



# El rompecabezas del reequilibrio de China

Las fuerzas del mercado resolverán el problema en forma “natural”

Un trabajador transporta tuberías de acero en un mercado de la provincia de Hubei, en el centro de China.

*Jonathan Anderson*

**E**L ESPECTÁCULO presenciado en el escenario económico mundial en el último año ha sido inusual: un grupo de funcionarios estadounidenses de alto rango y sus homólogos chinos en una sonada serie de reuniones organizadas bajo el lema de “Diálogo económico Estados Unidos-China”. El extenso programa oficial abarcaba temas como acceso a los mercados, derechos de propiedad intelectual, control de las exportaciones en Estados Unidos y garantías de inversión; pero cabe decir que la cuestión de fondo fue el omnipresente déficit de comercio bilateral de Estados Unidos con China y el creciente superávit comercial de la China continental frente al mundo. En otras palabras, el tema que interesaba a la delegación, y que ha acaparado la atención de los observadores de ese país, era el reequilibrio de la economía china.

Pero en el caso de China, el “reequilibrio” real y la manera de lograrlo no son planteamientos sencillos, ya que esa economía es una de las más peculiares e intrigantes del planeta, y en ella las ideas ortodoxas pueden difuminarse.

## ¿Cuál es la situación real?

El problema fundamental es que, por un lado, en los últimos tres años, el superávit comercial y en cuenta corriente de China se ha disparado, de niveles de 3% y aproximadamente 2% del PIB en 2004 y 2000-03, respectivamente, a más o menos un 10% del PIB en el primer semestre de 2007. Y, en el mismo lapso, la proporción de inversión bruta de la econo-

mía también subió a un máximo de 43% del PIB, de alrededor de 35% a comienzos de la década.

Podría ser la primera vez en 50 años que los economistas observan este fenómeno. Lo normal es que un aumento brusco del coeficiente de inversión abra un déficit en la cuenta corriente, como pasó en Asia sudoriental antes de la crisis financiera. O lo contrario, como los ingentes superávits comerciales registrados en Japón y Taiwan a mediados de los años ochenta, debidos sobre todo a la caída de los coeficientes de inversión interna. Esto es lo que ha sucedido una y otra vez en los mercados emergentes, salvo en China, donde el aumento de la inversión ha ido acompañado de una meteórica subida del superávit en cuenta corriente.

Por definición, el alza de ambos coeficientes significa que el aumento de la tasa de ahorro interno es aun más rápido, lo que a su vez significa que el consumo interno como porcentaje del PIB tiene que estar disminuyendo, y precipitadamente. Los datos oficiales indican, en efecto, que el gasto general de consumo en China se redujo, de más del 60% del PIB a comienzos de la década, a aproximadamente 50% hoy en día, con el consumo de los hogares en un mínimo de 37% del PIB, la cifra más baja de toda Asia y quizá de los países de mercados emergentes.

Sin duda lo que pasa en la vibrante y dinámica economía china va más allá de una leve incoherencia, y la causa obvia parece ser la debilidad del consumo. Es decir que para solucionar los desequilibrios internos y externos de China habría

que estimular urgentemente el gasto de consumo, el único factor capaz de reequilibrar el crecimiento.

Esa es la versión resumida y convencional de los hechos. Pero hay contraargumentos de peso, y un análisis más a fondo de los datos macroeconómicos parece dar paso a otra realidad. La hipótesis de este artículo es que el consumo de los hogares no es el problema principal, y que el grueso del exceso de ahorro proviene de las empresas chinas que están “adueñándose” de las cuotas de mercado y las utilidades del resto del mundo. Se trata además de un desequilibrio transitorio y no de un fenómeno estructural, y el proceso de ajuste automático ya ha empezado. Claro que China aún necesita tomar medidas para reformar estructuralmente a largo plazo el financiamiento del consumo y la protección social, pero no para solucionar la actual disparidad cíclica.

