

ANÁLISIS ECONÓMICO

España: potenciales canales de transmisión de shocks de actividad en China y Grecia

Miguel Cardoso, Alba Duchemin, Guillermo García

Las economías de China y Grecia enfrentan un deterioro de sus perspectivas de crecimiento (moderado en el caso de la economía asiática y más intenso en el caso griego). **El objetivo de esta nota es resumir algunos de los principales canales a través de los cuales dicho deterioro pudiera transmitirse hacia la economía española.** Las principales conclusiones son:

- Las exportaciones españolas a ambas economías representan porcentajes relativamente bajos respecto al total, por lo que el efecto directo sería poco significativo, incluso en comunidades autónomas y sectores con una mayor exposición.
- En todo caso, el mayor impacto podría producirse de forma indirecta a través de i) la dependencia que muestran otros socios comerciales españoles a la demanda china, ii) la apreciación del euro frente a monedas emergentes, iii) la reducción en el precio de las materias primas, y iv) el incremento en las tensiones financieras.

En resumen, **por sí sólo el deterioro en ambos países tendrá poca repercusión en España.** Sin embargo, si se traduce en una disminución significativa del comercio mundial o en un aumento prolongado de la incertidumbre en los mercados financieros, los efectos serían mayores.

China y Grecia: impacto directo limitado en las exportaciones españolas,...

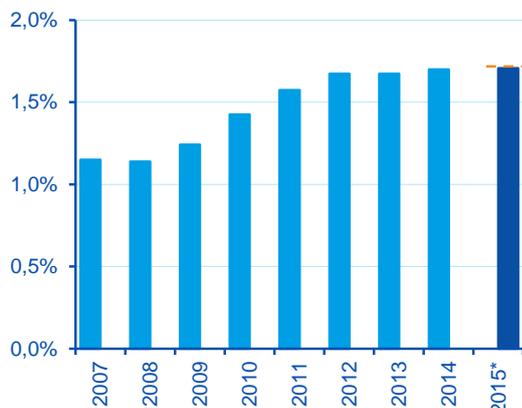
Tanto en el caso de China (1,7%) como en el de Grecia (0,8%), **la participación de las ventas de empresas españolas a estos países sobre el total de las exportaciones es relativamente reducida** (véanse los Gráficos 1 y 2). Lo anterior implica que incluso en un entorno de fuerte caída de la demanda en ambos países, el impacto directo sobre la economía española sería relativamente limitado. Por ejemplo, por cada disminución de un 1% en las ventas de bienes a ambos países, la reducción de las exportaciones españolas en términos de PIB sería de 0,006pp en el caso de China y de 0,003pp en el caso de Grecia¹. En el caso del gigante asiático, BBVA Research espera que la desaceleración de la actividad sea moderada y que el crecimiento del PIB se sitúe en el 6,7% en 2015 y en el 6,2% en 2016. Por lo tanto, dado el escaso peso del comercio con China y el cambio poco significativo en las previsiones, el impacto en las exportaciones españolas sería probablemente muy bajo. Respecto a Grecia, aunque es difícil en estos momentos prever cuál será la caída de su economía, incluso en un escenario extremo, donde se observara una reducción del 30% en la demanda (en línea con lo sucedido entre 2008 y 2009), las consecuencias en términos de reducción de las exportaciones alcanzarían apenas 0,2pp del PIB.

En lo que respecta a los servicios, los datos disponibles apuntan a que la importancia de las exportaciones a estos países es aún menor. En particular, a pesar de haber aumentado durante los últimos años, el gasto de los turistas chinos en España representa apenas un 0,25% del total, mientras que el de los griegos alcanza un 0,17% (Año 2014, Frontur). Teniendo en cuenta que el consumo final de no residentes en España constituye un 4% del PIB, el impacto directo sobre la economía española de una

1: Esto podría verse como una estimación de máximo impacto sobre el PIB, ya que no incluye la disminución en las importaciones que se daría por las menores exportaciones (muchas de ellas tienen un alto contenido externo) y el esfuerzo que harían las empresas españolas por redirigir su producción hacia otros mercados más dinámicos.

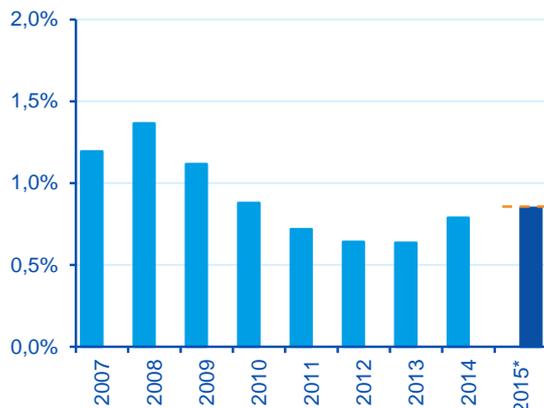
reducción en la demanda de servicios turísticos por parte de estos dos países seguiría siendo escaso, incluso en un escenario de riesgo.

