

Reequilibrio de la economía en China



Un momento de descanso frente a una de las grandes tiendas del distrito de Wanfujing, en Pekín.

Jahangir Aziz y Steven Dunaway

EN LOS últimos 20 años, China ha añadido unos US\$2 billones al PIB mundial, ha creado 120 millones de empleos y ha sacado a 400 millones de personas de la pobreza. Estas son cifras considerables: equivalen a añadir una economía del tamaño de Portugal cada año; crear tantos puestos de trabajo como el total de ocupados en Australia; o erradicar la pobreza en Etiopía, Nigeria, Tanzania y Zambia. En los últimos años, China ha crecido a un ritmo superior al 10% anual, con una inflación inferior al 3%. Hoy en día es la cuarta economía mundial por tamaño y la tercera por intercambio comercial.

Pese a estos admirables logros, su situación económica está despertando cada vez más inquietud dentro y fuera de sus fronteras. En un discurso ante la Asamblea Popular Nacional, el Primer Ministro, Wen Jiabao, advirtió que “el mayor problema de la economía china es su crecimiento inestable, desequilibrado, descoordinado e insostenible”. En general, la cuestión es si el ritmo de crecimiento es sostenible o si los desequilibrios económicos podrían frenar el crecimiento, tal vez en forma considerable, y por ello las autoridades tratan de equilibrar la economía apoyando el crecimiento menos en la exportación y la inversión y más en el consumo.

¿Qué origina estos desequilibrios y cómo se deben abordar? Estas preguntas también son cruciales para una gran parte del mundo, ya que su prosperidad está ligada a la de China. A medida que el país creció, también ha crecido su impacto económico en muchos países, ya

sea por los grandes desequilibrios comerciales, los problemas cambiarios, o su grande y creciente necesidad de recursos y alimentos. Se han sugerido muchas medidas para equilibrar la economía de China, incluso algunos sostienen que las fuerzas del mercado producirán el equilibrio “naturalmente” (véase “El rompecabezas del reequilibrio de China” en la pág. 32). Consideramos que el equilibrio no vendrá por sí solo y nos inclinamos a creer que dependerá de la política monetaria, la liberalización de los precios, la reforma del mercado financiero y la modificación de las políticas de gasto público.

Cómo se inició

Las tres etapas de la liberalización de China coinciden con las reformas de 1978, 1984 y 1994, que abrieron progresivamente la economía. Las reformas de 1994 unificaron los tipos de cambio oficial y del mercado y eliminaron las restricciones a los pagos por el comercio de bienes, servicios y renta; abrieron el sector exportador a la inversión extranjera directa, y reformaron las empresas de propiedad del estado (EPE). Las dos primeras reformas convirtieron el sector exportador en un poderoso motor del crecimiento, y la tercera dio vía libre a la creación de empresas nacionales.

Las empresas extranjeras, por sí solas o asociadas, utilizaron la mano de obra barata pero calificada de China para convertir la zona costera en la “fábrica del mundo” y en un nódulo crucial de la cadena mundial de la oferta. Mientras tanto, las empresas nacionales, libres

El milagro económico chino podría peligrar si no se asigna más importancia al consumo interno

de onerosas obligaciones sociales y de compartir utilidades con el gobierno, empezaron a invertir en nuevas tecnologías, crecer aceleradamente y buscar nuevos mercados. El sector privado nacional también creó nuevas empresas. Una gran cantidad de incentivos de los gobiernos central y locales —como exenciones de impuestos y bajos precios de la tierra y los servicios públicos— ayudaron a mantener bajos los costos de producción y altas las utilidades para ser reinvertidas en nuevas expansiones.

Puesto que los controles del capital y el subdesarrollo del mercado de capitales limitaban las opciones de inversión, el gran acervo de ahorro de China en manos del sistema bancario estatal ofreció a estas empresas una fuente cautiva y barata de financiamiento. Con ello, China inició una expansión económica sin precedentes, impulsada por la inversión y las exportaciones. No obstante, el consumo no creció al mismo ritmo de la capacidad instalada. Por ende, aumentó la proporción de la inversión en el PIB, mientras que disminuía la del consumo, traduciéndose la diferencia en un creciente superávit comercial (gráfico 1).