### Otros tres enigmas

El rompecabezas tiene otros tres enigmas económicos:

**Primero, si el consumo de los hogares es tan flojo, ¿por qué no da esa impresión?** Las cifras oficiales del PIB indican que el consumo está muy a la zaga del crecimiento general de la economía, pero casi ningún otro dato corrobora esta observación. El porcentaje de crecimiento de las ventas al por menor es de dos cifras, el gasto de consumo rural se ha disparado junto con el alza de los alimentos, y las compras de vehículos urbanos de pasajeros se han triplicado desde 2002. Además, la población china no parece estar “subendeudada”; el mayor financiamiento de hipotecas y vehículos ha provocado un aumento significativo de la deuda global de los hogares desde comienzos de la década.

**Segundo, si China está invirtiendo demasiado, ¿por qué no se reducen las utilidades?** Los datos plantean una paradoja similar: la combinación de un aumento acusado del coeficiente de inversión con una merma del consumo debería perjudicar las utilidades de las empresas, pero según datos oficiales la rentabilidad ha sido alta en los últimos cinco años. Los márgenes industriales han disminuido un poco desde 2004, sobre todo en los sectores con capacidad excedentaria, pero siguen siendo históricamente altos.

**Tercero, ¿dónde está el supuestamente abundante ahorro de los consumidores?** Esta es la crítica más contundente. Puede ser que el consumo real sea más alto y la inversión más baja de lo que indican las cifras oficiales del PIB, pero el espectacular aumento del superávit en cuenta corriente en los últimos años aún supone un aumento notable del ahorro, y toda teoría coherente sobre los desequilibrios de China ha de explicar el origen de ese ahorro.

De lo que se puede ver, no proviene de los hogares. Según datos del sistema bancario, la participación de los hogares en el total de depósitos ha disminuido desde comienzos de la década, cediendo terreno a los depósitos de las empresas. Así lo confirman las estimaciones de flujos de fondos, que también indican que si bien las tasas de ahorro de los hogares y del gobierno son en general altas, ninguna ha variado mucho en el último quinquenio. De hecho, el verdadero motor del reciente “auge del ahorro” en China es el sector empresarial, cuya tasa estimada de ahorro bruto ha escalado casi 7 puntos porcentuales desde comienzos de la década (gráfico 1).

### Las empresas, no los hogares

La inferencia es que el apareamiento repentino de desequilibrios en China en los últimos años —el brusco aumento del superávit comercial y el fuerte incremento implícito del ahorro interno en relación con los ya altísimos niveles de inversión— no se debió a la atonía del consumo. La mayoría de los datos apuntan a que el origen del problema son las empresas chinas y sus crecientes ahorros.

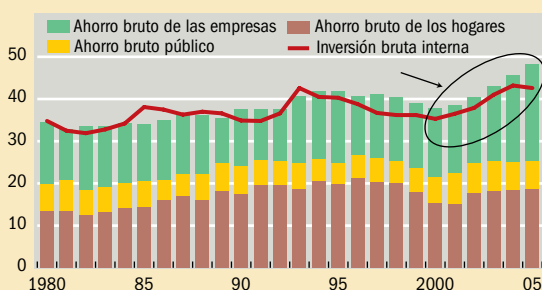
El ahorro bruto de las empresas es lo mismo que las utilidades totales —es decir, las ganancias que pueden invertirse o distribuirse—, y en los últimos cinco años los márgenes de utilidad de las empresas, pese a ser sólidos, han permanecido estables o han disminuido. Pero hay una gran diferencia entre márgenes de utilidad y volumen de utilidades totales en la economía, y esta últimas pintan un panorama distinto. Desde 2002, los márgenes de utilidad de las grandes industrias chinas han seguido una trayectoria muy distinta de la de las utilidades generales, cuyo volumen como porcentaje del PIB se ha disparado (gráfico 2). Descontando las utilidades

Gráfico 1

#### Nuevos grandes ahorristas

El ahorro bruto de las empresas chinas ha aumentado acusadamente desde 2000.

