

## **¿Está la economía china abocada a una crisis?**

**Pablo Bustelo**

Documento de trabajo nº 47/2004 del Real Instituto Elcano  
9 de septiembre de 2004

### **ÍNDICE**

Resumen

Introducción

1. El sobrecalentamiento de 2003 y los riesgos de enfriamiento en 2004-2005
  - 1.1 El sobrecalentamiento
  - 1.2 Las medidas de enfriamiento
  - 1.3 El enfriamiento: ¿excesivo o insuficiente?
2. Los riesgos a medio plazo: sector bancario, deuda pública y apertura de la cuenta financiera
  - 2.1 El sector bancario: ¿una crisis bancaria?
  - 2.2 La deuda pública: ¿una crisis como la de Rusia en 1998?
  - 2.3 La apertura de la cuenta financiera: ¿otra crisis asiática?

Conclusiones

Referencias

© Fundación Real Instituto Elcano

## **Resumen**

El rápido crecimiento económico registrado por China desde el inicio de las reformas hace un cuarto de siglo podría estar en peligro a corto o medio plazo. Es más, no cabe descartar la posibilidad de que el auge de China acabe por frenarse abruptamente como consecuencia de una crisis. Una crisis de la economía china tendría un impacto regional y global notable, además de serias repercusiones sociales e incluso políticas dentro del país.

Existen diversos escenarios posibles de crisis: (1) una crisis de gestión macroeconómica en forma de aterrizaje abrupto en 2004-2005, debida a que las medidas de enfriamiento adoptadas desde 2003 y hasta la fecha para frenar la burbuja inversora pueden resultar insuficientes y exigir un aumento considerable de tipos de interés o medidas adicionales y más estrictas de control del crédito; (2) una crisis bancaria a medio plazo, como consecuencia de la competencia que ejercerán los bancos extranjeros a partir de 2007 sobre los bancos estatales, cuya salud financiera no es precisamente boyante; (3) una crisis de impago de la deuda pública en el mercado interior, que podría producirse a medio plazo (hacia 2010) si aparecen grandes obligaciones contingentes del gobierno central y si se deteriora el entorno macroeconómico; y (4) una crisis cambiaria o de balanza de pagos si las autoridades chinas proceden a la todavía pendiente apertura de la cuenta financiera sin las debidas cautelas.

Este trabajo explora el contexto y las posibilidades de esos cuatro escenarios. Concluye que los riesgos de un aterrizaje abrupto en 2004-2005 son considerables y que, con independencia de cómo se resuelvan los problemas macroeconómicos a corto plazo, no cabe descartar una crisis bancaria o una crisis de deuda pública antes de que termine el decenio en curso. En cuanto a una crisis cambiaria, la tesis que se defiende es que, siendo posible, es mucho menos probable que las anteriores.

## Introducción

El sobrecalentamiento de la economía china desde finales de 2002 (que se expresó en una tasa insostenible de crecimiento del PIB, de la inversión y del crédito bancario en 2003) ha llevado a las autoridades a adoptar medidas de enfriamiento desde septiembre de 2003. Un año después existe todavía un importante debate entre los especialistas sobre si tales medidas están resultando adecuadas o si, por el contrario, pueden resultar dañinas, bien por exceso o por defecto. Si resultan finalmente excesivas, por ejemplo con un efecto negativo desproporcionado sobre el sector privado fabricante de bienes de consumo, podrían dar lugar a un masivo exceso de capacidad en los importantes sectores estatales de bienes intermedios, provocando una caída generalizada de precios en el sector industrial, problemas empresariales, un fuerte aumento de los créditos impagados y, a la postre, una crisis bancaria. Si, por el contrario, resultan insuficientes, como todo parece indicar con los datos disponibles a finales de agosto, no cabe descartar un aumento de los tipos de interés o medidas adicionales y más estrictas de control del crédito, lo que frenaría mucho el crecimiento del PIB y desembocaría probablemente en un aterrizaje abrupto (“hard landing”).

Una crisis bancaria a corto plazo o un aterrizaje abrupto inmediato en China tendrían implicaciones serias, no sólo en el propio país (desde el punto de vista económico pero también social e incluso político), sino también en otros países de Asia oriental y, por extensión, en la economía mundial<sup>1</sup>.

Según el Banco Mundial, como consecuencia del fuerte crecimiento de las importaciones chinas en los últimos años y singularmente en 2003,

“China se ha convertido en una locomotora para el crecimiento de varias economías de Asia oriental. En 2003 [el mercado chino] supuso el 18% de las exportaciones totales de Corea del Sur, el 12% de las exportaciones japonesas y el 6-7% de las exportaciones de los países de la ASEAN. De manera más significativa, desde principios de 2002 entre el 20% y el 90% del incremento en las exportaciones de los países de Asia oriental se ha debido a ventas en el mercado chino” (Banco Mundial, 2004: 3-4).

Por si esto fuera poco, nada menos que una cuarta parte del crecimiento del producto bruto mundial (medido en paridad de poder adquisitivo) en 1995-2002 se debió a China, proporción que supera a las correspondientes a EEUU (20%), la UE (14%) y Japón (2%)<sup>2</sup>.

Como señaló Alan Greenspan, gobernador de la Reserva Federal, ante el Senado de EEUU el 20 de abril de 2004,

---

<sup>1</sup> La importancia de la evolución a corto plazo de China para la economía mundial ha llevado incluso a un conocido servicio de estudios a crear un “indicador del sobrecalentamiento de China”. Véase Deutsche Bank Research, “China Overheating Indicator: A Tool to Monitor Overheating Pressures in China”, DBR, julio de 2004.

<sup>2</sup> The Economist, “The Chinese Economy is Growing at its Fastest for Years”, *The Economist*, 13 de noviembre de 2003.

“si [los chinos] empiezan a tener dificultades, (...) crearán problemas significativos para las economías del sudeste de Asia, para Japón e indirectamente para nosotros”<sup>3</sup>.

La primera parte de este trabajo explora las causas y consecuencias del sobrecalentamiento y las medidas de enfriamiento adoptadas hasta la fecha. Valora hasta qué punto tales medidas están siendo eficaces y analiza brevemente qué podría pasar si, como parece, la política de control macroeconómico desplegada hasta ahora resulta insuficiente y hace necesario el recurso a iniciativas más radicales. Esas medidas adicionales podrían consistir en un aumento considerable de los tipos de interés o, descartada esa opción, en una nueva vuelta de tuerca a los controles administrativos del crédito. La tesis que se defiende es que, aunque existen naturalmente posibilidades de “aterrizaje suave”, no cabe descartar en absoluto un “aterrizaje abrupto”, especialmente si la inflación se dispara y hace necesario un fuerte incremento de los tipos de interés o si la eventual restricción adicional del crédito tiene efectos recesivos mayores que los previstos por las autoridades.

Por otra parte, incluso si solventa adecuadamente los retos de la estabilización macroeconómica a corto plazo (esto es, si la inflación no se dispara y si las medidas adicionales consiguen un “fine tuning”), China puede tener dificultades a medio plazo. El primer escenario a medio plazo es el de una crisis bancaria una vez que, como consecuencia de las obligaciones derivadas de su ingreso en la Organización Mundial de Comercio (OMC), tenga que abrir por completo el sector, cuyas condiciones están muy lejos de ser sólidas, a la competencia extranjera (lo que se producirá a finales de 2006). Ese escenario es contemplado por ejemplo por S. Green, director del programa de Asia del Royal Institute of International Affairs (Green, 2003).

El segundo escenario es el de una crisis de impago de la deuda pública en el mercado interno, como consecuencia del efecto sobre la deuda de un eventual rescate del sector bancario y de otras obligaciones contingentes y directas. Se trataría por tanto de una crisis similar a la de Rusia en agosto de 1998. Esa predicción es la contemplada desde hace años por N. Lardy, de la Brookings Institution (véanse, por ejemplo, Lardy, 1998 y 2000).

El tercer escenario es el de una crisis de tipo de cambio o de balanza de pagos, una vez que las autoridades procedan a la liberalización de la cuenta financiera y hagan totalmente convertible el yuan<sup>4</sup> (hasta ahora, sólo es convertible para operaciones por cuenta corriente). Si esa apertura se hace de manera precipitada e inadecuada, podría registrarse una crisis similar a la registrada en 1997-98 en otros países asiáticos (Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Malasia y Filipinas). Tal escenario es el contemplado implícitamente en un estudio de 2002 del Instituto del Banco Asiático de Desarrollo (APF-ADB, 2002).

La segunda parte de este trabajo expone los argumentos a favor y en contra de esos tres riesgos y concluye que el tercero es muy poco probable pero que los dos primeros no

---

<sup>3</sup> “Greenspan Warns on China Heat”, CNN.com, 20 de abril de 2004.

<sup>4</sup> En este trabajo se utilizará indistintamente yuan o renminbi (RMB) para referirse a la moneda china.

pueden ser descartados. De hecho, la fragilidad del sector bancario y la amplia deuda pública formaban parte, junto con el elevado y creciente desempleo y la corrupción, de los cuatro desafíos económicos principales de China identificados en un estudio, publicado en 2002, de Deutsche Bank Research sobre los retos de China hacia 2020 (DBR, 2002). Un capítulo del informe de la Rand Corporation sobre los riesgos económicos de China, publicado en 2003, insistía igualmente en la posibilidad de una crisis bancaria (Wolf *et al.*, 2003: cap. 7).