Mayor crecimiento, más desequilibrios

Se teme que el rápido crecimiento de China se desacelere, incluso acusadamente, si el constante aumento de la capacidad eventualmente genera descensos de los precios que reduzcan las utilidades, incrementen los incumplimientos de pagos y socaven la confianza de los inversionistas. La probabilidad de que esto ocurra crece al aumentar los desequilibrios. Si la economía mundial se desacelera y aumenta la competencia de otros países, las empresas chinas tendrían que rebajar considerablemente los precios para poder vender sus productos en el exterior. Además, un aumento del proteccionismo en los países que comercian con China podría empeorar la situación.

Pero ¿no fue esa la estrategia de desarrollo aplicada por muchas de las actuales economías exitosas? Efectivamente, la estrategia de crecimiento basada en la exportación apoyada en los cuantiosos ahorros e inversión nacionales fue el camino correcto para China a principios de los años noventa. ¡Y con qué éxito! No obstante, mucho ha cambiado desde 1990, cuando China era una economía pequeña que empezaba a abrirse, importaba insumos avanzados y ensamblaba con ellos bienes de consumo para Occidente. Hoy día, las operaciones de ensamblaje constituyen menos del 10% de su superávit comercial de US\$250.000 millones. Ahora, sus exportaciones incluyen pro-

ductos nuevos y más avanzados con una proporción creciente de insumos de producción nacional. China también ha pasado a dominar muchos mercados. Si bien en el pasado le resultó relativamente fácil ampliar su participación en el mercado, para continuar la expansión, las empresas chinas tal vez tengan que reducir los precios. Si los recortes de precios requeridos para vender la capacidad instalada son considerables, muchas de las inversiones actuales podrían resultar inviables y desembocar en préstamos en mora en el futuro.

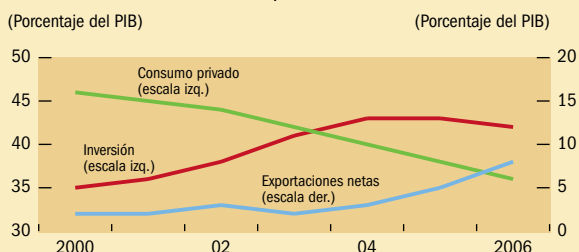
¿Por qué es elevada la inversión? La razón no es ningún misterio. Las utilidades de las empresas chinas han crecido aceleradamente en los últimos años, lo que parece indicar que la rentabilidad de la inversión es muy buena. Ello se debe en parte a que los costos de los insumos esenciales son bajos: entre ellos la energía eléctrica, los servicios públicos, la tierra y el control de la contaminación. Pero quizá lo más importante es el bajo costo del capital. La inversión representa casi el 45% del PIB de China, y el 90% de ella se financia en el país (la tasa de ahorro nacional es el 55% del PIB). A la inversión extranjera directa le corresponde menos del 5% del PIB. Los préstamos de los bancos nacionales y la reinversión de utilidades de las empresas cubren el grueso de las necesidades de financiamiento. Las tasas de interés son reducidas gracias a las bajas tasas fijadas por el gobierno para los depósitos.

Tras la reforma de las empresas, el gobierno no ha exigido dividendos a las EPE, ni siquiera a las inscritas en la bolsa de valores que pagan dividendos a sus accionistas privados. En estas empresas, las utilidades se reinvierten o se depositan en cuentas que devengan bajos intereses. El aumento del ahorro de las empresas ha sido la principal razón para el crecimiento general del ahorro en China. El ahorro de las empresas es casi igual al de los hogares: cerca del 23%–24% del PIB. Las bajas tasas de los préstamos bancarios y la retención de utilidades han mantenido bajos los costos de los fondos para inversión. Mientras que el PIB real ha crecido a un ritmo de aproximadamente 10%, el costo real de la inversión se ha mantenido cerca del 1%–2%. En las economías avanzadas la brecha es mínima. En la mayoría de las economías de mercados emergentes es positiva, pero nunca tanto como en China (gráfico 2). No es extraño entonces que en

Gráfico 1

Desequilibrio

El consumo no ha crecido tanto como la capacidad, y la diferencia ha constituido el superávit comercial.