(Porcentaje del PIB)



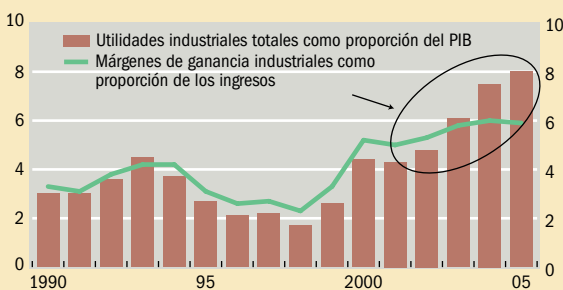
Fuentes: Banco Mundial; CEIC, y estimaciones de UBS.

Gráfico 2

#### Cada vez más utilidades

Crecen las utilidades generales de las grandes empresas industriales, pero no los márgenes de ganancia.

(Porcentaje)



Fuentes: CEIC y estimaciones de UBS.

de las empresas manufactureras más pequeñas y del sector de los servicios, es fácil ver cómo las empresas han impulsado el auge del ahorro en China.

Lo que explica esta súbita divergencia de los últimos años es el enorme aumento de los volúmenes de las ventas industriales. En la mayor parte de los últimos 20 años, la relación entre los ingresos por ventas industriales y el PIB fue estable, pero desde 2002 ha dado un salto brusco, de 90% del PIB a un sorprendente 140% del PIB en 2005 (gráfico 3, panel superior). Y, curiosamente, el aumento se ha concentrado exclusivamente en la industria pesada.

La producción industrial pesada aumentó mucho más rápido que la demanda interna de esos bienes (gráfico 3, panel inferior). China tiene sin duda un creciente superávit en manufacturas ligeras y artículos electrónicos, pero lo que más contribuyó al superávit comercial fue el giro repentino de la posición comercial de las industrias pesadas (acero, materiales, maquinaria y sustancias químicas).

### La historia real

Resulta que, en la realidad, los desequilibrios de China casi no guardan relación con el consumo, y que se deben en cambio a la masiva transferencia neta de ahorros del exterior al sector empresarial de china continental. El exceso de creación de capacidad interna ha permitido a las industrias pesadas adueñarse efectivamente de los ahorros del resto del mundo, gracias a aumentos anormalmente altos de las cuotas en los mercados interno y externo. La situación no obedece entonces a desequilibrios estructurales a largo plazo, sino más bien a un profundo shock cíclico que lleva intrínsecamente los factores que conducirán a su autocorrección.

La explicación es que entre 2001 y 2005 la economía de China continental registró un auge de la inversión en los sectores relacionados con la construcción y la maquinaria. Lo normal habría sido que, tras la contracción macroeconómica de 2004, el frenazo de la demanda interna hubiera traído como consecuencia recortes de la producción y la evaporación de las utilidades en esos sectores, pero en las industrias clave las empresas “validaron” los aumentos de capacidad no solo incrementando sus exportaciones, sino también desplazando del mercado local a los proveedores extranjeros. El resultado fue una fuerte caída del crecimiento de las importaciones y un vigoroso despegue de las exportaciones; en otras palabras, un aumento rápido del superávit comercial. Claro que los márgenes de ganancia disminuyeron en los sectores sobrecalentados, pero con sus mayores cuotas de mercado las empresas pudieron aumentar significativamente los volúmenes en el mercado interno y agrandar los márgenes, lo cual a su vez propició el masivo aumento de las utilidades empresariales como proporción de la economía. Así se despeja el segundo gran enigma: por qué las utilidades y los márgenes no se han deprimido más pese a los niveles máximos sin precedentes a los que ha llegado el coeficiente inversión/PIB.

La inusitadamente alta contribución de las exportaciones netas al crecimiento general también eleva la relación entre el PIB y la demanda interna, y por lo tanto contrae “artificialmente” la proporción del consumo en la economía. Esto ayuda a despejar el primer enigma: por qué el coeficiente

oficial de consumo de los hogares baja pese al dinamismo de los otros indicadores de consumo.

### Recetas comunes para el reequilibrio

El modelo resumido que explica los desequilibrios macroeconómicos de China es así: sobreinversión cíclica en las industrias pesadas, aumento de las cuotas de mercado mediante reajustes del comercio y, como resultado, mayor ahorro interno de las empresas. Utilizando este modelo como parámetro de referencia, analicemos las distintas recetas para el reequilibrio.