## 1. El sobrecalentamiento de 2003 y los riesgos del enfriamiento en 2004-2005

### 1.1. El sobrecalentamiento de 2003

En 2003 el PIB aumentó el 9,1%, la inversión en activos fijos creció el 26,7%<sup>5</sup> y el crédito bancario se incrementó el 21%. Tales cifras son sustancialmente superiores a las registradas en 2000-2002, como puede comprobarse en el cuadro 1.

Como puede observarse igualmente en el cuadro 1, el fuerte crecimiento del PIB en 2003 se debió principalmente a la inversión, mientras que el aumento del consumo fue mucho menor. Las exportaciones crecieron casi el 35%, pero las importaciones aumentaron nada menos que el 40%. Así, la contribución de la inversión al crecimiento fue de 6,3 puntos, mientras que la del consumo fue de 3,9 puntos y la de las exportaciones netas (exportaciones menos importaciones) fue negativa (-1,1 puntos), según el BAsD (2004: 41).

#### CUADRO 1

Tasas de crecimiento del PIB y de los componentes de la demanda, 2000-2003

	2000	2001	2002	2003
PIB	8,0	7,5	8,0	9,1
Inversión en activos fijos	9,7	12,1	16,1	26,7
Crédito bancario	13,4	11,6	15,4	21,0
Ventas al por menor	9,7	10,1	8,8	9,1
Exportaciones	27,8	6,8	22,3	34,7
Importaciones	35,8	8,2	21,2	39,9

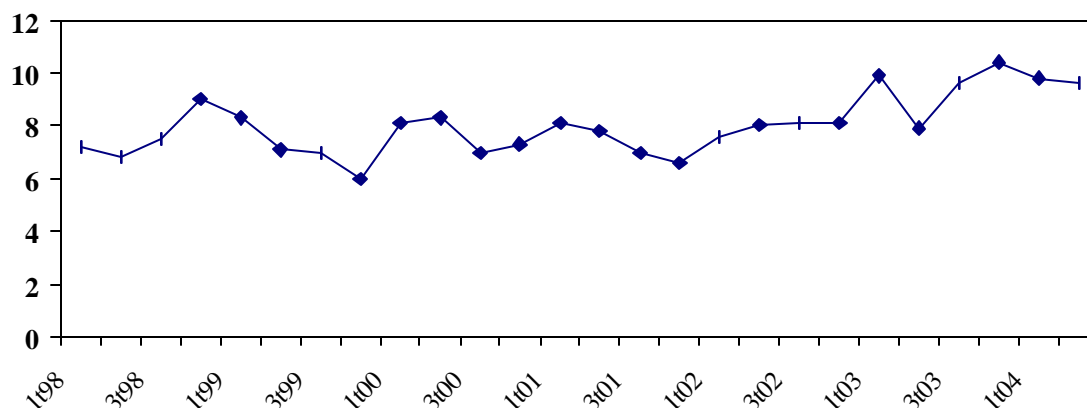
Fuente: National Bureau of Statistics.

Como puede verse en el gráfico A, la aceleración del crecimiento se produjo desde el segundo trimestre de 2002 y sólo se vio interrumpida por la crisis del Síndrome Agudo Respiratorio Severo (SARS) en el segundo trimestre de 2003.

<sup>5</sup> La tasa de inversión (inversión en proporción del PIB) llegó nada menos que al 47,2%, de acuerdo con las cifras oficiales, o al 43% según las estimaciones del Banco Mundial (2004: 2), que considera que las cifras de inversión están sobrevaloradas, entre otros motivos porque incluyen la adquisición de terrenos por las empresas y porque el consumo está sistemáticamente infravalorado en las estadísticas chinas.

## GRÁFICO A

Tasas interanuales de crecimiento del PIB por trimestres, 1998-2004



Fuente: Banco Asiático de Desarrollo y National Statistical Bureau.

El auge inmobiliario, el fuerte aumento de las exportaciones y la importante entrada de capital extranjero provocaron en 2003 una burbuja inversora financiada con deuda<sup>6</sup>.

En primer lugar, el auge inmobiliario se debió a unos bajos tipos de interés reales de los préstamos hipotecarios, que desembocaron en una burbuja inmobiliaria en las zonas costeras y muy especialmente en Pekín y Shanghai. Iniciada al principio por inversores de Hong Kong y Taiwan, la burbuja se vio impulsada por intereses especulativos locales. En 2003 las ventas de propiedad inmobiliaria supusieron nada menos que el 25% del PIB en Pekín y el 20% del PIB en Shanghai. Tal burbuja no sólo resultó autoentretenida sino que provocó un aumento de los precios locales y globales de las materias primas empleadas en el sector de la construcción y un auge de la inversión en las actividades relacionadas con tales materias primas<sup>7</sup>.

En segundo término, la burbuja inversora fue también el resultado del fuerte aumento de la inversión destinada a financiar actividades de exportación. Como el yuan tiene, como es bien sabido, un tipo de cambio fijo con el dólar, la caída de la divisa estadounidense en 2003 favoreció la competitividad de las exportaciones chinas. En 2003 las ventas al exterior crecieron un impresionante 35%, hasta 438.400 millones de dólares, y llevaron la cuota del país en las exportaciones mundiales al 5,9%.

<sup>6</sup> Véase un análisis preliminar en Bustelo (2004) y en Cacho (2004).

<sup>7</sup> En 2003 China fue responsable del 40% del consumo mundial de cemento, del 31% del de carbón, del 30% del de hierro, del 27% del de acero, del 25% del de aluminio y del 7% del de petróleo. El peso de China en el producto bruto mundial (en paridad de poder adquisitivo) fue del 12,6%.

En tercer lugar, la fuerte entrada de capital extranjero contribuyó igualmente al aumento de la base monetaria y, por tanto, del crédito. Como consecuencia del tipo de cambio fijo con el dólar, la entrada de capital extranjero (y el consiguiente aumento de la demanda de RMB) obliga a las autoridades a adquirir masivamente dólares para contrarrestar los efectos alcistas sobre la cotización del yuan de ese aumento de demanda. Así, se produjo un fuerte aumento de las reservas en divisas, que se trasladó casi totalmente a la base monetaria<sup>8</sup>.

El capital extranjero entrante no fue sólo inversión directa (53.500 millones de dólares en 2003) sino también inversión de otro tipo, guiada fundamentalmente por razones especulativas relacionadas con las expectativas de una apreciación del RMB en un contexto, como el de 2003, de bajos tipos de interés en EEUU. Una estimación burda de ese otro tipo de inversión extranjera puede hacerse de la siguiente manera: el aumento de las reservas en divisas (117.000 millones de dólares)<sup>9</sup> menos el superávit comercial (25.400 millones) y la inversión directa (53.500 millones). Por tanto, en 2003 la entrada de capital extranjero distinto de la inversión directa habría ascendido a unos 64.100 millones de dólares.

La burbuja inversora se financió fundamentalmente con deuda, esto es, recurriendo al crédito bancario. El aumento del crédito bancario fue muy alto en 2003 (21%). Los bancos se lanzaron a prestar para aprovechar la demanda existente de crédito pero también porque un aumento de sus préstamos totales les permitía bajar artificialmente la proporción de préstamos dudosos (aumentando el denominador de la tasa). Naughton (2003) señala que a partir de finales de 2002 existieron también incentivos en los bancos para aumentar los préstamos: cambio de liderazgo político en Pekín, tendencia a incrementar especialmente los préstamos al consumo e hipotecarios y presión sobre las administraciones locales en favor del desarrollo urbano e industrial, entre otros<sup>10</sup>.

## *1.2. Las medidas de enfriamiento*

Para evitar los males asociados al sobrecalentamiento (crecimiento excesivo de sectores ineficientes, empeoramiento de la balanza comercial, inflación, excesos de capacidad, problemas bancarios, etc.), las autoridades adoptaron desde mediados de 2003 medidas de enfriamiento, denominadas “política de control macroeconómico”<sup>11</sup>:

- aumento, en septiembre de 2003 y abril de 2004, del coeficiente de reserva de los bancos, es decir, de los depósitos obligatorios efectuados por los bancos comerciales en el banco central;

---

<sup>8</sup> La esterilización de las entradas de capital, es decir, la restricción del crédito interno para contrarrestar el aumento de las reservas, sólo empezó a usarse de manera generalizada a partir del último trimestre de 2003, en el marco de las medidas de enfriamiento.

<sup>9</sup> Cifra a la que hay que sumar los 45.000 millones destinados a finales de 2003 a la recapitalización de dos bancos estatales y que provinieron de las reservas en divisas.

<sup>10</sup> Sobre el papel de los dirigentes provinciales en el aumento del crédito y de la inversión, véase también M. Pei, “China is Still Far from Being a Free-Market Economy”, *Wall Street Journal*, 24 de agosto de 2004.

<sup>11</sup> Véanse Naughton (2004b) para un análisis cronológico de la política de control macroeconómico.