Gráfico 1
España: exportaciones de bienes a China (como % del total de exportaciones)



*Acumulado anual hasta mayo
Fuente: BBVA Research a partir de DATACOMEX

Gráfico 2
España: exportaciones de bienes a Grecia (como % del total de exportaciones)

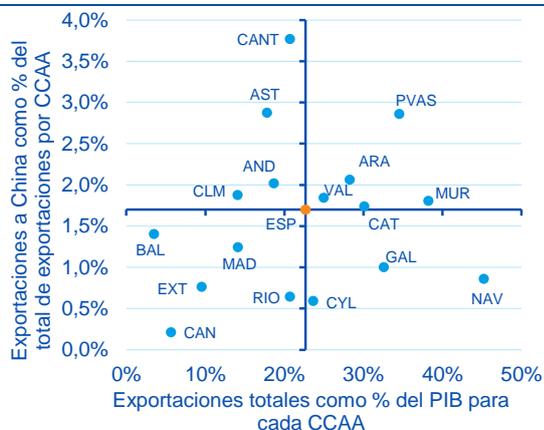


*Acumulado anual hasta mayo
Fuente: BBVA Research a partir de DATACOMEX

..., aunque con heterogeneidad por comunidad autónoma y sector

El impacto regional del menor dinamismo de China y Grecia dependerá de la exposición de la comunidad autónoma al comercio exterior en general y, en particular, del peso de las exportaciones a cada país. En el caso del comercio de bienes (véanse los Gráficos 3 y 4) economías como las del País Vasco, Murcia, Aragón, Cataluña o Cantabria presentarían los mayores efectos negativos. Respecto a los sectores más abiertos y con mayor exposición a estos países están los de productos químicos (sobre todo plásticos, colorantes y curtientes), textiles y confección y, maquinaria industrial. En todo caso, los impactos serían relativamente reducidos de nuevo.

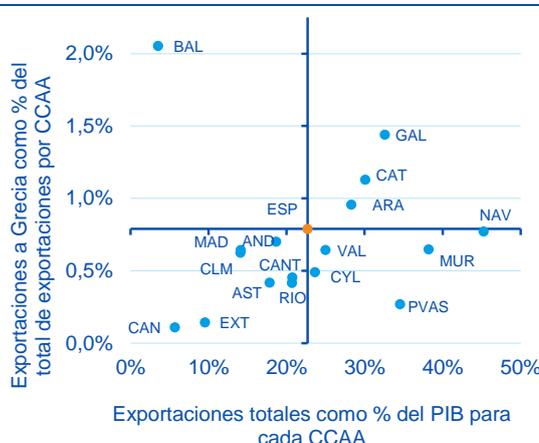
Gráfico 3
España: peso de las exportaciones a China sobre el total y ratio de las exportaciones totales sobre el PIB (2014)



La intersección de los ejes se sitúa en el promedio nacional

Fuente: BBVA Research a partir de DATACOMEX e INE

Gráfico 4
España: peso de las exportaciones a Grecia sobre el total y ratio de las exportaciones totales sobre el PIB (2014)



La intersección de los ejes se sitúa en el promedio nacional

Fuente: BBVA Research a partir de DATACOMEX e INE

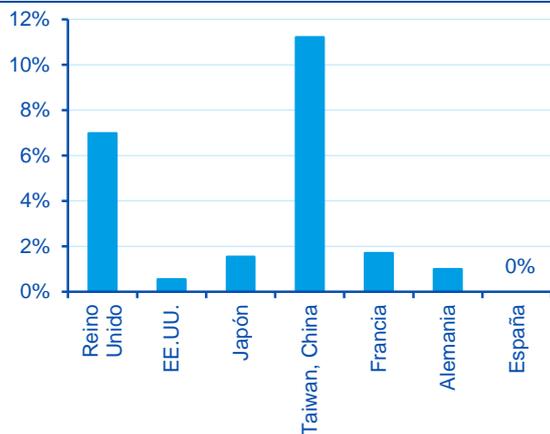
Los flujos de capital tampoco son significativos

Dada la poca importancia relativa de los recursos que se reciben desde China y Grecia y el apoyo del Banco Central Europeo, no se espera un impacto directo relevante sobre el coste de financiación de la economía española. Por ejemplo, aunque durante los últimos años se ha observado un aumento de la Inversión Extranjera Directa (IED) china en España, en porcentaje del total de recursos recibidos apenas ha alcanzado alrededor de un 0,1% del PIB en promedio desde 2010. Lo mismo ocurre con la IED realizada por nacionales griegos en territorio español.

