

Es difícil sacar conclusiones tajantes sobre en qué medida esta campaña ha reducido genuinamente la corrupción, más allá de lo que afirman las fuentes oficiales. El índice de percepción de la corrupción de 2022 que elabora Transparencia Internacional coloca a China en el puesto 65 de 180 países, una clasificación que, si bien con grandes vaivenes, es ahora notablemente mejor que la de hace una década y algo mejor que la de otros países de Asia-Pacífico, como la India o Tailandia.

---

(3) Los militares son el grupo más influyente dentro de la Asamblea Nacional y su apoyo fue vital para la eliminación del límite de los mandatos presidenciales en 2018.

(4) En este caso se especula con que su desaparición y cese posterior se debe a una relación extramatrimonial durante su estancia en EEUU como embajador. Esta relación podría haber dado lugar a un hijo ilegítimo que supuestamente podría comprometer su lealtad.

## EL XX CONGRESO DEL PCCH

---

El Congreso del PCCh, que se celebra cada cinco años, es el evento clave para el devenir político chino. En él se renuevan los mandos del partido y se diseña el marco general de actuación política. Supone la única ocasión en la que el jefe del Estado analiza formalmente en público la marcha del país y avanza cuáles serán las prioridades del futuro. Participan más de 2.000 representantes de los 91 millones de miembros afiliados a esta formación (un 6,6% de la población china). Se elige un nuevo Comité Central del PCCh, formado por 205 miembros y 171 suplentes; los 25 del Politburó y, de entre ellos, los siete del Comité Permanente, el núcleo central del poder ejecutivo.

El XX Congreso celebrado en octubre de 2022 constituyó un hito político especialmente relevante. Xi Jinping renovó de forma inédita su tercer mandato de 5 años. Esto significó, de manera oficial, la ruptura con la que era posiblemente la reforma política más importante que introdujo Deng Xiaoping tras los excesos de la revolución cultural de Mao. A sus 70 años, todo indica que Xi se mantendrá en el cargo de forma vitalicia. La ruptura con el sistema de transición programada del poder al frente del Estado comporta, a partir de ahora, un riesgo político añadido. Nos referimos a las luchas de poder e la incertidumbre política que acompañan a los periodos sucesorios, típicos de los sistemas estrictamente autocráticos. La sucesión de Xi es ahora tabú en el Partido y cualquier candidato que se postule corre el riesgo, como mínimo, de poner fin a su carrera política. Sin embargo, al no estar previsto un sucesor, en caso de problemas de salud o de la repentina desaparición de Xi es previsible que se desaten luchas internas y/o una transición de poder más turbulenta, como ocurrió tras la muerte de Mao.

Si bien es menos llamativo, también es evidente la erosión del otro pilar de la reforma política de Deng, pensado para corregir los potenciales problemas de un liderazgo personalista. Se trata del sistema de comisiones ejecutivas con rotación de sus miembros, que ejercen de contrapeso entre ellas. Así, a pesar de su innato carácter autocrático, esto confiere al sistema político chino un estilo de gobierno tecnocrático y basado en la toma de decisiones colegiada, donde la crítica interna y el debate de la política económica es hasta cierto punto posible. Si bien no se puede decir que esto se haya eliminado por completo, sobre todo porque Xi y sus fieles tienen un perfil predominantemente tecnocrático y pro reformista, sí se ha suprimido o erosionado en buena medida. De forma progresiva, la mayor parte de las comisiones ejecutivas han pasado a estar controladas por gente de la más absoluta confianza de Xi y/o presididas por él mismo. Algunas de estas comisiones, tales como la de reforma de las Fuerzas Armadas, la de Seguridad Nacional o la cartera “no oficial” de Asuntos Exteriores, le han permitido diluir la importancia de los comités oficiales no presididos por él.

## REVUELTAS COVID 2022

---

En los últimos años se ha extendido la idea de que, a raíz de la caída del crecimiento, del creciente desempleo juvenil y, sobre todo, de las llamativas protestas públicas contra los estrictos controles anticovid, se ha producido un antes y un después en cuanto al riesgo de desestabilización y violencia política. Es cierto que existe cierto descontento entre la población contra algunas políticas de corte arbitrario, los excesivos precios de la vivienda en las grandes

ciudades y, especialmente, entre los jóvenes, debido al crecimiento del desempleo juvenil<sup>(5)</sup>. Sin duda estos factores contribuyeron a los inusitados fenómenos de protesta ocurridos en 2022. Sin embargo, si bien estos factores están generando un mayor descontento en algunas capas de la sociedad, el riesgo de violencia política, entendido como desestabilización grave del sistema, sigue siendo muy bajo. Lo sucedido en los dos últimos años refleja muy bien el tira y afloja que las autoridades suelen usar en materia de políticas impopulares que entran en conflicto con la línea oficial del partido y, sobre todo, el gran control que a fin de cuentas tienen las autoridades gracias al aparato de seguridad interna.

En 2022, después de tres años de pandemia, a pesar de que las campañas de vacunación y las diversas mutaciones del virus habían logrado una significativa reducción de la mortalidad, el Gobierno chino continuaba con sus draconianas restricciones anticovid. Sin embargo, debido a que también las nuevas cepas eran mucho más contagiosas, estas medidas eran cada vez más inefectivas, lo que dio lugar a continuos rebrotes. Se empezó así a someter a la población de todo el país de forma recurrente a cierres abruptos y prolongados. Mientras la gente percibía que el resto del mundo volvía a la normalidad, muchas personas sufrían dificultades no ya para mantener una vida normal, sino para obtener alimentos, bienes de primera necesidad y atención médica. Comenzaron a producirse protestas dentro y fuera de China contra los abusos<sup>(6)</sup>, las dificultades económicas y la ampliación de poderes del presidente Xi Jinping, que se fueron expandiendo a pesar de la censura. En octubre, en Pekín, un hombre colocó dos pancartas sobre un puente para pedir el fin del gobierno de Xi. En noviembre, cientos de residentes de Guangzhou salieron a la calle y derribaron barreras en desafío a las abusivas órdenes de bloqueo. En noviembre, el incendio de un edificio de apartamentos cerrado en Xinjiang, en el que murieron al menos 10 personas, desencadenó en Shanghái, Pekín y muchas otras ciudades las protestas más graves desde la revuelta de la Plaza de Tiananmen de 1989.

Hasta ese momento, la narrativa oficial era que el éxito de los estrictos controles anticovid, tanto en términos de crecimiento del PIB como de muertes, era una prueba de la eficacia del modelo de gobierno chino frente a Occidente. Esta narrativa, repetida una y otra vez por los medios oficiales, hizo complicado que se modificasen los protocolos sanitarios, a pesar de la evidente nueva realidad. Sin embargo, ante la presión popular, finalmente en diciembre de 2022 se produjo un giro de 180 grados y, en el lapso de pocas semanas, se levantaron prácticamente todos los controles y desapareció de los medios la antigua narrativa oficial. Esto produjo una gran ola de contagios<sup>(7)</sup>, pero acabó de golpe con las protestas. En los meses posteriores se utilizó el poderoso aparato interno de vigilancia para llevar a cabo arrestos masivos entre los manifestantes. Se utilizó para ello la extensa red de vigilancia de alta tecnología que cubre todo el país. Aunque muchos manifestantes tuvieron cuidado de ocultar sus rostros con máscaras, la policía utilizó la geolocalización de sus teléfonos móviles para identificarlos.

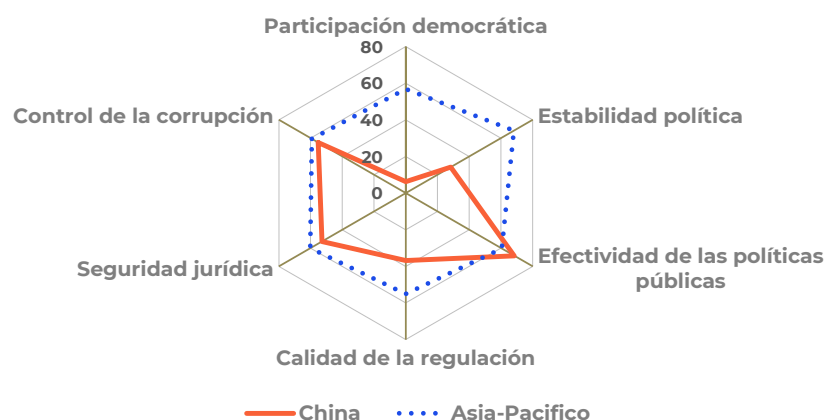
- 
- (5) En junio de 2023 el desempleo entre los 15 y 34 años llegó a alcanzar un máximo de 21,3%. Ante la creciente atención que estaba generando este dato, las autoridades dejaron de publicarlo. En diciembre pasado volvieron a publicarlo bajo una nueva metodología que arroja un dato de 14,9%, todavía relativamente alto.
- (6) A pesar de la censura, algunos videos en Internet mostraron a policías y trabajadores de control de covid-19 golpeando y arrastrando a personas que se resistían a las restricciones impuestas.
- (7) Esto elevó, según los datos oficiales, el número de muertos de unos pocos miles a más de 83.000. No obstante, algunos estudios sitúan el acumulado de muertes en China en torno 1-1,5 millones, un dato muy elevado en términos absolutos, pero que seguiría siendo moderado en proporción a su población.



Es evidente que bajo el mandato de Xi la habitual represión de los disidentes políticos, la mayor parte exiliados, se ha mantenido e incluso intensificado. Buen ejemplo de ello es la polémica ley de 2018 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 difusos que permiten detener de forma discrecional cualquier tipo de activismo político. Así pues, no existe en este momento un movimiento organizado capaz de poner en riesgo la estabilidad o continuidad del régimen chino. Además, hay que resaltar que, si bien existe descontento en parte de la población, la gran mayoría, incluso los que muestran desacuerdo con políticas concretas, no reclama realmente un cambio del sistema político.

La premisa de que el desarrollo económico conlleva necesariamente demandas de apertura democrática no parece cumplirse en el país asiático. Las nuevas clases profesionales y empresariales valoran la estabilidad y seguridad que proporciona el PCCh y en buena medida participan del discurso de tono nacionalista de los medios oficiales. Existe un sentimiento extendido de que las reformas económicas han mejorado el nivel de bienestar y de que la inestabilidad política pondría todo eso en jaque. Por otra parte, el régimen de libertades personales es hoy mucho mayor que hace unas décadas. Gracias en gran parte a los efectos de la apertura económica y a la liberalización del mercado de trabajo, ahora los ciudadanos chinos pueden viajar, cambiar de trabajo o residencia, iniciar un negocio, comprar y vender tierras, tener acceso a algunos medios de comunicación no oficiales. En definitiva, los ciudadanos chinos tienen más renta y la pueden gastar con mayor libertad; y hasta cierto punto, incluso se permite expresar disconformidad con la acción de gobierno (a nivel local). Todo ello quizás explique el resultado de las encuestas independientes, en las que los propios chinos no solo apoyan abrumadoramente a su Gobierno, sino que incluso dicen percibir mayoritariamente su sistema político como bastante o muy democrático, a pesar de la evidente falta de libertades políticas. Llama la atención el contraste con los resultados de los indicadores de buen gobierno del Banco Mundial, donde frente a otros países de la región China destaca sobre todo en cuanto a efectividad de las políticas públicas, algo que parece ser el origen de la legitimidad política del PCCh y no, evidentemente, la participación democrática.