- restricción del crédito interno mediante medidas administrativas y a través de una mayor recurso a la esterilización de las entradas de capital foráneo; el control directo del crédito se centró en los sectores que presentaban mayor sobrecalentamiento (acero, aluminio, cemento, compra de automóviles y adquisición de vivienda) mientras que la esterilización de las entradas de capital consistió en un aumento de la venta de bonos del Estado y en la decisión de emplear los ingresos públicos obtenidos de esa forma para financiar actividades de reestructuración económica y de desarrollo social en lugar de inversiones encaminadas a acelerar el crecimiento;
- adopción de un objetivo de reducción del déficit público primario (esto es, descontando el pago de intereses) del 2,7% del PIB en 2003 al 2,2% del PIB previsto para 2004;
- disminución de las entradas netas de capital extranjero, mediante medidas como autorizar a empresas extranjeras que mantuvieran en divisas sus ingresos por exportación, aumentar el límite de adquisición de moneda extranjera por los turistas chinos en el extranjero o permitir depósitos en yuanes en bancos de Hong Kong.

Esas medidas de enfriamiento, encaminadas todas ellas a reducir el crecimiento de la inversión, se enmarcan además en la nueva estrategia económica de la “cuarta generación” de líderes chinos<sup>12</sup>, que accedió al poder a finales de 2002 y principios de 2003. El presidente Hu Jintao y el primer ministro Wen Jiabao pretenden reconvertir el crecimiento económico hacia pautas más sostenibles y equitativas. Para tal fin, desean potenciar la contribución del consumo interior en detrimento de la de la inversión<sup>13</sup>, así como reducir la brecha de ingresos entre los habitantes urbanos y rurales, luchar mejor contra la pobreza y generar más empleo (EIU, 2004: 18).

### *1.3. El enfriamiento: ¿excesivo o insuficiente?*

Existe un importante debate sobre los resultados hasta la fecha de las medidas de enfriamiento.

Las estadísticas chinas son particularmente opacas y, a decir de algunos especialistas, también poco fiables. No obstante, los datos oficiales hasta el primer semestre de 2004 permiten obtener algunas conclusiones.

El cuadro 2 parece indicar que el crecimiento del PIB se ha desacelerado algo en el segundo trimestre de 2004 respecto del primer trimestre<sup>14</sup>, debido fundamentalmente al menor crecimiento de la inversión y de la base monetaria. Sin embargo, las tasas de crecimiento de las importaciones, de la producción industrial y del IPC siguieron siendo notablemente elevadas.

---

<sup>12</sup> Siendo, como es bien sabido, la primera la de Mao Zedong, la segunda la de Deng Xiaoping y la tercera la de Jiang Zemin.

<sup>13</sup> El consumo privado supone en China apenas el 45% del PIB, mientras que la inversión equivale al 39%. Las cifras respectivas para Japón son 60% y 24%.

<sup>14</sup> Un dato a tener en cuenta es que la publicación de la tasa de crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2004 coincidió con una revisión al alza (del 6,7% al 7,9%) de la tasa de crecimiento del segundo trimestre de 2003, lo que casualmente permitía conseguir una menor tasa interanual en abril-junio de 2004.



## CUADRO 2

Evolución macroeconómica, 2003-primer semestre de 2004 (tasas interanuales)

	4T2003	2003	1T2004	2T2004	1S2004
PIB	9,9	9,1	9,8	9,6	9,7
Inversión en activos fijos	28,4	26,7	43,0	23,2	28,6
Producción industrial	17,7	17,0	16,6	17,6	17,1
IPC	2,7	1,2	2,8	4,4	3,6
Exportaciones	42,1	34,7	34,1	37,2	35,7
Importaciones	39,9	39,9	42,3	42,9	42,6
Base monetaria (M2)	20,7	19,6	19,4	19,1	19,2
Crédito bancario	21,1	21,0	20,1	12,5	16,3

Fuente: National Bureau of Statistics, People's Bank of China y elaboración propia.

Además, si se compara el primer semestre de 2004 con el año 2003, las tasas de crecimiento de las distintas variables fueron todas más elevadas (con las únicas excepciones de la base monetaria y del crédito bancario), aunque hay que tener en cuenta que en el segundo trimestre de 2003 se produjo la crisis del SARS.

De los tres factores principales de la burbuja inversora de 2003 (auge inmobiliario, fuerte aumento de las exportaciones y gran incremento de la entrada de capital extranjero), sólo parece haberse moderado el primero.

La inversión en el sector inmobiliario parece haber respondido a las medidas de control: en el primer semestre de 2004, aumentó el 28,7%, una cifra bastante más baja que la del primer trimestre (43,5%) y algo inferior a la de 2003 (29,7%). Las exportaciones por el contrario aumentaron el 35,7%, cifra mayor que la del primer trimestre de 2004 (34,1%) y que la de 2003 (34,7%)<sup>15</sup>. En cuanto a la entrada de capital extranjero, en el primer semestre de 2004 el aumento de las reservas en divisas fue de 67.300 millones de dólares, el saldo comercial fue deficitario en 6.800 millones de dólares y la inversión directa extranjera ascendió a 33.900 millones, lo que arroja una estimación de la entrada de capital extranjero distinto de la inversión directa de unos 40.200 millones de dólares (esto es, unos 80.000 millones anuales, sustancialmente más que la cifra, anteriormente citada, de 64.000 millones en 2003)<sup>16</sup>. De ser cierta tal aproximación, el tercer factor de la burbuja inversora no sólo no se habría reducido sino que, por el contrario, se habría hecho más importante.

Además, los datos mensuales de julio de 2004 indican una desaceleración importante, respecto de principios de año, en producción industrial, base monetaria y crédito bancario, pero son, en tasas interanuales, todavía muy altas en inversión en activos fijos, consumo de

<sup>15</sup> Además, el crecimiento de las importaciones siguió siendo muy alto y provocó la aparición de un déficit en la balanza comercial. Véanse los datos en National Bureau of Statistics, "Statistical Communiqué on the 2003 National Economic and Social Development", NBS, 3 de marzo de 2004 y "National Economic Performance is Good in the First Half of 2004", NBS, 16 de julio de 2004.

<sup>16</sup> La cifra de entrada de capital extranjero distinto de la inversión directa durante el primer semestre de 2004 (40.200 millones de dólares) es sustancialmente mayor que la registrada en el primer semestre de 2003 (unos 24.000 millones, según la estimación de Naughton, 2003).

electricidad y ventas al por menor. En palabras de un analista del *Financial Times*, no cabe descartar, a la vista de esos datos, que el gobierno adopte medidas adicionales de restricción del crédito, medidas que, por propia su naturaleza, son susceptibles de tener resultados todavía más restrictivos que los deseados (el llamado “overshooting”). Así, “existe todavía una clara posibilidad de que China sufra un aterrizaje abrupto”<sup>17</sup>.

Esa tesis era incluso compartida por el FMI en agosto de 2004. Según el Directorio Ejecutivo del Fondo:

“una preocupación crucial a corto plazo es que, a pesar de los indicios recientes de moderación en el rápido ritmo de la inversión y del crecimiento económico, no hay garantías todavía de un aterrizaje suave”<sup>18</sup>.

Según la misión del FMI en China, los datos hasta julio mostraban un panorama ambivalente: por un lado, menor crecimiento del crédito en la primera mitad del año; por otro lado, rebrote de la inversión en julio; inflación, ajustada estacionalmente, del 6%; preocupación sobre una posible menor eficacia de las medidas administrativas, etc.:

“somos precavidos sobre el alcance exacto de la desaceleración que se ha producido hasta ahora y sobre si podría o no ser necesaria una restricción adicional de la política monetaria”<sup>19</sup>.

Por tanto, es muy posible que las medidas adoptadas hasta la fecha hayan sido insuficientes para frenar adecuadamente el aumento de la inversión. La razón principal, como razona Andy Xie, economista principal para Asia de Morgan Stanley, es que hay una estructura distorsionada de tipos de interés (tipos de interés nominales de los depósitos del 1,9% y de las cuentas de ahorro a un año del 2,6%, con una tasa de inflación que ronda ya el 5%), por lo que los tipos de interés reales (es decir, descontada la inflación) son negativos, lo que fomenta el aumento de la inversión, especialmente en los sectores inmobiliario y manufacturero. Esa burbuja inversora puede conducir a excesos de capacidad en esos dos sectores, caídas de precios y aumento de las quiebras empresariales y de los préstamos dudosos en el sector bancario, así como a importantes cuellos de botella en los sectores energético y de infraestructuras<sup>20</sup>.

En tales condiciones, no cabe descartar un aumento de los tipos de interés, que tendría un coste muy importante para las empresas y conduciría a una mucho menor tasa de crecimiento, llevando igualmente a un aumento de los préstamos dudosos. Como señaló en mayo de 2004 un informe de la revista *Business Week* significativamente titulado “China:

---

<sup>17</sup> D. Bogler, “The Hard Truth Behind China’s Soft Landing”, *Financial Times*, 23 de agosto de 2004.

<sup>18</sup> FMI, “IMF Concludes Article IV Consultation with the People’s Republic of China”, *Public Information Notice*, nº 04/99, 25 de agosto de 2004.

