



# Observatorio Económico

11 de noviembre de 2008

## Nuevo análisis del paquete de estímulo fiscal de 4 billones de RMB de China

Li-Gang Liu

[lliu@bbva.com.hk](mailto:lliu@bbva.com.hk)

Andrew Tsang

[Andrew.tsang@bbva.com.hk](mailto:Andrew.tsang@bbva.com.hk)

El anuncio del plan de China de invertir 4 billones de RMB (586.000 millones de dólares, o el 16% del PIB nominal de 2007) hasta finales de 2010 para impulsar la economía ha despertado el interés del mercado. Sin embargo, parece que el entusiasmo se haya desvanecido, dado que los mercados financieros tanto en China como en Hong Kong han vuelto a caer. De hecho, son muchas las preguntas relativas al plan para las que aún se espera respuesta. En particular, ¿por qué necesita China un estímulo fiscal tan grande? ¿Cómo se va a financiar? ¿Cuáles son los efectos indirectos sobre el resto de mundo? Esta nota tiene por objeto arrojar algo de luz sobre estas preguntas mientras los detalles deben aún anunciarse en las próximas semanas, si no meses.

### 1. ¿Por qué necesita China un estímulo fiscal tan grande?

- A primera vista, el paquete de estímulo de 4 billones de RMB parece muy elevado. Supone una inversión extraordinaria del Gobierno equivalente en media anual al 8% del PIB nominal de 2007, que se realizaría durante los próximos dos años. Utilizando una simulación sencilla de la medición del crecimiento, podríamos entender hasta cierto punto los fundamentos en los que se basa el gran programa de estímulo.
- Partimos primero de dos supuestos: En primer lugar, damos por sentado que el objetivo del Gobierno es mantener una tasa de crecimiento de, al menos, el 8% en 2009 y 2010. En segundo lugar, basándonos en la cifra media de los últimos cinco años, continuamos asumiendo que la contribución del consumo privado al crecimiento de PIB real está en torno a los 3 puntos porcentuales.
- Dado el deterioro de las condiciones económicas mundiales, prevemos que la contribución de las exportaciones netas al crecimiento caerá fuertemente desde una media de 2 puntos porcentuales durante los últimos cinco años, como se muestra en la Fila 3 de la Tabla 1. A continuación, llevamos a cabo esta simulación para tres posibles escenarios: El primero es que la contribución de las exportaciones netas al crecimiento económico cae hasta 0 puntos porcentuales. El segundo, el peor escenario posible, es que la misma contribución cae hasta 3,2 puntos porcentuales negativos.
- Basándonos en nuestras suposiciones, unos sencillos ejercicios de medición del crecimiento indican que la contribución al crecimiento del PIB real procedente de la inversión en activos fijos (IAF) y el consumo público tendría que aumentar hasta 5 puntos porcentuales si la contribución de las exportaciones netas cae hasta cero. Del mismo modo, la misma contribución de la IAF y del consumo público tendría que incrementarse en 8,2 puntos porcentuales si la contribución de las exportaciones netas cae hasta -3,2 puntos porcentuales, nuestro peor escenario (Tabla 1).

**Tabla 1: Simulación de la contribución necesaria al crecimiento del PIB real a través de la IAF y el consumo público**

Supuestos posibles en exportaciones netas	Contribución de las exportaciones netas al PIB		Contribución de la inversión y el gasto público en el PIB	Variación neta de la inversión y el gasto público en el PIB
	%	%	%	RMB miles de millones
Escenario Pesimista	-3.2		8.2	2,954
Crecimiento Cero	0.0		5.0	2,012
Media 5 años	2.0		3.1	1,430

- Si traducimos estas cifras de contribución al crecimiento en cambios netos en la IAF y el consumo público como se muestra en la Columna 3 de la Tabla 1, observamos que el volumen de la IAF y del consumo público se incrementaría en 2,01 billones de RMB desde el de 2008 si la contribución de las exportaciones netas al crecimiento se redujera a cero y en 2,95 billones de RMB desde el de 2008 si la contribución de las exportaciones netas al crecimiento se redujera a -3,2 puntos porcentuales. De hecho, el peor escenario posible exigiría incrementos mucho mayores en el estímulo fiscal extraordinario del Gobierno. Aunque creemos que este escenario es menos probable, sí tuvo un precedente en 1993.
- Multiplicando por 2 estas cifras de incremento neto, tenemos una cifra de estímulo fiscal próxima a 4,02 billones de RMB si la contribución de las exportaciones netas al crecimiento cae hasta cero y de 5,9 billones de RMB si la contribución de las exportaciones netas al crecimiento cae hasta -3,2%.
- Aunque no sabemos cómo el Gobierno llegó a esta cifra de estímulo fiscal, parece que las cifras que obtuvimos de nuestras simulaciones de medición del crecimiento están dentro de las cifras aproximadas del Gobierno con el fin de mantener un objetivo de crecimiento del 8% en 2009 y 2010.