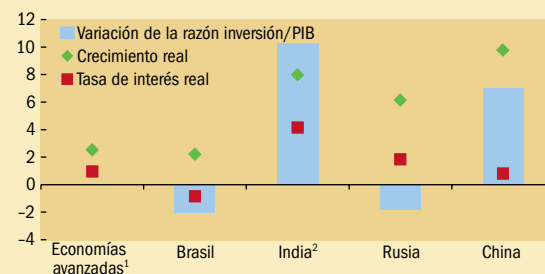
Fuentes: CEIC Data Co. Ltd.; autoridades chinas, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Gráfico 2

Fuerte incentivo para la inversión

La gran brecha entre el costo de la inversión y el crecimiento del PIB real explica la amplia participación de la inversión en el producto total.

(Porcentaje, promedio de 2001–05)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Según la definición de *Perspectivas de la economía mundial*.

²Promedio de 2004–05.

Grave desfase del consumo

El consumo en China es considerablemente más bajo que en otras economías importantes.
(Porcentaje del PIB de 2004)

	Ingreso disponible de los hogares	Impuestos sobre la renta personal ¹	Consumo de los hogares/ingreso disponible	Ingresos laborales	Consumo personal	Consumo del gobierno en salud y educación	Consumo ajustado ²
Estados Unidos	74	9	95	57	70	10	80
Reino Unido	66	10	98	56	65	12	77
Italia	67	...	90	42	60	12	72
Australia	58	12	103	49	60	11	71
India	84	2	76	...	67	4	70
Alemania	66	9	88	51	57	6	63
Canadá	58	12	96	50	56	7	63
Francia	62	8	90	52	56	6	62
Japón	59	8	96	51	57	5	61
Corea	54	3	95	44	51	5	56
China	60	1	69	56	41	3	44

Fuentes: OCDE; CEIC Data Company Ltd, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: ... indica que los datos no están disponibles.

¹Cifras de 2003.

²Consumo personal y consumo del gobierno en salud y educación.

China el crecimiento de la inversión sea tan alto y que su participación en el PIB sea una de las más altas del mundo.

El costo del capital no solo es bajo, sino que ha caído en relación con los salarios, pese a la abundante oferta de mano de obra. Como resultado, y de acuerdo con la teoría económica, la producción se ha sesgado hacia procesos que hacen uso intensivo del capital y ha bajado el ritmo de creación de empleo. En la mayoría de los países, un crecimiento del 3%–4% del PIB se asocia con uno del 2%–3% en el empleo; pero, en China, un crecimiento del 10% del PIB a duras penas está generando uno de aproximadamente 1% del empleo (gráfico 3). Además, el tipo de cambio subvaluado y las expectativas generalizadas entre los inversionistas de que la apreciación de la moneda solo será gradual han sesgado la inversión hacia la exportación y la sustitución de importaciones, contribuyendo al superávit comercial.

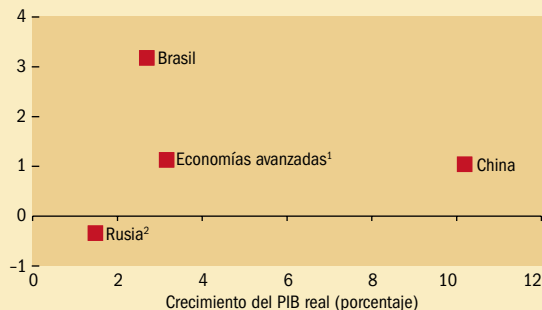
¿Por qué es bajo el consumo? Si bien el consumo real ha crecido al 8% desde principios de los años noventa, esta tasa ha sido inferior a la del PIB. La participación del consumo personal en el PIB ha descendido más de 12 puntos porcentuales, a casi el 40%, uno de los niveles más bajos del mundo (véase el cuadro). Si bien en China la tasa de ahorro de los hogares es alta y ha aumentado un poco en los últimos años, apenas puede explicar cerca de 1 punto porcentual de la caída. Casi todo el descenso es atribuible a la menor proporción del ingreso nacional que va a los hogares, incluidos salarios, renta de la inversión y transferencias del gobierno. La proporción de los salarios ha descendido en muchos países, pero en la mayoría de ellos el ingreso familiar se ha sostenido a un nivel razonable gracias al aumento de los ingresos por dividendos e intereses, que han contrarrestado la disminución de la proporción de los salarios. En China, sin embargo, la renta de la inversión de los hogares ha bajado de más del 6% del PIB a mediados de los años noventa a menos del 2% en la actualidad, debido principalmente a las bajas tasas de interés de los depósitos y la limitada propiedad de activos de capital de los hogares (directamente o a través de inversionistas institucionales). Además, en la mayoría de los países, las utilidades de las EPE son transferidas al gobierno, que las utiliza para proporcionar bienes de consumo, como salud y educación, y transferir ingresos a los hogares; pero en China el gobierno no recibe dividendos, y las transferencias a los hogares y el gasto público en salud y educación han disminuido.

