

FOCUS



Por Carlos Casanova
Economista de Asia Pacífico
establecido en Hong Kong

¿Puede China proteger su economía del impacto del COVID-19?

RESUMEN EJECUTIVO

Es probable que China no alcance su objetivo de crecimiento para 2020 debido al impacto de la pandemia de coronavirus en la economía mundial. Aunque el gobierno está tomando medidas proactivas para limitar el impacto de esta conmoción, es inevitable que aumenten las insolvencias de empresas y las fragilidades estructurales.

El gobierno del Partido Comunista de China (PCC) espera lograr una sociedad moderadamente próspera antes de su centenario en 2021, lo que requiere una tasa de crecimiento de aproximadamente el 5,6% en 2020. Sin embargo, la pandemia del coronavirus (COVID-19) se sumará de manera significativa a los vientos contrarios al crecimiento ya existentes, como la guerra comercial entre Estados Unidos y China, los factores estructurales y la demografía. Si bien el gobierno parece seguir confiando en sus objetivos para 2020, es probable que éstos tengan que posponerse hasta julio de 2021: la propagación de COVID-19 a los principales mercados de Europa y América del Norte (30% del total de las exportaciones) arrastrará la actividad durante el segundo y tercer trimestres de 2020. Como resultado, Coface espera que China alcance un crecimiento de sólo el 4,0% en 2020.

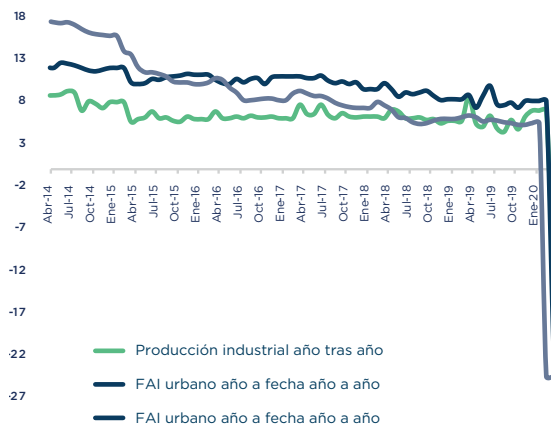
China recurrirá a una agresiva relajación monetaria y fiscal para lograr la estabilización, pero esto tendrá un costo. Por ejemplo, las reservas de divisas (FX) no son suficientes para cubrir las salidas, pudiendo ejercer presiones depreciatorias sobre el yuan chino. En el frente fiscal, las inversiones adicionales en infraestructura aumentarán el endeudamiento en el plano local, lo que dará lugar a presiones sobre el sector bancario y las empresas altamente endeudadas. Es probable que aumenten los incumplimientos de pago de los bonos y las insolvencias de las empresas, así como los esfuerzos de reestructuración del sector bancario. Dado el delicado equilibrio que se requerirá, la posibilidad de que se produzca un error de política es mayor que nunca.

No hay estabilización en forma de "V": China podría no alcanzar los objetivos de crecimiento

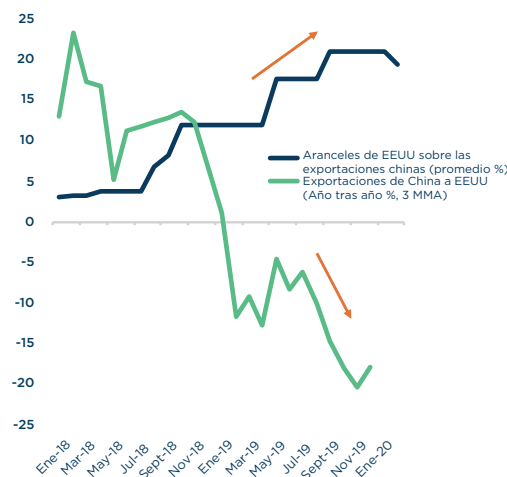
Se prevé que la economía de China apenas se verá afectada por los efectos directos e indirectos de la pandemia COVID-19) y que se desacelerará al ritmo más lento de los últimos 30 años. Concretamente, los cierres en gran escala y los cierres de capacidad que comenzaron en China en el primer trimestre (Q1) de 2020 han aumentado rápidamente, extendiéndose por todo el mundo. La Academia China de Ciencias Sociales estima que la conmoción exógena podría haber costado a la economía china hasta 40.000 millones de dólares sólo en febrero. Sin embargo, esta estimación no pone precio a los impactos indirectos o a los efectos indirectos negativos en otras partes del mundo. Los indicadores de actividad para el período enero-febrero de 2020