### Indicadores de buen Gobierno



Fuente: Banco Mundial

Tampoco los conflictos vinculados a cuestiones étnicas y regionales parecen constituir un riesgo serio para la estabilidad política. Los dos grandes territorios hacia el interior del continente siempre han sido fuente de problemas: por un lado, la gran meseta del Tíbet y, por

otro lado, los desiertos y cadenas montañosas de Xinjiang. Comprenden casi un tercio del territorio chino y son la frontera con India y con las repúblicas centroasiáticas, respectivamente. Xinjiang tiene una mayoría de población de etnia uigur (frente a la etnia han, mayoritaria en China) que profesa mayoritariamente la religión musulmana. Los conflictos violentos por el resentimiento uigur hacia los han son relativamente frecuentes y han generado un creciente movimiento separatista. China defiende que algunos de los milicianos islamistas separatistas de Xinjiang tienen relación con otros grupos radicales extranjeros y que se han entrenado y luchado en la guerra de Siria. En 2013 y 2014, China sufrió una serie de atentados en distintas áreas del país que atribuyó a separatistas islámicos uigures. Desde entonces, ha emprendido una campaña cada vez más dura de represión y control. Según las ONG de defensa de los derechos humanos, China en realidad utiliza la excusa del islamismo radical para reprimir la disidencia y las quejas por la situación económica de la región, una de las más atrasadas de China. En el último lustro no se han registrado incidentes de relevancia, si bien la presión internacional ha ido creciendo. En 2021 se aprobaron incluso sanciones internacionales contra oficiales chinos encargados de la política de seguridad en la región por parte de la UE, EEUU y otros países occidentales.

## RELACIONES EXTERIORES: CONFRONTACIÓN CON EEUU

---

El enfoque de pragmatismo que infundió Deng Xiaoping a sus reformas también marcó la línea de actuación en el exterior desde los años ochenta. Su célebre frase “esconder nuestras capacidades y esperar” impregnó la mentalidad diplomática china hasta hace relativamente poco. Así, mientras el poder e influencia económicos de China iban creciendo de forma acelerada hasta convertirla en la segunda potencia del mundo, primer centro manufacturero mundial, principal inversor en buena parte de los países emergentes e, incluso, llevarla a rivalizar con EEUU en algunos aspectos militares y tecnológicos, la política oficial fue la del “**ascenso pacífico**”. Esta estrategia perseguía buscar acuerdos y mantener relaciones con todos los países que fuera posible, independientemente de ideologías, con el fin de abrir mercados e incrementar el peso de China en el exterior, pero sin alterar el *statu quo* internacional. De este modo, se pretendía evitar que se percibiese a China como una amenaza para el equilibrio internacional nacido tras la guerra fría, especialmente por parte de EEUU. Así, especialmente bajo la presidencia de Hu Jintao, cuando el peso de la economía china ya comenzaba a provocar recelos en la escena internacional, China remarcaba en el discurso oficial su falta de pretensiones imperialistas y hacía uso del llamado “poder blando”, acuerdos económicos y políticos bajo la promesa de cuantiosas inversiones y apertura de su mercado interior. En cualquier caso, el objetivo era igualmente trabajar para consolidar los tres pilares de actuación exterior: aportar seguridad y estabilidad al sistema político; asegurar la soberanía y la unidad nacional china; y proteger el crecimiento económico como garantía de la estabilidad interna.

Si bien los objetivos de la actuación exterior no han cambiado, su espíritu e instrumentación es en la actualidad completamente distinta. Desde principios de la década pasada la política exterior china ha ido abandonando progresivamente su tradicional rol pasivo y se ha vuelto, no sólo más asertiva en la búsqueda de su espacio natural en la escena internacional, como la gran potencia que es, sino que está adoptando un creciente tono nacionalista. Es lo que se conoce informalmente como “**diplomacia del lobo guerrero**”<sup>(8)</sup>. Se explica así no solo la creciente

---

(8) El término proviene de la saga de películas Lobo Guerrero (2015) y Lobo Guerrero II (2016), que tuvo un gran éxito en China y que relata en clave patriótica la actuación de grupos de fuerzas especiales chinos en el exterior.

presencia militar en el Pacífico, sino también algunas actuaciones impensables hace años, como son las represalias comerciales, las sanciones contra parlamentarios estadounidenses, o la confrontación dialéctica directa con países occidentales. Este nuevo enfoque hasta hace unos años no recibía en absoluto un respaldo unánime dentro del PCCh. Sin embargo, tras las salidas de las pocas voces “independientes” en el XX Congreso del Partido, cuenta hoy con pocos contrapesos.

En este nuevo marco diplomático, la creciente **confrontación con EEUU**, el principal socio comercial e inversor en el país, es el mayor riesgo que afronta China. Esto es independiente de quién habite la Casa Blanca, ya que el reto económico, militar y estratégico que representa China para la hegemonía norteamericana es el elemento clave que fija la política internacional a ambas orillas del Pacífico. No obstante, la llegada al poder de Joe Biden en 2021 sí produjo algunos cambios notables. Biden redujo el ruido mediático de este enfrentamiento, al tiempo que procuró activamente estrechar las alianzas, especialmente en la región, para hacer frente común en la política de contención de China. Se explica así la revitalización de la alianza de seguridad conocida como Quad Group<sup>(9)</sup> o, la firma del controvertido AUKUS con Reino Unido y Australia, que ha servido para proveer a este último país de tecnología de submarinos nucleares de última generación.

De todas formas, la llegada de Biden a la Casa Blanca ha supuesto, sobre todo, redirigir el enfoque de la pugna con China desde el conflicto comercial a la lucha por la primacía tecnológica. Existe una larga lista de iniciativas legislativas dirigidas en mayor o menor medida contra China. Tan solo entre 2021 y 2022 podemos señalar el *Chips Act* (2022), el *Innovation and Competition Act* (2021), y el *Strategic Competition Act* (2021). De todas formas podemos sintetizarlas en dos tipos fundamentales de medidas. Por un lado, tendríamos la aprobación de incentivos fiscales a la relocalización de empresas estadounidenses desde China. Buen ejemplo de ello es el relativamente reciente *Inflation Reduction Act* (2022), diseñado para incentivar la inversión en tecnologías verdes en EEUU frente China. La segunda vía es la restricción del acceso a tecnologías de última generación o de doble uso por parte de China. Hasta hace poco el principal instrumento utilizado para ello era la *Entity list*, que implica la necesidad de obtener licencias de exportación para poder vender a China bienes con cierto contenido de tecnología estadounidense (25%). Pero yendo un paso más allá, en octubre de 2023, EEUU aprobó directamente la prohibición general de exportar microchips de alta tecnología. Se trata de una medida claramente encaminada a entorpecer los avances en materia de desarrollo de inteligencia artificial y que provocó una airada protesta por parte de Pekín<sup>(11)</sup>.

Si bien es evidente que todas estas medidas pueden frenar el crecimiento y la innovación en China, no constituyen un detrimento significativo para la valoración del riesgo país. De hecho,

- 
- (9) Oficialmente es el Diálogo Cuadrilateral para la Seguridad (QSD, por sus siglas en inglés). Está formado además de por EEUU, por India, Australia y Japón.
- (10) En julio de 2018 Trump aplicó de forma unilateral aranceles del 25% sobre más de 800 productos chinos. Esto desató una escalada de represalias entre ambos países que alcanzaría su punto álgido el verano de 2019, con aranceles que iban del 10% a más del 30% sobre mercancías por valor de 500.000 mill.\$ en EEUU y de 180.000 mill.\$ en China. En septiembre de 2019 se alcanzó una tregua que desembocó en el llamado acuerdo “de Fase I”, firmado el 15 de enero de 2020, y que comprometía a China a aumentar el nivel de importaciones en determinadas partidas. Este acuerdo ha impedido nuevas escaladas de aranceles, pero estos rondan todavía el 20% frente al 8% en promedio y la administración Biden no se ha mostrado dispuesta a revisarlos.
- (11) Las normas prohíben la venta, a clientes chinos, de chips avanzados tanto de alto rendimiento (al menos 300 billones de operaciones por segundo) como de rápida velocidad de interconexión (600 gigabytes por segundo). La medida parece dirigida casi específicamente contra la venta de procesadores de la empresa Nvidia, cuyos microchips de alta gama cumplen precisamente estas especificaciones y están registrando un *boom* de demanda debido a la expansión de centros de datos y entrenadores de IA.

incluso en algunas áreas, como la vital producción de chips, China está demostrando que la política tecnológica de EEUU podría estar en realidad incentivando la producción propia de alta tecnología. Así, el mayor fabricante de chips chino, SMIC, parece haber estado fabricando desde comienzos de 2024 chips avanzados (de 5 nanómetros) para Huawei, desafiando así el impacto de las sanciones estadounidenses.

Un enfrentamiento militar, incluso indirecto, resulta mucho más preocupante debido a las graves consecuencias que implicaría. Resulta extremadamente improbable que estalle un conflicto directo armado entre China y EEUU. De hecho, las relaciones entre ambas potencias, tras alcanzar su punto más bajo en octubre de 2023 a raíz de la prohibición estadounidense de exportar microchips y con la repetida cancelación de visitas oficiales previstas entre sus representantes, parece que han entrado en una etapa de deshielo después de la entrevista entre Biden y Xi con motivo de la cumbre APEC (Cooperación Económica Asia-Pacífico), en noviembre de 2023. De este modo, parece que las relaciones estarían en estos momentos en un periodo de “cooperación pragmática”. No obstante, existe todavía un riesgo, bajo pero significativo, de que el enfrentamiento pueda agravarse rápidamente debido a la espinosa cuestión de Taiwán.

### RIESGO DE CONFLICTO EN TAIWÁN

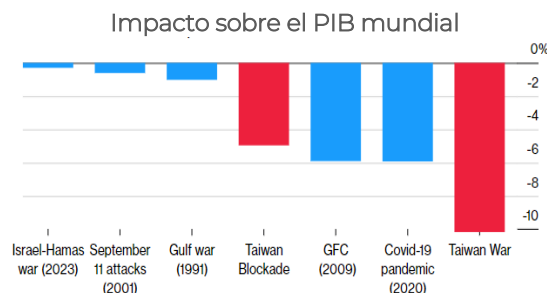
La isla de Formosa es independiente *de facto* de China desde que los ejércitos rebeldes del General Chiang Kai-shek se refugiaron en la isla en 1949 del avance del ejército de Mao Tse-Tung. El *statu quo* actual de la isla quedó fijado por primera vez con el Tratado de Defensa Mutua entre Estados Unidos y China de 1955, que si bien expiró en 1979, fue trasladado al *Taiwan Relations Act* de 1979. Allí quedó establecido que, si bien Estados Unidos reconoce la soberanía de China sobre la isla, le impide a China hacerla efectiva por medio de la fuerza.

En los últimos años, el presidente Xi ha dado frecuentes muestras de que la reunificación de Taiwán no es una aspiración teórica, sino una meta que el Gobierno debe perseguir de forma activa y en un plazo razonable de tiempo. Algunos analistas apuntan, incluso, que Taiwán se ha convertido en una obsesión personal para Xi. En 2019 pronunció un discurso en los siguientes términos: "La reunificación de Taiwán es el requisito inevitable del rejuvenecimiento de la nación china". En la mentalidad china, especialmente en la de los partidarios de la política del lobo guerrero, Taiwán representa una afrenta con una fuerte carga emocional, comparable a las humillaciones históricas de las Guerras del Opio o la invasión japonesa. En palabras de Xi: "Desde 1949, el Partido Comunista de China, el Gobierno chino y el pueblo chino siempre han considerado la solución del problema de Taiwán y la reunificación completa de la patria como una tarea histórica inquebrantable." Además, los problemas ocasionados por la escasez mundial de semiconductores y las restricciones a la importación de productos tecnológicos por parte de Estados Unidos han hecho que Taiwán tenga una importancia estratégica esencial. No olvidemos que TSMC (*Taiwan Semiconductor Manufacturing Company*) es, con diferencia, el mayor productor del mundo de microchips (cuenta con algo más del 50% de la cuota mundial) y fabrica la mayor parte de los chips que importa China, pero también los diseñados por diversas compañías estadounidenses. Así, Taiwán se ha convertido en un factor clave en la rivalidad China-Estados Unidos.