Gráfico 3

Pocos empleos nuevos

Pese al fuerte crecimiento del PIB, ha bajado el ritmo de creación de empleo.

(Crecimiento del empleo, porcentaje, promedio de 1992–2006)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Según la definición de *Perspectivas de la economía mundial*.

²Promedio de 1993–2006.

Por qué el equilibrio no vendrá por sí solo

La solución a estos desequilibrios parece fácil: pasar de la inversión y las exportaciones como principales impulsores del crecimiento al consumo. Algunos analistas dudan que exista algún problema grave y sugieren que el ciclo económico normal equilibrará la economía. En las fases ascendentes, dicen, las empresas invierten y se expanden, y aumenta la demanda de recursos, como el capital y la mano de obra. Ello eleva los costos de los insumos, reduce las utilidades y frena la inversión. Las

empresas menos productivas salen, se desacelera el crecimiento económico y se estabilizan los precios.

En el caso de China, sin embargo, este argumento es fallido. Los ciclos económicos suelen ocurrir en economías más avanzadas con mercados bien desarrollados, en los que los precios dan señales anticipadas que permiten a las empresas y hogares ajustarse poco a poco. En China, los mercados no están

La solución obvia es elevar simultáneamente el piso de las tasas de los préstamos y el tope de las de los depósitos, y permitir una apreciación más acelerada del tipo de cambio.

desarrollados y los precios no son un fiel reflejo de las condiciones subyacentes de la oferta y la demanda en los mercados principales. El gobierno influye sobre ellos, en diversos grados. En consecuencia, el equilibrio requiere una intervención activa por parte del gobierno en forma de reformas y modificaciones de la política. ¿Cuáles son las reformas y modificaciones que se necesitan? Las principales son cuatro:

Primero, elevar el costo del capital. En el futuro inmediato, las tasas de interés y el tipo de cambio serán clave para frenar el rápido crecimiento de la inversión y el consecuente aumento de los préstamos bancarios. El freno a la inversión ha sido la principal meta de la política macroeconómica en la mayor parte de los últimos tres años. Las autoridades chinas también han tratado de controlar la inversión directamente valiéndose de una combinación de medidas administrativas y préstamos bancarios “dirigidos”, pero la solución no ha sido duradera. China debe apoyarse más en la política monetaria para frenar la inversión y el crecimiento del crédito mediante un aumento del costo del capital, que es la principal razón para el acelerado crecimiento de la inversión. Pero las autoridades temen que, al aplicar una política monetaria restrictiva, los aumentos de las tasas de interés estimulen afluencias de capital que darían más liquidez al sistema bancario y exigirían nuevos aumentos de las tasas de interés para absorberla. El Gobierno de China no solo fija un tope a las tasas de los depósitos, sino también un piso a las de los préstamos y administra con firmeza el tipo de cambio, incluso después de la modificación del régimen cambiario realizada en 2005.

La solución obvia es elevar simultáneamente el piso de las tasas de los préstamos y el tope de las de los depósitos, y permitir una apreciación más acelerada del tipo de cambio. Ello proporcionará el margen que requiere la restricción monetaria para surtir efecto. No solo elevará el costo financiero del capital, sino que, a mediano plazo, una moneda más fuerte ayudará a frenar la inversión en los sectores de exportación y sustitución de importaciones, al tiempo que se elevan los ingresos de los hogares. El objetivo de la política económica debe ser que tanto las tasas de interés como el tipo de cambio sean determinados cada vez más por el mercado, de modo que se envíen las señales de precios correctas a los inversionistas y los hogares.