apuntan a una contracción más rápida de lo esperado en el primer trimestre (**Gráfica 1**), con una contracción de la producción industrial, las ventas al por menor y las inversiones en activos fijos urbanos (FAI) por primera vez en la historia registrada. Además, será más difícil para China librar a su economía de esta caída. En primer lugar, la economía es estructuralmente más lenta, tendencia que está vinculada al cambio del país hacia un modelo de crecimiento más sostenible impulsado por el consumo. Esto es imperativo, ya que China también se enfrenta a vientos contrarios demográficos (15% de la población mayor de 65 años). Además, la guerra comercial entre China y EEUU seguirá siendo un lastre para el crecimiento. A pesar del optimismo que rodea al acuerdo de la "Fase 1" anunciado el 15 de diciembre de 2019, los niveles arancelarios medios de las exportaciones chinas a los EEUU por valor de 250.000 mdd, se mantienen en un máximo histórico del 19%, en comparación con el 3%



GRÁFICA 1
Indicadores clave de actividad mensual


Fuente: NBS, Bloomberg, Coface

GRÁFICA 2
Aranceles medios de las exportaciones chinas a los EEUU y exportaciones año tras año


Fuente: China Customs, Peterson Institute for International Economics, Bloomberg, Coface

anterior al inicio de la guerra comercial (ref.1) (Gráfica 2). Los argumentos a favor de una estabilización en forma de V son de carácter político. El Partido Comunista de China (PCC) fijó un ambicioso objetivo general para el Presidente Xi Jinping como parte de su toma de posesión en 2013. El primer "objetivo del centenario" es lograr una economía xiaokang (ref.2) completa antes del centenario del PCC en julio de 2021. China define este objetivo como la duplicación de las cifras de ingresos nominales per cápita de 2010 para 2020, un objetivo difícil de alcanzar ya que requiere una tasa de crecimiento anual del 5,6%. Sin embargo, la extensión de COVID-19 a Europa y a los EEUU, los mayores socios comerciales de China, hará que este objetivo sea inalcanzable. Ambos mercados representan más del 30% de las exportaciones totales de China y la demanda seguirá siendo anémica durante el segundo y tercer trimestres de 2020, debido a los cierres de capacidad y las cuarentenas obligatorias en esas regiones. En otras palabras, el choque de la demanda externa en el Q2 y Q3 será significativo.

Por lo que el gobierno tendrá que posponer la consecución del objetivo del centenario este año. Se prevé que el crecimiento se contraiga en un -1,8% interanual en Q1, antes de estabilizarse al 4,0% en 2020 (escenario de referencia). Los efectos favorables en la primera mitad de 2021 permitirían al CPC cumplir el objetivo antes del plazo clave de julio. Esto todavía requeriría medidas de estabilización agresivas y la recuperación sería más "en forma de U" que "en V". Aparte de las cuestiones lexicológicas, el punto más importante es que China tendrá que cambiar sus políticas para aparentar recuperación. Diferente a 2009 cuando tenía capacidad de actuar como una rueda de repuesto muy bienvenida para la economía mundial, esta vez el estímulo económico tendrá un costo elevado.