## 2. ¿Cómo se va a financiar?

- Dado el volumen del paquete de estímulo fiscal, no es probable que el Gobierno Central incurra en un déficit fiscal medio del 8% anual durante los próximos dos años. El déficit será financiado probablemente por diversos medios, incluyendo gastos deficitarios por el Gobierno Central de una media del 2% al 3%, emisión de bonos mediante bancos de desarrollo para financiar proyectos de infraestructuras, así como financiación bancaria.
- A falta de una política monetaria acomodaticia, esta enorme emisión de deuda sin duda hará subir los tipos de interés nacionales, lo que posiblemente afectará negativamente a la inversión privada. No obstante, esto no tiene por qué ocurrir.
- En este momento, el coeficiente de caja obligatorio de China impuesto a los bancos comerciales continúa estando en el 17%, un porcentaje elevado. Estimamos que si el People's Bank of China redujera el coeficiente de caja obligatorio en 9 puntos porcentuales, equivaldría a una inyección de liquidez de 4 billones de RMB en el sistema bancario, al tiempo que continuaría manteniendo este coeficiente en un 8%, el nivel que tenía a mediados de 2006. Sin duda, el aumento de liquidez en el sistema bancario ayudará a mitigar las subidas de los tipos de interés causadas por las grandes emisiones de deuda pública previstas.

¿Afectará este gran programa de estímulo fiscal la sostenibilidad fiscal de China? Creemos que no. China tuvo un superávit presupuestario consolidado en los primeros nueve meses del año, que se situó en más de 1,25 billones de RMB y su deuda pública se situó en un (sobre) estimado 23% del PIB de 2007, una cifra baja. Nuestras estimaciones muestran que es probable que el límite superior del nivel de deuda de China para 2010 se incremente hasta el 29% del PIB, una cifra aún mucho menor que el promedio de la OCDE. Si la economía puede crecer a un ritmo del 8%, China no debería tener ningún problema para mantener su sostenibilidad fiscal a un tipo de interés real de hasta el 7%.

Tabla 2: Deuda interna de China

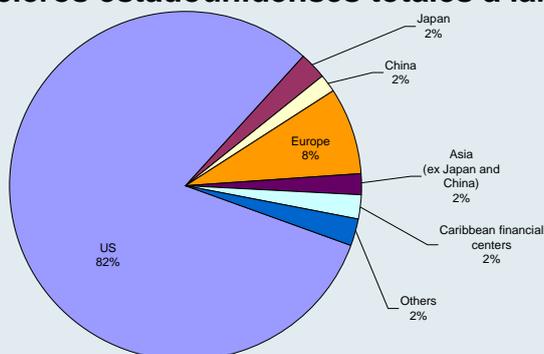
	Emisión de deuda interna	Deuda total circulante	
	RMB mil millones	RMB mil millones	% del PIBN
2006	862	3.502	16,5
2007	2.247	5.748	23,0
2008	700	6.448	22,3
2009	1.95	8.398	26,4
2010	1.882	10.279	29,0

Nota: Las cifras de 2008 son previsiones del BBVA.

### 3. ¿Cuáles son los efectos indirectos sobre el resto de mundo?

- El paquete de estímulo fiscal de China tendrá una elevada probabilidad de mantener el crecimiento de China a un ritmo del 8% durante los próximos dos años. Esto será de gran ayuda para los países ricos en materias primas del mundo. De hecho, algunas economías latinoamericanas ricas en materias primas continuarán beneficiándose del sólido crecimiento de China.
- Pero ¿este paquete de estímulo fiscal tendrá algún impacto en la curva de rendimiento de EE.UU.? Creemos que el impacto podría ser marginal por tres razones. En primer lugar, la titularidad de China sobre activos financieros estadounidenses continúa siendo pequeña, situándose en el 2% (Gráfico 1). Por ello, si China dejara de comprar bonos del Tesoro estadounidense durante un tiempo, probablemente el impacto sobre la curva de rendimiento de EE.UU. sea mínimo.
- En segundo lugar, dado el fortalecimiento del dólar estadounidense con respecto a otras monedas, no es probable tampoco que China diversifique sus reservas de divisas extranjeras, aparte de activos en dólares estadounidenses, a corto plazo. Por lo tanto, China continuará siendo tenedora de activos estadounidenses al menos.
- En tercer lugar, es cierto que China puede reducir o incluso detener la compra de deuda estadounidense en el futuro debido a sus necesidades fiscales internas en los próximos dos años. Esto supone que el suministro de financiación relativamente barata para los bonos del Tesoro estadounidense puede desaparecer. Por otro lado, el déficit comercial estadounidense en un escenario de recesión mundial progresiva también puede disminuir como consecuencia de una caída de la demanda de productos chinos de exportación. Esto da lugar a una menor necesidad de financiación extranjera de los títulos del Tesoro estadounidense. El resultado final podría ser que estos dos efectos se contrarrestaran entre sí. De este modo, la curva de rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense no se verá necesariamente afectada por una reducción de las compras de deuda estadounidense por parte de China, ni si se pone fin a estas compras.

Gráfico 1. Activos financieros estadounidenses totales a largo plazo (junio de 2007)



Fuente: Departamento del Tesoro de EE.UU.