Hasta hace poco, para Estados Unidos, Taiwán no era prioritario, ni se consideraba que debiera enturbiar las relaciones con Pekín. La Casa Blanca nunca ha tenido problema en admitir públicamente que la reunificación de Taiwán era algo legítimo, ni siquiera parecía particularmente contraria a ello, siempre que fuera de forma pacífica. Del mismo modo, en la comunidad internacional se veía hasta con buenos ojos la posibilidad de una reunificación bajo un sistema similar al que ha gozado Hong-Kong de "un país, dos sistemas". En Taiwán, donde el apoyo a la reunificación siempre ha sido minoritario (20-30%), se consideraba que la reunificación bajo ese mismo supuesto podría ser el mal menor. Sin embargo, tanto la progresiva erosión de la independencia jurídica de Hong-Kong como la represión de las manifestaciones pro democracia han hecho que las posibilidades de que se produzca una reunificación pacífica de la isla a medio plazo sean prácticamente nulas. Si a esto unimos la creciente importancia estratégica de Taiwán en el frente tecnológico, la isla está condenada a ser un contante punto de fricción entre China y Estados Unidos.

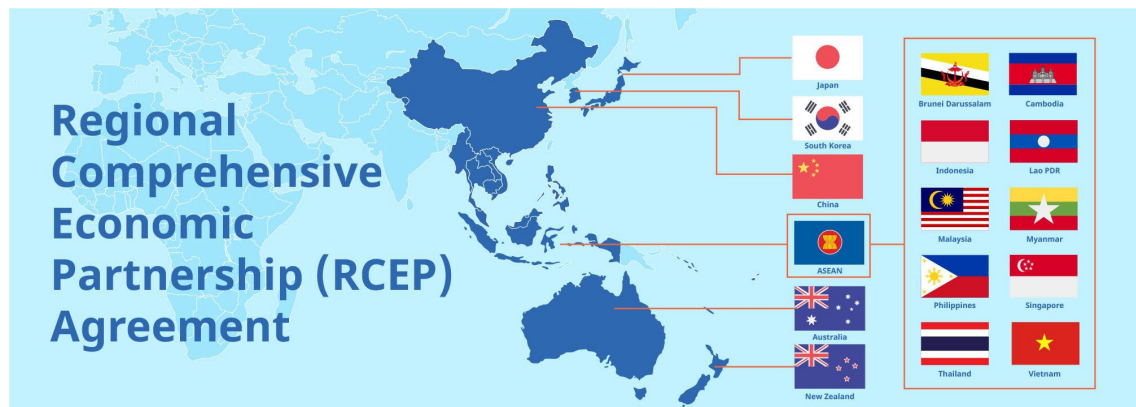
Ya resultó una gran sorpresa que la Casa Blanca invitase por primera vez a una delegación diplomática de Taiwán a la toma de posesión de Biden. Posteriormente, se han continuado estrechando las relaciones diplomáticas entre Estados Unidos y las autoridades de la isla, entre continuas quejas de las autoridades chinas. A comienzos de junio de 2021 se produjo la visita de tres senadores estadounidenses a la isla en un avión militar, lo que provocó la indignación de Pekín, que calificó la visita de "vil provocación política". Ya en 2024, Pekín denunció como una ruptura de la política de "una única China" la felicitación emitida por el Presidente Biden a Lai Ching-te, el líder del Partido Progresista Democrático (PPD), pro independencia, que se hizo con la victoria en las elecciones del pasado enero.

De todas formas, China, entre cuyos planes y ejercicios militares de batalla sí figura en primer lugar la invasión de Taiwán, parece más inclinada por el momento, sobre todo tras la invasión rusa de Ucrania y sus propios problemas económicos, a forzar la reunificación por medio de la tradicional intimidación, con su creciente presencia militar en el espacio aéreo de la isla. Seguramente baraja también la posibilidad de imponer eventualmente un bloqueo aéreo y marítimo. En este último escenario ya se podrían producir graves consecuencias, no solo para China sino para toda la economía mundial, ya que EEUU probablemente respondería con una amplia imposición de sanciones sobre Pekín. Según algunos análisis (Bloomberg) un bloqueo de la isla de este tipo podría provocar una caída del PIB mundial del 5%, no muy lejos del impacto de la Crisis Financiera Global de 2009 (GFC). En caso de guerra el impacto superaría según sus estimaciones el 10% del PIB.



Fuente: Bloomberg.

La nueva política exterior también se ha traducido en una actitud más combativa en los numerosos conflictos territoriales que China mantiene con países de la región<sup>(12)</sup>. Si las relaciones entre Pekín y Washington son algo contradictorias debido al recelo mutuo pero a la estrecha interconexión de sus economías, esto todavía es más evidente en la relación de China con buena parte de sus vecinos asiáticos. El PIB de China supera ya más del 50% de la región Asia-Pacífico, y China es el principal socio comercial de prácticamente todos los países de la región. Así pues, a pesar de los numerosos conflictos con sus vecinos por los territorios fronterizos en disputa, China mantiene una tupida red de acuerdos comerciales y de inversión con prácticamente todos ellos. Buena prueba de ello es la firma del RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership) en noviembre de 2020<sup>(13)</sup>, precisamente cuando las relaciones bilaterales de muchos de los firmantes con China no pasaban por su mejor momento. El RCEP, aunque no conlleva una gran rebaja de aranceles de forma inmediata, sí constituye un hito histórico en muchos aspectos. Crea por primera vez en Asia una zona de libre comercio homologable en muchos aspectos a la de la UE o el NAFTA, y de un tamaño cercano al 30% del PIB mundial. Además, constituye el primer acuerdo comercial de este tipo entre China, Japón y Corea del Sur. Estos países, más el ASEAN y Australia y Nueva Zelanda, tendrán por primera vez unas reglas de comercio homogéneas en aspectos cruciales, como las reglas de origen, lo que simplificará enormemente el comercio entre ellos. El acuerdo, centrado sobre todo en la reducción de los aranceles de las manufacturas (al 90%), es sin duda una gran victoria para China, ya que en principio es el país más competitivo en esta materia y le permite ahondar en su política de *decoupling* de Estados Unidos y afianzar su posición hegemónica como proveedor en Asia.



- 
- (12) China mantiene hasta 18 disputas territoriales con una docena de países. Los más importantes son con la India, Japón, y, con buena parte de los países del ASEAN, con los que se disputa la soberanía del mar del Sur de la China, rico en recursos pesqueros e hidrocarburos.
- (13) Entró en vigor en enero de 2022 en todos los países firmantes excepto en Myanmar, cuya ratificación permanece suspendida debido al golpe de Estado de 2021.

## 2. SITUACIÓN ECONÓMICA

- ➔ Tras un largo periodo de alto crecimiento, sin precedentes en la historia, China es hoy la segunda economía mundial, el primer exportador de mercancías y el principal importador de materias primas. Es también el mayor productor de manufacturas del mundo y líder mundial en un gran número de sectores de alta tecnología.
- ➔ El modelo de crecimiento basado en la inversión-exportación se está transformando, pero con gran dificultad. Sigue mostrando una fuerte dependencia de las altas tasas de inversión, mientras que la expansión del crédito ha dejado problemas de sobreendeudamiento en algunos sectores. Además, el país afronta a medio-largo plazo un acentuado cambio demográfico que lastrará el potencial de crecimiento.
- ➔ Ralentización del crecimiento en 2022-24. La rápida recuperación ante la crisis del covid se vio truncada en 2022 por las constantes mutaciones del virus y el mantenimiento de una estricta política sanitaria. A esto se ha unido un doloroso proceso de desapalancamiento del sector inmobiliario, un mal comportamiento del sector exportador y una política económica más enfocada a reducir riesgos que a estimular el crecimiento. En 2024 China podría tener problemas incluso para cumplir con las previsiones de crecimiento, en torno al 4,6%.

### UN GIGANTE CON PROBLEMAS DE FONDO

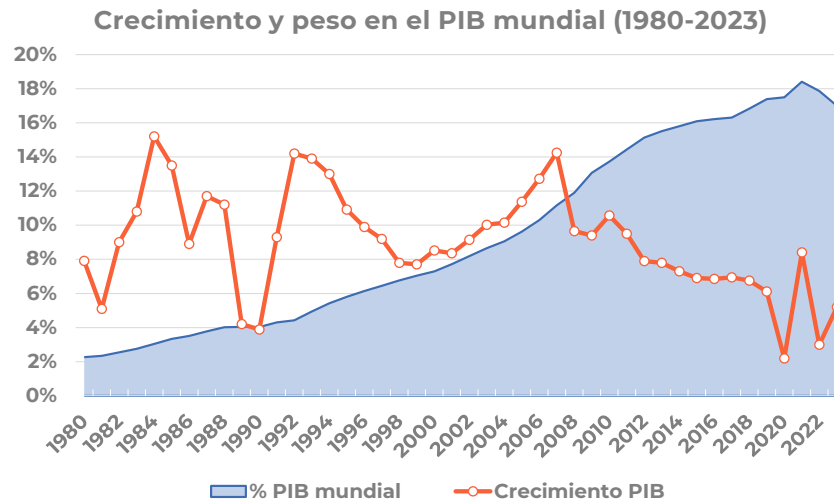
PIB	17.983.300 mill.\$
CRECIMIENTO PIB	5,2%
INFLACIÓN	-0,3 %
SALDO FISCAL	-7,5%
SALDO POR C/C	1,6%

Datos a 2023, estimaciones.

China ha protagonizado en las últimas cuatro décadas el ascenso económico más rápido de la historia. Dado el enorme tamaño de su población (se incrementó en 400 millones de habitantes entre 1980 y 2020) y el intenso crecimiento económico registrado (con tasas en torno al 10% entre 1980-2010 y del 6-7% posteriormente), China ha pasado en un periodo relativamente

corto de ser una potencia de segunda fila a rivalizar con EEUU por el liderazgo económico mundial. Su PIB roza actualmente los 18 billones de dólares, algo menos de una quinta parte del PIB mundial, lo que le coloca con diferencia como segunda economía del globo. Además, es desde hace años la primera potencia exportadora, con ventas al exterior de mercancías que superan los 3,2 billones de dólares. En definitiva, China es hoy pieza clave para entender la evolución de la economía mundial, y muy especialmente de los países emergentes, ya que es el principal consumidor de la mayor parte de materias primas, con cuotas de consumo que oscilan entre el 20% y el 45% de la producción mundial de níquel, cobre, estaño, aluminio, hierro y carbón, y escala rápidamente en muchos otros productos industriales y de consumo. Se estima incluso que China podría superar a EEUU como primera potencia económica (PIB a precios de mercado) a lo largo de la próxima década. No obstante, las recientes dificultades económicas y los problemas de fondo, como el cambio demográfico, están provocando la revisión de este hipotético *sorpasso* a EEUU<sup>(14)</sup>.

(14) En 2023 Goldman Sachs aplazó el *sorpasso* a 2035. No obstante, otras casas de análisis estiman que se no producirá en al menos 20 años e, incluso alguna (Capital Economics) augura que nunca se producirá.