Un apoyo más fuerte a la política monetaria requerirá sacrificios

El Banco Popular de China (PBOC) ha mantenido un enfoque "prudente" de la política monetaria. La idea detrás, es permitir a los sectores productivos de la economía seguir accediendo al crédito, sin volver a inflar las burbujas existentes: la elevada deuda de las empresas (160% del PIB) y los precios de vivienda. Entre los arreglos cualitativos aplicados en 2019 figura la vinculación del tipo de interés preferencial de los préstamos con el servicio de préstamos a mediano plazo del PBOC; otorgando al PBOC control más directo sobre los tipos de interés (Gráfica 3). El banco también aplicó medidas selectivas, entre ellas un recorte acumulado de 200 puntos básicos en el coeficiente de reservas obligatorias (RRR) e inyecciones directas de efectivo mediante operaciones de mercado abierto (OMO). Aunque el enfoque "prudente" del PBOC puede ser insuficiente. Ya había indicios de ello en 2019, los tipos interbancarios se mantuvieron altos en Q2, tras el rescate de cinco pequeños prestamistas estatales (ref.3). Los acreedores se vieron obligados a incurrir en pérdidas, lo que supuso el fin de las garantías implícitas (ref.4). Los prestamistas locales se han visto especialmente afectados por el aumento de niveles de préstamos improductivos, la actividad se ralentiza y las inversiones disminuyen por el debilitamiento de la confianza. La pandemia de COVID-19 no hace sino reforzar este relato, porque se espera que el sector bancario ayude a absorber la conmoción. El CBIRC dijo a los prestamistas que no rebajaran los préstamos a PYMES por pagos atrasados, o que informaran de la morosidad de los prestatarios al sistema centralizado de puntuación de créditos del país antes de finales de junio (ref.5). Esto puede no ser realista dado el estiramiento de los balances bancarios. Según una prueba de estrés realizada por el PBOC, 9 de los 30 prestamistas locales de China no podrían cumplir con los ratios de adecuación de capital en caso de que el crecimiento cayera al 5,3% o menos en 2020 (ref.6). Por esto, anticipamos que el PBOC se desviará de su enfoque "prudente" y anunciará un conjunto de medidas específicas, además de la indulgencia reglamentaria. Incluyendo: 40 bps en cortes de LPR, hasta 400 bps en cortes de RRR e inyecciones netas de capital a través de OMOs para estabilizar el mercado interbancario. Defensores de la flexibilización monetaria y la indulgencia reglamentaria argumentarían que esto no es un problema, ya que el enorme volumen de reservas de divisas de China, que alcanzó los 3,1 billones de dólares a finales de febrero de 2020, debería bastar para rescatar a su sector bancario si fuera necesario. Sin embargo, esta es una idea equivocada. China no cumple con los criterios del FMI para evaluar la adecuación de las reservas (ref.7) (ARA) en todos los casos. A finales de 2019, las reservas de divisas cubrían sólo el 11% de M2 mientras que los indicadores de ARA del FMI especifican el 20%. Además, la regla "Greenspan Guidotti" (ref.8) -cobertura

1 - Chad Bown (2019). 'US-China Trade War Tariffs: An Up-to-Date Chart'. Peterson Institute for International Economics (December 17).

2 - 小康社会, or "moderately prosperous society".

3 - La PBOC y la Comisión Reguladora de Banca y Seguros de China (CBIRC) declararon la toma de posesión del Banco Baoshang (Mongolia Interior) el 24 de mayo. Los reguladores intervinieron para rescatar el Banco de Jinzhou (Provincia Liaoning) y el Banco de Hengfeng (provincia de Shandong) en julio y agosto; seguidos por el Banco Comercial Rural de Yichuan (provincia de Henan) y el Banco Harbin (Heilongjiang) en octubre y noviembre.

 4 - PBOC (2019). 重中人民共和國成立70周年活新區中心新區布會. Disponible en: <http://www.xinhuanet.com/politics/70zn/fbh2/index.htm>

 5 - CBIRC (2019). 保會人民行展改革委工和信息部政部關於中小微企區款區施區性延期本付息的通知. Available at: <http://www.cbirc.gov.cn/view/pages/ItemDetail.htm?pdoid=892278&itemid=926>

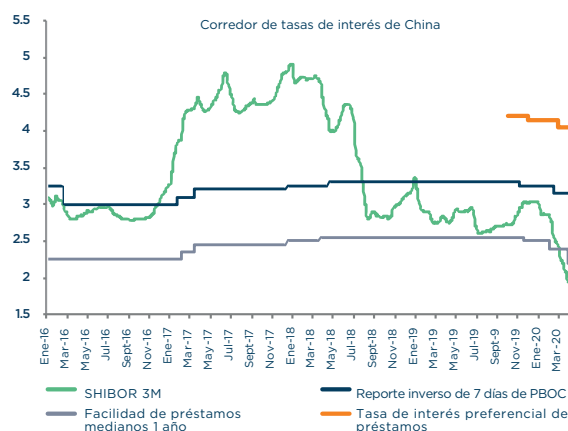
6 - Lee (2020). 'Coronavirus: Chinese banks face test as bad debts tipped to rise while economic growth tumbles'. South China Morning Post, 19 February 2020.

