

El próximo paso de China



Por qué la reforma del sector financiero es un elemento crucial de una estrategia de crecimiento a largo plazo

Eswar S. Prasad

EL SURGIMIENTO de China como una potencia económica y su mera magnitud han colocado al país decididamente en el centro del escenario económico mundial. Algunos observadores conjeturan que podría convertirse en la segunda economía del mundo de mantenerse su tasa de crecimiento durante las próximas dos o tres décadas. Además, dada la expansión comercial de China y el rápido incremento de su stock de reservas internacionales, cuando se analizan los desequilibrios mundiales de la cuenta corriente invariablemente se pone a Beijing en primer plano. Al mismo tiempo, la posibilidad de un recalentamiento de la economía y un excesivo nivel de inversión en China causa preocupación.

De hecho, la reciente decisión china de flexibilizar el tipo de cambio del renminbi (vinculándolo a una cesta de monedas, en lugar de establecer una paridad fija con el dólar de EE.UU.) se considera una reacción a presiones internas y externas. Para algunos observadores, este primer paso, que incluye una pequeña revaluación de la moneda, es demasiado corto como para ejercer mucha influencia en los desequilibrios nacionales o internacionales. Pero lo que importa mucho más es su valor simbólico y económico.

Estructura del comercio y acumulación de reservas

Comencemos el análisis desde una perspectiva regional. China está adquiriendo una importancia cada vez mayor en la región asiática en términos de flujos comerciales y financieros. Actualmente recibe alrededor del 40% de toda la inversión extranjera directa (IED) que llega a las economías de mercados emergentes de Asia (incluidos los flujos de IED que tienen lugar entre economías de la región). La otra cara de esta realidad es que Japón y las economías de mercados emergentes de Asia, en conjunto, representan en la actualidad más de dos tercios de la afluencia de IED a China. Esta proporción se mantiene igualmente muy por encima de la mitad aun cuando se excluya del cálculo el significativo porcentaje de flujos provenientes de la RAE de Hong Kong, a partir de la premisa de que tales flujos pueden representar la ida y vuelta de capitales originarios de China que retornan a fin de aprovechar el tratamiento impositivo preferencial otorgado a la IED.

Este patrón de flujos intrarregionales de capital se enlaza con lo que ocurre en la esfera comercial, donde China se ha transformado en un importante centro de procesamiento de bienes fabricados en otras economías asiáticas y destinados a los mercados de los países industriales. De hecho, durante el período 2000–04 el incremento del superávit bilateral combinado de China con Estados Unidos y la Unión Europea fue compensado en considerable medida por el aumento de su déficit comercial con otras economías asiáticas (véase el cuadro).

Pero no se agota aquí el panorama actual. El superávit en cuenta corriente de China se elevó a alrededor de US\$70.000 millones en 2004, siendo atribuible una parte importante de tal incremento al superávit comercial global. Durante el período 2001–04, las exportaciones chinas crecieron en promedio a una tasa excepcional de alrededor del 30% cada año (las importaciones crecieron a una tasa similar, pero su nivel se ha mantenido por debajo del correspondiente a las exportaciones). Si bien este rápido crecimiento de las exportaciones desde 2001 puede atribuirse en parte a los bajos costos laborales de China y a su adhesión a la Organización Mundial del Comercio, se ha generado un debate de ribetes polémicos

Las dos caras de la moneda

China tiene un gran superávit comercial con Estados Unidos y la Unión Europea, pero un importante déficit con sus vecinos asiáticos.

Balanza comercial bilateral con ciertas economías (miles de millones de dólares)

	2000	2004	2000		2004	
	China continental	China continental	China y RAE de Hong Kong	China y RAE de Hong Kong	variación	variación
Estados Unidos	30	80	62	110	} 79	} 77
Unión Europea	7	35	20	49		
Japón	0	-21	-14	-40	} -35	} -104
Resto de Asia	-2	-16	-65	-143		
Otros	-11	-46	-3	-41		
Total	24	33	0	-65		

Fuente: CEIC Data Co., Ltd.

Notas: Tomando China continental y la RAE de Hong Kong en conjunto, el segundo panel incluye las importaciones y exportaciones al territorio continental intermedias a través de la RAE de Hong Kong (durante 2002–04, alrededor de una quinta parte del comercio de mercancías de China continental se intermedió a través de la RAE de Hong Kong). "Resto de Asia" abarca Camboya, Corea, Filipinas, Indonesia, Laos, Malasia, Myanmar, Singapur, Tailandia, la provincia china de Taiwan y Vietnam.



Verificación de hilos en una fábrica de textiles en Nantong, China.

acerca del grado en que su régimen monetario ha contribuido a generar esta expansión del intercambio comercial.