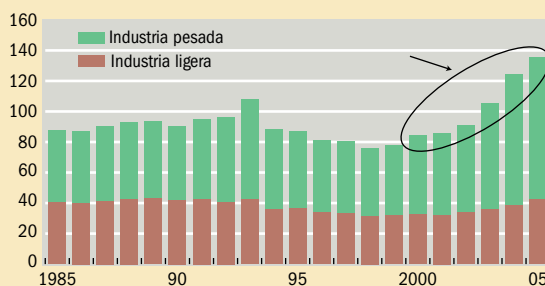
**Estimular el gasto de los hogares.** Esta opinión, quizá la más común entre los analistas y la prensa financiera, no es necesariamente la más razonable. La tasa media de ahorro de los hogares chinos es alta frente a los niveles internacionales, pero hay una gran diferencia entre un fuerte ahorro estructural y un exceso cíclico de ahorro. El primero, que en parte es atribuible a los hogares, es el factor principal que alimenta las sólidas tasas estructurales de inversión y de crecimiento en la economía china. Un descenso de las tasas de ahorro reduciría las tasas medias de inversión y, por lo tanto, elevaría el rendimiento estructural del capital, pero también frenaría

Gráfico 3

### El arrastre de la industria pesada

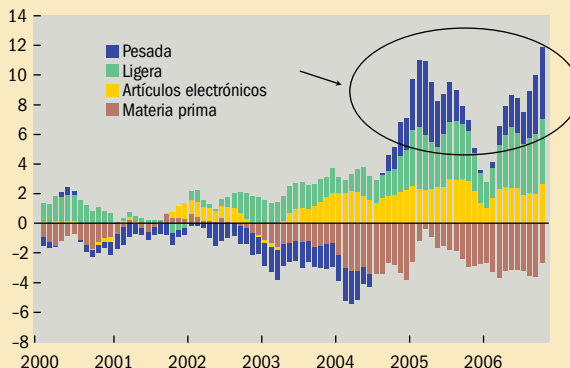
Las industrias pesadas generaron el fuerte aumento de los volúmenes de ventas . . .

(Ventas industriales como porcentaje del PIB)



. . . que es el factor que impulsa el crecimiento del superávit comercial.

(Contribución a la variación del saldo comercial, miles de millones de dólares)



Fuentes: CEIC y estimaciones de UBS.

el crecimiento del PIB y del ingreso. No se sabe con certeza si esto sería un resultado óptimo para China. En cambio, el exceso cíclico del ahorro atañe a las empresas y no a los consumidores, y fomentar el consumo hoy en día para reducir el superávit comercial sin solucionar los factores subyacentes de los desequilibrios podría llevar el ya excesivo crecimiento a niveles inadmisibles.

**Reducir el ahorro empresarial y público y redirigir los fondos a los hogares.** Los economistas más avezados reconocen estos errores y se inclinan por resolver los factores sistémicos

## Una revaluación fuerte puede presentar ventajas teóricas, pero su ejecución hasta ahora ha sido virtualmente imposible.

de los desequilibrios, para lo cual proponen reducir la tendencia estructural de China a la sobreinversión obligando a las empresas estatales a pagar dividendos, introducir restricciones presupuestarias más estrictas mediante reformas del sistema bancario y redirigir los superávits financieros de los proyectos locales de inversión pública a proyectos sociales para los hogares (véase “Reequilibrio de la economía en China” en la pág. 27). Este reequilibrio es genuino, porque implica no solo un traslado del ahorro del gobierno y las empresas a los hogares sino también una disminución de los incentivos sistémicos perversos. Estas recomendaciones están incorporándose poco a poco en las políticas oficiales, pero con un pequeño inconveniente: todas estas políticas son a largo plazo y están orientadas a evitar el próximo ciclo de desequilibrios del ahorro y la inversión y no a resolver el actual.