<sup>19</sup> FMI, “Transcript of a Teleconference Call on China with Steven Dunaway, IMF Mission Chief in China”, 25 de agosto de 2004.

<sup>20</sup> A. Xie, “China: Interest Rates Must Go Up”, Morgan Stanley Global Economic Forum, 28 de junio de 2004.

¿camino de una crisis?”, se podría repetir el proceso que se registró hace diez años (en 1994-96) o incluso hace quince años (en 1988-90), esto es, una fuerte reducción de actividad como consecuencia de un aumento de los tipos de interés y de medidas drásticas de control del crédito. El resultado en 1996 fue un fuerte aumento del desempleo, la explosión de la burbuja inmobiliaria y un importante incremento de los préstamos incobrables del sistema bancario (*Business Week*, 2004). Conviene tener en cuenta, sin embargo, las diferencias entre la situación actual y esos dos periodos en cuanto a tasas de inflación pero también la escala, hoy mucho mayor, del exceso de inversión (véase el cuadro 3).

### CUADRO 3

Tasas de crecimiento del PIB y del IPC y tasas de inversión, 1988-90, 1994-96 y 2003-2005

	1988	1990	1994	1996	2003	2005
PIB	10,7	4,3	12,6	9,6	9,1	?
IPC	18,6	3,1	24,3	8,4	1,2	?
Tasa de inversión	36,8	34,7	41,2	39,6	47,2	?

Fuentes: FMI, *World Economic Outlook*, varios años; State Statistical Bureau, *China Statistical Yearbook 2000*, cuadro 3.11 y National Bureau of Statistics.

En suma, el razonamiento es el siguiente: si las autoridades no aumentan los tipos, el exceso de inversión seguirá y podría provocar una caída generalizada de precios en el sector manufacturero; si, por el contrario, los aumentan, frenarán la inversión, pero a costa de empeorar la situación financiera de las empresas y de contraer el consumo. En ambos casos, el resultado sería un empeoramiento de la salud del sistema bancario.

Por el momento (al menos hasta julio-agosto de 2004) el gobierno y el banco central descartan un aumento de los tipos de interés. Los argumentos son que un aumento de tipos es por el momento innecesario y que sería negativo. Es innecesario, según la versión oficial, porque las medidas de control macroeconómico están ya surtiendo efecto<sup>21</sup>. Sería negativo, siempre según esa versión, porque fomentaría la entrada de capital extranjero (lo que aumentaría la presión alcista sobre el yuan) y afectaría negativamente no sólo a los intereses de la deuda pública sino también a las empresas y a los bancos, con lo que se contraería el crédito y se deterioraría el nivel de empleo. Ma y McCauley (2004: 8) consideran que existen además razones adicionales que explican la renuencia de las autoridades a recurrir a un aumento de tipos: su posible efecto limitado en una economía que funciona todavía con una restricción presupuestaria suave (“soft budget constraint”), esto es, en la que muchas empresas estatales y administraciones locales seguirán recibiendo préstamos, aunque los créditos se encarezcan; y el consiguiente incremento de la tasa de ahorro privado, lo que deprimiría el consumo.

<sup>21</sup> El banco central destaca el menor crecimiento de la base monetaria, de los créditos bancarios y de los préstamos inmobiliarios en el primer semestre de 2004 respecto de 2003. Véase People’s Bank of China, “Improving Financial Macro Control to Promote Sustainable, Rapid, Coordinated and Healthy Economic Development”, PBOC, 9 de agosto de 2004.

La segunda posibilidad (aumento de los tipos de interés) ha sido expresada por el Asian Regional Information Center (ARIC), del Banco Asiático de Desarrollo, en los siguientes términos:

“la inflación continuó acelerándose en junio hasta alcanzar el 5%, el límite contemplado por las autoridades para considerar un aumento en los tipos de interés. Existe un riesgo residual de que la desaceleración económica se haga mayor de lo esperado. Si la inflación continúa a aumentar de manera acelerada, entonces las autoridades podrían tener que aumentar los tipos de interés a un ritmo rápido, lo que podría perjudicar al consumo en un momento en el que la inversión fija se está igualmente frenando. Tal cosa podría conducir a una desaceleración económica más intensa que la deseada” (ARIC, 2004: 24).

Como el menos malo de los dos escenarios es el de evitar el aumento de los tipos de interés, es posible que las autoridades monetarias no procedan a él<sup>22</sup>. En tal caso, la variable determinante para observar si continúa el exceso de inversión es seguramente la del índice de precios en el sector manufacturero<sup>23</sup>. Si la deflación se acelerase en ese sector, indicaría que las empresas manufactureras podrían tener dificultades serias.

Si la inflación no se dispara y hace innecesario un aumento de tipos de interés, el resultado, en el mejor de los casos, puede ser un crecimiento todavía alto del PIB (aunque inferior al de 2003) en 2004 y una reducción adicional de la expansión del PIB en 2005.

Los analistas de la sucursal en China de la Hong Kong & Shanghai Banking Corporation (HSBC) consideran que el PIB podría crecer el 8% en 2004 y el 7% en 2005 (dos puntos menos que la tasa registrada en 2003). Razonan que el crecimiento anual de la inversión que desean las autoridades (15% en lugar del 26% registrado en 2002-2003) se alcanzará hacia finales de 2004 y que en 2005 el aumento de la inversión será inferior al 10%, dado que la economía tendrá todavía que purgar los más de 200.000 millones de dólares de exceso de inversión acumulados en los últimos dos años. Además, argumentan que la burbuja de 1991-94 fue seguida de dos años de crecimiento inversor inferior al 12% y de tres años más de crecimiento inversor inferior al 10% (HSBC, 2004: 2).

Así, en el mejor de los casos, la economía china se desacelerará notablemente (con una tasa de crecimiento del PIB que pasará del 9% en 2003 al 7% en 2005). Si, por el contrario, la

---

<sup>22</sup> Las autoridades también han descartado, al menos por el momento, una revaluación del yuan, que abarataría las importaciones y permitiría luchar contra la inflación, pero que perjudicaría mucho al sector exportador, provocando un fuerte aumento del desempleo. Además, un cambio en la paridad del yuan beneficiaría a los especuladores y sería interpretado como una concesión excesiva a EEUU, que lleva meses insistiendo en que China debe adoptar esa medida con el fin de reducir el enorme déficit comercial bilateral estadounidense. Por añadidura, como resultado de la mayor inflación en China y de la recuperación del dólar desde marzo de 2004, el yuan se está apreciando en términos reales (Ma y McCauley, 2004: 7), lo que supone una presión menor para cambiar el tipo de cambio nominal.

<sup>23</sup> Por ejemplo, en junio de 2004 la tasa de variación interanual del IPC fue del 5%, pero los precios de los alimentos aumentaron un 14% mientras que los precios de los artículos de confección y los artículos para el hogar cayeron el 1,5% y el 1,4%, respectivamente.

inflación se dispara y exige un aumento de los tipos de interés en 2004, el crecimiento del PIB podría ser del 7% en este año y seguramente menor al 7% en 2005. Pero es más, si no hay presiones inflacionistas, puede haberlas deflacionistas en el sector manufacturero si continúa el exceso de inversión y de capacidad. En tal caso, no cabe descartar un aumento considerable de las quiebras empresariales y de los préstamos de dudoso cobro en el sector bancario. En tal caso, China no estaría lejos de una crisis bancaria similar a la iniciada en Japón a principios de los años noventa.

## **2. Los riesgos a medio plazo: sector bancario, deuda pública y apertura de la cuenta financiera**

### *2.1. El sector bancario: ¿una crisis bancaria?*

Como consecuencia del subdesarrollo del mercado de acciones y de bonos<sup>24</sup>, el peso del sector bancario es extremadamente importante en el sector financiero total. Tal cosa hace que la salud de los bancos sea esencial para la economía.

Los bancos chinos están infracapitalizados y tienen una alta proporción de préstamos de dudoso cobro (“non-performing loans”). Es el caso especialmente de los cuatro grandes bancos comerciales estatales (Agricultural Bank of China, Bank of China, China Construction Bank e Industrial and Commercial Bank of China), que suponen unos dos tercios de los activos, créditos y depósitos totales del sector bancario (véase un análisis de la estructura y de los problemas del sector financiero en DBR, 2004 y en Barnett, 2004).

El bajo grado de capitalización es preocupante. Se estima que el coeficiente de adecuación del capital (capital propio sobre activos) es de apenas el 5%, cifra inferior a la recomendada por el Banco de Pagos Internacionales (8%). Es más, los datos de analistas independientes (véase Woo, 2003: 47) indican que el grado de capitalización habría disminuido desde el registrado a finales de 1998 (más del 8%) y que no estaría muy alejado del de finales de 1996 (4,4%).

Todavía más grave es la alta proporción de préstamos dudosos. Las cifras oficiales indican que la tasa de esos préstamos (respecto del total de préstamos) rondó el 19% en mayo de 2004, tras bajar desde el 31% en 2001, el 26% en 2002 y el 20% en 2003. La reducción de esa tasa se ha debido a la transferencia de parte de los préstamos dudosos a compañías de gestión de activos (“asset management companies” o AMC, creadas en 1999) y al fuerte incremento de los préstamos totales en 2003.