<https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3051400/coronavirus-chinese-banks-face-test-bad-debts-tipped-rise>

 7 - Moghadam, Ostry and Sheehy (2011). 'Assessing Reserve Adequacy'. International Monetary Fund, 11 February 2011. Available at: <https://www.imf.org/external/np/spr/ara/#p01papers>

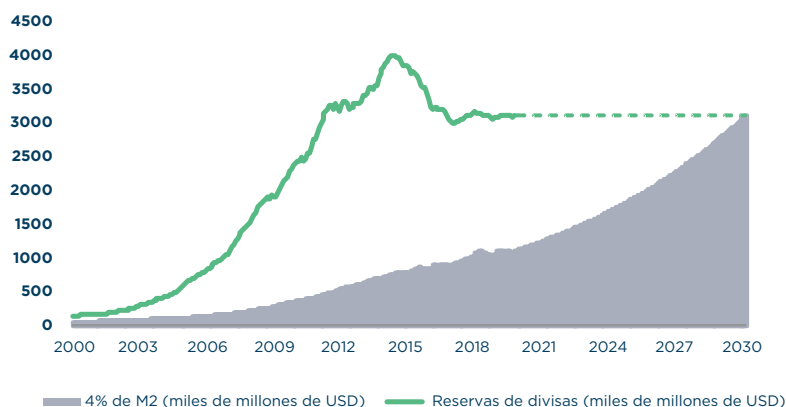
8 - Bussiere and Fratzscher (2006). 'Towards a new early warning system of financial Crises', Journal of International Money and Finance, Vol 25, pp 953-73.

GRÁFICA 3
Corredor de tasas de interés de China



Fuente: PBOC, Bloomberg, Coface

GRÁFICA 4
Reservas FX y crecimiento del M2



Fuente: PBOC, Bloomberg, Coface

del 100% de la deuda externa a corto plazo (ref.9)- podría subestimar el nivel real de riesgo en China, ya que no tiene en cuenta los pasivos externos de las empresas chinas vinculadas al Estado (ref.10). Además de los 2 billones de dólares oficiales en obligaciones con extranjeros, las empresas chinas tienen una deuda extra de 650.000 millones de USD vinculada a las filiales en el extranjero, según los cálculos de Bloomberg. Dado que una gran proporción de esta deuda (70%) está garantizada por las empresas matrices onshore, esto lleva las reservas reales de divisas a la deuda a corto plazo a más del 100%. Un ejemplo de ello es la devaluación del 3% del Yuan chino (CNY) en 2016, el PBOC tuvo que arder a través de casi 1 billón de dólares en reservas de divisas para apoyar el valor del CNY. Las salidas de capital fueron mayores que las estimadas al observar los flujos no registrados capturados en los errores de la Balanza de Pagos (BOP) y omisiones. Esta cantidad equivalía a aproximadamente el 4% de M2 en 2016. En caso de que haya un episodio de salidas similar a la de 2016, creemos que China no tienen suficientes reservas de divisas para cubrir las salidas de capital para 2030, asumiendo que el M2 continúe aumentando en alrededor del 10% de aquí al 2030 (Gráfica 4). El día del juicio final puede ser, de hecho, antes de que esperado, considerando que las reservas de divisas deben servir otros objetivos, como: apoyar el valor de CNY, rescatar a los bancos chinos y a las filiales en el extranjero, la financiación de la enorme red de proyectos de infraestructura en el marco de la Iniciativa del Cinturón y Ruta de Seda, etc. Las expectativas de depreciación están estrechamente vinculadas a las salidas de capital. Si el gobierno chino se enfrenta a una dolorosa elección entre vender sus reservas de divisas o dejar que el CNY se deprecie para reducir el nivel de endeudamiento interno y mantener la economía en funcionamiento, es casi seguro que el CNY se depreciará. El PBOC tendría que caminar por una cuerda floja entre gestionar la estabilidad de la moneda sin exacerbar los flujos de salida, mientras que al mismo tiempo empuja a las empresas a reducir sus pasivos externos. La longevidad de tal situación sigue sin estar clara, pero una cosa es cierta: "algo tiene que ceder".

