



El nuevo Centro Internacional de Exposiciones de Shanghai.

# Una China más fuerte

Linda Yueh

**China puede salir reforzada de la crisis si aumenta la demanda interna y fomenta la integración mundial**

## Sobrevivir la crisis

LOS PAÍSES occidentales están sufriendo las secuelas de una profunda recesión y de la crisis financiera. El crecimiento económico sigue siendo, en el mejor de los casos, débil en las economías avanzadas, la mayoría de las cuales han acumulado importantes niveles de deuda nacional. Y el euro se encuentra bajo presión. Paralelamente, China sigue creciendo. ¿Es real la aparente capacidad de resistencia de China a la recesión?

La situación de China es mucho mejor que la de la mayoría de los países. Evitó una recesión, desconcertando las expectativas al superar la tasa de crecimiento del 8% fijada como meta en 2009. Si puede adaptarse a una economía mundial que probablemente no esté impulsada por la demanda de consumo de los países occidentales en los próximos años, China puede salir de la crisis mundial más fuerte que nunca.

miento de su economía, en lugar de basarse en las exportaciones que son más volátiles. Por lo tanto, en la primavera de 2009 China respondió a la crisis con un programa de medidas de estímulo fiscal de US\$586.000 millones (Y 4 billones). El gobierno siguió aplicando políticas de estímulo en 2010 mientras la demanda mundial se mantenía débil. El Banco Popular de China (BPC) reaccionó rápidamente, reduciendo la tasa de interés de política en agosto de 2008 cuando se situaba en el 7,47%. El último recorte, al 5,31%, tuvo lugar en diciembre de 2008 y al mes de junio de 2010 la tasa se mantenía en este mismo nivel.

Esta combinación de medidas de estímulo y tasas de interés más bajas contribuyó a un repunte del crecimiento en el segundo trimestre de 2009. El crecimiento de China, que se había mantenido en alrededor del 6% en el último trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, cobró impulso hasta situarse en el 8,7% en 2009 en general y en el cuarto trimestre de este año ascendió a una tasa interanual del 10,7% y durante el primer trimestre de 2010 al 11,9%.

El crecimiento de China seguirá dependiendo del éxito del enorme estímulo fiscal, centrado principalmente en la infraestructura. El gasto en infraestructura, que representa la mitad del programa de estímulo, se basa en un proyecto de transporte a gran escala incluido en el 11º Plan Quinquenal, iniciado en 2006. El plan existente permitió implementar rápidamente las medidas de gasto y proporcionó empleos en las carreteras y los ferrocarriles a millones de trabajadores despedidos de las fábricas orientadas a la exportación. De hecho, parece que se

No obstante, China se vio afectada por la segunda etapa de la crisis: una recesión mundial y la primera contracción del comercio mundial en 30 años. Las exportaciones de China —que representan más del 30% de su producto interno bruto (PIB) y alrededor de una tercera parte de su crecimiento económico anual— se desplomaron a finales de 2008. La caída del comercio redujo la tasa de crecimiento en alrededor de 3 puntos porcentuales en 2009 y de 1 punto porcentual en el primer trimestre de este año. La inyección de fondos proveniente de las principales economías del G-20 para respaldar el financiamiento del comercio ha ayudado, pero las exportaciones aún no han recuperado su papel de principal motor del crecimiento.

## Medidas de estímulo

Como consecuencia de la crisis y la consiguiente caída del comercio, China está reconsiderando la importancia de la demanda interna como motor de crecimiento

está creando empleo, lo que da validez al gasto de estímulo de China (Orlik y Rozelle, 2009).

Pero la parte social del estímulo, que representa menos del 5% del programa, se consideró insuficiente para estimular el consumo privado. No resolvió el problema del alto nivel de ahorro de los hogares de China, una de las causas principales de la baja demanda interna. Para desalentar el ahorro precautorio, China añadió US\$125.000 millones de gasto en atención de la salud en 2009 —para cubrir a 200 millones de ciudadanos sin seguro médico como un avance hacia la cobertura universal en 2020— y alrededor de US\$400 millones en pensiones para los trabajadores rurales.

Sin embargo, el consumo como proporción del PIB se mantuvo constante en 2009. El aumento de los ingresos urbanos del 10,5% contribuyó a estimular el gasto de consumo, pero ese aumento partió de una base baja. El consumo representa solamente el 35% del PIB de China, en comparación con el 50% o más en la mayoría de las economías de mercado. Y gran parte de la población rural sigue siendo pobre. Por lo tanto, a pesar del aumento del 16% de las ventas al por menor, el consumo solo contribuyó alrededor de 4 puntos porcentuales al crecimiento de China en 2009.