Fuente: FMI

Para entender los problemas de la China actual es necesario ponerlos en perspectiva, y entender el proceso de ascenso económico, desde un país pobre, cerrado y de baja productividad, a uno de ingreso medio-alto (12.850\$ en 2022), con una excelente dotación de infraestructuras, tecnología puntera en muchos campos y dotado de la clase media más numerosa del mundo (aproximadamente 700 millones). Sin duda, el sector exportador, unido al continuo trasvase de fuerza laboral del campo a las ciudades, y las espectaculares tasas de ahorro e inversión han sido claves en este proceso. No obstante, la evolución demográfica ocupa un lugar central como factor explicativo.

Cuando China introdujo la política del “hijo único”, en 1979, dos tercios de la población tenía menos de 30 años y las generaciones del *baby boom* de los 50 y 60 entraban en su etapa productiva. De esta forma, el ratio de dependencia económica<sup>(15)</sup> descendió abruptamente, desde 80 por cada 100 trabajadores hasta 37 en 2010. Se trata de la tasa más baja alcanzada por ningún país en la historia. Esto ha favorecido unas elevadísimas tasas de ahorro e inversión, y una enorme disponibilidad de mano de obra, que trasladándose del campo a la ciudad (anualmente más de 10 millones de trabajadores agrícolas se han incorporado a las fábricas en entornos urbanos) han permitido enormes incrementos de productividad.

Por otra parte, evidentemente, sin la apertura al exterior, los programas de desarrollo de infraestructuras y la entrada de capital y tecnología extranjeros, que dieron como resultado la transformación productiva del país, no habría sido posible dar cabida a estos flujos de capitales ni empleo a la creciente masa laboral que, a partir de mediados de los noventa, se ha ido empleando en el creciente sector privado e impulsando con ello la productividad. Se trata, pues, de un complejo círculo virtuoso en el que se han retroalimentado muchos factores para producir el mayor salto productivo de un país desde la revolución industrial. Sin embargo, este proceso lleva ya algunos años mostrando signos de agotamiento y generando preocupantes desequilibrios en algunos sectores, especialmente en la industria pesada, las infraestructuras y el sector financiero.

(15) Proporción de la población dependiente (edades de 0-15 y 65+) en relación a la población en edad de trabajar (16-65).



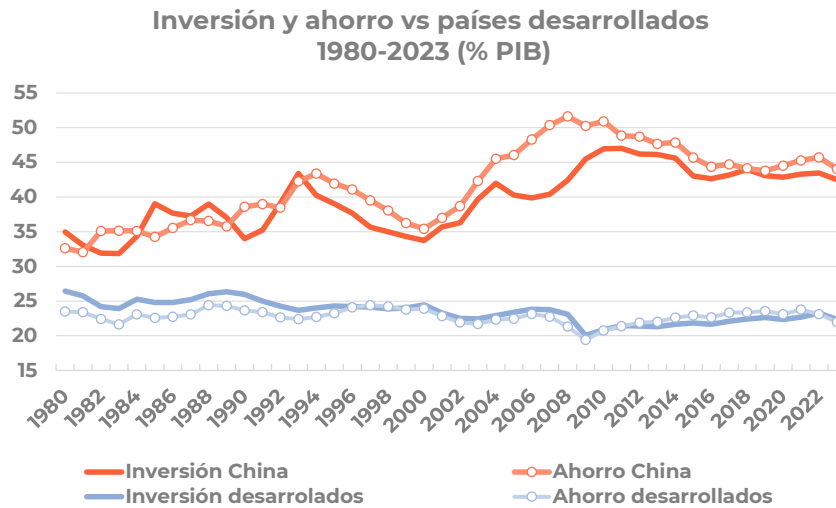
En primer lugar, el fenómeno demográfico abre serios interrogantes sobre el futuro, ya que las previsiones apuntan a que China recorrerá en las próximas décadas el camino inverso, tanto en intensidad como en rapidez. La ratio de dependencia sigue siendo hoy relativamente baja (45 por cada 100), pero se estima que alcanzará la cota de 70 en 2050, un cifra similar a la que registraba en 1979. Por otra parte, el mantenimiento de las bajas tasa de natalidad durante este periodo (en torno a 1,2 hijos por mujer) implica que la fuerza trabajadora se reducirá a un ritmo considerable. De hecho, se estima que entre 2010 y 2022 la fuerza de trabajo se habría reducido en 16,5 mill. de personas, y ya en 2023, por primera vez desde la gran hambruna de 1961, se habría producido una caída en la población total. Al mismo tiempo, el país se enfrenta al proceso de envejecimiento más rápido que haya experimentado ningún país antes (en 2010 los mayores de 65 años eran el 7,5% de la población y en 2040 se estima que alcanzarán el 25%).

China ha revertido antes de lo previsto y de forma acelerada la política del hijo único. En 2015 adoptó una política de dos hijos. En 2021 pasó a ser de tres y a finales de ese mismo año se eliminó toda prohibición sobre el número de hijos. Ya en 2023, tras haberse registrado el primer descenso de la población en seis décadas, han comenzado a introducirse las primeras políticas de fomento de la natalidad<sup>(16)</sup>. Sin embargo, desde 2015 la tasa de fecundidad china no solo no se ha incrementado, sino que ha continuado reduciéndose hasta un mínimo histórico de 1,2, y la experiencia muestra que el impacto de este tipo de políticas es reducido.

Así pues, es evidente que el dividendo demográfico no será un factor de crecimiento relevante en el futuro. No obstante, conviene matizar qué significa esto para el futuro de China. En 1980, antes de obtener los beneficios del dividendo demográfico, China ya contaba con una tasa de ahorro elevada, del 35% del PIB. La población china ha mostrado tradicionalmente una arraigada cultura del ahorro, lo que, unido a un sistema financiero volcado en el trasvase de este ahorro escasamente remunerado (muchos analistas hablan de represión financiera) y a una política cambiaria de yuan depreciado en términos reales, ha provocado que la dinámica demográfica se traduzca en unas tasas de inversión jamás vistas antes durante un tiempo tan prolongado. El retorno a unas tasas de ahorro entre el 20-30%, similares a las de los países de la OCDE, no tiene porqué provocar una implosión del crecimiento. De hecho, con relación a otros países de la OCDE (que parten de tasas de ahorro mucho más bajas, pero van a sufrir un problema de reducción de fuerza de trabajo similar), China se encontraría en una posición algo más ventajosa. En realidad, la reducción de la tasa de ahorro es una condición que va en línea con disminuir la dependencia del modelo inversor-exportador intensivo de infraestructuras e industria manufacturera frente a uno más basado de en la innovación y los servicios.

---

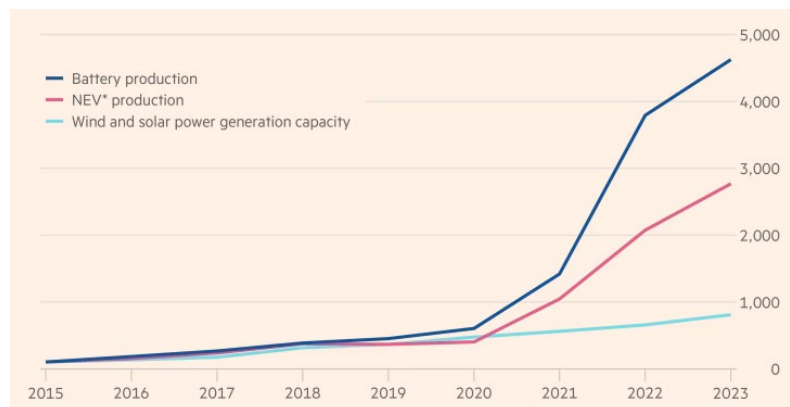
(16) En marzo de este año se aprobó que las mujeres solteras tuvieran acceso a la congelación de óvulos y a tratamientos de fecundación in vitro. En el ámbito local son numerosas las ciudades que comienzan a ofrecer ayudas a la natalidad. En la ciudad de Shenzhen, de más de 17 millones de habitantes, se ofrecen ayudas por valor de unos 1.000 euros por formar una familia, con pagos adicionales de 1.500 y 2.700 euros si tienen un segundo y tercer hijo. Asimismo, el pasado mes de mayo la Asociación de Planificación Familiar de China anunció que pondrá en marcha proyectos piloto en más de 20 ciudades para crear una cultura matrimonial y de procreación "de la nueva era", que fomente un entorno favorable a la maternidad.



Fuente: FMI

Las autoridades chinas son conscientes de estos problemas y llevan ya más de una década enfatizado la necesidad de favorecer los servicios y el consumo interno en detrimento de la inversión en sectores como la construcción, la industria pesada y las infraestructuras. Se han producido avances notables, especialmente en cuanto al consumo que, a pesar de la desaceleración económica, y con la excepción de 2020 y 2022, años marcados por el covid, ha registrado tasas de crecimiento cercanas al 10% y ha pasado de representar el 48% al 54% del PIB en la última década. Hasta la llegada del covid, el Ejecutivo también favorecía en términos generales una política de tipo de cambio algo más fuerte y la subida de los salarios en términos reales, así como una decidida apuesta por todos los sectores tecnológicos. Así, por ejemplo, llama la atención, en medio del deterioro de la percepción inversora, el extraordinario éxito de China en determinados sectores en los que ha apostado con fuerza, como las energías renovables, las baterías eléctricas o la movilidad eléctrica. China lidera hoy, con diferencia, la producción mundial de vehículos eléctricos, con algo más de 8,5 millones de vehículos que suponen en torno al 60% de la producción mundial. Además, las exportaciones en las industrias verdes están creciendo a un ritmo explosivo. En 2023 crecieron un 30%, hasta alcanzar los 139.300 mill.\$.

### Crecimiento en las nuevas industrias (2015 = 100)

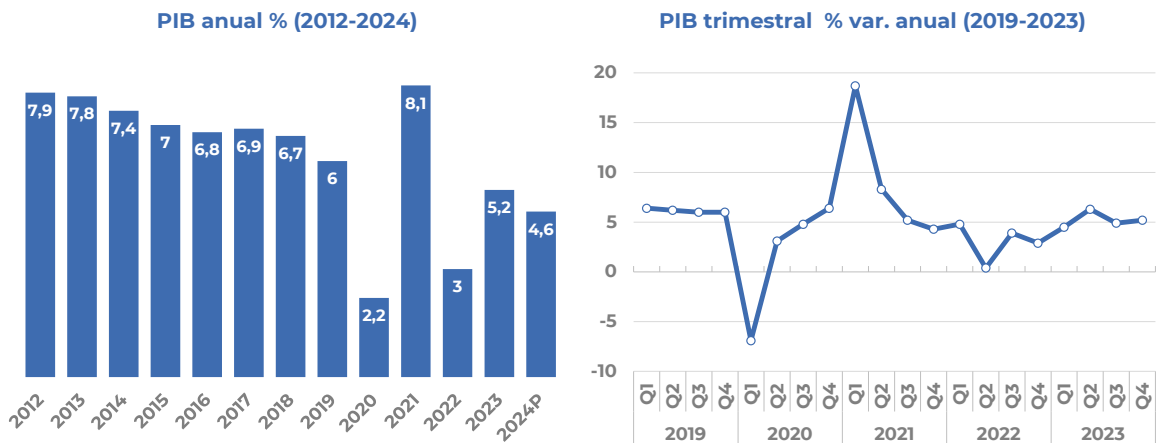


Fuente: FT

Con todo, el crecimiento sigue dependiendo en buena medida de la inversión y las exportaciones, por lo que es evidente que este proceso debe venir de la mano de una moderación de las tasas de crecimiento. Además, el empeño de las autoridades en moderar el apalancamiento y reducir los riesgos en el sector inmobiliario ha asestado un duro golpe a la confianza de los consumidores al dañar el principal activo de las familias chinas, como es la vivienda. Así, la célebre transformación del modelo chino es hasta el momento un proceso que avanza, pero de forma intermitente y frenando el crecimiento del PIB.