Un déficit fiscal más amplio y un menor impacto en créditos.

Las autoridades chinas también recurrirán al estímulo fiscal y al crecimiento del crédito con el fin de estimular la actividad. El crecimiento de la financiación social total pendiente se redujo de aproximadamente el 15% al 11% entre 2017 y 2019, ya que las autoridades siguieron comprometidas a reducir las fragilidades financieras. No es sorprendente que la contracción fuera más

pronunciada en los componentes de la banca sumergida (Gráfica 5). Coincidiendo con esta desaceleración, el crecimiento del PIB también se desaceleró en un punto porcentual hasta el 6,1%. Dado que la economía china sigue estando excepcionalmente orientada hacia el crédito, es probable que las autoridades permitan un aumento del ritmo de crecimiento del crédito pendiente en 2020, incluidos los polémicos componentes de la banca sumergida que son cruciales para la capacidad de muchas PYMES de acceder al capital de trabajo (ref. 11). Los costos de oportunidad serán elevados: cada unidad marginal de crédito adicional generará aumentos marginales decrecientes de la producción. Según las cifras del Banco de Pagos Internacionales (BPI), la relación entre el crédito y el PIB de China se mantuvo alta en un 205% en septiembre de 2019, pero la brecha entre el crédito y el PIB (ref.12) se redujo a un -2,5% desde un máximo del 20,6% en 2014, como resultado de controles crediticios más estrictos. Una brecha positiva elevada significa que el sector empresarial toma prestado a niveles que no se justifican por la actual capacidad de producción de la economía y viceversa. Esta es una buena noticia, aunque inútil. Recurriendo a viejos trucos para reavivar el crecimiento, es muy posible que China vuelva a niveles insostenibles de crecimiento crediticio, lo que daría lugar a una acumulación de NPLs y empresas zombies.

La política fiscal también podría verse limitada por la disminución de los ingresos. Estos últimos aumentaron un 3,8% en 2019, por debajo del 6,2% del año anterior y el ritmo más lento desde 1987. Esta disminución se debe a una serie de recortes de impuestos personales, de consumo y de sociedades promulgados en 2018 y 2019, con el objetivo de impulsar el consumo en medio de los problemas de la guerra comercial entre EEUU y China. Por otro lado, el gasto fiscal aumentó un 8,0%, superando el crecimiento del PIB el año pasado, ya que las autoridades trataron de amortiguar una desaceleración de la economía. China no ha superado oficialmente un déficit nacional del 3,0% del PIB desde 2009. Sin embargo, en el contexto de la caída de los ingresos y el aumento de los gastos, esperamos que el déficit presupuestario se amplíe al menos hasta el -4,5% en 2020 (ref.13). El 21 de febrero, el Buró Político del Partido Comunista de China reveló que 13 ciudades y provincias de China han anunciado importantes proyectos de infraestructura por un valor de 33,83 billones de yuanes (4,5 billones de dólares o el 31% del PIB). La expansión de las inversiones en infraestructura puede dar lugar a un retorno de las preocupaciones de exceso de capacidad. Además, la salud fiscal de los gobiernos locales también se deteriorará debido a los estímulos fiscales adicionales: muchas provincias no necesitan inversiones adicionales en infraestructura de ferrocarriles, carreteras y aeropuertos.

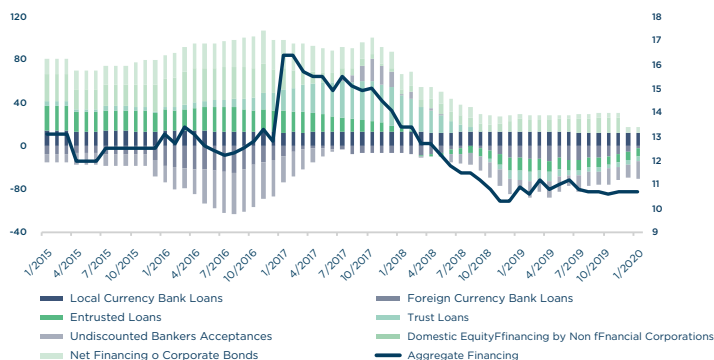
9 - Deuda externa con vencimientos no superiores a un año.