## Crecimiento del crédito

China, como otras economías principales, utilizó una política fiscal agresiva y una política monetaria expansiva para luchar contra la recesión, pero a diferencia de esos países, el gobierno central financió solo alrededor de una cuarta parte del estímulo. Los bancos estatales se encargaron del resto. Esto generó una rápida expansión del crédito. En 2009, se concedieron préstamos por US\$1,46 billones (Y 9,95 billones) y se otorgarán otros US\$1,09 billones (Y 7,5 billones) en 2010. Una consecuencia de ello ha sido el crecimiento de la oferta monetaria en casi un 30%. No obstante, los precios al consumidor solo comenzaron a incrementarse a finales de 2009 después de 9 meses de deflación, lo que parecen indicar que la liquidez se ha dirigido hacia los activos. Este crecimiento del crédito en una economía con controles a las salidas de capital significa que la inversión será principalmente interna, lo que podría provocar burbujas de los precios de los activos en los mercados bursátiles y de la vivienda y generar inquietud con respecto a una crisis bancaria.

El fondo soberano de inversión de China, la Corporación de Inversión de China, recientemente adquirió participaciones en los “Cuatro Grandes” bancos estatales, incluida la mitad del Banco Agrícola de China. Esto podría considerarse como un intento para estabilizar los precios de los activos —en vista de la preocupación por los préstamos en mora, un problema que afecta desde hace tiempo al sistema bancario estatal de China— y reforzar el coeficiente de capital de estos bancos. Además, los “Cuatro Grandes” emitieron otros US\$11.000 millones de participaciones en 2010 para incrementar su base de capital.

El ritmo de creación de crédito se desaceleró en el primer trimestre de 2010, y el BPC aumentó el encaje legal a los bancos. Pero para alcanzar la meta de crecimiento del 8% cuando es poco probable que las exportaciones vuelvan a los niveles anteriores, China tendrá que perseverar en la sustitución del comercio, que seguirá inundando a la economía de liquidez, por inversión del

gobierno. Será difícil aplicar una política fiscal expansiva y una política monetaria más restrictiva para controlar las burbujas de los activos y estimular al mismo tiempo la economía. Además, el sistema bancario interno no es la única fuente de efectivo.

China recibió más de US\$200.000 millones en flujos de capital en 2009, de los cuales un monto considerable se considera capital especulativo. El atractivo de China para los inversionistas es mayor gracias al renminbi, que está subvaluado y que ha estado vinculado al dólar de EE.UU. desde el comienzo de la crisis. Las reservas de China crecieron un 23% en 2009 y llegaron a un nivel sin precedentes de US\$2,4 billones, de los cuales dos terceras partes están en dólares de EE.UU.

Por lo tanto, la reciente decisión de China de liberalizar su cuenta de capital fomentando las salidas de capital es positiva. Las reformas serán lentas, parciales y estarán orientadas principalmente a respaldar la política de “salir al exterior” orientada a alejar a las empresas chinas a invertir en el extranjero. Sin embargo, estas medidas ayudarán a China a reequilibrar su economía y corregir los desequilibrios macroeconómicos mundiales.

#### Nuevo orden mundial

El aumento de los desequilibrios mundiales en los años 2000 sirvió de telón de fondo de la crisis financiera. El surgimiento de las principales economías emergentes—China, India y Europa oriental—a principios de los años noventa y su integración acelerada en la economía mundial en la década de 2000 aumentó los desequilibrios mundiales duplicando al mismo tiempo la fuerza de trabajo mundial a 3.000 millones de personas. Cuando China ingresó en la Organización Mundial del Comercio (OMC) y los países de Europa oriental en la Unión Europea, los menores costos laborales en esos países provocaron un crecimiento de sus exportaciones y tuvieron un impacto deflacionario en el resto del mundo. Pero esto también impulsó los precios de las materias primas al alza, incluidos los del petróleo, lo que dio lugar a mayores superávits también en Oriente Medio.

Las tenencias de reservas mundiales se han cuatriuplicado desde 1998, generando una mayor demanda de dólares de EE.UU. como moneda de reserva mundial. Este aumento de la liquidez en Estados Unidos fortaleció el consumo en este país; la Reserva Federal no lo restringió porque la inflación se mantenía baja debido en parte al crecimiento de la fuerza de trabajo mundial (Yueh, de próxima publicación).