## CRECIMIENTO: CRISIS INMOBILIARIA Y PÉRDIDA DE CONFIANZA

Antes de la pandemia la economía china estaba inmersa en lo que parecía una progresiva y controlada desaceleración, desde tasas de dos dígitos hasta cifras en el entorno del 6%, todavía relativamente elevadas en el contexto de los países emergentes.



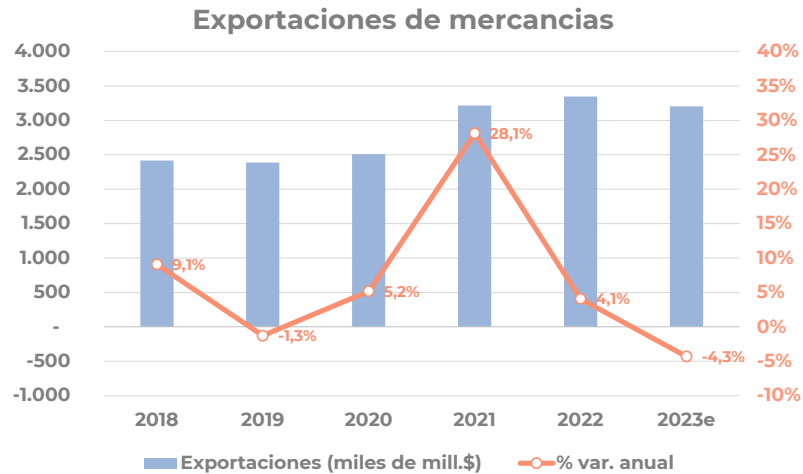
Fuente: FMI

El estallido de la pandemia en diciembre de 2019 en Wuhan tuvo un severo impacto de forma inmediata en la economía. En el primer trimestre de 2020 el PIB se contrajo un -10,4% en terminos intertrimestrales. Sin embargo, China mostró rápidamente la efectividad de sus férreos controles anti covid<sup>(17)</sup>. Experimentó un rápido rebote y fue una de la pocas economías del mundo que anotó una expansión del PIB en 2020. Creció un extraordinario 2,2%, frente a la contracción del PIB mundial del 3,1%. Además, a lo largo de 2021, mientras que el resto de países desarrollados afrontaban continuos rebotes, el país funcionaba con relativa normalidad y registró una fuerte expansión del 8,1%. Su competitiva industria manufacturera se vio, además, favorecida por el boom de demanda de bienes en todo el mundo frente a los servicios, circunstancia derivada de los obligados confinamientos de la población. Así, en 2021, en medio del alza de los precios de los fletes y la congestión de los puertos, las exportaciones de mercancías chinas crecieron un espectacular 28,1% (un 34,7% más que en 2019).

Las constantes mutaciones del virus hacia cepas con menor mortalidad y, sobre todo, mucha mayor capacidad de contagio, invirtieron las tornas en 2022. Así, ante el rebrote recurrente de

(17) La combinación de test masivos tempranos (China registra más de 1.800 tests por caso de covid registrado, frente a cifras de entre 10 y 20 en Europa y EEUU), confinamientos estrictos muy localizados, y férreos controles sanitarios de entrada al país le permitieron recuperar una actividad prácticamente normal a partir de abril de 2020, cuando el resto del mundo comenzaba a combatir las primeras oleadas de contagios.

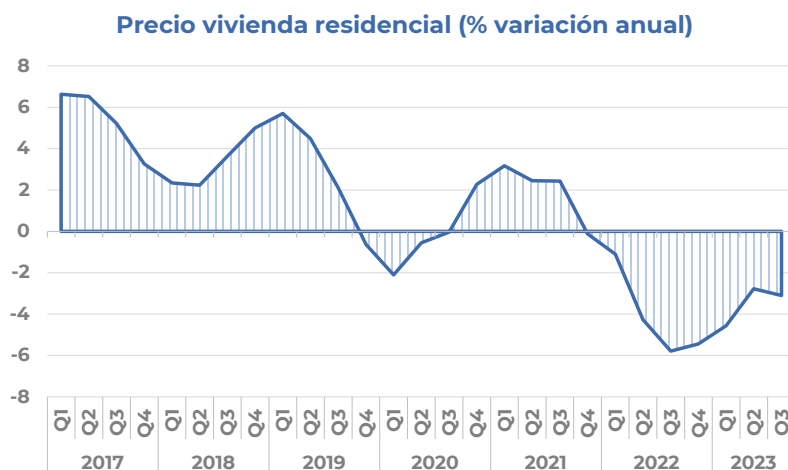
pequeñas oleadas del virus, se mantuvieron las estrictas medidas anticovid, que provocaron una disrupción de la economía muy similar a la ocurrida en la primera mitad de 2020. En el segundo trimestre de 2022 la economía registró una contracción del -2,2% en terminos intertrimestrales. Se acabaría cerrando el año con un crecimiento del PIB del 3%, solo ocho décimas más que en 2020.



Fuente: IIF

Si bien China relajó de golpe todos sus controles anticovid en diciembre de 2022, la recuperación ha sido muy discreta desde entonces. En primer lugar, China ya no se veía favorecida por el *boom* de la demanda de manufacturas. Al contrario, en 2023 el mundo ya había recuperado la normalidad y se disparaba la demanda de servicios, contenida los años previos, frente a la compra de bienes, que iniciaba una fase de normalización. Como consecuencia, las exportaciones chinas de mercancías se contrajeron un 4,3% en 2023.

Por otra parte, el covid agudizó los problemas en el sector inmobiliario, cuya crisis se puso ya de manifiesto con el anuncio del *default* de deuda *off-shore* del gigante inmobiliario Evergrande en diciembre de 2021. La crisis inmobiliaria es, posiblemente, el principal factor detrás las actuales dificultades económicas del gigante asiático, pero se trata de una crisis que lleva tiempo en marcha.



Fuente: FRED

El sector de la construcción supone solo un 6-7% del PIB. Sin embargo, en sentido amplio, todo el sector inmobiliario representa en torno a un 20% del PIB y cerca del 70% de la riqueza de los hogares. En décadas pasadas, este sector era para el Gobierno uno de los ejes principales de su política de alto crecimiento. Se fomentó tanto la disponibilidad de tierras como de permisos para nuevas construcciones. Los gobiernos locales veían en el sector inmobiliario una manera fácil de obtener recursos y las familias consideraban la vivienda como la mejor, si no la única, inversión disponible. Esto provocó un crecimiento explosivo, favorecido también por el enorme apalancamiento de las empresas del sector. La tasa de urbanización de China aumentó del 29% al 65% entre 1995 y 2021.

### EL SHADOW BANKING Y LA SALUD DEL SISTEMA FINANCIERO

El sector bancario en la sombra creció a tasas sostenidas del 20% durante 2011-19, llegando a representar el 50% de los préstamos bancarios y una tercera parte de todos los activos. Empezó a extenderse para compensar la falta de liquidez que sufrían algunas compañías que no podían acceder al crédito de los principales bancos del país. Por otra parte, esta expansión se materializó a través de diversos instrumentos, como los préstamos fiduciarios, los activos de empresas fiduciarias, las letras bancarias y los préstamos privados y productos de gestión del capital. Gozan así de ciertas ventajas, como la posibilidad de "anotar" esos productos fuera de balance o de clasificar los préstamos como si fueran una inversión, lo que evita tener que destinar provisiones para hacer frente a los créditos de dudoso cobro, por ejemplo, y permite registrar mejores ratios de capital. Esta práctica fomenta el endeudamiento de las empresas del país, que acceden de forma rápida y fácil al crédito, aunque con altos intereses, y el apalancamiento del sector financiero en general, que se endeuda para hacer frente a sus propias deudas. Esta dinámica de créditos en la sombra, caracterizada por la opacidad y la desregulación, indudablemente aumenta todavía más los riesgos que ya conlleva un excesivo endeudamiento.

El Banco Central de China y la Comisión Bancaria Regulatoria llevan tiempo intensificando su nivel de intervención en el sistema, aumentando la regulación y aplicando medidas monetarias para controlar tanto la liquidez del sistema como la banca en la sombra (responsable de la mayor parte del endeudamiento menos rentable, como es el caso de los sectores inmobiliario y la industria pesada). En 2017 se prohibió a las entidades no financieras (aquellas que no se rigen por la ley bancaria) comercializar productos de inversión o conceder créditos; y a las compañías muy endeudadas, acceder a los préstamos que ofrezcan las entidades oficiales. También ha aumentado el control sobre los balances de los bancos, haciendo especial hincapié en la calidad de los activos y su posición de liquidez. Además, supervisan el uso de los fondos y seguros, los riesgos de burbujas en el mercado inmobiliario y los flujos de capital transfronterizos.

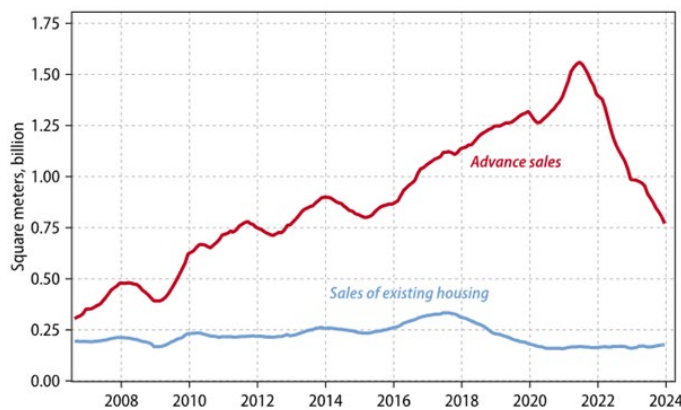
En cambio, según los datos oficiales, el sector bancario formal, controlado por los cinco grandes bancos públicos, mantiene una posición relativamente sólida, con una morosidad muy baja y unos ratios de capitalización favorables. La exposición de los Bancos tradicionales al sector inmobiliario es limitada y la morosidad ha seguido siendo muy baja en los últimos años. A finales de 2023 se situó en un escaso 1,6%, mientras que el ratio de capitalización creció ligeramente respecto al año anterior para situarse en el 14,8%. No obstante, otras fuentes no oficiales estiman que la ratio de morosidad real podría ser mucho más elevada (van desde el 3% al 15%), ya que existe una práctica extendida de retrasar el reconocimiento de los préstamos morosos, ya sea de forma directa o a través de diversos instrumentos financieros disponibles en el sector bancario en la sombra. Los beneficios habitualmente se sitúan en niveles también favorables, con ROEs del 11-12%, y ROAs del 1%, si bien en los últimos años habrían descendido algo, hasta el 9,5% y el 0,8%, respectivamente, registrados en 2023.

En 2017, preocupadas por el excesivo endeudamiento de las empresas del sector y los altos precios de la vivienda en las grandes ciudades, las autoridades comienzan a dar un giro en su política. En octubre de 2017, Xi Jinping declaró que "las ciudades son para vivir, no para especular", lo que dio el pistoletazo de salida a la revisión de la política crediticia de los bancos chinos hacia el sector inmobiliario. El punto de inflexión definitivo llegó en agosto de 2020 con la aprobación de las "tres líneas rojas", unos requisitos de salud financiera para las empresas del

sector de cara a continuar recibiendo financiación<sup>(18)</sup>. En paralelo, las autoridades incrementaron los controles sobre el sector bancario en la sombra o *shadow banking*, lo que limita aun mas las posibilidades de muchas de estas compañías de mantenerse a flote en un momento en que la demanda comienza a descender. El golpe definitivo para el sector fue el anuncio de la quiebras de los promotores inmobiliarios (en 2023 hasta 233 compañías), ya que paraliza la fuente principal de financiación de estas empresas: los propios compradores.

