

Artículo publicado en *Economía Exterior*, nº 13, primavera de 2000, pp. 7-15.

La economía china en las crisis asiáticas

Pablo Bustelo

Universidad Complutense de Madrid

E-mail: bustelop@ccee.ucm.es

La economía china ha terminado 1999 y empezado el año 2000 con serios problemas. Es más, cuando todo indica que los países asiáticos más afectados por las crisis de 1997-99 han iniciado una franca recuperación (sobre todo Corea del Sur, pero también Malasia y Tailandia), China, que, como es bien sabido, resistió notablemente bien la incidencia inicial de esas crisis, presenta un cuadro macroeconómico con importantes sombras.

El crecimiento del PIB sigue siendo, claro está, elevado, pero los problemas de deflación, deterioro del saldo comercial y caída de la inversión directa extranjera oscurecen esa expansión. Este artículo pasa revista a los factores que evitaron que China entrase en crisis en 1997-98, al impacto de las crisis asiáticas en el país, a su evolución macroeconómica reciente y a las respuestas de política económica de los dos últimos años. Finalmente, el texto concluye con una evaluación de sus perspectivas.

Abril de 2000

Pablo Bustelo es profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid y director del Grupo de Estudios Económicos de Asia Oriental (GEEAO) en el Departamento de Economía Aplicada I (Economía Internacional y Desarrollo) de esa universidad.

<http://bustelo.homepage.com/papers.html> (julio de 2000)

¿Por qué China no entró en crisis en 1997-98?

Las causas esenciales de las crisis en el grupo llamado desde entonces Asia-5 (Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia) fueron una combinación de factores internos y externos¹. Entre los primeros, destacó una liberalización financiera acelerada e indiscriminada, que se emprendió desde los primeros años noventa en un contexto de supervisión bancaria insuficiente y de regulación inadecuada del sector no bancario. Tal proceso contribuyó mucho a la entrada masiva de capital extranjero, lo que condujo a varios problemas serios, como el excesivo crecimiento de los préstamos bancarios al sector privado, la sobreinversión (y el consiguiente descenso de la eficiencia del capital) y un muy elevado endeudamiento externo a corto plazo. En algunos casos, existía igualmente un alto déficit corriente junto con una moneda que se había apreciado mucho en términos reales (Tailandia y Filipinas en los dos casos, Malasia en el primero e Indonesia en el segundo). Los factores externos fueron principalmente los ataques especulativos contra las monedas y las bolsas de valores de la región, así como la posterior caída en las entradas netas de capital extranjero privado.

En China, todos esos elementos de vulnerabilidad brillaban por su ausencia². Los grandes bancos nacionales estaban plenamente respaldados por el Estado³, los controles de capital impidieron la entrada masiva de fondos extranjeros a corto plazo⁴, el ahorro interior superaba con creces a la inversión,

¹ Véase P. Bustelo, C. García e I. Olivé, "Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999)", *ICEI Working Papers*, nº 16, Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Noviembre de 1999 y, de los mismos autores, el libro *Crisis financieras en economías emergentes: enseñanzas de Asia oriental*, Agencia Española de Cooperación Internacional, Madrid, de próxima publicación en el año 2000.

² J. G. Fernald y O. D. Babson, "Why Has China Survived the Asian Crisis So Well? What Risks Remain?", *International Finance Discussion Papers*, nº 633, Board of Governors of the Federal Reserve System, Febrero de 1999.

³ Pese a que el sistema bancario estaba (y aún está) poco regulado y suministraba (y todavía hoy suministra) préstamos excesivos a empresas estatales ineficientes y con alto grado de apalancamiento (deuda/recursos propios).