Estos cambios estructurales en la economía mundial refuerzan la necesidad de monitorear los movimientos internacionales de capital y de que los bancos centrales, incluido el de China, fijen tasas de interés que reconozcan los precios de los activos, y no solo los precios al consumo. Estados Unidos, en particular, debe considerar el efecto de la moneda de reserva: debido a la demanda de dólares de EE.UU. mantenida en las reservas de otros países, la presión a la baja sobre la curva de rendimientos de las letras del tesoro estadounidense aumentará. Por lo tanto, el costo del endeudamiento se verá afectado no solo por la situación económica interna, sino también por la internacional. En el caso de los países con superávit, como China, la política monetaria expansiva de Estados Unidos puede transmitirse a través de los tipos de cambio fijos, dando lugar a que el capital fluya de las econo-

mías de bajas tasas de interés a las de altas tasas de interés. Por lo tanto, China debería reformar gradualmente su tipo de cambio para evitar las burbujas de precios de los activos internos causadas por las afluencias de liquidez. También será importante aumentar la flexibilidad del tipo de cambio del renminbi antes de aplicar una política monetaria más restrictiva: un aumento de las tasas de interés en China mientras Estados Unidos mantenga una política de tasas de interés cercanas a cero solo agravará la afluencia de liquidez, erosionando el impacto de la medida restrictiva. La diversificación y la reducción de las tenencias de divisas de China también ayudarán a mejorar los desequilibrios mundiales.

Los desequilibrios mundiales ya se han moderado ligeramente: el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se ha reducido del 6% a alrededor del 3% del PIB en 2009. El ahorro ha aumentado en los países golpeados por la recesión. El FMI prevé que la economía mundial, que se contraíó un 1,1% en 2009, ascenderá al 4¼% en 2010 y a un nivel superior en 2011. Este nivel es mayor que el promedio del crecimiento mundial del 3,2% registrado entre 1980 y 1997, cuando China y otras principales economías emergentes experimentaron un rápido desarrollo. En ese momento, China creció un 9% al año, con una cuenta corriente mucho más equilibrada que hoy. El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos representaba alrededor del 1,5% del PIB de ese país, es decir, menos del 0,5% del PIB mundial, mientras que hoy corresponde al 3% del PIB de Estados Unidos, es decir, alrededor del 0,7% del PIB mundial. La corrección de los desequilibrios mundiales probablemente continuará, en particular con la caída del consumo en Estados Unidos debido al desapalancamiento, lo que implica menores superávits para otros países.

La reducción del consumo en los principales mercados de exportación de China (la Unión Europea y Estados Unidos) significa que el crecimiento del comercio se desacelerará en los próximos años a menos que China encuentre nuevos mercados de altos ingresos para sus exportaciones, lo que es poco probable dadas las problemáticas en la zona del euro. Para que China pueda volver a mantener una cuenta corriente mayormente equilibrada como en los años noventa y sustentar su tasa de crecimiento, la demanda interna deberá constituir una mayor proporción del PIB.

#### Dos caras del problema

Para salir reforzada de la crisis económica mundial, China deberá implementar reformas orientadas a estimular la demanda interna promoviendo al mismo tiempo la integración mundial. Dado el escaso dinamismo de la economía mundial, la reforma deberá transformar a China en una gran economía abierta y asegurar la estabilidad durante la transición económica protegiéndola frente a los shocks externos.

La economía china debería ser más similar a la de Estados Unidos: un país grande que constituye uno de los principales socios comerciales del mundo pero cuyo crecimiento está impulsado principalmente por la demanda interna. Si China fortalece la demanda interna y externa, estará menos sujeto a la volatilidad de la economía mundial; su crecimiento podría estar impulsado por la demanda aunque su comercio aumente en términos absolutos. Dado que China incide en los términos de intercambio

mundiales, puede redefinirse como una gran economía abierta que reconozca los beneficios de la integración mundial manteniendo al mismo tiempo una sólida base de demanda interna para proteger al país de los peores shocks externos.

#### Consumo y gasto público

El consumo representó alrededor de la mitad del PIB hasta que las altas tasas de ahorro de los hogares y las empresas lo redujeron a un nivel histórico de apenas un tercio. Pero puede volver al nivel del 50% registrado a principios de los años noventa si se corrigen los incentivos al ahorro.

Existe amplio margen para aumentar el gasto público en seguridad social, que como proporción del PIB, ascendió al 13% en 2008 y casi al 20% en 2009 solo como consecuencia del enorme programa de estímulo fiscal. Este nivel sigue siendo inferior al promedio registrado antes de la crisis por los países de la OECD y mucho más bajo que el de la mayoría de los demás países en desarrollo.

El gobierno también debería acelerar la urbanización, lo que fomentaría el crecimiento del sector de los servicios. Esto podría desarrollar aún más el componente de bienes no transables de la economía y crear empleos en los niveles bajo y alto de la gama de capacidades profesionales. Esto se ajusta adecuadamente al perfil de la fuerza de trabajo de China, en las zonas urbanas y rurales. El aumento del ingreso derivado de la urbanización de sectores de la población rural impulsaría el consumo.