Sin embargo, las cifras oficiales seguramente infravaloran la tasa real. Según los economistas chinos Fan y Zhang (2003), en 2002 la tasa real habría sido del 42% mientras que la mayor parte de los analistas sitúa la tasa a mediados de 2004 entre el 30% y el 60%, esto es, entre 375.000 y 750.000 millones de dólares (DBR, 2004: 10).

---

<sup>24</sup> En 2003 el aumento de los préstamos totales de las instituciones financieras representó el 26% del PIB, mientras que los fondos obtenidos por las empresas en las dos bolsas de valores (Shenzhen y Shanghai) y en el mercado de bonos fueron, respectivamente, del 1% y 0,3% del PIB (Barnett, 2004: 43).

Esa elevada tasa se debe a la práctica generalizada de los bancos estatales de extender créditos a empresas estatales ineficientes, muchas de las cuales operan con pérdidas y son incapaces de hacer frente a la devolución de los préstamos. Así, la mala salud del sector bancario está íntimamente ligada a la insuficiente reforma de las empresas estatales. Por consiguiente, la recapitalización y el saneamiento del sector bancario no podrán hacerse de manera adecuada si no se reforman simultáneamente las empresas estatales. Hasta la fecha, el gobierno se ha resistido a emprender decididamente esa reforma, por razones sociales (el previsible aumento de los despidos y del desempleo) y fiscales (muchas de las empresas estatales suministran alojamiento, sanidad y pensiones a sus empleados, servicios que tendrá que absorber el Estado).

Además, la recapitalización, dado que los beneficios de los bancos son insuficientes, tendrá que ser financiada con fondos públicos (Fedelino y Singh, 2004). De hecho, a finales de 2003 el gobierno inyectó 45.000 millones de dólares (obtenidos de las reservas en divisas) en el Bank of China y en el China Construction Bank, en lo que fue el tercer paquete de ayudas a los bancos estatales desde 1998<sup>25</sup>. El gobierno ha establecido como objetivo que el grado de capitalización de los cuatro grandes bancos comerciales estatales aumente al 8% en 2005.

Por añadidura, el gobierno ha igualmente fijado como objetivo reducir la tasa de préstamos de dudoso cobro al 15% en 2005. La cuestión principal es que el control en curso de los préstamos totales y la muy alta tasa real de préstamos dudosos (aunque haya bajado algo en el transcurso de 2003, como consecuencia del fuerte aumento del crédito total) hace extremadamente difícil que se pueda alcanzar ese objetivo.

En tales condiciones, la competencia de bancos extranjeros puede ser muy dañina para los bancos estatales. De acuerdo con los compromisos adquiridos por China como consecuencia de su ingreso en la OMC, las autoridades deberán eliminar todas las restricciones principales en el conjunto del país en diciembre de 2006 para las operaciones de bancos extranjeros en el mercado de empresas y de particulares (desde 2003 los bancos extranjeros pueden operar en el mercado de empresas, pero sólo en algunas ciudades).

La competencia de los bancos extranjeros podría tener dos efectos principales en los bancos estatales.

Por un lado, al no tener préstamos de dudoso cobro que provisionar, los bancos extranjeros podrían fijar tipos de interés menores en sus préstamos. Tal cosa podría hacer perder clientes a los bancos estatales y, puesto que no podrán recibir, con arreglo a las normas de la OMC, subsidios gubernamentales, hacerles entrar en crisis (Woo, 2003: 66).

---

<sup>25</sup> En 1998 el gobierno inyectó 270.000 millones de RMB en los cuatro grandes bancos estatales. En 2000, en una recapitalización indirecta, transfirió parte de los préstamos dudosos a compañías de gestión de activos (AMC). Véanse los detalles de la inyección de fondos de 2003 en Naughton, 2004a.

Por otro lado, si los particulares perciben que la mala salud de los bancos chinos pone en peligro los depósitos, podría darse una transferencia masiva de fondos hacia los bancos extranjeros. En palabras de S. Green,

“los bancos extranjeros (...) confían en desarrollar rápidamente una base de depositantes. Tal cosa supone un enorme desafío para los bancos nacionales: si los ahorradores se cambian en grandes cantidades a las sucursales extranjeras, se desestabilizaría la base de depósitos de los bancos nacionales, lo que crearía serios problemas de liquidez. Podría incluso desencadenarse una crisis financiera más profunda” (Green, 2003: 33).

Para Dean (2000), el proceso que podría llevar a una crisis generalizada sería el siguiente: si, por cualquier motivo (pérdida de credibilidad de la garantía gubernamental de los depósitos, competencia de bancos extranjeros, ...), se diera una retirada masiva de depósitos en los bancos estatales, esos bancos entrarían en crisis, lo que arrastraría la quiebra de muchas empresas estatales. Algunas de esas empresas se verían obligadas a cerrar, lo que aumentaría el desempleo y haría perder servicios sociales (sanidad, alojamiento, educación) a los trabajadores despedidos. En suma,

“lo que podría empezar como una crisis bancaria se convertiría rápidamente en una masiva crisis real, con serias consecuencias económicas y sociales” (Dean, 2000: 64).

La posibilidad de una crisis a gran escala es descartada por Woo (2003), quien argumenta que una crisis bancaria no conduciría a una gran crisis financiera, ya que el gobierno emitiría moneda para rescatar a los bancos en peligro. Esa monetización no desembocaría ni en una caída de reservas (por los controles de capital) ni en un importante proceso inflacionario (porque se trataría de una conversión de depósitos entre bancos o de depósitos en metálico y no de un aumento de la demanda de bienes). Para ese autor, lo importante es evitar la crisis bancaria misma, puesto que si hay pánicos bancarios frecuentes, la intermediación financiera se resentiría, afectando negativamente al crecimiento. La conclusión del autor es que el gobierno tiene que seguir recapitalizando los bancos y que la cuestión pertinente es la de cuántas rondas de recapitalización puede permitirse el gobierno sin adentrarse en una crisis fiscal (Woo, 2003: 49-50).

## *2.2. La deuda pública: ¿una crisis como la de Rusia en 1998?*

Las cifras oficiales de deuda pública indican una situación relativamente saneada. En proporción del PIB, la deuda pública fue del 26% en 2003, tras haber registrado una media anual de 24,4% en 2000-2002 (Fedelino y Singh, 2004: 29).

Sin embargo, algunas estimaciones llegan a situar la deuda pública real en nada menos que el 100% del PIB, si se incluyen las obligaciones directas y contingentes (debidas a un acontecimiento discreto e incierto) del gobierno central (DBR, 2002: 8). Entre tales obligaciones destacan las siguientes:

- la recapitalización y el saneamiento de los bancos estatales, para los que los fondos propios de tales bancos pueden resultar insuficientes, junto con la financiación de una eventual garantía de parte de los depósitos;
- la creación de un sistema moderno de pensiones, toda vez que todavía son financiadas en buena medida por las empresas estatales y puesto que la población china está envejeciendo con cierta rapidez;
- la reforma de las empresas estatales;
- los gastos necesarios en educación y sanidad, especialmente si el gobierno desea generar un “crecimiento con equidad”, a los que hay que sumar los destinados a la protección del medio ambiente y los exigidos por el ajuste a la liberalización comercial y financiera;
- las actividades generadoras de deuda de empresas estatales y administraciones locales.

Además, el déficit presupuestario ha aumentado en los últimos años, como consecuencia de una política fiscal expansiva que empezó a desarrollarse en 1998, durante las crisis asiáticas. El déficit público pasó del 2,1% del PIB en 1998 al 3,0% en 2002, año tras el que se redujo ligeramente (ascendió al 2,7% del PIB en 2003), según datos del BAsD (2004: cuadro A23).

La OCDE (2002) considera que existen tres tareas que el gobierno debe emprender de manera rápida y eficaz para asegurar la sostenibilidad fiscal: (1) aumentar los ingresos impositivos lo suficiente como para hacer posible la financiación de los gastos públicos necesarios para el desarrollo; (2) establecer niveles sostenibles para los beneficios obtenidos por la población en los programas de seguridad social; y (3) contener los futuros préstamos de dudoso cobro del sistema bancario aplicando normas adecuadas para los créditos.

Cabe suponer que las reformas en curso de la administración tributaria y del sistema de pensiones pueden responder adecuadamente a las dos primeras exigencias. De hecho, los ingresos impositivos han crecido en los últimos años (del 11,1% del PIB en 1997 al 17,1% en 2003). En cuanto al sistema de pensiones, el Banco Mundial ha estimado que unas reformas marginales (como aumentar la edad de jubilación o indiciar las pensiones respecto de la inflación en lugar del crecimiento de los salarios) podrían reducir sustancialmente el coste presupuestario potencial (Fedelino y Singh, 2004: cuadro 5.2 y p. 33).

Además, hay que tener en cuenta que los ingresos públicos podrían seguir aumentando considerablemente en los próximos años, no sólo mediante una ampliación de la base impositiva y una mejora de los sistemas de recaudación tributaria, sino también y llegado el caso, a través de una privatización importante de activos públicos. Los activos en poder de las empresas estatales, sin ir más lejos, podrían ascender a una cifra situada entre el 25% y el 100% del PIB (Fedelino y Singh, 2004: 35).