Entre 1995 y julio de 2005, la moneda china —el renminbi— había sido mantenida de hecho a una paridad fija en relación con el dólar de Estados Unidos y había indicios de que, al depreciarse el dólar frente a otras monedas principales en los últimos 2–3 años, el renminbi había quedado subvaluado. Quienes critican la política cambiaria de China citan a menudo la rápida acumulación de reservas del país como una prueba clara de tal subvaluación. Las reservas internacionales brutas han mostrado una empujada trayectoria ascendente desde 2001, y alrededor de tres cuartas partes de la acumulación total registrada en la última década se ha producido en tan solo los últimos tres años (gráfico 1). Como resultado de ello, China tiene hoy el segundo mayor stock de reservas internacionales del mundo (detrás de Japón).

¿De qué manera han contribuido a este crecimiento los distintos componentes de la balanza de pagos? Como puede observarse en el gráfico 2, el superávit en cuenta corriente y las entradas netas de IED fueron siempre bastante considerables durante la última década. Lo que resulta particularmente interesante es que, hasta 2000, estos factores se vieron compensados por el saldo de la cuenta financiera no atribuible a la IED más errores y omisiones, siendo estos últimos la categoría residual equilibradora, dentro de la balanza de pagos, que recoge los flujos no registrados en la cuenta corriente ni en la cuenta de capital. Desde 2001, la suma de errores y omisiones y el saldo de la cuenta de capital sin IED ha registrado un giro muy acentuado, pasando a ser fuertemente positiva en 2003–04. Esta categoría ha sido, en realidad, el factor dominante entre los que contribuyeron a aumentar el ritmo de la acumulación de reservas desde 2001. Una posible razón del cambio de signo de esa categoría es que ella refleja un importante ingreso de capitales especulativos ante la expectativa de una posible apreciación del renminbi. Dichos flujos no pueden ingresar a través de los canales oficiales, ya que de hacerlo entrarían en colisión con los controles de capital vigentes.

Este análisis plantea algunas implicaciones importantes. Por de pronto, torna menos obvio el hecho de que la rápida

acumulación de reservas en sí misma constituye una prueba palpable de la sustancial subvaluación del renminbi. Las entradas de capital especulativo tienden a potenciarse mutuamente y pueden a veces tener poca relación con los fundamentos macroeconómicos. Pero sin duda hay fuerzas más fundamentales que empujan sin cesar al renminbi al alza, entre ellas la aparentemente mayor tasa de crecimiento de la productividad laboral en China comparada con la que se observa en sus principales socios comerciales.

Más flexibilidad, menos riesgo

Como lo han demostrado los últimos años, la decisión de mantener un régimen de tipo de cambio fijo para resistir esas fuerzas fundamentales que impulsan una apreciación de la moneda ha producido voluminosas entradas de capital. Estas suelen tener consecuencias perjudiciales al inundar de liquidez el sistema monetario, lo cual podría acarrear una incorrecta asignación de recursos y avivar la inflación interna.

China ha podido contrarrestar algunas de esas presiones internas mediante una “intervención esterilizada”, es decir, retirando del sistema financiero la mayor liquidez que de lo

Gráfico 1

Abundancia de reservas

El stock chino de reservas en moneda extranjera ha crecido acentuadamente desde 2001.



Fuente: CEIC Data Co., Ltd.

Gráfico 2

Vía extraoficial

La afluencia de capital especulativo explica gran parte del incremento de la acumulación de reservas por parte de China.



Fuente: CEIC Data Co., Ltd.

contrario generaría la afluencia de capital y la correspondiente acumulación de reservas.

Para contener los costos explícitos de la esterilización, no ha tenido más que exigir a los bancos estatales que compren bonos del Estado (o del banco central) a bajas tasas de interés, cercanas o inferiores a la tasa de rendimiento que se gana por la tenencia de reservas. Esa medida fue posible gracias a que la cuenta de capital es relativamente cerrada y que el sistema bancario es estatal.

Naturalmente, ni siquiera China puede escapar a las leyes básicas de la economía. Lo que sucede es que posiblemente los costos globales de la esterilización no resulten evidentes. Por ejemplo, los hogares de China han soportado implícitamente una parte importante de los costos, ya que a falta de otras oportunidades de inversión han dejado sus depósitos en el sistema bancario estatal, obteniendo un rendimiento real muy bajo por sus ahorros.

Una preocupación mayor en cuanto al régimen de paridad cambiaría fija era que, con el transcurso del tiempo, la eficacia de los controles de capital tendiera a disminuir cada vez más al tornarse más fuertes los incentivos para eludirlos. Mantener un tipo de cambio fijo ante la inevitable erosión de los controles de capital podría haber creado riesgos para el sistema financiero, que en muchos aspectos sigue siendo endeble.

Por lo tanto, a muchos niveles, la flexibilización cambiaría neutralizará algunos de esos costos y contribuirá a la estabilidad económica del país. Pero el tema no se agota ahí.

Concentración de la inversión

Mirando la balanza de pagos desde una perspectiva diferente, la cuenta corriente refleja, en efecto, la diferencia entre el ahorro y la inversión internos. Las tasas de ahorro de China son muy elevadas, y el ahorro nacional bruto, que comprende el ahorro de los hogares, del sector empresarial y del gobierno, asciende a casi la mitad del PIB. Quizás el verdadero interrogante sea por qué el superávit en cuenta corriente es de solo 5% del PIB, ya que aun esto supone un sorprendente coeficiente de inversión igual al 40%–45% del PIB, del cual una proporción sustancial corresponde a la inversión que hacen las empresas. El crédito bancario barato ha jugado un papel importante en la financiación del reciente auge de inversión.

Esas altas tasas de inversión son, en principio, algo muy beneficioso para una economía en desarrollo, dado que la mayoría de dichas economías tienden a tener abundante mano de obra pero escaso capital. Por cierto, se podría destacar la infraestructura relativamente bien desarrollada de China —muy superior a la de muchas otras economías que se encuentran en una etapa similar de desarrollo— como un efecto positivo de esa inversión. Pero lo inquietante es que, en los últimos años, el crecimiento de la inversión se ha concentrado mayormente en unos pocos sectores, tales como el del aluminio, los automotores, el cemento, los bienes inmuebles y el acero.

Si bien la demanda ha experimentado un vigoroso crecimiento, se teme que las tasas anuales de crecimiento de la inversión superiores al 50% en algunos de esos sectores —impulsadas por el crédito barato y expectativas excesivamente optimistas acerca del futuro incremento de la demanda—

lleven probablemente a un exceso de capacidad instalada. En algunos sectores, como el automotriz y el siderúrgico, de hecho ya hay algunos indicios de que la creciente competencia y el exceso de capacidad están comenzando a empujar los precios hacia abajo. Esta situación podría acarrear una morosidad cada vez mayor en los préstamos del sistema bancario, que neutralizaría buena parte del progreso logrado en los últimos años.

En síntesis, uno de los problemas básicos de China es que el alto grado de ahorro que motoriza ese rápido crecimiento de la inversión es escasamente rentable debido a la fragilidad del entramado que debe dar cohesión al contexto económico. Para brindar capital de bajo costo a las empresas, especialmente las estatales, es preciso que las tasas de interés sean bajas, y para sostener las utilidades de los bancos es entonces necesario pagar menores tasas de rentabilidad por los depósitos. Por lo tanto, mantener empresas estatales económicamente inviables y sostenerlas a través del sistema bancario genera considerables costos implícitos.

Pero, ¿cuánto importa todo esto si el crecimiento sigue siendo tan vigoroso como lo ha sido en los últimos años? ¿No podría China sencillamente superar muchos de sus problemas con solo crecer? El crecimiento es indudablemente un tónico maravilloso que puede mitigar muchos problemas. Pero quizá tenga su lado oscuro en el hecho de que una parte sustancial del crecimiento de los últimos años provino de la inversión, y la creciente inversión fija ha pasado a ser el principal motor del crecimiento del producto desde 2001 (gráfico 3). Es probable que una buena parte de la inversión reciente termine siendo improductiva a largo plazo.

La cuadratura del círculo

Entonces, ¿cómo se logra cuadrar el círculo? La respuesta es la reforma del sector financiero. El hecho de que el sistema financiero se vuelva o no más eficiente en la intermediación del gran volumen de ahorro de China y en su canalización

Gráfico 3

Auge de la inversión

La inversión ha sido el motor propulsor del sobresaliente crecimiento económico registrado en China en los últimos años.

Contribución de los componentes del PIB al crecimiento del PIB nominal de China (con base en los gastos; porcentaje)¹



Fuente: CEIC Data Co., Ltd.

¹Los datos oficiales desglosan los componentes de gasto del PIB únicamente en términos reales (no nominales).

hacia las inversiones más productivas tendrá importantes repercusiones en el crecimiento a largo plazo. La reforma del sector bancario estatal es un componente esencial de esta tarea, dado que los bancos siguen dominando el panorama financiero, pero el desarrollo del sector financiero en general no puede ser ignorado.

Ya se han logrado avances en cuanto a fortalecer la supervisión del sistema bancario. La creación de la Comisión de Regulación Bancaria de China a comienzos de 2003 ha dado el impulso inicial a la reforma del sector. Y la expectativa es

Si la demanda interna actúa como motor de un crecimiento basado más en el consumo que en la inversión, se abriría una senda de crecimiento más sostenible.

que los inversionistas estratégicos extranjeros, que a invitación de las autoridades han comenzado a tomar posiciones en los grandes bancos, aporten pericia técnica e inculquen mejores prácticas de gobierno empresarial.