10 - Bloomberg News (2019). 'China's Companies Have Unseen Foreign Debt That's Maturing Fast'. Bloomberg, 26 August 2019. Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-08-25/china-s-companies-have-unseen-foreign-debt-that-s-maturing-fast>

11 - Casanova (2018). 'SMEs in China: Monetary easing won't be sufficient to reduce credit pressure', Coface Economic Studies. Available at: <https://www.coface.com/News-Publications/News/SMEs-in-China-Monetary-easing-won-t-be-sufficient-to-reduce-credit-pressure>

12 - The BIS defines the credit-to-GDP gaps as the difference between the credit-to-GDP ratio and its long-term trend; in percentage points. Available at: <https://stats.bis.org/statx/toc/CTG.html>

13 - The official target will be announced at the National People's Congress, which has been postponed until further notice from original date of March 12.

GRÁFICA 5
Financiación social total pendiente y crecimiento del PIB

Fuente: PBoC, Bloomberg, Coface

Para evitar esta advertencia, el Ministerio de Finanzas declaró que daría prioridad a inversiones productivas como en infraestructura de la red 5G, alta tecnología y bienestar (ref.14). No obstante, muchos gobiernos locales se mostrarán cautelosos a la hora de emitir bonos, ya que han empezado a surgir presiones en relación con la sostenibilidad de la deuda de los gobiernos locales.

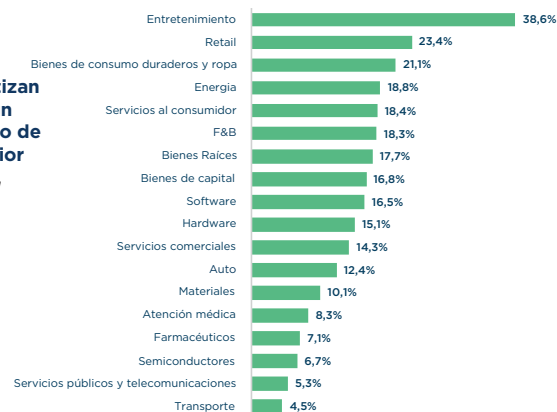
Oficialmente, la deuda pública equivale al 40% del PIB. Sin embargo, podría ser mucho mayor si se tiene en cuenta la enorme cantidad de deuda que está fuera de balance y vinculada a los Vehículos de Financiación de los Gobiernos Locales (ref.15) (LGFV), así como otras formas de financiación en la sombra. Aunque se desconoce esta cantidad, el FMI estima que el nivel real de la deuda del gobierno podría estar en el rango del 60% del PIB (ref.16). Varios LGFV han incumplido la deuda denominada en CNY en los últimos años, pero el Grupo de Inversiones Provinciales de Qinghai incumplió la deuda denominada en USD en febrero de 2020, la primera vez en 20 años.

Mayores riesgos de crédito para algunas empresas chinas

El estímulo monetario y fiscal exacerbará los riesgos crediticios de las empresas chinas. Esto es un problema en caso de que el sector ya esté luchando con altos niveles de endeudamiento y tensión en el servicio de la deuda. Para medirlo, consideramos que el porcentaje de empresas que cotizan en bolsa y que tienen un EBITDA (ref.17) con ratios de gastos por intereses inferiores a uno. Cuando los ingresos de una empresa son insuficientes para cubrir el pago de los intereses de su deuda, se considera que la empresa depende de fuentes externas para asegurar el acceso al capital de trabajo. Según los últimos datos financieros de las empresas que cotizan en bolsa recopilados por Bloomberg (ref.18), algunos sectores y subsectores pueden estar más expuestos que otros (Gráfico 6).