Por tanto, la tercera de las exigencias señaladas por el estudio de la OCDE (2002) es seguramente la más importante:

“[es necesario] contener los préstamos dudosos futuros y evitar así la necesidad de otro rescate del sistema financiero (...). Tal cosa es absolutamente esencial: la



posibilidad de que no se contengan adecuadamente los nuevos préstamos de dudoso cobro es probablemente el mayor riesgo individual a la sostenibilidad fiscal en China. Por tanto, para mantener una situación presupuestaria sólida es absolutamente necesario llevar a cabo reformas financieras que garanticen que las instituciones financieras disponen de incentivos y capacidades para aplicar normas rigurosas de préstamo y gestión del riesgo” (OCDE, 2002: 55).

Por añadidura, existen dos escenarios adicionales no contemplados por el estudio de la OCDE y que pueden afectar muy negativamente a la deuda pública: un aumento importante y continuado del déficit público, lo que podría producirse si China entra a partir de ahora en una fase de crecimiento bastante menor que el registrado en los años noventa; y la aparición de tendencias centrifugas mayores en el gasto público (esto es, una “carrera” de gasto por parte de los gobiernos provinciales y otras administraciones locales), que podría dar lugar, por ejemplo, a grandes obras de infraestructura sin las suficientes garantías financieras y que deban ser rescatadas por el gobierno central.

En suma, la tesis que se defiende aquí es que la sostenibilidad de la deuda pública podría verse amenazada si no se resuelven adecuadamente los problemas bancarios (esto es, si finalmente el gobierno central debe financiar programas de rescate de los bancos estatales), si empeora el entorno macroeconómico y si aparecen obligaciones contingentes en las actividades de las administraciones locales (por ejemplo, grandes trabajos de infraestructura que incurran en quiebra financiera y que requieran la intervención del gobierno central).

En tal caso, podría registrarse incluso una crisis de impago de la deuda pública en el mercado interno, esto es, una crisis similar a la registrada por Rusia en 1998.

Esa es al menos la predicción de un analista tan distinguido como Lardy (1998 y 2000). El escenario que dibuja el autor es el un sistema bancario que ya es insolvente. En tales condiciones, algunas perturbaciones (reducción del ritmo de crecimiento, devaluación de la moneda, competencia de bancos extranjeros, etc.) podrían provocar una retirada masiva de depósitos, lo que convertiría la insolvencia en falta de liquidez. Si el gobierno central interviniese como prestamista de último recurso, tal cosa no haría sino desembocar en una crisis fiscal.

He (2002), por el contrario, considera poco probable esa eventual retirada masiva de depósitos, dada la garantía gubernamental implícita de los mismos y a la vista de que tal garantía es creíble. Además, entiende que el bajo nivel de endeudamiento público (25% del PIB, en su opinión) permitiría un rescate de los bancos en dificultades, que igualmente podría producirse mediante emisión de moneda. La financiación del déficit público con emisión de moneda no conduciría a una caída de las reservas, dados los controles de capital a la entrada.

El argumento que se defiende en estas páginas no es el de una crisis fiscal originada por un pánico de los depositantes en los bancos estatales. Por el contrario, lo que se sugiere aquí es simplemente que la sostenibilidad de la deuda pública depende de tres factores que no hay que dar por seguros: (1) una recapitalización y un saneamiento relativamente rápidos de los bancos estatales; (2) un entorno económico de crecimiento elevado del PIB, que no exija un

aumento considerable del déficit presupuestario; y (2) que no aparezcan otras amplias obligaciones contingentes debidas a la actividad inversora de las administraciones locales.

Esas tres condiciones podrían perfectamente no cumplirse. La reforma del sector bancario es extremadamente compleja y costosa. El crecimiento del PIB puede resultar considerablemente menor en los próximos cinco o seis años que en los años noventa. La capacidad del gobierno central para controlar eficazmente el comportamiento de las administraciones locales (ayuntamientos e incluso provincias) puede ser muy inferior a la estimada.

### *2.3. La apertura de la cuenta financiera: ¿otra crisis asiática?*

Una última posibilidad de crisis es la de una crisis de tipo de cambio (o de balanza de pagos) tras la todavía pendiente liberalización de la cuenta financiera<sup>26</sup>. Esa liberalización es extremadamente arriesgada<sup>27</sup>.

Es bien conocido que el RMB se hizo convertible por cuenta corriente en 1996 pero que todavía no es plenamente convertible (es decir, no lo es para operaciones por cuenta financiera). En otras palabras, China no ha emprendido todavía la liberalización de su cuenta financiera.

Por ejemplo, como describe Zhang (2003), los inversores extranjeros pueden adquirir sólo acciones o instrumentos de deuda denominados en moneda extranjera y no pueden comprar activos denominados en RMB<sup>28</sup>. Los residentes chinos no pueden comprar o vender libremente activos financieros en moneda extranjera, ni tampoco emitirlos. Las empresas nacionales sólo pueden obtener préstamos extranjeros si cumplen unas condiciones estrictas. Las instituciones financieras tienen restricciones si quieren extender préstamos en el extranjero. Las instituciones no financieras no pueden extender préstamos en el extranjero.

Algunos autores consideran que China está ya en condiciones de empezar a pensar en la apertura financiera. Por ejemplo, Icard (2003) considera que, en el caso de China, es poco probable que se registre una fuerte entrada de capital extranjero en forma de préstamos bancarios o de inversión en cartera, como consecuencia de la liberalización, ya que el país tiene baja inflación, bajos tipos de interés y bajos precios de los activos:

---

<sup>26</sup> En este apartado, se utiliza, salvo naturalmente en las citas textuales, el término “cuenta financiera”, que es la nueva denominación del FMI para la antigua “cuenta de capital”.

<sup>27</sup> Como es bien conocido, abundan los ejemplos de crisis financieras en economías emergentes posteriores a la apertura financiera: México en 1994-95, Asia oriental en 1997-98, Turquía en 2000-2001 y Argentina en 2001-2002. Existen incluso argumentos teóricos y empíricos en contra de la liberalización de la cuenta financiera en las economías en desarrollo (Singh, 2002).

<sup>28</sup> En diciembre de 2002, se autorizó que algunos fondos extranjeros de inversión colectiva pudieran invertir en activos financieros denominados en RMB: los llamados “qualified foreign institutional investors” (QFII). Sin embargo, la China Security Regulatory Commission (CSRC) y la State Administration for Foreign Exchange (SAFE) establecieron restricciones importantes a esas colocaciones (entre las que destaca la obligación de mantener los fondos al menos un año antes de poder repatriar los beneficios o el capital).

“en términos generales, las condiciones iniciales de una economía configuran los riesgos de la liberalización de su cuenta de capital. En particular, el escenario de masivas entradas de capital tras la liberalización parece menos probable y menos arriesgado en China [que en las economías emergentes que han sufrido una crisis]” (Icard, 2003: 17).

Otros autores argumentan que la posible preocupación del gobierno chino por una eventual salida masiva de capital tras la liberalización no tiene mucho sentido, puesto que esa salida ya se está produciendo y de lo que se trata es de permitir vías nuevas, así como más eficientes y controladas, para la inversión en cartera de China en el extranjero (Ma y McCauley, 2003). Sin embargo, tal cosa puede haber sido cierta antes de 2002, pero desde entonces el problema es más bien el contrario: la fuerte entrada de capital extranjero en forma distinta a la inversión directa, tal y como se señaló en la primera parte de este trabajo.

El aplazamiento continuo de la liberalización de la cuenta financiera se debe a varias razones: (1) China no tiene obligación alguna de hacerla (ni el FMI ni la OMC obligan a sus países miembros a tener una cuenta financiera abierta; además, el acuerdo de China con la OMC no incluye ningún compromiso específico en ese sentido); (2) la evolución económica del país ha sido satisfactoria en los últimos años, es decir, no existen, al menos por el momento, razones económicas inmediatas para llevarla a cabo; y (3) la experiencia de las economías emergentes en el último decenio sugiere que la apertura debe hacerse con extremo cuidado, con miras a evitar una crisis financiera. En otros términos:

“China puede (...) aprender de la experiencia histórica de varios países (...). Así, los ejemplos más destacados son los países en los que los problemas debidos a la liberalización financiera, interna y/o externa – por causa de una secuencia inadecuada, un ritmo excesivo o una versión extrema de la liberalización – han conducido a una crisis, incluso en países con indicadores macroeconómicos más sólidos que los que tiene China hoy en día” (Stallings, 2003: 256).

Sin embargo, la apertura financiera sigue siendo un objetivo a medio plazo para las autoridades chinas. Con todo, son extremadamente precavidas. En palabras del director del departamento de estudios del People’s Bank of China,

“otro desafío es la liberalización de la cuenta de capital. No tenemos un calendario, ni tampoco un objetivo muy claro. Se trata de hecho de una situación extraña ya que las reservas en divisas de China han crecido de manera espectacular después de que hayamos entrado en la OMC y promovido la actividad de bancos extranjeros en China. *Si la cuenta de capital no puede ser liberalizada después de 2006, tal cosa significaría que los costes de la liberalización de la cuenta de capital son muy altos*” (Xie, 2003: 286, cursivas añadidas).