Efectivamente, la mayor parte de las viviendas en China se adquieren bajo la modalidad de compra anticipada, muchas veces hasta más de 5 años antes de que se completen los proyectos. Las quiebras en el sector han roto la confianza de la población en que los promotores cumplan con lo pactado. Se explica así el desplome de la venta de viviendas bajo esta modalidad, frente a la todavía relativa estabilidad de las ventas de inmuebles terminados. Como veremos, las autoridades han comenzado un goteo de medidas de estímulo destinadas a este sector, pero no será fácil recuperar la confianza de los hogares por medio de reducciones en los tipos, cuando lo que temen es la pérdida total de su inversión.

### Venta de vivienda anticipada vs terminada



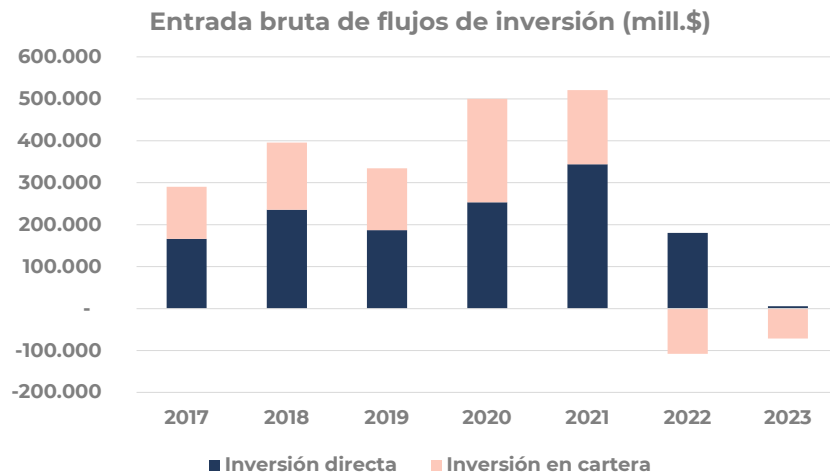
Fuente: Gavekal

Por último, la narrativa de los mercados de capitales sobre la situación de China ha cambiado drásticamente, lo que ha afectado severamente a los flujos de inversión. De ser el país llamado a convertirse en la primera economía mundial y destino indispensable para la expansión de las grandes multinacionales, ha pasado a ser un país que despierta dudas por las crecientes tensiones geopolíticas derivadas su confrontación con EEUU, el creciente control sobre las grandes empresas tecnológicas que operan en su territorio y las dudas sobre el crecimiento, tanto a corto plazo, por la crisis del sector inmobiliario, como a a largo, por sus problemas estructurales. También ha contribuido a ello la erosión del status especial de Hong-Kong como centro de negocios que otorga seguridad jurídica<sup>(19)</sup>, ya que a través de esta plaza financiera se canalizaba la mayor parte de la inversión extranjera en China. De este modo, China que en las últimas décadas ha encabezado permanentemente la lista países emergentes receptores de

(18) **1)** El pasivo no debe superar el 70% del activo. **2)** La deuda neta no debe ser superior al 100% de los fondos propios. **3)** Un coeficiente mínimo de 1 en el ratio de liquidez. Las reservas monetarias deben ser al menos el 100 por cien de la deuda a corto plazo.

(19) Tras las protestas en masivas en Hong-Kong sucedidas en 2019 a raíz de la Ley de Extradición, diseñada para acabar con la independencia jurídica de la ciudad, China ha dejado claro que el modelo de "un país, dos sistemas" tiene los días contados. En los últimos años se ha puesto fin a la autonomía política de la ciudad y, tras la aprobación de la Ley de Seguridad en 2021, se ha sofocado todo intento de disidencia política, la mayor parte exiliada ahora en Singapur o Taiwán.

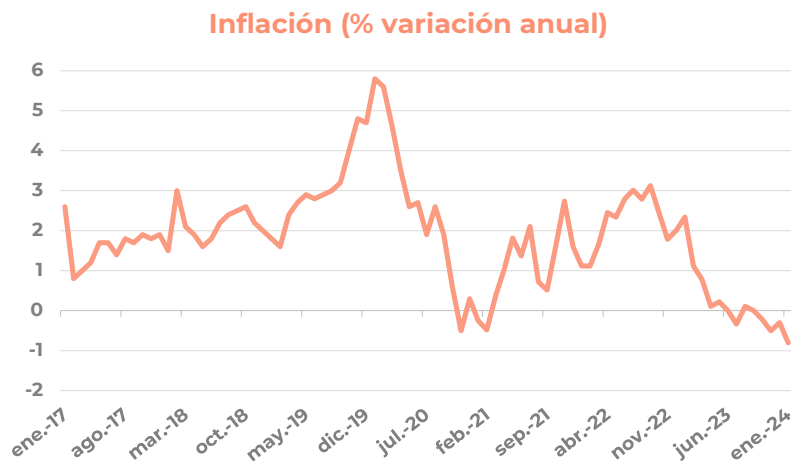
flujos de inversión extranjera, ha visto como en 2023 estos flujos, se han frenado por completo (ver gráfico). Así se explica también el desplome de la bolsa china en 2023 (caída del 14% del índice Hang Seng), en un año de fuertes subidas en las bolsas de todo el mundo (+22,8% del MSCI, que mide el comportamiento de las bolsas mundiales). De hecho, la bolsa de Hong-Kong acumula una pérdida de cerca del 50% desde el máximo de 2021.



Fuente: IIF

En este contexto tan adverso, la cifra final de crecimiento del PIB publicada por las autoridades chinas en 2023, del 5,2%, ya no resulta tan negativa. De hecho, la cifra ha vuelto a despertar suspicacias sobre la veracidad de las estadísticas oficiales. No obstante, hay que tener en cuenta que la base de comparación fue un año tan malo como 2022, y que las cifras indican que en el último trimestre de 2023 la situación del mercado inmobiliario se habría estabilizado, al tiempo que la industria manufacturera y las exportaciones han registrado un cierto repunte. No obstante, las previsiones para 2024 no son muy halagüeñas con relación a los estándares chinos. EL FMI estima un crecimiento del 4,6%, por debajo incluso del nuevo objetivo oficial del 5%. Además, los riesgos son claramente a la baja si la crisis inmobiliaria se agrava y/o la reciente tendencia deflacionaria se consolida.

Efectivamente la evolución reciente del índice de precios está generando un creciente temor a que China entre en una espiral deflacionista, con las implicaciones negativas que tendría en cuanto al incremento de los tipos de interés reales, el apalancamiento y la inversión en general. El año 2023 cerró con un descenso en el índice general de precios del -0,3%. En enero de 2024 la caída se aceleró hasta el -0,8% anual. Se trata del cuarto mes en el que el índice muestra una caída, y la mayor desde 2009. No obstante, esta caída está siendo protagonizada por los alimentos. La inflación subyacente, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo estable en el 0,4% interanual. Además, la evolución de los datos indica que la presión a la baja sobre los precios se estaría estabilizando. Así, por ejemplo, los precios de producción cayeron un 2,4% interanual en enero, notablemente menos que los descensos del 3% y el 2,7% registrados los meses previos.



Fuente: Oficina Nacional de Estadística de China

Con todo, sorprende que las autoridades no esten tomando medidas de política económica más agresivas para estimular el crecimiento. Ya a lo largo de la pandemia de covid los estímulos fiscales y monetarios quedaron muy lejos de los empleados por otras economías<sup>(20)</sup>. No obstante, la inacción del Gobierno en la situación actual es todavía más llamativa.

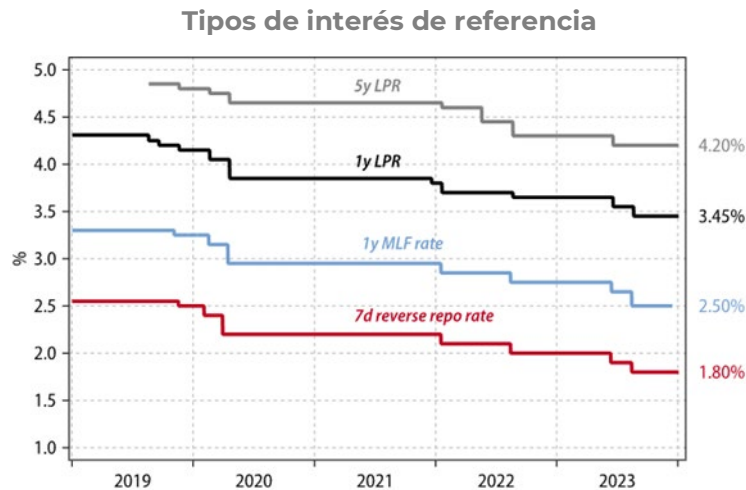
En 2023 la política fiscal se ha limitado a extender los programas de estímulo ya en vigor, especialmente a través de reducciones de impuestos, pero sin apenas comprometer nuevas partidas de gasto (reducciones de los tipos del impuesto sobre el valor añadido para las pequeñas empresas y las microempresas) y el 0,5% del PIB en prórrogas de medidas anteriores (por ejemplo, deducciones fiscales). Así, el FMI considerará que el impulso fiscal fue nulo en 2023.

En cuanto a la política monetaria tampoco está siendo muy drástica, sobre todo si tenemos en cuenta el abrupto descenso de la inflación hasta terreno negativo. Los tipos de interés de referencia se han recortado desde enero de 2020 en torno a un 1,5%. Amplitud similar al recorte que ha registrado el coeficiente de reservas, que ha pasado del 11,5% al 10% en febrero de 2024<sup>(21)</sup>.

(20) En conjunto, se estima que el impulso fiscal en 2020 podría haber sido aproximadamente del 5,8% del PIB (4,6% en gasto directo y 1,2% en garantías). A ello se unió el estímulo monetario del Banco Central, aunque solo redujo un 0,25% y un 0,5% los tipos en sus principales líneas de financiación a corto plazo.

(21) La instrumentación de la política monetaria no está tan enfocada en un tipo de interés de referencia como en los países desarrollados. Hay hasta cuatro tipos de referencia que generalmente se mueven en tándem, pero se usa también frecuentemente el coeficiente de reservas y, de manera menos explícita, se insta directamente a los Bancos públicos a ser más laxos o más restrictivos en la concesión de crédito.





Fuente: Gavikal

Las autoridades han efectuado un goteo de medidas enfocadas al estabilizar el mercado inmobiliario, relajando, en la práctica, el cumplimiento de las tres líneas rojas por parte de los bancos y suavizando las condiciones de los préstamos hipotecarios. También han promovido los préstamos bancarios para la terminación de viviendas inacabadas. Así mismo, los grandes bancos y las sociedades de gestión de activos han recibido instrucciones para participar en el proceso de desapalancamiento apoyando las fusiones y/o liquidación ordenada de promotores en dificultades.

En 2024 las autoridades han filtrado incluso que están estudiando apoyar la renta variable china y hongkonesa. Al parecer, los responsables políticos estarían tratando de movilizar alrededor de 2 billones de yuanes (278.000 mill.\$), procedentes principalmente de las cuentas *off-shore* de las empresas estatales chinas, como parte de un fondo de estabilización para comprar acciones a través del enlace de intercambio de Hong Kong. No obstante, todavía no hay confirmación oficial de este plan, ni se han dado más detalles.

En definitiva, si bien la política económica está contribuyendo a estabilizar la situación, no es aun lo suficientemente tangible como para revertir la pérdida de confianza de hogares e inversores. O bien el Estado anuncia un programa de mucha mayor envergadura, o la tónica a medio plazo del crecimiento chino seguirá siendo decepcionante. Al menos hasta que concluya el proceso de desapalancamiento del sector inmobiliario, algo que podría llevar 4 o 5 años, China podría tener dificultades incluso para crecer a tasas del 4,5%.