**Consolidar la industria pesada.** Si el gobierno cerrara de inmediato las empresas marginales y consolidara ciertas industrias pesadas para reducir el exceso de capacidad sectorial, el resultado sería una disminución del ahorro empresarial y del saldo comercial porque se contraería la oferta interna en relación con la demanda y se incentivarían las importaciones. Pero los resultados prácticos de esta idea han sido pésimos. En los últimos tres años, el gobierno central ha tratado de frenar la inversión nueva y consolidar la capacidad existente en las industrias de acero, aluminio, cemento, automóviles, etc., pero casi sin éxito y sin que se vislumbren mayores cambios en el futuro.

**Permitir la flotación del renminbi.** La incidencia del tipo de cambio en los desequilibrios de China es quizás uno de los temas más candentes en los círculos académicos. La opinión más común sobre los superávits externos de China prácticamente no reconoce el ajuste del tipo de cambio como un mecanismo de reequilibrio. Si el elevado saldo comercial se debe a la debilidad estructural del consumo y al exceso de ahorro particular, no es obvio cómo una apreciación del renminbi podría ser beneficiosa. Por su parte, la teoría de que los superávits comerciales son consecuencia de una moneda significativamente subvaluada no explica en general cómo la

subvaluación estructural provocó un aumento tan brusco y radical del ahorro interno bruto.

En cambio, el exceso cíclico de la capacidad sí explica la rapidez y el tamaño del ajuste comercial y el marcado aumento del ahorro interno, y da contexto al tipo de cambio. La subvaluación de la moneda tiene poca relación con los excedentes de inversión y capacidad, pero la revaluación del renminbi puede ser clave para ajustar más tarde el resultante superávit comercial porque traslada el gasto a las industrias pesadas extranjeras, acelera la salida de productores marginales que compiten con las importaciones y reduce el ahorro empresarial interno.

Una revaluación fuerte puede presentar ventajas teóricas, pero su ejecución hasta ahora ha sido virtualmente imposible. La revaluación nominal gradual no ha incidido visiblemente en el saldo comercial o en el ahorro empresarial, y factores políticos se han interpuesto con fuerza a una fluctuación más considerable del renminbi.

### Un reequilibrio natural

De no ocurrir un ajuste más rápido del tipo de cambio, la opción es un reequilibrio “real” a mediano plazo. Los factores que más tenderían a devolver las utilidades empresariales y el superávit comercial a niveles más sostenibles en los próximos años son el fin gradual del crecimiento excedentario de la capacidad, el consiguiente retorno de la demanda de importaciones netas y un crecimiento más pausado del PIB global.

Para comenzar, el crecimiento de la capacidad excedentaria está llegando a su fin, no por una intervención del gobierno, sino gracias a las fuerzas del mercado: los márgenes de ganancia, pese a apoyarse en amplios aumentos de las cuotas de mercado, se han contraído en sectores excedentarios clave (automóviles, acero y materiales industriales). La consiguiente desaceleración del gasto de inversión en estos sectores debería ayudar a frenar la enorme acumulación de producción industrial de los últimos cinco años.

El superávit comercial debería llegar a un tope, y empezar a descender conforme estos sectores retornen a una situación de importación neta. La capacidad de las empresas chinas para explotar mercados extranjeros o para desplazar las importaciones es limitada; los sectores más exitosos han sido los de materiales homogéneos y genéricos (acero, cemento y aluminio), mientras que la inversión y los márgenes en otros sectores, como la maquinaria, han sido relativamente más susceptibles a las condiciones internas.

La inferencia final es un menor crecimiento del PIB. Convencionalmente, el crecimiento del gasto interno se acelerará a la par que el consumo, pero la realidad es que no existe una forma sostenible de reequilibrar la economía china con tasas de crecimiento del PIB de 10,5% u 11%. En China, la tasa de crecimiento real y estructuralmente sostenible es de alrededor de 9%, y esa debe ser la meta. Para lograr un reequilibrio real no se precisa un nuevo repunte del consumo urbano, sino una desaceleración de la inversión y una reducción de las exportaciones netas, y ese es el escenario que se perfila hasta el final de la década actual. ■

*Jonathan Anderson es Director de Estudios Económicos sobre Asia y el Pacífico en UBS.*