Según las autoridades, esa apertura tendría algunos efectos beneficiosos importantes (Zhang, 2003: 21-22), además del más obvio, que es el de completar la inserción de China en la economía mundial tras la integración comercial posterior al ingreso en la OMC

(Lardy, 2002): haría más fácil la reestructuración de la economía, puesto que una mayor diversidad de capital extranjero facilitaría el progreso técnico, la formación financiera y el desarrollo de capacidades de gestión; permitiría desarrollar adecuadamente los mercados de capital (acciones y bonos); potenciaría la inversión en el extranjero de las empresas chinas; reduciría los costes para las autoridades monetarias del control de la cuenta de capital; y haría posible un mejor desarrollo del sector servicios (comercio exterior, banca, seguros, etc.).

China tiene ventajas de partida para emprender la apertura, pero también inconvenientes serios (Icard, 2003: 16). Entre las ventajas destacan el elevado ritmo de crecimiento del PIB, la alta tasa de ahorro, los bajos tipos de interés, una balanza de pagos saneada y unas abundantes reservas en divisas. Entre los inconvenientes cabe mencionar el déficit presupuestario y la deuda pública, la baja capitalización y el alto porcentaje de préstamos de dudoso cobro del sistema bancario y la existencia de mercados de capital (acciones y bonos) todavía inmaduros y frágiles. China deberá, por tanto, reducir sustancialmente o incluso eliminar por completo esos inconvenientes antes de emprender la liberalización de la cuenta financiera.

La experiencia de las crisis financieras en las economías emergentes durante los últimos años sugiere además que el riesgo principal de la apertura es que conduzca a una entrada masiva de capital extranjero, especialmente en forma de deuda y a corto plazo. En tal caso, se activan dos mecanismos de transmisión entre la entrada de capital extranjero y el aumento del riesgo de crisis<sup>29</sup>: por una parte, ese capital extranjero produce una apreciación en términos reales de la moneda y un deterioro de la sub-balanza de rentas, lo que deteriora el saldo de la balanza corriente; por otra parte, ese capital extranjero suele generar un *boom* de crédito (que suele encaminarse hacia actividades arriesgadas y crea una burbuja de activos), así como un aumento de la deuda externa a corto plazo y una mayor vulnerabilidad a un eventual cambio de dirección de los flujos de capital extranjero.

Por tanto, todo parece indicar que China debería intentar evitar, por todos los medios, que ese doble proceso pueda ponerse en marcha. Por ejemplo, debería evitar, en la medida de lo posible, grandes diferenciales entre los tipos de interés internos y los internacionales (manteniendo a raya la inflación y asegurando cierta disciplina fiscal). Debería igualmente evitar una entrada masiva de fondos generadores de deuda y volátiles (como la inversión en cartera en bonos, los créditos bancarios a corto plazo o la inversión en acciones). Debería ser capaz de evitar una apreciación importante de la moneda en caso de que se produzca esa entrada masiva (lo que exigiría abandonar el tipo de cambio fijo y hacer ajustes periódicos en la cotización de la moneda). Debería ser capaz de controlar estrechamente el crédito dirigido hacia actividades arriesgadas (sectores inmobiliario y bursátil, inversiones a muy largo plazo con fondos a corto plazo, etc.). Debería poder evitar que la deuda externa a corto plazo supere a las reservas en divisas. Debería, finalmente, protegerse de unos mercados internacionales de capital que presentan un comportamiento inestable, gregario y proclive al pánico.

---

<sup>29</sup> Véase, por ejemplo, P. Bustelo, “Las crisis financieras de Asia y de Argentina: un análisis comparado”, *Información Comercial Española. Revista de Economía*, nº 815, julio-agosto de 2004.

Evidentemente, todo ello no es tarea fácil. Sin embargo, la capacidad que tenga China de evitar todos esos riesgos dependerá de cómo emprenda la liberalización de la cuenta financiera.

Así, muchos especialistas consideran que China debería ser especialmente precavida. La liberalización de la cuenta financiera debería:

- (1) plantearse como un objetivo a medio plazo;
- (2) hacerse de manera lenta, gradual y con una secuencia adecuada<sup>30</sup>;
- (3) producirse sólo cuando se hayan reunido los requisitos previos imprescindibles: un contexto macroeconómico favorable (crecimiento alto y sostenible del PIB, ausencia de amplios diferenciales de tipos de interés<sup>31</sup>, cierta disciplina presupuestaria, etc.), un sistema financiero sólido (adecuadamente capitalizado y sin la enorme carga del nivel actual de préstamos de dudoso cobro), un sistema adecuado de supervisión y regulación del sistema financiero (que garantice, en particular, que el sector bancario esté adecuadamente gestionado, esto es, que no incurra en comportamientos de riesgo) y un sector empresarial bien dirigido, transparente y poco endeudado;
- (4) realizarse después del abandono del tipo de cambio fijo y con el establecimiento de un tipo de cambio semi-fijo vinculado a una cesta de monedas<sup>32</sup>;
- (5) combinarse con el mantenimiento de controles de capital a la entrada de fondos extranjeros, que podrían reducir la proporción de fondos a corto plazo en el capital extranjero total e incluso reducir la cuantía del capital extranjero total<sup>33</sup>.

El Instituto del Banco Asiático de Desarrollo (véanse APF-ADBI, 2002 y Yoshitomi, 2003) considera además que China debería contribuir a crear un prestamista regional de última instancia en Asia oriental (que equivaldría a un Fondo Monetario Asiático), al que poder recurrir si se produjera un ataque especulativo contra su moneda.

Cabe una posibilidad (remota, a juicio del autor de estas páginas) de que China cometa algún error cuando liberalice su cuenta financiera. Por ejemplo, las autoridades pueden llegar a pensar que la economía es lo suficientemente fuerte como para resistir los embates

---

<sup>30</sup> Por ejemplo, deberían liberalizarse primero los capitales a largo plazo y luego los fondos a corto plazo.

<sup>31</sup> Tal cosa exigirá probablemente que la liberalización total de los tipos de interés deba hacerse después de la apertura financiera y empezar por los tipos de los préstamos antes de efectuar la de los depósitos.

<sup>32</sup> La experiencia de la crisis de Argentina en 2001-2002 demuestra bien a las claras los inconvenientes de los tipos de cambio fijos con respecto únicamente al dólar: el tipo de cambio fijo elimina el riesgo percibido de cambio y genera entradas aún mayores de capital y una apreciación todavía mayor de la moneda en términos reales; la vinculación únicamente con el dólar hace que los avatares de la moneda nacional dependan exclusivamente de la evolución de la cotización internacional de la divisa estadounidense.

<sup>33</sup> Lo primero parece factible, a la vista por ejemplo, del “encaje” chileno de los años noventa. Lo segundo es, sin embargo, dudoso: la experiencia parece indicar que los controles de capital no pueden evitar que aumente desmesuradamente la cuantía total del capital extranjero, por lo que deberían combinarse con controles del crédito bancario interior.

de los flujos internacionales de capital o como para evitar incluso entrar en una situación de fragilidad financiera.

También puede ocurrir que China sea incapaz de reunir las condiciones exigidas para emprender la liberalización y que, pese a todo, la lleve adelante. Por ejemplo, el crecimiento económico podría frenarse, la deuda pública podría dispararse, la inflación podría exigir altos tipos internos de interés (y crear, por tanto, amplios diferenciales de tipos), el gobierno podría ser incapaz de recapitalizar y sanear el sistema bancario, las empresas estatales podrían seguir estando muy endeudadas, podría mantenerse el tipo de cambio fijo<sup>34</sup>, podrían eliminarse todos los controles de capital, etc.. Si se produjese, por cualquier razón, una caída sustancial de la inversión directa extranjera, las autoridades podrían considerar que deben abrir la cuenta financiera (con el fin de atraer más capital extranjero), aunque no se hayan cumplido todas y cada una de las condiciones necesarias para hacerlo.

En tal caso, el resultado podría ser una nueva edición de las crisis asiáticas de 1997-98, en este caso en un país de mucho mayor tamaño y, sobre todo, de mucha mayor importancia para la economía mundial.

No obstante, las autoridades chinas han demostrado una larga y productiva experiencia en el gradualismo y la experimentación con la reforma económica y la apertura a la economía mundial que iniciaron a finales de los años setenta. Además, es de suponer que tomaron buena nota de las causas y consecuencias de las crisis de sus vecinos (Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Malasia y Filipinas) a finales de los años noventa.

En palabras de un economista del banco central,

“la convertibilidad plena del RMB es una condición necesaria para que China se integre adecuadamente en la economía mundial. No obstante, la convertibilidad para las transacciones por cuenta de capital ha demostrado ser, tanto en estudios empíricos como en la experiencia de muchos países, un arma de doble filo para los países en desarrollo. En términos generales, es necesario cumplir determinadas condiciones previas antes de que un país haga convertible su moneda para transacciones por cuenta de capital, y además la liberalización prematura de la cuenta de capital podría generar un impacto negativo para el desarrollo económico. Las crisis recientes en muchas economías emergentes son un ejemplo en ese sentido” (Zhang, 2003: 22).