GRÁFICA 6
Porcentaje de empresas chinas que cotizan en bolsa con un EBITDA / gasto de intereses inferior

Fuente: Bloomberg y Coface



Los sectores tradicionalmente dominados por las empresas públicas presentaron una proporción menor de empresas que informaron sobre los riesgos del flujo de efectivo. Entre ellas figuran las empresas de servicios públicos, los proveedores de telecomunicaciones y los materiales (incluidos los productos químicos y los metales). El papel de las empresas públicas en el mercado se ha fortalecido bajo el Presidente Xi Jinping, así que esto no es del todo sorprendente. Por el contrario, los sectores en los que predominan las empresas privadas y las PYMES experimentaron riesgos de caja el año pasado, por lo que podrían ser más vulnerables a una repentina corrección de las condiciones de financiación en 2020 (entretenimiento, venta al por menor, bienes de consumo duraderos -incluida la electrónica de consumo y la ropa- y servicios de consumo).

El sector del transporte se apoyó en una combinación de subvenciones estatales (una gran proporción de empresas públicas en este sector) y un aumento del número de pasajeros en el último año. Sin embargo, es probable que esta tendencia se invierta bruscamente dado el pronunciado descenso de los viajes de pasajeros en el Q1 2020, ya que la IATA ha informado de un descenso del -80% en la industria de la aviación solamente.

Es probable que los riesgos del flujo de caja se intensifiquen aún más en 2020. Esta tendencia está en consonancia con el aumento de los impagos de bonos y un aumento sin precedentes de las insolvencias de empresas desde 2014. Los impagos de bonos alcanzaron los 12.000 millones de dólares en 2019 y se espera que se aceleren rápidamente debido a los vientos contrarios al crecimiento en 2020.

Lo mismo ocurre con las insolvencias, que superaron los 8.000 casos en 2019, frente a los 6.700 de 2018. Por último, habida cuenta del delicado equilibrio que deberán mantener los encargados de la formulación de políticas en 2020, la probabilidad de que un error de política pueda provocar un choque sistémico en la economía china es mayor que nunca.

14 - The State Council of The People's Republic of China (2020). 《习近平主持中共中央政治局会议研究新冠肺炎疫情防控工作部署做好疫情防控和经济社会发展工作》. Available at: http://www.gov.cn/xinwen/2020-02/21/content_5481871.htm

15 - LGFVs are special purpose vehicles (SPVs) set up by local governments to evade regulatory borrowing restrictions on raising capital for infrastructure projects. 16 - IMF (2019). 'People's Republic of China: 2019 Article IV Consultation'. International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/08/08/Peoples-Republic-of-China-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-Staff-48576>

17 - Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization.

18 - Bloomberg figures use GICS industrial classifications, which are different to Coface sector definitions.

DISCLAIMER / DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

El presente documento refleja la opinión del Departamento de Investigaciones Económicas de Coface, a partir de la fecha de su elaboración y sobre la base de la información disponible; puede ser modificado en cualquier momento. Las informaciones, los análisis y las opiniones contenidas en el presente documento han sido elaborados a partir de múltiples fuentes consideradas fiables y serias; sin embargo, Coface no garantiza la exactitud, la exhaustividad o la realidad de los datos contenidos en este documento. Las informaciones, los análisis y las opiniones se proporcionan únicamente con fines informativos y tienen por objeto completar la información de que dispone el lector. Coface publica este documento de buena fe y con base en una obligación de medios (entendida como medios comerciales razonables) en cuanto a la exactitud, integridad y realidad de los datos. Coface no se hace responsable de los daños (directos o indirectos) o pérdidas de cualquier tipo que sufra el lector como consecuencia de la utilización por parte de éste de las informaciones, análisis y opiniones. Por lo tanto, el lector es el único responsable de las decisiones y consecuencias de las decisiones que tome sobre la base de este documento. Este documento y los análisis y opiniones expresados en él son propiedad exclusiva de Coface; el lector está autorizado a consultarlos o reproducirlos sólo para uso interno, siempre que estén claramente marcados con el nombre "Coface", que este párrafo sea reproducido y que los datos no sean alterados o modificados. Se prohíbe cualquier uso, extracción, reproducción para uso público o comercial sin el consentimiento previo de Coface. Se invita al lector a consultar los avisos legales de la página web de Coface: <https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>.