#### Ahorro empresarial y liberalización financiera

Deberían aplicarse una serie de reformas para reducir el ahorro. El ahorro de las empresas—estatales y no estatales—es aun mayor que el de los hogares. Esto se puso claramente de manifiesto cuando el superávit en cuenta corriente de China representó más del 10% del PIB a partir de 2004. La inversión mantuvo su proporción en el PIB, aunque suele reducirse cuando los países acumulan un superávit en cuenta corriente.

El sistema financiero distorsionado de China obliga a las empresas privadas a ahorrar para crecer porque tienen dificultades para obtener crédito. Pero incluso las empresas estatales, que pueden acceder fácilmente al crédito, ahoran porque sus ganancias apenas están gravadas. Estas empresas deberían pagar más impuestos y dividendos.

La liberalización total de las tasas de interés mejoraría la asignación del crédito a las empresas privadas y reduciría el incentivo al ahorro. Aunque estas tasas se liberalizaron parcialmente en 2004, cuando se eliminó el límite máximo a las tasas interbancarias, todavía existían límites al nivel mínimo de estas tasas, así como un límite máximo a las tasas de los depósitos, lo que distorsiona las decisiones de inversión. Si se liberalizaran las tasas de interés, se reducirían los costos de financiamiento para las empresas y, por lo tanto, la necesidad de ahorrar.

La liberalización gradual de la cuenta de capital, en particular la política de “salir al exterior”, ayudará a reducir el ahorro si las empresas pueden operar en los mercados mundiales y tienen acceso al financiamiento de los mercados internacionales de crédito más desarrollados. En otras palabras, las empresas pueden obtener capital en los mercados y no solo depender del sistema bancario de China con sus controles al crédito.

La liberalización de la cuenta de capital también incrementará la flexibilidad del tipo de cambio ya que aumentará la demanda de renminbi. Con un nivel suficiente de salidas de capital, las presiones de apreciación sobre la moneda incluso podrían ceder. La combinación de reformas del tipo de cambio y de las tasas de interés permitirá lograr un mejor equilibrio entre las posiciones interna (ahorro/inversión) y externa (balanza de pagos). Esto dará lugar a una economía más equilibrada que también ayudará a reducir la acumulación de liquidez derivada de los desequilibrios mundiales, como corresponde a una gran economía abierta.

También es importante mejorar la supervisión regulatoria. La liberalización debe ir acompañada por reformas institucionales nacionales e internacionales para profundizar los mercados financieros. Por ejemplo, la participación activa en el órgano regulatorio internacional, el Consejo de Estabilidad Financiera, podría aumentar la estabilidad si los mercados de capital se rigen por leyes y normas cada vez más transparentes que generen más certidumbre y profundidad. Esto tendría repercusiones positivas en el comportamiento de los hogares y las empresas.

Como una de las principales economías del mundo, a China le conviene reconocer su impacto y ayudar a la reestructuración del sistema de gobierno de los mercados mundiales porque sus decisiones se ven afectadas por la situación internacional y, a su vez, influirán en el contexto mundial más amplio. Por ejemplo, China es uno de los motores del crecimiento para Asia y para los países exportadores de materias primas en todo el mundo, y su tipo de cambio afecta a los precios mundiales, mientras que sus condiciones monetarias afectan a los mercados financieros mundiales.

#### Cómo convertirse en una gran economía abierta

China puede convertirse en una gran economía abierta en rápida expansión estimulando la demanda interna y desarrollando empresas competitivas a nivel mundial. Dado que el nivel de desarrollo del país sigue siendo bajo, la integración en la economía mundial beneficiaría a China y al resto del mundo. Puede lograrse implementando reformas macroeconómicas que la coloquen en una posición estratégica dentro de una nueva economía mundial incierta. De esa manera, China puede salir reforzada de la crisis financiera mundial. Es una oportunidad demasiado buena para dejarla pasar. ■

Linda Yueh es Directora del China Growth Centre y Catedrática de Economía de St. Edmund Hall de la Universidad de Oxford.

#### Referencias:

- Bergsten, C. Fred, 2009, “The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis”, Foreign Affairs (noviembre/diciembre).
- Orlik, Tom, y Scott Rozelle, 2009, “How Many Unemployed Migrant Workers Are There?”, Far Eastern Economic Review.
- Victor, David G., y Linda Yueh, 2010, “New Global Energy Order”, Foreign Affairs, enero/febrero.
- Yueh, Linda, 2009, The Law and Economics of Globalisation (Londres: Routledge).
- , de próxima publicación, “U.S., China and Global Imbalances”, China Economic Journal.