Por otro lado, es posible que el Banco Central de China, o el sistema financiero de ese país, hayan acumulado bonos de deuda pública española o participaciones en empresas domésticas. Ante una intensificación del proceso de salida de capitales, esto podría llevar a una venta masiva de activos para evitar una mayor depreciación del yuan. Lamentablemente, no existen datos detallados sobre las tenencias de las instituciones chinas de activos por país que emite el instrumento². En todo caso, el actual programa de compra de bonos soberanos en el que se encuentra inmerso el BCE hace poco probable que este canal llegue a tener un impacto significativo.

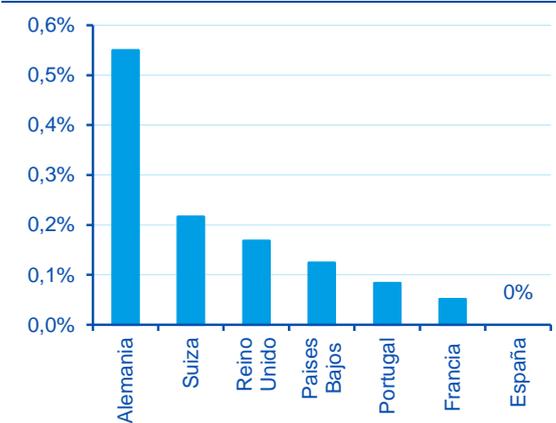
Los pasivos de las economías china y griega con la española también son relativamente bajos, por lo que la exposición directa a un mayor riesgo de impago o a una caída del valor de los activos de los agentes españoles sería limitada. Como porcentaje del PIB, los flujos de IED de empresas españolas en China y Grecia no han sobrepasado el 0,03% y el 0,02% respectivamente, en promedio durante los últimos quince años. Por otro lado, los pasivos de los agentes chinos y griegos con los bancos nacionales son prácticamente inexistentes (véanse los Gráficos 5 y 6).

Gráfico 5
Activos del sistema financiero de cada país en China (% del PIB del país)



Fuente: BBVA Research a partir de BIS

Gráfico 6
Activos del sistema financiero de cada país en Grecia (% del PIB del país)



Fuente: BBVA Research a partir de BIS

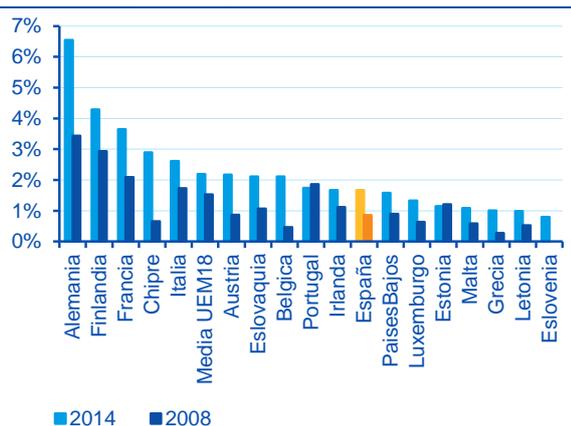
2: Las cifras de junio apuntan a que alrededor de un 51% de la deuda pública del Estado (349 mil millones de euros) se encuentra en manos de No Residentes, pero no existe detalle sobre su nacionalidad. Ver: <http://www.tesoro.es/sites/default/files/estadisticas/04.pdf>

De producirse un contagio, sería de forma indirecta

Aunque la exposición directa de la economía española a China y Grecia es reducida, la de algunos de los principales socios comerciales españoles es mucho mayor (véase el Gráfico 7). En particular, destaca el aumento de las exportaciones alemanas a China durante los últimos años y su relativamente elevado porcentaje respecto al total (6,54%). Aquí, se pueden identificar dos canales de transmisión: el primero, el elevado nivel de apertura de la economía alemana potenciaría el impacto sobre la demanda interna de una caída en las exportaciones a China. En segundo lugar, la existencia de cadenas de valor entre las empresas de los dos países reduciría la demanda por bienes intermedios españoles (véase, por ejemplo, di Mauro, Plamper y Stehrer (2013)). Ambos factores harían que el impacto a través del canal real (comercio internacional) fuera mayor que el que inicialmente se pudiera pensar de la exposición directa de la economía española a la demanda china.