## 3. SECTOR PÚBLICO

- ➔ La situación del sector público en sentido amplio (gobierno central, entidades locales y empresas públicas) muestra un desequilibrio excesivo como consecuencia de las continuas rebajas fiscales y de la dependencia de gobiernos locales de los ingresos inmobiliarios.
- ➔ El déficit público se mantiene relativamente elevado, en torno a un 7,5% del PIB. Esta cifra se eleva hasta un excesivo 13,6% si consideramos todos los vehículos de financiación extrapresupuestarios. En el caso de la deuda pública, esta pasaría de un moderado 55,3% a un abultado 116,2% del PIB.
- ➔ La delicada situación financiera de empresas públicas y gobiernos locales no supone de momento un riesgo importante, dada la amplia capacidad financiera del país. El rating de A+ refleja el elevado nivel de solvencia del soberano.

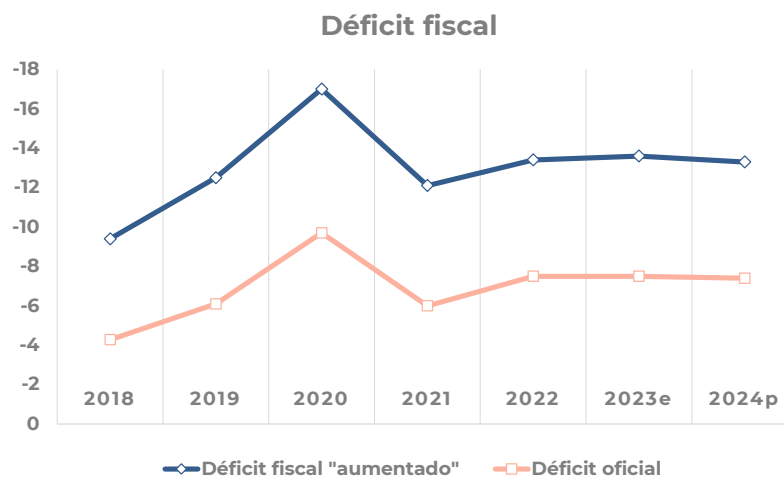
### EL PROBLEMA DE LAS FINANZAS LOCALES

Si la política fiscal no está siendo claramente anticíclica en el actual contexto macroeconómico, es en gran medida debido a la reducción en el margen que tienen las autoridades, cada vez más preocupadas por el peso de la deuda de los gobiernos locales. A pesar de que las autoridades cuentan aún con posibilidades de movilizar amplios recursos a nivel central, lo cierto es que la política fiscal de China se ve limitada por dos grandes problemas interrelacionados: una amplia brecha fiscal del sector público en su conjunto y el rápido deterioro de las finanzas de los gobiernos locales, presionadas por la caída de los ingresos provenientes del sector inmobiliario y por su excesivo endeudamiento. Una mejora significativa de las perspectivas fiscales sólo puede provenir de un giro en el sector inmobiliario y/o de una gran reforma fiscal, algo que parece poco probable a corto plazo.

El sistema fiscal, especialmente a nivel local, es muy dependiente de los ingresos proporcionados por los proyectos inmobiliarios, ya que las provincias y municipios apenas cuentan con tributos propios. Esto es así no sólo para los gastos de capital y el servicio de la deuda, sino también para la financiación de los servicios públicos corrientes. Por otra parte, el Gobierno central lleva la última década adoptando una política relativamente laxa de gasto público y, especialmente, de rebajas de los impuestos a empresas y consumidores, derivada de la necesidad de estimular el crecimiento en momentos puntuales. Esta tendencia se ha agravado, evidentemente, durante la pandemia. Así, los ingresos tributarios han descendido cinco puntos porcentuales en el último lustro, hasta un 14% del PIB en 2022, significativamente por debajo de la media de los países emergentes (18%).

El deterioro de las cuentas públicas no se refleja por completo en las cifras oficiales debido al uso extensivo de partidas extrapresupuestarias, especialmente a nivel local. Así, existen enormes discrepancias en las cifras de déficit y deuda pública según distintas definiciones. El FMI publica cifras de déficit y deuda "ampliados", mucho más abultados que los oficiales. En opinión de las autoridades chinas, la definición ampliada del FMI es errónea, ya que bajo la ley presupuestaria de 2014, los gobiernos locales no asumen la responsabilidad de las obligaciones

financieras de los instrumentos de financiación paralela<sup>(22)</sup>. Las autoridades señalan que cualquier deuda asumida de forma ilegal será responsabilidad de los inversores y no del Gobierno. Se trata de un terreno gris, especialmente en lo tocante a la asunción de garantías de las empresas públicas, como lo demuestran los problemas del mercado de bonos corporativos durante 2020<sup>(23)</sup>. En definitiva, las garantías públicas no explícitas, tanto de estos vehículos como de empresas públicas locales, dependerán en buena medida de la voluntad política en cada caso y momento particular, pero no se pueden dar por seguras.



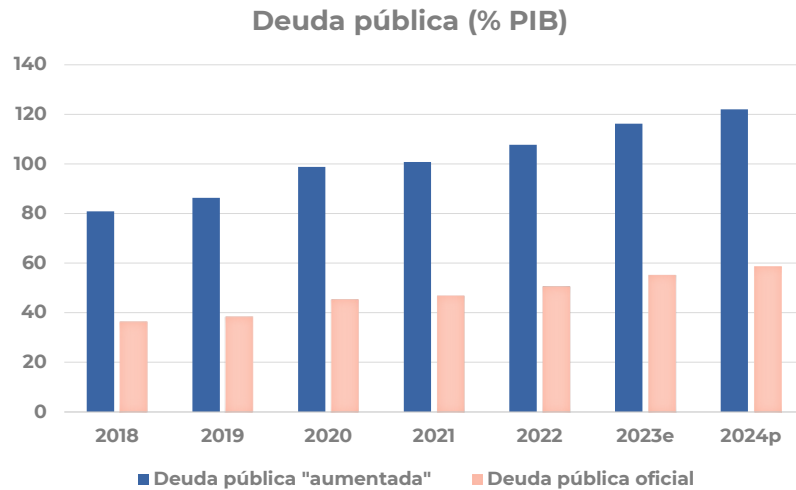
Fuente: FMI

En cualquier caso, el deterioro de las cuentas públicas en los últimos años con motivo del covid y de la crisis inmobiliaria es evidente. En 2023 el déficit oficial del sector público fue del 7,5% del PIB. Si tomamos la cifra ampliada del FMI, el déficit alcanzaría un abultado 13,6% del PIB. Las estimaciones apuntan a que en 2024 se registrarán cifras similares.

Las discrepancias en cuanto a las cifras de deuda son aún mayores. La deuda del Gobierno central es relativamente reducida. Se estima en un 22,7% del PIB en 2023. Si a esta le sumamos la deuda oficial de los gobiernos locales obtendremos la cifra total de deuda pública publicada por las autoridades en 2023, que asciende al 55,3% del PIB. Se trata de una cifra moderada. Sin embargo, con la definición de deuda ampliada del FMI la cifra de deuda pública total ascendería ya a un abultado 116,2% del PIB.

(22) Se trata de los *Local Government Financing Vehicles (LGFV)*, los *Government Guided Funds (GGF)* y los *Social Construction Funds (SCF)*, diseñados habitualmente para financiar proyectos específicos de infraestructuras.

(23) Yongcheng, la compañía pública de electricidad y carbón de la provincia de Henan, impagó 156 mill.\$ de deuda en noviembre de 2020. La confianza tácita que existía hasta ese momento en que, bien los gobiernos provinciales o el propio Estado rescatarían a las compañías públicas en problemas se vino abajo, paralizando durante unas semanas el mercado de bonos doméstico. La situación se normalizó varias semanas después, tras la inyección por parte del Banco Central de cerca de 200.000 mill.rmb en el mercado de deuda.



Fuente: FMI

En 2017 las agencias de calificación Moody's y Standard & Poor's recortaron su *rating* a A1 y A+ respectivamente debido a la desaceleración y a los riesgos por el incremento de la deuda pública y en el sistema financiero. Desde entonces el *rating* ha permanecido estable. No obstante, Moody's puso el pasado diciembre de 2023 la nota en perspectiva negativa. La agencia de calificación advertía de que es probable que Pekín tenga que prestar más apoyo a las administraciones locales y a las empresas estatales endeudadas, que plantean "amplios riesgos a la baja para la solidez fiscal, económica e institucional de China". Moody's también citó "mayores riesgos relacionados con un crecimiento económico a medio plazo estructural y persistentemente más bajo y con la caída del sector inmobiliario". Pese a todo, estas calificaciones colocan a China de forma confortable dentro de la categoría de grado de inversión. Así mismo, el *spread* de deuda soberana, medido por el CDS a 5 años (*credit default swap*) se ha mantenido en niveles muy bajos (50-70 puntos básicos) en los últimos años. Todo ello indica una enorme facilidad de acceso a los mercados de capitales en caso de necesidad.

	Moody's	S&P	Fitch
Singapur	Aaa	AAA	AAA
Corea del Sur	Aa2	AA	AA-
<b>China</b>	<b>A1</b>	<b>A+</b>	<b>A+</b>
Japón	A1	A+	A
Malasia	A3	A-	BBB+

El grado de inversión comienza en **Baa3** (Moody's) y **BBB-** (S&P y Fitch)

## 4. SECTOR EXTERIOR

- ➔ China es el primer exportador mundial de mercancías. Su éxito comercial se ha basado en la venta de manufacturas, gracias a una mano de obra barata, buenas infraestructuras, financiación asequible y un tipo de cambio competitivo.
- ➔ Presenta desde hace décadas superávits por cuenta corriente, que han ido descendiendo en magnitud. En 2023 se ha registrado una notable caída de las exportaciones, si bien el saldo comercial y por cuenta corriente siguen siendo superavitarios.
- ➔ Notable parón de la inversión extranjera en 2023. En todo caso, su solvencia externa está fuera de duda, con las mayores reservas de divisas del mundo, que cubren sobradamente la totalidad de la deuda externa.

### SALDOS SUPERVITARIOS Y ENORME VOLUMEN DE RESERVAS

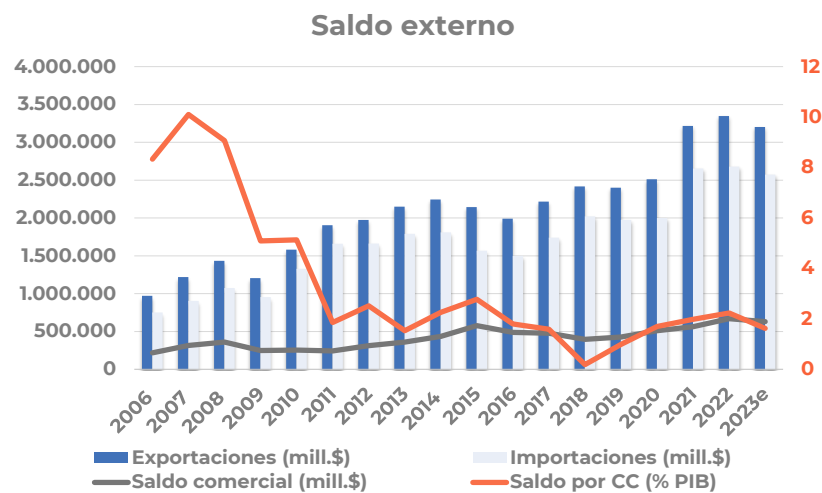
El proceso liberalizador y de apertura al exterior ha permitido a China convertirse en una gran potencia comercial. Las exportaciones crecieron a un nivel asombroso: en 1979 apenas alcanzaban los 14.000 mill.\$ y en 2023 se estiman en 3,2 billones \$, lo que supone una espectacular tasa de incremento anual promedio de casi el 14% de sus ventas al exterior durante un periodo de más de cuatro décadas. Las importaciones tampoco se han quedado atrás: han crecido desde los 18.000 mill.\$ hasta los 2,5 billones \$ en ese mismo periodo. En 2009 China ya superó a Alemania como el mayor exportador mundial y el segundo importador después de EEUU. Hoy en día China es el mayor proveedor en un total de 58 países, lo que le coloca en una posición clave en las cadenas de distribución mundial de mercancías. Desde el inicio de su proceso de liberalización comercial, China ha protagonizado un cambio de especialización comercial, desde un modelo centrado en la exportación de productos agrícolas y manufacturas de muy poca calidad hacia otro orientado a la producción de maquinaria y electrónica (aunque de escaso contenido tecnológico) y, más recientemente, hacia un patrón caracterizado por la exportación de productos con un valor añadido doméstico algo más elevado. Conforme las ventajas competitivas derivadas de la abundante mano de obra barata se van aminorando, China trata de posicionarse en eslabones superiores de las cadenas globales de valor y no duda en utilizar políticas de apoyo directo y financiero en determinados sectores. Ello explica su fuerte presencia en los nuevos sectores relacionados con las energías renovables y los automóviles eléctricos, donde es líder destacado en ventas al exterior.

Los principales socios comerciales de China son los EEUU (15,9% de las exportaciones totales), la UE (14,2%, con Alemania al a cabeza -3,3%), Japón (4,9%) y Corea del Sur (4,6%). Las exportaciones están lideradas por aparatos electrónicos, equipos de radiodifusión y teléfonos. Además, el país asiático ha jugado un importante papel como mero ensamblador de componentes fabricados en terceros países (Corea del Sur, Japón, Taiwán, EEUU, Alemania). Las exportaciones de alta tecnología se sitúan en torno al 35%, si bien esta cifra está sobrevalorada, ya que gran parte del valor añadido de estos productos proviene de importaciones de los componentes. Las importaciones provienen sobre todo de la UE (10,7% de las importaciones), Corea del Sur (8,1%), Japón (7,5%) y Estados Unidos (7,2%); las principales son circuitos integrados y petróleo crudo. El gigante asiático es hoy, con diferencia, el mayor consumidor e importador de materias primas del mundo.

Ocupa un lugar central en el mercado de petróleo. China importó el equivalente a 11,2 mill. de b/d en 2023. Al tiempo que EEUU ha reducido su dependencia del crudo importado. China la ha ido incrementando, siendo hoy en día el principal cliente de los países de la OPEP (Rusia y Arabia Saudí son sus principales proveedores). Así, la floja recuperación de la demanda interna china en 2023 ha sido un factor importante en la moderación de los precios del crudo en 2023 (-17,8%), algo que, por cierto, ha sido esencial también en la moderación de la inflación en el resto del mundo.

El sector exterior fue clave en la rápida recuperación del crecimiento en 2020-21, con crecimiento récord de las ventas al exterior, pero a partir de 2022 ha uno de los principales obstáculos. En 2022 las propias restricciones del covid moderaron el crecimiento y en 2023 el escaso tirón de la demanda mundial de bienes electrónicos provocó una caída por primera vez en 7 años. Así En 2023 las exportaciones de bienes se contrajeron un 4,3%, hasta los 3,2 bill.\$. No obstante, las importaciones también cayeron un 3,7%, hasta los 2,57 bill.\$, por lo que los saldos superavitarios apenas se han visto afectados.

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, pero que se han moderado en torno al 2% o menos en el último lustro. El mayor volumen de importaciones junto con un saldo deficitario cada vez mayor en la balanza de servicios y rentas explican esta evolución. En 2023, a pesar de la caída de las exportaciones el superávit comercial superó todavía los 600.000 mill.\$ y el superávit por cuenta corriente se redujo a unos 290.000 mill.\$, lo que representa un 1,6% del PIB, unas seis décimas menos que en 2022.

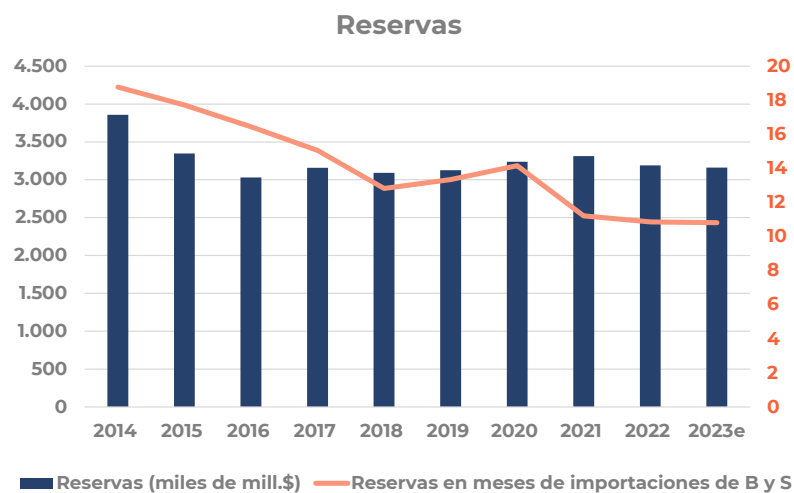


Fuente: IIF

En cuanto a la balanza de capitales, la elevada entrada de IDE a lo 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 la pasada registró entradas en torno a los 200.000 mill.\$ anuales, segundo mayor receptor solo por detrás de EEUU. Así, China es hoy la “fábrica del mundo” y acumula cerca de un tercio de la capacidad manufacturera mundial.

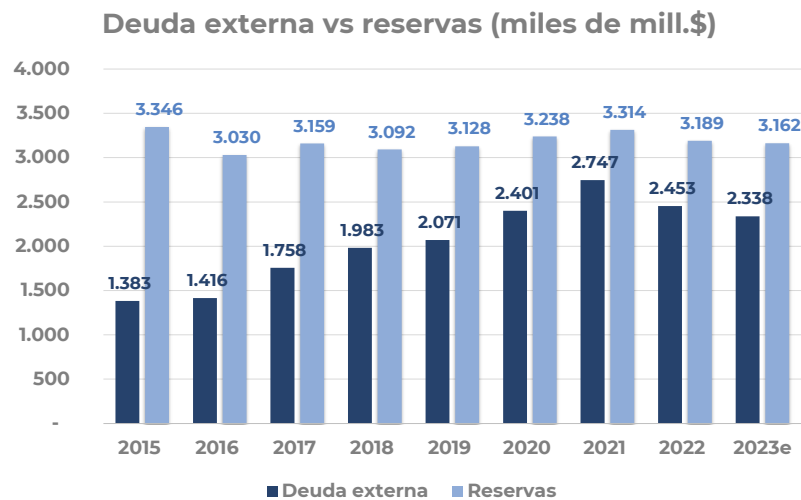
A pesar de las llamadas que se suceden desde hace más un lustro en favor de la deslocalización de las inversiones en China por parte de algunos gobiernos, y de la creciente tensión geopolítica con EEUU, hasta 2023 las inversiones hacia China se habían mantenido en cifras récord de flujos de entrada. Incluso en pleno covid (2021-22), los flujos de entrada de inversión extranjera directa se incrementaron hasta cifras récord de 344.000 mill.\$ y 176.000 mill.\$ en flujos de inversión en cartera. Sin embargo, el agravamiento de las tensiones políticas tras la invasión rusa de Ucrania y el deterioro de la percepción tanto de la seguridad jurídica, como del potencial de crecimiento a largo plazo por la crisis inmobiliaria han provocado un cambio drástico. La IED en 2023 fue de apenas 5.000 mill. y la inversión en cartera registró un flujo neto de salidas de cerca de 70.000 mill.\$. Si bien consideramos que China tendrá problemas para encabezar en el futuro los puestos de cabeza como receptor de inversiones, consideramos que en 2024-25 los flujos deberían normalizarse hacia entradas cercanas a los 100.000 mill.\$.

En cualquier caso, el volumen de reservas tiene una magnitud colosal. En 2023 se estima que China cerró con 3,16 billones de dólares de reservas, lo que supone 11 meses de importaciones de bienes y servicios (en el mayor importador del mundo). Esto indica que mantiene una holgada posición neta acreedora con el mundo, también en buena medida por el escaso peso de la deuda externa.



Fuente: IIF

La deuda externa, aunque en términos absolutos es considerable, resulta poco importante en términos relativos. En 2023 se estima que ascendió a 2,33 billones \$, equivalente a solo un 13% del PIB y a un 61% de los ingresos externos. No obstante, es importante destacar el fuerte aumento que ha experimentado hasta 2021, hasta el punto de haberse duplicado desde 2015. En cuanto a los plazos, el 61% de la deuda es a corto plazo, con lo que proporcionalmente es elevada. La deuda pública externa es cerca de un tercio del total y la privada está dividida casi a partes iguales entre el sector bancario y otros deudores privados. Por su parte, el servicio de la deuda también representa un peso muy escaso. En 2023 ascendía a apenas un 10% de los ingresos externos.



Fuente: IIF

## 5. CONCLUSIONES

- La llegada de Xi Jinping a la Presidencia en 2013 ha supuesto una progresiva concentración de poder, la erosión de la toma de decisión colegiada y la eliminación del límite de mandatos presidenciales. A pesar de las impactantes protestas contra los estrictos controles anti covid sucedidas en 2022, las posibilidades de que se produzca una desestabilización del régimen a corto o medio plazo son mínimas. Esto se debe a que la mayor parte de la población valora positivamente la mejora de las condiciones económicas de las últimas décadas, así como la seguridad y efectividad de las políticas públicas bajo el PCCh. Además, el Estado cuenta con un extenso aparato de seguridad interna que mantiene bajo control los potenciales movimientos de disidencia.
- Uno de los elementos de mayor preocupación del análisis gira en torno a las relaciones exteriores y la creciente confrontación con EEUU. China ha abandonado la política exterior de ascenso pacífico y está adoptando una actitud diplomática más combativa, no exenta de riesgos. Tras alcanzar un punto crítico en septiembre de 2023, las relaciones con Washington han entrado en un terreno de deshielo en los últimos meses. En este contexto, existe la posibilidad de que se produzca una eventual invasión de Taiwán para forzar su anexión, algo que tendría un severo impacto no solo en el país, sino en la estabilidad económica mundial. Consideramos que el riesgo de una acción militar de la isla es en estos momentos muy bajo. A medio plazo no se descarta el uso de un bloqueo marítimo, algo que tendría también graves consecuencias por las posibles represalias internacionales en forma de sanciones.
- Una vez superadas las restricciones por la pandemia, en 2023 China está teniendo graves dificultades para impulsar el crecimiento debido a la crisis del sector inmobiliario, el mal comportamiento de las exportaciones y la pérdida de confianza inversora. Todo indica que, al menos hasta que digiera los problemas de excesivo apalancamiento en el sector inmobiliario, China tendrá complicado incluso crecer a tasas cercanas a los nuevos



objetivos de crecimiento del 5%. Esto supondrá un freno para el crecimiento mundial y, especialmente en los países en desarrollo que dependen de los precios de las materias primas.

- Si bien la situación del sector público se está deteriorando debido al excesivo endeudamiento y déficit de las entidades locales, la solvencia externa del país es indudable. El soberano es acreedor neto externo y tiene amplia capacidad para financiarse en los mercados a muy bajos tipos de interés.