Pero sacar un mastodonte a flote no es cosa fácil. Pese a las medidas adoptadas para racionalizar sus operaciones, los grandes bancos chinos son todavía gigantescos, cualquiera que sea el parámetro contra el cual se los mida, con sus cientos de miles de empleados y decenas de miles de sucursales en zonas muy alejadas entre sí. El proceso de reforma se convierte entonces en todo un reto logístico. Por otra parte, extirpar el legado de otorgamiento de préstamos dirigido por el Estado y capacitar a los bancos para que adopten sus decisiones crediticias sobre la base de consideraciones puramente comerciales, tomando debidamente en cuenta la viabilidad y nivel de riesgo de los proyectos, sigue siendo un importante desafío en el proceso de reforma.

Si las reformas determinaran un alza de las tasas de interés, ¿no podrían hacer caer la inversión e incrementar el ahorro, con el consiguiente aumento del superávit en cuenta corriente? Esta posibilidad dista de ser algo fácil de percibir a primera vista. Consideremos primero el ahorro. Si se diera a los hogares la oportunidad de utilizar los mercados financieros para moderar el consumo, se podría de hecho reducir el nivel de ahorro con carácter precautorio. También se permitiría a las personas tomar crédito contra sus ingresos futuros y de ese modo se podría estimular el crecimiento del consumo. Asimismo, las empresas podrían disminuir su nivel de ahorro si tuvieran un mejor acceso a la financiación para proyectos comercialmente viables y no tuvieran que recurrir tanto a las utilidades retenidas.

De todos modos, ¿no afectaría una disminución del crecimiento de la inversión a las perspectivas de crecimiento del país a largo plazo? Todo lo contrario. Reducir el crecimiento de la inversión global y canalizar el capital hacia usos con mayor eficiencia económica es en realidad una condición esencial para

garantizar que la expansión económica de China tenga carácter duradero. Si la demanda interna actúa como motor de un crecimiento basado más en el consumo que en la inversión, se abriría una senda de crecimiento más sostenible.

Aquí es donde entra también en juego la flexibilidad cambiaria. La vinculación entre estos factores es sutil. Dado que la mayor parte del ahorro de China se intermedia a través del sistema bancario, si este tuviese una mayor orientación comercial se lograría una asignación más eficiente de los recursos de la economía. Ello, a su vez, exigiría una respuesta de los bancos a medidas de mercado para controlar la actividad económica. Entre los instrumentos que las economías de mercado suelen aplicar en tales circunstancias está la tasa de interés a corto plazo. La falta de flexibilidad cambiaria, sin embargo, ha restringido mucho la independencia de la política monetaria, aun cuando en alguna medida se aisló el sistema monetario mediante controles de capital. La autoridad monetaria se vio entonces forzada a recurrir a medidas no propias del mercado, tales como la persuasión moral, para controlar el crecimiento del crédito y de la inversión, resultado que puede haber brindado beneficios a corto plazo pero vició el proceso de reforma bancaria. La necesidad de esterilizar grandes afluencias de capital entrañó asimismo una pesada carga para el banco central.

Aunque la flexibilidad cambiaria por sí sola difícilmente sea una panacea, si produce una política monetaria independiente terminará eliminando una traba importante que ha obstaculizado la reforma del sector financiero y restringido otros aspectos fundamentales del avance hacia una economía más orientada al mercado. Servirá además como herramienta útil para responder a los shocks externos a los que China se verá cada vez más expuesta si continúa integrándose a la economía mundial. Para China ya no hay posibilidad de mirar hacia atrás, a medida que sus vínculos comerciales y financieros con economías de dentro y fuera de Asia se tornan cada vez más estrechos. En vista de la creciente prominencia del país, hay mucho en juego en el resultado de sus iniciativas de reforma, no solo para China sino también para Asia y la economía mundial. ■

Eswar Prasad, anteriormente a cargo de la División de China del FMI, es Jefe de División en el Departamento de Estudios del organismo.

Referencias:

Fondo Monetario Internacional, 2004, "People's Republic of China: Article IV Consultation—Staff Report", disponible en: www.imf.org.

Prasad, Eswar, Thomas Rumbaugh y Qing Wang, 2005, "Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China", IMF Policy Discussion Paper 05/1 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Prasad, Eswar, y Shang-Jin Wei, 2005, "China's Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations", IMF Working Paper 05/79, (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Prasad, Eswar, y Raghuram Rajan, "China's Financial Sector Challenge", artículo de opinión en The Financial Times, 10 mayo de 2005.