⁴ Los principales controles de capital eran las restricciones a los empréstitos en moneda extranjera de las empresas nacionales y a la entrada y salida de inversiones en cartera y la prohibición de las operaciones de futuros sobre el *renminbi*.

los préstamos bancarios registraron un crecimiento sostenible y, sobre todo, la deuda externa a corto plazo era mucho más baja que la de sus vecinos. Baste comparar tres indicadores: la diferencia entre la tasa de ahorro y la de inversión era positiva en China y negativa en todos los países de Asia-5; el ratio incremental capital-producto (*incremental capital-output ratio*, ICOR), cuyo aumento indicaría una caída en la eficiencia de la inversión, disminuyó en China entre 1987-92 y 1993-96 mientras que creció en Corea del Sur, Malasia y Tailandia; y el cociente entre la deuda externa a corto plazo y las reservas en divisas era en 1997 de apenas 0,12 en China, frente al 1,45 de Tailandia, al 1,70 de Indonesia y al 2,07 de Corea del Sur. China tuvo en 1997 un saludable superávit corriente (equivalente al 3,8% del PIB) y una moneda que, gracias a la devaluación de 1994, no se había apreciado tanto como la de sus vecinos. En cuanto a los ataques especulativos, no pudieron sencillamente producirse por la falta de convertibilidad plena de la moneda y por el muy escaso capital extranjero en las bolsas de valores de Shenzhen y Shanghai.

El impacto de las crisis asiáticas en China

Con todo, China sí resultó afectada por las crisis de sus vecinos desde mediados de 1997. En primer lugar, su moneda se apreció respecto de las de los países de Asia-5, sometidas a importantes depreciaciones, y también con respecto a las de los socios comerciales externos de China y de Asia-5⁵. El resultado fue un menor crecimiento de las exportaciones chinas, como resultado del derrumbe de las dirigidas hacia el resto de Asia oriental (que suponían más de la mitad del total) y del menor crecimiento de las orientadas hacia los mercados occidentales (cuadro 1). La caída de las exportaciones hacia el resto de Asia oriental se explica por la pérdida de competitividad relativa y, sobre todo, por el importante descenso del PIB en los países de Asia-5 durante 1998. Así, las exportaciones totales, que aumentaron un 21% en 1997, apenas crecieron en 1998 (+0,5%) y registraron una expansión mucho menor (+6,1%) en 1999. Es más, después de crecer un 5% en el segundo trimestre de 1998, las exportaciones se redujeron en cada uno de los cuatro trimestres siguientes, para repuntar en el último semestre de 1999. En segundo lugar, las depreciaciones de las monedas de Asia-5, las ventas de empresas en quiebra de esos países a compañías extranjeras y la apreciación, en términos reales, del

⁵ Entre el segundo trimestre de 1997 y el segundo trimestre de 1998, la moneda china se apreció, en términos reales, un 60% respecto de las de Asia-5, un 20% respecto de la de Japón y un 8% respecto de las del conjunto de los países desarrollados. Sin embargo, dada la deflación interna y el comportamiento del dólar y del euro, se ha depreciado respecto de las de Estados Unidos y, más recientemente, de la Unión Europea.

renminbi hicieron que disminuyese la inversión directa foránea en China, aunque tal efecto no se notó hasta 1999. Tal inversión pasó de 41.726 millones de dólares en 1996 a 45.280 millones en 1997, pero apenas creció hasta 45.580 millones en 1998 y disminuyó a 40.400 millones en 1999, una reducción superior al 10% en sólo un año.

Los diez principales mercados de exportación de China, 1997 y 1998

Rango en 1997	País o territorio	1997 (M\$)	1998 (M\$)	Variación (%)
1	Hong Kong	43.780	38.453	-11,5
2	Estados Unidos	32.694	37.975	+16,1
3	Japón	31.819	29.692	-6,7
4	Corea del Sur	9.116	6.269	-31,3
5	Alemania	6.490	7.353	+13,2
6	Países Bajos	4.404	5.161	+17,1
7	Reino Unido	3.813	4.632	+21,4
8	Singapur	4.319	3.930	-9,1
9	Taiwan	3.396	3.869	+13,9
10	Francia	2.328	2.822	+21,1

Fuente: Estadísticas aduaneras de China.