Segundo, liberalizar los precios. Para reducir el crecimiento de la inversión no basta un apretón monetario. Otros precios clave de la economía también tienen que reflejar las condiciones del mercado y los costos subyacentes de los recursos. En los últimos años, el gobierno ha empezado a elevar el precio de la tierra industrial, la energía eléctrica y la gasolina, y lo que es un factor muy importante, a adoptar normas ambientales más estrictas y a hacer cumplir los controles anticontaminación. El objetivo del gobierno de reducir el uso de energía en un 20% por unidad del PIB en los próximos cinco años deberá ayudar no solo a mejorar la eficiencia energética y reducir la contaminación, sino también a frenar el crecimiento de la inversión al elevar los costos de las empresas.

En el ámbito tributario, el gobierno está unificando las tasas del impuesto sobre la renta de las empresas, pero aun así debe reducir los incentivos para la inversión, tributarios y de otro tipo, que han proliferado en los dos últimos decenios, sobre todo a nivel local. El aumento del costo del capital también exige una mejor administración de las EPE, por ejemplo obligando a las empresas rentables a transferir dividendos al presupuesto. En un programa piloto se planea que algunas EPE aporten dividendos al presupuesto en 2008, por primera vez desde 1994. Este es un paso acertado, pero deben incluirse también las empresas inscritas en bolsa, que deberían pagar al gobierno los mismos dividendos que pagan a sus accionistas privados.

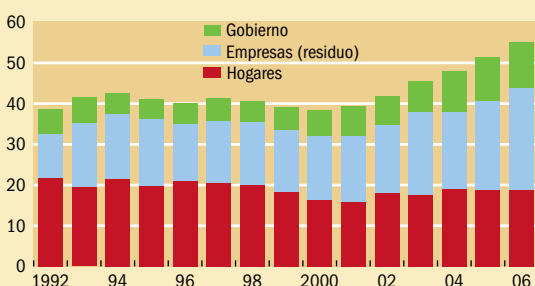
Tercero, reformar los mercados financieros. Si bien la deficiente gestión del gobierno ha permitido que las EPE acumulen un gran volumen de ahorro, las empresas privadas, sobre todo las pequeñas y medianas, han hecho lo mismo porque la mala intermediación financiera limita su acceso al crédito bancario (Aziz, 2006). A principios del siglo XXI, China inició un amplio programa de reforma de los bancos y ha logrado importantes avances en el saneamiento y recapitalización de bancos y la apertura del sector a la participación y la competencia externas. No obstante, el resultado fue que los bancos, mal preparados para administrar y fijar precios para los riesgos, restringieron el crédito a las empresas privadas y los hogares y lo reorientaron hacia las EPE más grandes y líquidas. Los mercados de capital—bonos y acciones—, que también son deficientes, no ofrecen alternativas de financiamiento a las empresas o de ahorro a los hogares.

Gráfico 4

Necesidad de reforma financiera

Las empresas privadas y los hogares han acudido al ahorro para financiar inversiones y grandes adquisiciones.

(Ahorro, porcentaje del PIB)



Fuentes: CEIC; autoridades chinas, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Las empresas han tenido que acudir al ahorro interno para efectuar inversiones y lo mismo han tenido que hacer los consumidores para casi todas las grandes adquisiciones: educación, salud, jubilaciones, vivienda y bienes duraderos (gráfico 4) (Aziz y Cui, 2007). Un mayor acceso al crédito y una gama más amplia de instrumentos para recaudar fondos reducirían los incentivos para que las empresas mantengan altos niveles de ahorro; y un mejor acceso al crédito, los seguros y las pensiones privadas disminuiría el ahorro de los hogares e impulsaría el consumo.

Por consiguiente, la mejora de la intermediación financiera se ha convertido en una prioridad para el gobierno. Las autoridades tratan de obtener nuevas mejoras en las operaciones comerciales, los controles internos y la administración de los bancos. También deben elevar el tope para las tasas de los depósitos, lo cual no solo ayudaría a aumentar el costo del capital, sino también a que los bancos más pequeños y emprendedores puedan competir contra los grandes bancos estatales, y crearía un incentivo para que los grandes bancos concedan crédito a empresas pequeñas y medianas. China también examina la posibilidad de ingresar a otros mercados financieros, especialmente los de bonos y acciones. No obstante, un serio obstáculo es que la emisión de bonos y acciones sigue controlada por el gobierno. El aumento del consumo de los hogares requiere, además de una mayor participación de los hogares en el ingreso nacional, una reducción de la incertidumbre que ha mantenido alto el ahorro precautorio. Para lo primero, un factor clave es aumentar la renta de la inversión de los hogares, a través de mayores tasas de los depósitos y una mayor participación en el mercado accionario, y directa e indirectamente a través de una expansión de los fondos comunes de inversiones y de pensiones. Las reformas de los mercados accionarios de los últimos años han revitalizado a la poco activa bolsa de valores, pero debe incrementarse la oferta de acciones.

Cuarto, reorientar el gasto del gobierno. Otra función importante del gobierno para lograr el equilibrio será mejorar el suministro de servicios sociales clave, sobre todo educación, salud y pensiones (gráfico 5). Al reducir la incertidumbre en torno a estos servicios se disminuirá sustancialmente el fuerte motivo precautorio del ahorro y los hogares tendrán más confianza para

elevar el consumo. En la reforma de las EPE de 1994, se transfirió el suministro de servicios de salud, educación y pensiones de las empresas a los gobiernos locales, pero estos, en general, no recibieron los recursos adecuados para cumplir dichas funciones. Por consiguiente, los hogares han tenido que sufragar

El actual nivel de crecimiento elevado y la baja inflación, en una economía mundial benigna, pueden dar la falsa impresión de que China tiene mucho tiempo para aplicar estas reformas.

una porción cada vez mayor del costo de la salud y la educación. Los hogares chinos pagan cerca del 80% de los costos de la salud de sus bolsillos, una de las mayores proporciones del mundo. También tienen una gran incertidumbre con respecto a sus pensiones, ya que las reformas en este ámbito no han producido un sistema viable, aunque la política del hijo único ha agravado el envejecimiento de la población e incrementado la necesidad del ahorro para la vejez. En los últimos presupuestos, el gobierno ha elevado el gasto en educación y salud, pero los aumentos han sido limitados. En esencia, los hogares se han autoasegurado frente a la incertidumbre con respecto a pensiones, salud y educación, y por ende han ahorrado mucho más de lo que se necesitaría si se socializan estos riesgos.

* * * * *

Más que ofrecer soluciones rápidas, el gobierno ha decidido, con razón, equilibrar la economía aplicando reformas fundamentales en varios ámbitos para depender menos de la inversión y la exportación y más del consumo. China ya ha avanzado en muchos aspectos y la mayoría de los analistas están de acuerdo con los elementos básicos de la estrategia, pero el actual nivel de crecimiento elevado y la baja inflación, en una economía mundial benigna, pueden dar la falsa impresión de que China tiene mucho tiempo para aplicar estas reformas. La realidad podría ser diferente. Los desequilibrios, de no remediarse, seguirán creciendo y con ello la probabilidad de que una gran corrección amenace seriamente la estabilidad y el crecimiento económicos del país. ■

Jahangir Aziz es Jefe de División y Steven Dunaway es Subdirector del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI.

Referencias:

Aziz, Jahangir, 2006, "Rebalancing China's Economy: What Does Growth Theory Tell Us?", IMF Working Paper 06/09 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

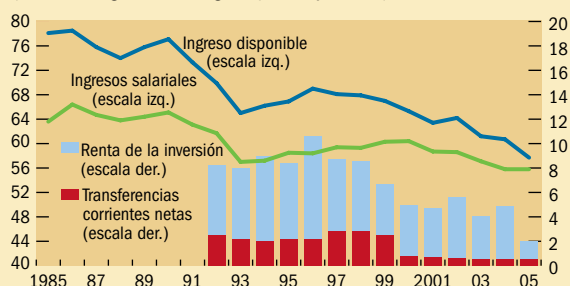
—, y Li Cui, 2007, "Explaining China's Low Consumption: The Neglected Role of Declining Household Income", IMF Working Paper, de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Gráfico 5

No queda más remedio que autoasegurarse

Los pagos del gobierno a los hogares por salud, educación y pensiones han sido bajos e inciertos.

(Fuentes de ingreso de los hogares, porcentaje del PIB)



Fuentes: CEIC; autoridades chinas, y estimaciones del personal técnico del FMI.