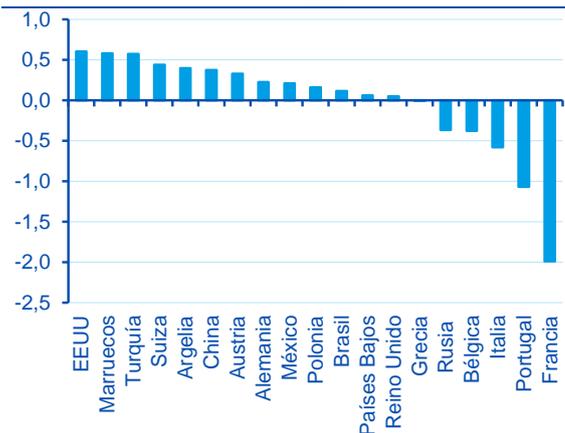
Por otro lado, en el período 2008-2014 algunos de los mayores incrementos en el crecimiento de las exportaciones españolas se han dado hacia países fuera de la zona euro, principalmente economías emergentes como Marruecos, Turquía, Argelia, México o Arabia Saudí (véase el Gráfico 8). Esta capacidad de expansión puede verse afectada por tres aspectos observados a raíz de la mayor incertidumbre sobre la economía china. En primer lugar, los eventos relacionados con la caída del mercado bursátil chino han exacerbado un entorno de elevada volatilidad en los mercados de capitales, expectantes ante un potencial incremento de los tipos de interés en EE.UU. La búsqueda de refugio por parte de los inversores ha llevado a una apreciación del euro frente a las monedas de países emergentes e incluso frente al dólar. Esta pérdida de competitividad limitaría el crecimiento de las exportaciones hacia estos destinos durante los próximos trimestres³. En segundo lugar, la desaceleración de la inversión en China ha traído una nueva caída del precio de las materias primas, lo que restringiría la disponibilidad de recursos de las economías emergentes y su capacidad de respuesta ante el tensionamiento de los mercados de capitales, afectando negativamente a la demanda interna de estos países.

Gráfico 7
UEM18: peso de las exportaciones a China por país como porcentaje del total



Fuente: BBVA Research a partir de DATACOMEX

Gráfico 8
España: aumento (+) / reducción (-) de la participación del país en las exportaciones españolas de 2008 a 2014 (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de DATACOMEX

3: En BBVA Research (2014) se evalúa el impacto que la depreciación del euro frente al dólar pudiera tener sobre la actividad económica en España.

Aunque algunos sistemas financieros de países desarrollados tienen una exposición importante a la economía china, la mayor fuente de preocupación para España serían las consecuencias de un accidente relacionado con la resolución del problema de la elevada deuda pública griega. Por un lado, el volumen de pasivo contraído por los agentes chinos con los bancos de algunas economías desarrolladas es destacable. Por ejemplo, los pasivos de la economía china con el sistema financiero del Reino Unido alcanzan alrededor de un 7% del PIB de este país (véase el Gráfico 5). Una brusca caída del valor de estos activos o un aumento en el riesgo de impago podría redundar en un incremento en la volatilidad de los mercados de capitales dado el tamaño del sistema financiero británico. Por otro lado, la elevada deuda pública griega (cerca de 180% del PIB) y su sostenibilidad han sido una fuente constante de incertidumbre durante los últimos años. El aumento en la prima de riesgo española que se ha observado en estos meses, en parte como consecuencia de la reciente negociación entre el Gobierno griego y el resto de países miembros de la zona euro, demuestra la clase de tensiones que se podrían observar si surgen dudas acerca de la reversibilidad del euro.

En resumen: impacto directo poco significativo, pero pendiente de las consecuencias en mercados de capitales y socios comerciales

Las exportaciones españolas a ambas economías representan porcentajes relativamente bajos respecto al total, por lo que el impacto directo sería poco significativo, incluso en comunidades autónomas y sectores con una mayor exposición. En todo caso, las mayores repercusiones podrían producirse de forma indirecta a través de: i) la dependencia que muestran otros socios comerciales españoles a la demanda china, ii) la apreciación del euro frente a monedas emergentes, iii) la reducción en el precio de las materias primas, y iv) el incremento en las tensiones financieras. En resumen, **por sí sólo el deterioro en ambos países tendrá poco impacto en España.** Sin embargo, si se traduce en una disminución significativa del comercio mundial o en un aumento prolongado de la incertidumbre en los mercados financieros, los efectos serían mayores.

Bibliografía

BBVA Research (2014), “¿Qué comunidades son más sensibles al ciclo europeo? Un análisis utilizando el modelo BBVA-RVAR”, Situación España, Cuarto Trimestre 2014.

Di Mauro, F., H. Plamper y R. Stehrer (2013), “Global value chains: a case for Europe to cheer up”, COMPNET Policy Brief 03/2013, ECB.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.