Cuadro 1.

El resultado fue una disminución del superávit comercial (43.600 millones de dólares en 1998 y 29.100 millones en 1999) y un menor crecimiento de las reservas en divisas, que habían aumentado a un ritmo anual de 30.000 millones en 1995-97 y que sólo se incrementaron en unos 5.000 millones en 1998.

La evolución macroeconómica reciente

Paralelamente a esos cambios, la evolución de la economía interna de China estaba desembocando en un importante aumento de la ya importante tasa de ahorro privado (cuadro 2). Entre los factores de ese aumento del ahorro, cabe destacar los siguientes:

- la introducción de esquemas de propiedad privada de la vivienda;
- el aumento de los despidos en las empresas estatales;
- la menor cobertura de la protección social vitalicia de los trabajadores del sector estatal empresarial, que según algunas estimaciones, habría pasado del 60% del total de los empleados en 1995 al 45% en 1998;
- el aumento de los tipos de interés reales, en parte para contrarrestar el menor crecimiento de las reservas en divisas y en parte para sostener la nueva política de tipo de cambio fijo (véase más adelante): el tipo de interés

real pasó de -4,8% en 1995 a 1,8% en 1996, a 5,8% en 1997 y a 7,2% en 1998;

- el riesgo que percibía la población de posibles problemas financieros como resultado de las crisis en Asia-5.

Tasa de ahorro privado en China (en porcentaje del PIB)

	1996	1997	1998	$\Delta 96-98$
Rural	18	23	26	+8
Urbana	19	19	21	+2
Total	19	21	24	+5

Fuente: Oficina Estatal de Estadísticas.

Cuadro 2.

El aumento del ahorro privado se trasladó automáticamente a un menor consumo, lo que afectó negativamente a la demanda agregada.

Además, a raíz del estallido de las crisis asiáticas, las autoridades chinas optaron por una política cambiaria de tipo plenamente fijo, lo que obligó a hacer más restrictiva la política monetaria. El aumento consiguiente de los tipos de interés deprimió la inversión, con repercusiones también negativas en la demanda agregada.

En suma, la apreciación, en términos reales, de la moneda (y la consiguiente desaceleración de las exportaciones), el aumento de la prima de riesgo de la inversión directa extranjera (y la caída de ésta en 1999), los imperativos de política monetaria restrictiva asociados al nuevo régimen de tipo de cambio (esto es, el incremento de los tipos de interés reales y la desaceleración resultante de la inversión) y el aumento de la tasa de ahorro privado (y la caída del consumo) fueron, todos ellos, factores que hicieron caer la demanda agregada⁶. Esa caída ha tenido dos consecuencias importantes: un aumento del desempleo y una caída de los precios. Desgraciadamente, las estadísticas chinas de desempleo son poco fiables, pero todo parece indicar que el desempleo ha aumentado de manera significativa, sobre todo en las ciudades. En cuanto al índice de precios al consumo, creció, con arreglo a los datos oficiales, un 2,8% en 1997 pero se redujo un 0,8% en 1998 y un 1,4% en 1999. De hecho, ese índice ha venido cayendo todos los meses desde abril de 1998 hasta enero de 2000.

⁶ Véanse Y. Yang y R. Tyers, "Wheathering the Asian Crisis: The Role of China", *APSEM Working Papers*, nº 00-1, Asia Pacific School of Economics and Management, Australian National University, Canberra, 2000 y R. Tyers, "China After the Crisis: The Elementary Macroeconomics", *APSEM Working Papers*, nº 00-2, 2000.

El cuadro 3 resume el cuadro macroeconómico del país entre 1996 y 1999.

Cuadro macroeconómico de China, 1996-1999

	1996	1997	1998	1999
Variación PIB (%)	9,6	8,8	7,8	7,1
Variación IPC (%)	8,3	2,8	-0,8	-1,4
Tasa de desempleo urbano (%)*	3,0	3,1	3,1	3,1
Variación de la inversión en activos fijos (%)	14,8	8,9	13,9	5,2
Exportaciones (M\$)	151.100	182.700	183.800	194.900
Importaciones (M\$)	138.800	142.400	140.200	165.800
Saldo comercial (M\$)	12.300	40.300	43.600	29.100
Variación Export. (%)	1,5	20,9	0,5	6,1
Variación Import. (%)	5,1	2,6	-1,5	18,2
Inversión directa extranjera (M\$)	41.700	45.300	45.600	40.400

* la tasa de desempleo urbano excluye a los subempleados, a los despedidos de las empresas estatales y a la población flotante sin trabajo.

Fuentes: Banco Asiático de Desarrollo y Banco Mundial.

Cuadro 3.

Las respuestas de política económica

China se ha encontrado pues en 1998 y 1999 con varias perturbaciones macroeconómicas simultáneas: apreciación de la moneda en términos reales, aumento de la prima de riesgo de la inversión extranjera, crecimiento inducido de los tipos de interés y sustitución de consumo privado por ahorro.

Ante el menor crecimiento del PIB y, sobre todo, la deflación, el gobierno ha intentado aplicar una receta de tipo keynesiano para relanzar la economía. Por un lado, ha aumentado la inversión pública, sobre todo en infraestructuras, vivienda y en mejoras técnicas en las empresas estatales, especialmente en las provincias del interior. El cociente entre gasto público y PIB, que fue del 12% de media en 1996-97, alcanzó un 13% en 1998 y 15% en 1999. El déficit presupuestario (del conjunto del sector público) pasó de 1,8% del PIB en 1997 al 3,0% en 1998 y al 3,1% en 1999. Por otro lado, para reactivar el consumo, las autoridades han aumentado los sueldos de los funcionarios (entre un 20% y un 30%) y el salario mínimo general (un 30%) y, más recientemente

(noviembre de 1999), ha implantado un impuesto del 20% sobre los intereses de los depósitos bancarios.

Para financiar el aumento del gasto público, el gobierno ha recurrido a una emisión masiva de bonos, por valor de 160.000 millones de *renminbi* en 1998-99 (está prevista una emisión adicional, por una cuantía de 100.000 millones, en 2000).

Sin embargo, el aumento del gasto público en 1998 y 1999 fue insuficiente para evitar la deflación y la desaceleración del crecimiento. En 1999, pese a cierta recuperación de las exportaciones netas y un tímido repunte del consumo privado urbano, el PIB creció un 7,1% (frente al 7,8% en 1998 y al 8,8% en 1997) y la caída del índice de precios al consumo ha superado con creces el 1%.

La descomposición de ese 7,1% fue la siguiente: aumento de 5,5 puntos en el consumo (pero se trató, sobre todo, de consumo público), aumento de 2 puntos en la inversión (lo que indica una desaceleración de la formación de capital, especialmente notable en la construcción) y caída de 0,4 puntos en las exportaciones netas. La débil contribución de la inversión al crecimiento del PIB resulta preocupante, especialmente porque en 1998 explicó nada menos que 4,8 puntos del 7,8% de variación del PIB. Por tal motivo, en junio de 1999 las autoridades monetarias bajaron los tipos de interés en un punto.

Perspectivas

Además de los problemas estructurales de la economía china (entre los que destaca la *asignatura pendiente* de la reforma radical de las empresas estatales, lo que permitiría sanear un sistema bancario que tiene al menos un 20% de préstamos de dudoso cobro), tres parecen ser los desafíos más inmediatos. En primer lugar, cómo hacer frente al aumento de la tasa de ahorro privado (y a sus repercusiones negativas sobre el consumo), que puede ser duradero, pese al alza de los salarios reales. En segundo lugar, cómo evitar un incremento excesivo de la tasa de desempleo, lo que pondría en peligro la paz social. Finalmente, cómo revertir la tendencia hacia una cada vez menor tasa de crecimiento del PIB, que podría caer hasta un 6% al final de este año, pese a que algunas estimaciones (quizá demasiado optimistas) prevén un aumento de éste de 7,4% en 2000, tres décimas más que la cifra de 1999. La previsión de *The Economist Intelligence Unit* es de 7,2% a principios de año, aunque podría corregirse a la baja en el transcurso de los próximos meses.

Ese posible mantenimiento de la tasa de crecimiento se debería a la recuperación de las exportaciones⁷, al mayor aumento de la inversión en activos fijos y a un repunte del consumo privado, una evolución que se observa ya en los dos primeros meses del año. En enero-febrero de 2000, las exportaciones han crecido un 41,2%, mientras que la inversión aumentó un 8,6% y el IPC pasó a territorio positivo (+0,3%).

Hay analistas que señalan que, en tales circunstancias (atonía del consumo, lento crecimiento de la inversión y reducción del superávit comercial) podría ser tentadora una devaluación de la moneda, que permitiría bajar los tipos de interés, importar algo de inflación (lo que no vendría mal, dada la persistente deflación) y hacer frente a los efectos a corto plazo del ingreso de China en la Organización Mundial de Comercio (OMC). Sin embargo, el riesgo de que tal medida provoque una nueva ronda de devaluaciones competitivas en el resto de Asia oriental aún no ha desaparecido por completo, pese a la recuperación de las economías de Asia-5 (cuadro 4).

Tasas de variación del PIB en Asia-5, 1996-2000

	1996	1997	1998	1999	2000*
Corea	6,8	5,0	-5,8	10,2	6,0
Filipinas	5,8	5,2	-0,4	3,2	3,5
Indonesia	8,0	4,5	-13,7	0,2	3,0
Malasia	8,6	7,5	-7,5	5,4	4,8
Tailandia	5,5	-1,3	-10,0	4,0	7,0

* Previsión a marzo de 2000

Fuentes: Banco Asiático de Desarrollo y Banco Mundial.

Cuadro 4.

La recuperación de las economías de Asia-5, pese a lo que indican, en primera instancia, las cifras del cuadro 4, es aún frágil y vulnerable. Dado el renovado vigor del PIB, hay cierta complacencia con la reestructuración bancaria y empresarial. En particular, la proporción de créditos bancarios de dudoso cobro sigue siendo muy alta en Tailandia e Indonesia. Los conglomerados empresariales coreanos (*chaebol*) siguen presentando un muy alto cociente entre deuda y activos. Además, el crecimiento japonés sigue siendo muy escaso (apenas 0,3% en 1999) y las medidas de estímulo fiscal se enfrentan a un déficit presupuestario que supera el 10% del PIB y a una deuda pública que alcanza un preocupante 150%. El aumento de los tipos de interés

⁷ En 1999, las exportaciones a Japón aumentaron un 9,2%, las dirigidas a Corea un 24,9% y las enviadas a Singapur un 14,2%. Esos tres mercados se habían reducido notablemente en 1998. Con todo, la nueva caída de las exportaciones a Hong Kong (-4,8%) sigue siendo preocupante.

en los mercados internacionales de capital puede hacer que se quiebre el retorno del capital extranjero que tanto necesitan ahora las economías asiáticas. Por añadidura, una eventual corrección, más o menos abrupta, del auge bursátil y productivo de unos Estados Unidos que presentan fuertes desequilibrios exteriores podría desencadenar fuertes oscilaciones en los mercados emergentes.

En cualquier caso, el problema principal de la economía china parece ser, curiosamente, muy parecido al de Japón: las expectativas de deflación. Esa previsión de que aún vayan a seguir bajando los precios contiene el consumo privado, la inversión en maquinaria y otros bienes de equipo y hasta las exportaciones. ¿No sería tiempo de perder el miedo a la inflación y de combinar la política fiscal expansiva con una relajación más pronunciada de la política monetaria?