Sería muy sorprendente que cometieran errores en la apertura de la cuenta financiera y en la gestión posterior de una economía abierta.

---

<sup>34</sup> O a la inversa, podría pasarse a un tipo de cambio totalmente flotante, como recomienda Hu (2004), quien olvida sin embargo que ese tipo de cambio sería extremadamente inestable. Además, el autor aboga igualmente por una eliminación total de los controles de capital, con el fin de preservar la autonomía de la política monetaria. Es cierto que esa autonomía debe ser preservada, por no a costa de flexibilizar totalmente del tipo de cambio sino más bien mediante el mantenimiento de algunos controles de capital.

## Conclusiones

Las conclusiones de este trabajo pueden enumerarse de la siguiente manera, en orden cronológico.

En primer lugar, el enfriamiento en curso de la economía china podría no ser suficiente para resolver los problemas derivados del exceso de inversión de 2003 y del primer trimestre de 2004. Las autoridades se enfrentan a un serio dilema: si aumentan los tipos de interés para frenar la inversión, tal cosa podría, por la vía de sus efectos negativos en el consumo y la actividad empresarial, generar un aterrizaje abrupto a corto plazo así como problemas bancarios a medio plazo; si, por el contrario, no lo hacen, la sobreinversión continuará y podría generar excesos generalizados de capacidad, caída de los precios, quiebras empresariales y empeoramiento de la salud financiera de los bancos. Se podría incluso decir que las autoridades podrían tener que elegir entre dos vías encaminadas ambas hacia una crisis bancaria. Por tanto, los dos indicadores que habrá que seguir de cerca en los próximos meses son seguramente el de la inflación general y el de la inflación industrial. Si la inflación general se dispara, quizá no quede más remedio que aumentar los tipos. Si la evolución de los precios en el sector industrial se inclina hacia una deflación abierta, podría darse un escenario similar, en varios aspectos, al de Japón a principios de los años noventa.

En segundo término, con independencia de como se resuelvan a corto plazo los problemas de gestión macroeconómica, la mala salud del sistema bancario de China podría hacer que fuera incapaz de resistir la competencia de bancos extranjeros que se le avecina en 2007, como consecuencia del cumplimiento de las obligaciones adquiridas tras el ingreso del país en la OMC. Esto es, incluso si, con suerte, China escapa a la crisis bancaria a corto plazo, podría ser incapaz de evitarla a medio plazo. Tal cosa dependerá naturalmente de las medidas de recapitalización y de saneamiento del sector que el gobierno chino sea capaz de llevar adelante en los dos próximos años.

En tercer lugar, en un escenario un poco más largo (hacia 2010, según algunos expertos), China podría incluso sufrir una crisis distinta, debida en este caso al posible impago de la deuda pública en el mercado interior, como consecuencia de la acumulación de obligaciones contingentes (rescate bancario, respaldo de grandes obras de infraestructura llevadas a cabo por las administraciones locales, etc.) y directas (pensiones, sanidad, etc.) del sector público.

Finalmente, por si esto fuera poco, existe un riesgo (remoto, pero todavía sin eliminar totalmente) de crisis cambiaria, en el caso de que la apertura de la cuenta financiera se haga de manera precipitada, indiscriminada y sin las garantías suficientes (por ejemplo, la de un sector financiero sólido y adecuadamente supervisado y regulado). Ese último tipo de crisis (de balanza de pagos) parece, hoy en día, poco probable, ya la historia económica de China durante el último cuarto de siglo se ha distinguido por la experimentación y el gradualismo y porque es de suponer que las autoridades chinas tomaron buena nota de las causas de las crisis asiáticas de 1997-98.

## REFERENCIAS

APF-ADBI (2002), *Policy Proposals for Sequencing the PRC's Domestic and External Financial Liberalization*, Asian Policy Forum-Asian Development Bank Institute, Tokio, octubre.

ARIC (2004), *Asian Economic Monitor, July 2004*, Asian Regional Information Center, Banco Asiático de Desarrollo, Manila.

BAsD (2004), *Asian Development Outlook 2004*, Banco Asiático de Desarrollo, Manila.

Banco Mundial (2004), "China Brief", en *East Asian Update*, abril.

Barnett, S. (2004), "Banking Sector Developments", en Prasad (ed.), *infra*, pp. 43-50.

BPI (2003), "China's Capital Account Liberalization: International Perspectives", *BIS Papers*, n° 15, abril, Banco de Pagos Internacionales.

*Business Week* (2004), "China, Headed for a Crisis?", *Business Week*, 3 de mayo.

Bustelo, P. (2004), "El enfriamiento de la economía china en 2004", Análisis del Real Instituto (ARI), Real Instituto Elcano, 27 de abril.

Cacho, L. (2004), "Panorama económico en China", *Boletín Económico de Información Comercial Española*, n° 2806, 17-23 de mayo, pp. 39-47.

DBR (2002), *China 2020: Challenges Ahead*, Deutsche Bank Research, 6 de agosto.

DBR (2004), *China's Financial Sector: Institutional Framework and Main Challenges*, Deutsche Bank Research, 9 de enero.

Dean, J. W. (2000), "Can China Avert Crisis?", *Challenge*, vol. 43, n° 4, julio-agosto, pp. 62-70.

EIU (2004), *Country Report. China*, The Economist Intelligence Unit, marzo.

Fan, G. y X. Zhang (2003), "The Chinese Reform Agenda", en Teunissen (ed.), *infra*, pp. 11-32.

Fedelino, A. y R. J. Singh (2004), "Medium-Term Fiscal Challenges", en Prasad (ed.), *infra*, pp. 29-35.

Green, S. (2003), *Reforming China's Economy. A Rough Guide*, The Royal Institute for International Affairs-Cambridge University, enero.



He, F. (2002), "How Far is China from a Financial Crisis", EADN Regional Project, Thailand Development Research Institute, mimeografiado, septiembre.

Hu, F. (2004), "Capital Flows, Overheating and the Nominal Exchange Rate Regime in China", Goldman Sachs-Tsinghua University, mimeografiado, abril.

HSBC (2004), *China Economic Insight*, vol. 16, junio, Hong Kong & Shanghai Banking Corporation.

Icard, A. (2003), "Capital Account Liberalisation in China: International Perspectives", en BPI, ob. cit., pp. 14-18.

Lardy, N. (1998), *China's Unfinished Economic Revolution*, Brookings Institution, Washington DC.

Lardy, N. (2000), "Fiscal Sustainability: Between a Rock and a Hard Place", *China Economic Quarterly*, 2º trimestre, pp. 36-41.

Lardy, N. (2002), *Integrating China into the Global Economy*, Brookings Institution, Washington DC.

Ma, G. y R. McAuley (2003), "Opening China's Capital Account Amid Ample Dollar Liquidity", en BPI, ob. cit., pp. 25-34.

Ma, G. y R. McAuley (2004), "Reining in Growth in China", Euro 50 Group, Beijing, junio.

Naughton, B. (2003), "An Economic Bubble? Chinese Policy Adapts to Rapidly Changing Conditions", *China Leadership Monitor*, nº 9, diciembre.

Naughton, B. (2004a), "Financial Reconstruction: Methodical Policymaking Moves into the Spotlight", *China Leadership Monitor*, nº 10, marzo.

Naughton, B. (2004b), "Hunkering Down: The Wen Jiabao Administration and Macroeconomic Control", *China Leadership Monitor*, nº 11, junio.

OCDE (2002), *China in the World Economy. The Domestic Policy Challenges*, OCDE, París.

Prasad, E. (ed.) (2004), "China's Growth and Integration into the World Economy. Prospects and Challenges", *IMF Occasional Paper*, nº 232.

Singh, A. (2002), "Capital Account Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development", *Working Paper*, nº 245, ESCR Center for Business Research, Cambridge University, diciembre (publicado en *Eastern Economic Journal*, vol. 29, nº 2, 2003, pp. 191-216).

Stallings, B. (2003), “The Role of the Financial Sector in Creating Growth and Stability: Lessons for China from Emerging Market Economies?”, en Teunissen (ed.), *infra*, pp. 231-62.

Teunissen, J. J. (ed.) (2003), *China's Role in Asia and the World Economy. Fostering Stability and Growth*, Fondad, La Haya.

Wolf, C., Jr *et al.* (2003), *Fault Lines in China's Economic Terrain*, Rand, Santa Monica, CA.

Woo, W. T. (2003), “Challenges in Macroeconomic Management for China's New Leaders”, en Teunissen (ed.), *ob. cit.*, pp. 35-68.

Xie, P. (2003), “Financial Challenges in China”, en Teunissen (ed.), *ob. cit.*, pp. 285-287.

Yoshitomi, M. (2003), “A Seven-Point Policy Proposal for Sequencing China's Financial Liberalisation”, en Teunissen (ed.), *ob. cit.*, pp. 288-291.

Zhang, X. (2003), “Capital Account Management and Its Outlook for China”, en BPI, *ob. cit.*, pp. 19-24.

*Pablo Bustelo*

*Investigador principal (Asia-Pacífico) del Real Instituto Elcano y profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid*