

Este artículo ha sido elaborado por Daniel Santabárbara García, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.¹

Introducción

La economía mundial está atravesando la mayor crisis económica y financiera de la historia reciente y, aunque las perspectivas han mejorado en los últimos meses, la recuperación está siendo desigual y sustentada en excepcionales medidas de apoyo. Uno de los rasgos más llamativos de esta etapa de extrema turbulencia ha sido la relativa resistencia y la rápida reactivación de la economía china, de la que se estarían beneficiando sobre todo las economías emergentes con mayor vinculación comercial con ese país, y que ha mitigado parcialmente el impacto negativo de la crisis sobre el crecimiento global. De cara al futuro, el peso de China en el PIB mundial y su elevado crecimiento potencial la hacen cada vez más relevante para consolidar el dinamismo de la economía mundial (véanse cuadro 1 y gráfico 1).

Por otra parte, la posición de China en el marco institucional internacional —que ha sufrido notables cambios en el último año, a raíz de la intensificación de la crisis— está saliendo reforzada, como muestra su creciente influencia en instituciones internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, y en el G 20, que se ha configurado como el foro de decisión de mayor relevancia en el ámbito global.

La fortaleza de la economía china y su creciente papel en la esfera internacional contrastan con sus fragilidades estructurales, su aún limitada integración financiera internacional y su peculiar posicionamiento en la economía mundial. Por un lado, la estrategia de desarrollo se ha sustentado en el impulso y la liberalización del comercio internacional, unida a la promoción de la inversión como catalizadores del proceso de industrialización. Sin embargo, al mismo tiempo, ha permanecido aislada y controlada en el ámbito interno y financiero. Esta dualidad ha propiciado una asignación de recursos en el ámbito industrial y financiero poco eficiente, que, a la postre, constituye su mayor debilidad estructural. Por otro lado, la utilización de algunos instrumentos de esta estrategia, como el tipo de cambio o las restricciones a la circulación de capitales, unidos a las carencias en la provisión de servicios sociales y al infradesarrollo financiero, ha tenido un impacto fundamental en la configuración de los desequilibrios globales, cuya persistencia proyecta un elemento de preocupación sobre el contexto económico internacional². De estos contrastes se derivan desafíos importantes para China, tanto para mantener una senda de crecimiento sostenible como para adoptar un papel constructivo en la escena económica mundial, acorde con el tamaño de su economía.

Este artículo resume la respuesta de la economía china ante la crisis internacional y sus perspectivas de medio plazo, para posteriormente analizar su nuevo papel en el escenario económico internacional, en tres vertientes: en la económica, como dinamizador de la actividad global; en la financiera, como protagonista de los desequilibrios globales; y en la institucional, ante su mayor activismo en los foros internacionales.

La evolución de China ante la crisis internacional

La economía china se ha revelado como la más resistente ante el adverso entorno económico y financiero internacional de los dos últimos años —a pesar de su estrecha vinculación comercial con la economía global— y ha sido una de las primeras que ha mostrado signos de reactivación generalizada. Al comienzo de las turbulencias financieras, este comportamiento favo-

1. El autor agradece los valiosos comentarios de Enrique Alberola, Sonsoles Gallego y Pilar L'Hotellerie-Fallois, y el apoyo técnico de Esther López. 2. Otro ámbito en el que China desempeña un papel central es el del cambio climático. China es el principal emisor mundial de CO₂ y, por tanto, su posición es crucial para abordar una reducción efectiva de los gases de efecto invernadero.

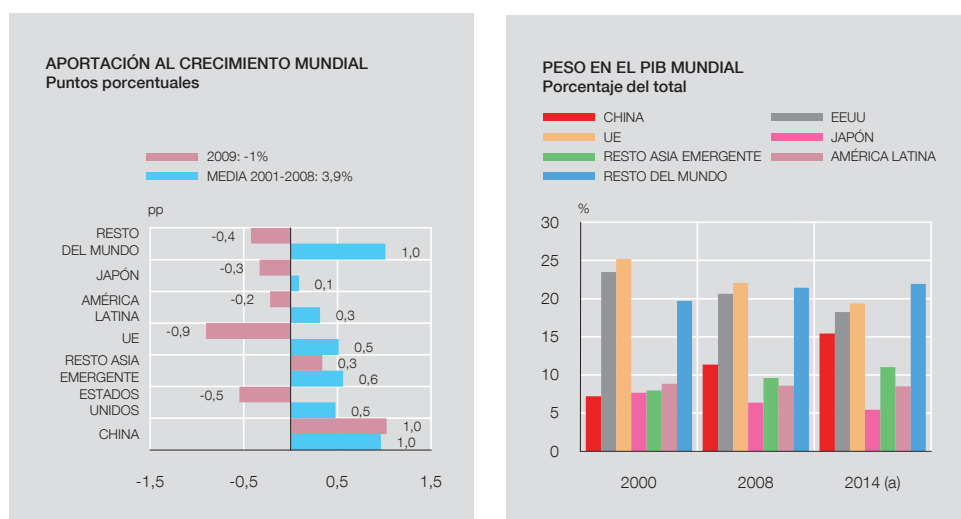
	PIB real	PIB (PPC)	PIB per cápita relativo a EEUU (PPC)	Inflación	Saldo de las AAPP	Saldo de la balanza por cuenta corriente	Reservas	Tipo de cambio medio	
	Tasa anual %	% PIB mundial	%	Tasa anual %	% PIB	% PIB	mm USD	% total mundial	RMB / USD
2000	8,4	7,2	6,7	0,4	-2,5	1,7	166	8,6	8,28
2001	8,3	7,6	7,2	0,7	-2,3	1,3	212	10,4	8,28
2002	9,1	8,1	7,8	-0,8	-2,6	2,4	286	11,9	8,28
2003	10,0	8,6	8,4	1,2	-2,2	2,8	403	13,3	8,28
2004	10,1	9,0	8,9	3,9	-1,3	3,6	610	16,3	8,28
2005	10,4	9,5	9,5	1,8	-1,2	7,2	819	19,6	8,19
2006	11,6	10,1	10,4	1,5	-1,0	9,5	1.066	21,2	7,97
2007	13,0	10,7	11,5	4,8	0,6	11,0	1.528	23,8	7,60
2008	9,0	11,3 (a)	12,6	5,9	-0,4	9,8	1.946	29,3	6,95
2009 (a)	8,5	12,1	14,1	-0,1		7,8	2.273		6,83

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Oficina de Estadísticas de China y CEIC.

a. Salvo indicación en contrario, estimaciones públicas del FMI. Los datos de reservas corresponden a septiembre, y los de tipo de cambio, al promedio hasta el 15 de diciembre.

CHINA Y EL PIB MUNDIAL

GRÁFICO 1

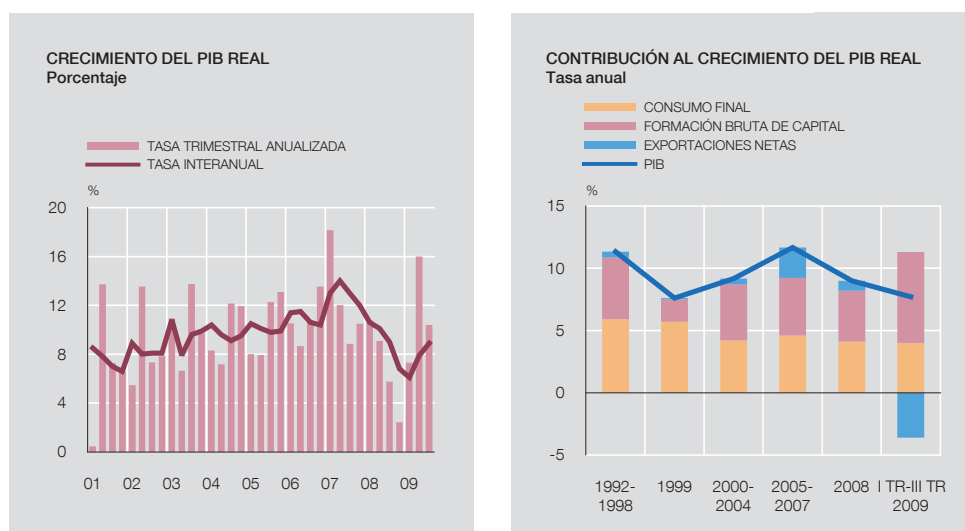


FUENTE: Fondo Monetario Internacional (2009).

a. Previsión.

able estuvo relacionado con su escaso grado de desarrollo financiero y su relativo aislamiento del sistema financiero internacional. Tras la eclosión de la crisis internacional, a finales de 2008, la rapidez y contundencia de las respuestas de política y la herencia de intervencionismo estatal, que ha permitido reasignar los recursos rápidamente, ayudan a explicar la mayor resistencia, aunque esta estrategia de mitigar las consecuencias de la crisis a través de medidas que pueden acentuar o consolidar ciertas distorsiones económicas no está exenta de riesgos³.

3. Como se explica en la sección tercera de este artículo.



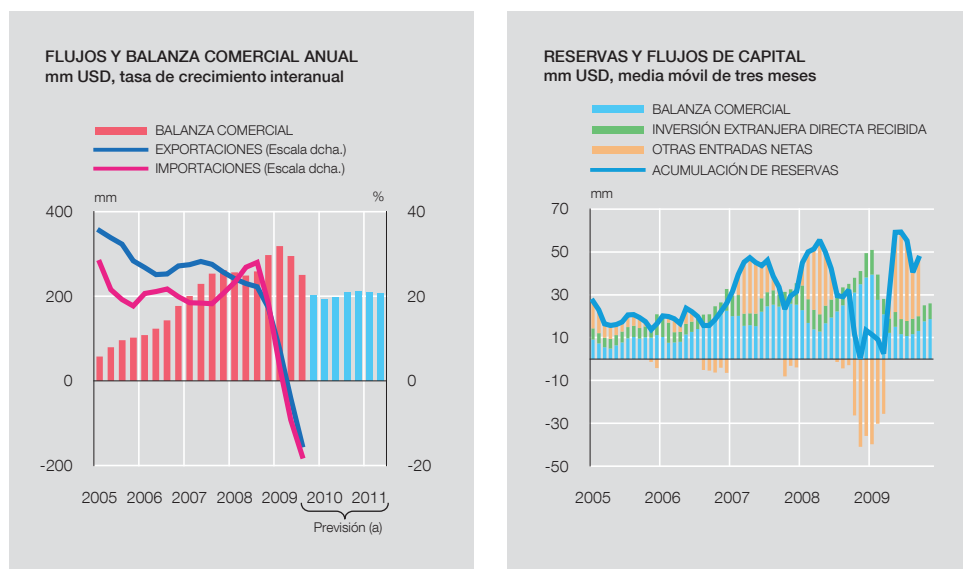
FUENTES: CEIC y estimaciones del Banco de España.

En cualquier caso, pese a la resistencia de su economía, la crisis mundial ha dejado una huella considerable en China. El crecimiento del PIB real se moderó hasta el 9% en 2008, frente al 13% en 2007. La actividad se desaceleró súbitamente en el cuarto trimestre de 2008 y con más intensidad en el primero de 2009 —hasta el 6,1% interanual, el crecimiento interanual más débil en una década— (véase gráfico 2). No obstante, en el segundo y tercer trimestres de 2009 se produjo una marcada recuperación, sobre todo por el efecto inducido de las políticas económicas y el consiguiente repunte de la inversión, hasta alcanzar un crecimiento del 8,9% interanual.

La desaceleración de la actividad a finales de 2008 no solo fue el reflejo del colapso del comercio internacional, sino también del notable ajuste del sector inmobiliario nacional —que representa en torno al 10% del PIB y que había experimentado una acusada expansión hasta el inicio de 2008— y de los efectos inducidos sobre la confianza de los agentes.

El proceso de ajuste inmobiliario fue detonado por las medidas para desincentivar los préstamos hipotecarios y a promotores, introducidas a finales de 2007. Estas medidas surtieron efecto en la segunda mitad de 2008 y terminaron ocasionando un desplome de la inversión inmobiliaria y de los precios de la vivienda —desde tasas de dos dígitos al inicio de 2008, hasta otras prácticamente nulas en el primer trimestre de 2009—, con un impacto adverso sobre la demanda interna.

El sector exportador soportó relativamente bien la crisis hasta diciembre de 2008, y a partir de entonces ha mostrado una evolución claramente negativa. El superávit comercial se ha reducido sensiblemente —un 30% interanual en el acumulado de los once primeros meses del año— y la contribución de la demanda externa al crecimiento ha pasado a ser negativa, pese a la caída paralela de exportaciones e importaciones (véanse gráficos 2 y 3). Hay que subrayar que la incidencia directa del canal comercial sobre el crecimiento de China es menor de lo que habitualmente se considera: pese a que las exportaciones representan alrededor de un tercio del PIB, casi la mitad es de reprocesamiento, es decir, que implica el ensamblaje de bienes importados. En consecuencia, la contribución de la demanda externa neta se situó, en promedio anual, en 1,2 puntos porcentuales (pp) entre 2001 y 2008, es decir, solo un 12% del crecimiento del PIB en ese período, que fue del 10,2% anual. No obstante, estos cálculos



FUENTES: CEIC y *Consensus Forecasts*.

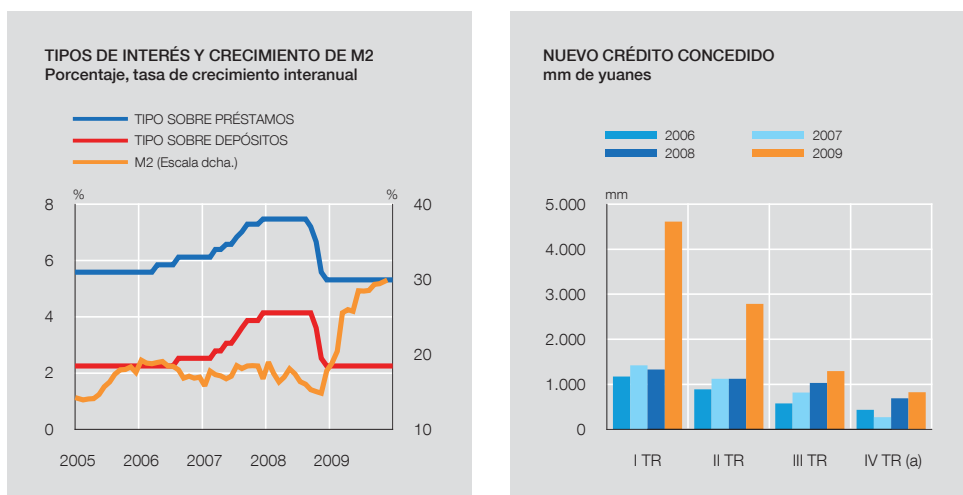
a. Previsiones de consenso de diciembre de 2009, excepto para el cuarto trimestre de 2009, donde se han extrapolado los datos de octubre y noviembre.

infraestiman, en cierto sentido, la importancia efectiva del comercio exterior en la economía, pues no incorporan su efecto indirecto sobre la inversión, el empleo y el gasto de los consumidores —y, por lo tanto, sobre la demanda interna—, ni tampoco el papel que ha desempeñado la exportación en la transformación productiva de la economía china.

En contraste con lo ocurrido en los países desarrollados y en numerosas economías emergentes, la transmisión de la crisis a través del canal financiero ha sido poco relevante, debido a la baja exposición exterior de la banca, a la reducida dependencia de hogares y empresas de la financiación externa, a la asignación dirigida del crédito y al infradesarrollo financiero. Cabe señalar que una parte muy relevante de la inversión se financia a través de los recursos propios de empresas y que los efectos riqueza son menores que en otras economías emergentes. No obstante, en el momento más agudo de la crisis, la turbulencia externa propició una salida de capitales de corto plazo y una reducción de las entradas de inversión directa, lo que supuso un paréntesis transitorio en la acumulación de reservas internacionales (véase gráfico 3).

La respuesta de política económica fue rápida y contundente, y se fundamentó en tres pilares: el apoyo a las exportaciones, el relajamiento de las condiciones monetarias y financieras, y un significativo programa de estímulo fiscal. Ya desde el verano de 2008, el tono de las políticas se tornó expansivo. El primer conjunto de medidas se orientó al sector exportador para mitigar el efecto de la recesión, que ya afectaba a muchas economías desarrolladas. Así, desde julio de 2008 se detuvo la apreciación del renminbi respecto al dólar, coincidiendo con la apreciación de esta última divisa, y se aumentaron las deducciones del IVA de algunas exportaciones, deducciones que se ampliaron después de septiembre, cuando la contracción del comercio se extendió de modo agudo a los bienes de consumo duradero.

El cambio de tono de la política monetaria se inició el mismo día de la quiebra de Lehman Brothers, a mitad de septiembre de 2008, y tuvo como objetivo promover la actividad en un entorno de reducción paulatina de la inflación, que se situó en un terreno claramente negativo desde febrero a octubre de 2009. Esta política fue instrumentada a través de un ciclo accele-



FUENTE: CEIC.

a. El cuarto trimestre de 2009 se ha construido a partir de una extrapolación de los datos de octubre y noviembre.

rado de recortes de los tipos de referencia de préstamos y depósitos, y de la reducción del coeficiente de reservas bancarias (véase gráfico 4). Aunque el descenso de los tipos de interés fue menor que en la mayoría de economías desarrolladas y emergentes, y los tipos de interés reales no han disminuido, debido a la rápida corrección de la inflación, la eliminación de los controles crediticios se tradujo en un aumento del crédito excepcionalmente acusado.

Por último, el plan de estímulo fiscal fue el último en aplicarse, pero ha sido la política más ambiciosa. El plan se anunció en noviembre de 2008, con el objetivo de dinamizar la demanda interna y restaurar la confianza. El impulso fiscal se espera que alcance en torno al 3% del PIB, tanto en 2009 como en 2010, siendo uno de los mayores en el ámbito internacional y, desde luego, entre las economías emergentes. El abanico de medidas anunciadas es amplio, aunque fundamentalmente se orienta al desarrollo de infraestructuras, al apoyo al sector inmobiliario y a la subvención de bienes de consumo duradero, si bien en marzo se reorientó hacia el gasto social en salud y educación. En cuanto a su financiación, alrededor de un tercio se sufragará a través del presupuesto del gobierno central, y el resto, a través del crédito bancario concedido a empresas estatales y de emisiones de bonos de las administraciones locales (véase cuadro 2). La combinación de la financiación bancaria del plan de estímulo y la eliminación de los controles crediticios ya mencionada ha provocado un acentuado crecimiento del crédito, especialmente a inicios de 2009. Esta expansión del crédito, que se ha llegado a cuadruplicar respecto a los niveles de años anteriores, es un elemento de preocupación para las autoridades por su concentración en proyectos de infraestructuras y en la expansión de la capacidad de algunas manufacturas, lo que podría terminar provocando un aumento de la morosidad.

La recuperación de la actividad que se observa desde marzo de 2009 es firme, pero se basa mayoritariamente en el efecto inducido de las políticas públicas. De hecho, la demanda privada ha mantenido un limitado dinamismo y la demanda externa ha languidecido, hasta detraer 3,6 pp del crecimiento interanual del PIB, en los tres primeros trimestres de este año. Entre los indicadores de actividad, la producción industrial se ha acelerado progresivamente desde marzo y la confianza empresarial se ha situado en un terreno claramente expansivo. Los indicadores de demanda interna también han evolucionado positivamente: la inversión en activos fijos se ha incrementado en consonancia con la intensidad del plan de estímulo fiscal, y la recuperación de la inversión inmobiliaria es clara, aunque sustentada en las medidas de apoyo.

	mm de yuanes hasta 2010	% total	Estímulo anual, % PIB 2008
PLAN DE GASTO EN INVERSIÓN 2009-2010			
Ferrocarriles, carreteras, aeropuertos y generación eléctrica	1.500	37,5	2,5
Viviendas de bajo coste	400	10,0	0,7
Desarrollo e infraestructura rural	370	9,3	0,6
Innovación	370	9,3	0,6
Medio ambiente	210	5,3	0,3
Hospitales y escuelas	150	3,8	0,2
Reconstrucción del terremoto de 2008	1.000	25,0	1,7
(1) Total de lo anterior	4.000	100,0	6,7
Financiado por:			
<i>Gobierno central</i>	1.180	29,5	2,0
<i>Gobiernos locales (bonos y préstamo bancario)</i>	600	15,0	1,0
<i>Empresas públicas (préstamo bancario)</i>	2.220	55,5	3,7
	Por año	% total	Estímulo anual, % PIB 2008
GASTO CORRIENTE Y REDUCCIONES IMPOSITIVAS			
Gasto de una vez, 2009			
<i>Subvenciones a bienes de consumo duradero a hogares rurales</i>	40	4,7	0,1
<i>Programa «coches en áreas rurales»</i>	5	0,6	0,0
<i>Subsidios agrícolas</i>	123	14,5	0,4
<i>Subvenciones para la maquinaria agrícola</i>	14	1,6	0,1
<i>Bonificaciones de tipos de interés para mejora tecnológica</i>	20	2,4	0,1
<i>Programa de formación del empleo</i>	42	4,9	0,1
<i>Reducción de impuestos sobre los vehículos pequeños</i>	30	3,5	0,1
(2) Total de lo anterior	274	32,2	0,9
Nuevos programas de gasto en curso			
<i>Programas de Seguridad Social</i>	293	34,5	1,0
<i>Reforma de sistema sanitario (anual durante tres años)</i>	283	33,3	0,9
(3) Total de lo anterior	576	67,8	1,9
(4) Total gasto corriente y reducciones impositivas (2 + 3)	850	100,0	2,8
Plan de gasto de inversión del Gobierno (por año)	890	51,0	3,0
Gastos corrientes y reducciones impositivas (por año)	850	32,0	2,8
Total del estímulo del Gobierno (por año)	1.740	100,0	5,8
Gasto de las empresas públicas (por año)	1.110		3,7
Total de gasto del sector público (por año)	2.850		9,5

FUENTE: OCDE.

A pesar de la reducción del superávit comercial y de la inversión directa recibida, la acumulación de reservas internacionales —que ya casi alcanzan los 2,3 billones de dólares— ha vuelto a acentuarse, como se observa en el gráfico 3, lo que podría estar indicando una intensificación de las entradas de capital de corto plazo⁴. También la inflación interanual ha terminado saliendo del terreno negativo en noviembre, aunque en parte debido a la dilución del efecto base. Por último, los mercados bursátiles tuvieron una evolución positiva desde el inicio del año, pese a que los beneficios empresariales continúan en una senda descendente.

Desde el mes de julio, la intensa reactivación de la actividad y la aparición de ciertos desequilibrios —un crecimiento excesivo de los precios de los activos, el riesgo de una inadecuada

4. Una parte de la acumulación se debería también al efecto valoración de las reservas no denominadas en dólares, derivados de la depreciación de la moneda estadounidense desde abril.

asignación del crédito y la constatación de un posible exceso de capacidad en algunos sectores — han propiciado que las autoridades pongan en práctica medidas con el fin de revertir parcialmente los elevados estímulos. En concreto, se ha endurecido la concesión de crédito a través de medidas de carácter regulatorio, se supervisa la asignación sectorial del préstamo y se requiere aprobación previa de los proyectos de ciertos sectores estratégicos, para evitar los excesos de capacidad. No obstante, las políticas económicas delineadas para 2010 mantienen un sesgo hacia la promoción del crecimiento.

Perspectivas

Las previsiones de crecimiento de la economía china para 2009 y 2010 se han ido revisando al alza, y se sitúan en el 8,5% y el 9,6%, respectivamente, según el consenso de los analistas en diciembre, ambas tasas por encima del objetivo de las autoridades para estos dos años, el 8%. En el escenario central, la demanda interna crecería con vigor, en un entorno de debilidad en el sector exterior, debido al remanente estímulo fiscal. No obstante, se mantiene alguna incertidumbre respecto a la evolución de la demanda interna privada — clave para que la recuperación sea sostenida —. Por un lado, la inversión genuinamente privada sigue deprimida, por el exceso de capacidad en algunas industrias manufactureras. Por otro lado, el consumo privado se sustenta sobre las mayores transferencias del sector público, aunque su expansión se verá afectada por la evolución del mercado de trabajo y, en menor medida, por la de la inflación, que incidirán en la capacidad de compra. Por último, se espera una contribución negativa de la demanda externa al crecimiento en 2009, que se irá disipando a lo largo de 2010. En relación con las exportaciones, cabe prever un comportamiento mejor que el del comercio internacional, aunque dentro de la pauta general de debilidad⁵, ya que los productos chinos tienen margen para seguir ganando cuota en los mercados de exportación. Las perspectivas sobre la evolución de las importaciones son algo más inciertas, en la medida en que se contraponen al menos dos efectos: a la baja, el de sustitución de importaciones (tanto de reprocesamiento como ordinarias) por producción nacional, y al alza, la mayor demanda de materias primas y de bienes de capital, tras las medidas de impulso de las infraestructuras y, más estructuralmente, por el proceso de urbanización. Otro elemento de incertidumbre que podría incidir sobre el comercio exterior de China es el impacto del creciente proteccionismo internacional, en un entorno de alto desempleo en las economías desarrolladas⁶.

En el ámbito financiero, el hecho de que tras el fuerte crecimiento del crédito esté la financiación de proyectos iniciados en el contexto del plan de estímulo, algunos de ellos de viabilidad económica incierta, podría implicar un incremento de la morosidad y de las necesidades de capital de la banca en los próximos años. No cabe descartar que, como afirman algunos analistas⁷, la Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma — el ente planificador — hubiera seleccionado con premura los proyectos y que una parte de ellos se hubiera orientado a infraestructuras con un beneficio social cuestionable y a la expansión de la capacidad en determinados sectores manufactureros. Si esta hipótesis se confirma, una parte considerable de los deudores podría tener dificultades para hacer frente a sus obligaciones de pago⁸.

En definitiva, a medio plazo, las perspectivas de la economía china son favorables, aunque existen dos elementos fundamentales de incertidumbre: por un lado, la crisis ha mostrado la

5. Los organismos internacionales prevén una caída superior al 10% en 2009 y un leve crecimiento en 2010 para el comercio mundial. 6. De acuerdo con el Ministerio de Comercio chino, en los tres primeros trimestres de 2009, 19 países iniciaron 88 acciones proteccionistas sobre productos chinos, un 29% superior al mismo período del año anterior. Estados Unidos inició 14 procedimientos, entre los que destaca el de neumáticos para automóviles y tubos de acero. 7. Como el EU Chamber of Commerce (2009). 8. Cabe señalar que el plan de estímulo aplicado en 1998 para afrontar la crisis asiática comparte características con el actual, como el intenso uso de la financiación bancaria a las empresas estatales. En aquella ocasión, alrededor del 30% del préstamo concedido se tornó impagado, lo que condujo a la reestructuración de la banca, proceso todavía no finalizado [García Herrero y Santabárbara (2009)].

dependencia —directa e indirecta— de China respecto de la demanda de las economías desarrolladas y es incierta la capacidad de la demanda privada para tomar el relevo, una vez que el impulso público se agote; por otro lado, el posible aumento de la morosidad asociado a la financiación bancaria del plan de estímulo.

Por mitigar estos riesgos, China debe poner en práctica con cierta premura una serie de actuaciones estructurales. La economía china requiere una reorientación de su modelo de crecimiento hacia la demanda interna, y específicamente hacia el consumo privado —pues la inversión tiene ya un peso elevado, de prácticamente el 45% del PIB—. La adopción de medidas, en los ámbitos social y financiero, que contribuyan a impulsar el consumo, reduciendo el ahorro de los hogares, y a disminuir el superávit comercial constituyen elementos centrales en este proceso. El desarrollo de una red de protección social (salud, educación y pensiones) sería uno de los pilares para atenuar el ahorro precautorio. Asimismo, la reforma del sector agrario podría contribuir a elevar las rentas de las zonas rurales, las menos beneficiadas por el desarrollo económico. De hecho, algunas de las políticas anunciadas recientemente en el contexto de la respuesta a la crisis, como, por ejemplo, las nuevas medidas de gasto en sanidad o la puesta en práctica de un plan piloto de pensiones para los hogares rurales, apuntan en esta dirección. En el mismo sentido, la política de tipo de cambio, que ha sido un pilar fundamental de la estrategia de desarrollo, tiene una gran relevancia. La apreciación del renminbi aumentaría el poder adquisitivo y generaría incentivos adecuados para la reorientación del modelo productivo hacia la demanda interna, al tiempo que reforzaría la autonomía monetaria. Una apreciación gradual permitiría un proceso de reequilibrio estructural con menores tensiones, aunque la posibilidad de registrar elevadas entradas de capital podría entorpecer la gestión monetaria. Por ello, es posible que las autoridades quieran avanzar primero en otras áreas de actuación estructural, antes de relajar el férreo control con el que han venido manejando su política cambiaria en los últimos 15 años.

Por último, un mayor desarrollo financiero permitiría eliminar restricciones de liquidez, suavizar la evolución del consumo y evitar que las empresas recurran a los beneficios no distribuidos como fuente primordial de financiación. En contraste con las políticas sociales, la reasignación del crédito hacia los gobiernos locales y las empresas estatales que se ha producido durante la crisis puede suponer un paso atrás en el proceso de liberalización de la economía china, que ahonde en las ineficiencias del sistema financiero y que dificulte su proceso de reforma.

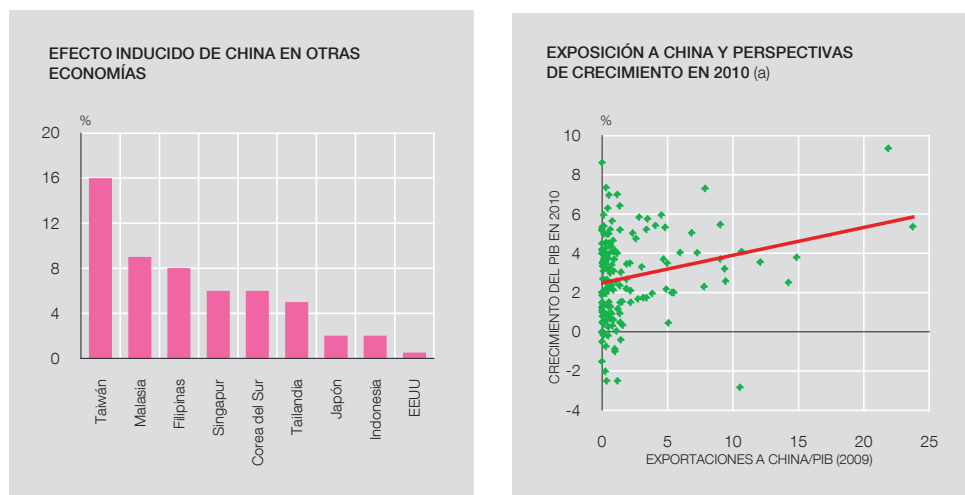
El papel de China en la economía mundial

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO
Y A LA RECUPERACIÓN
DE LA ACTIVIDAD MUNDIAL

Como se comentó en la introducción, China ha sido la economía que más ha contribuido al crecimiento mundial en los últimos años y las previsiones del FMI (2009) señalan que esta tendencia se ha acentuado en 2009 y lo hará también en 2010 (véase gráfico 1). De hecho, del 3,9% de crecimiento mundial promedio de 2001-2008, China aportó 1 pp, lo que equivale a un 25% del total. Asimismo, China se ha convertido en la segunda economía mundial en términos de paridad de poder de compra (PPC), con un peso en el PIB mundial del 11,4% en 2008, solo por detrás de Estados Unidos (20,6%). No obstante, a tipos de cambio de mercado, el PIB de China es aún un tercio del tamaño del de Estados Unidos y sería la tercera economía mundial, detrás de Japón, aunque, según las previsiones del FMI, pasaría a ocupar el segundo puesto en 2010. Su renta per cápita sigue siendo, en cualquier caso, reducida⁹.

Dado el peso creciente de China en el producto mundial, una pregunta inmediata es si el crecimiento chino puede ser un dinamizador clave de la economía mundial en la fase de recuperación. En una perspectiva global, algunos estudios estiman que el rápido crecimiento de China

9. Según el FMI (2009), en 2008 el PIB per cápita chino ascendió a 5.970 dólares en PPC y a 3.259 dólares a tipos de cambio de mercado.



FUENTES: Pula y Peltonen (2009), Fondo Monetario Internacional y CEIC.

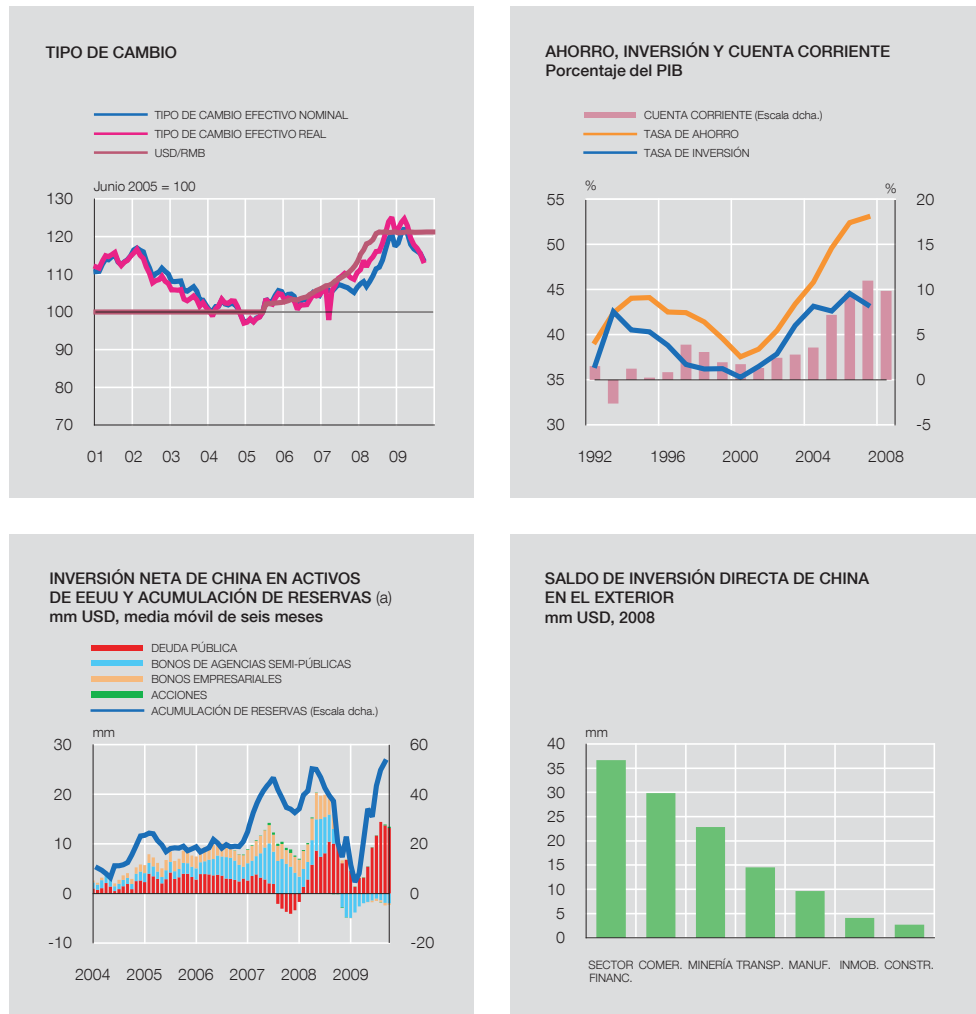
a. Basados en las previsiones públicas del FMI de octubre de 2009. De los países cubiertos por el FMI, se eliminan aquellos con valores atípicos de las exportaciones a China/PIB, considerado como tres veces la desviación estándar.

puede favorecer a economías muy vinculadas a ella (como Taiwán y, en menor grado, otras economías asiáticas), aunque el impacto sobre la demanda mundial sería muy reducido¹⁰ (véase gráfico 5). Otros análisis más simples confirman que China constituye la etapa final del proceso de integración productiva asiática y, por tanto, que la recuperación de las importaciones chinas requiere que se reactive la demanda de las economías desarrolladas. De manera transitoria, el plan de estímulo fiscal ha sustentado las importaciones de bienes de equipo y de materias primas, pero este efecto se disipará por el creciente sesgo nacional del plan. La recuperación de la demanda interna habría impulsado las exportaciones de otras economías de la región, como las de Corea y Taiwán. Más a largo plazo, a medida que aumente su renta per cápita y consiga reequilibrar su economía hacia el consumo privado, cabe esperar que los efectos sobre otras economías a través del canal comercial se vayan ampliando.

No obstante, estos análisis no capturan los efectos sobre la confianza de los agentes —tan deteriorada en la crisis actual— sobre la resistencia de la economía china a la crisis. En este sentido, un hecho estilizado observado es que aquellas economías cuya demanda externa está más orientada a China¹¹ son las que se han recuperado más rápidamente y muestran mejores perspectivas de crecimiento para 2009 y 2010 (véase gráfico 5).

El impacto sobre la demanda y los precios mundiales de materias primas es otro mecanismo de transmisión del crecimiento chino a la economía mundial, positivo para los países exportadores de estos productos y negativo para los importadores. En los últimos años, el crecimiento chino ha supuesto ya una parte sustancial del aumento de la demanda mundial de productos primarios¹², y, en los meses más recientes, el auge de la inversión en infraestructuras, la recuperación de la inversión inmobiliaria y la constitución de reservas estratégicas han sostenido la recuperación de los mercados de estos productos. El impulso de China sobre la demanda y los precios de las materias primas, lejos de ser un fenómeno transitorio, tiene visos

10. Un estudio de Pula y Peltonen (2009), del BCE, basado en el análisis *input-output* estima que un aumento del 1 pp en la demanda final de China aumentaría el PIB en Asia emergente en 0,07 pp, en Japón en 0,02 pp, y en Estados Unidos solo en 0,004 pp. 11. Medida como el valor de las exportaciones a China sobre el PIB nominal. 12. Según las estimaciones de JP Morgan (2009), del aumento de la demanda mundial de las principales materias primas en 2007, China supuso un 30% en el petróleo, un 69% en el acero, un 71% en el hierro, un 85% en el aluminio, un 68% en el cobre y un 94% en el níquel.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, PBC, Banco Mundial, TIC y CEIC.

a. Un signo positivo (negativo) representa una compra (venta) neta.

de permanencia, con solo tener en cuenta las necesidades derivadas del proceso de urbanización de una economía con más de 1.300 millones de habitantes.

CHINA Y LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES

La estrategia de crecimiento de China se ha basado, en buena medida, en la competitividad del sector exportador, facilitada por su política del tipo de cambio, que ha generado un superávit comercial creciente y la continua acumulación de reservas internacionales, excepto en el período de mayores tensiones financieras, a finales de 2008 e inicios de 2009 (véase gráfico 6). Los activos exteriores se han invertido, en su mayoría, en instrumentos financieros de renta fija denominados en dólares, contribuyendo a financiar el elevado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos¹³. Es posible que la demanda de activos haya presionado a la baja los tipos de interés de largo plazo, incentivando el consumo en Estados Unidos y, en última instancia, la demanda de productos chinos. Por tanto, este fenómeno habría sido, en buena medida, auto-sostenido [Dooley et ál. (2008)]. Asimismo, este proceso podría haber contribuido a la abundancia de liquidez global y al descenso mundial de los tipos de interés [Bernanke (2009)].

13. El volumen de activos exteriores denominados en dólares es muy elevado: las reservas suponen 2,3 billones de dólares y la proporción de la divisa estadounidense se situaría entre el 60% y el 85%. Estas cifras suponen que en el período 2003-2007 las reservas chinas habrían cubierto en torno al 20%-30% de las necesidades de financiación netas de Estados Unidos [Alberola y Serena (2008)].

En este mismo sentido, la creciente penetración de importaciones chinas en las economías industrializadas —por su coste más reducido y por la propia globalización— también habría facilitado la permanencia de la inflación en tasas reducidas y, en última instancia, el mantenimiento de los tipos de interés a corto plazo en niveles relativamente bajos por parte de las autoridades monetarias.

Un argumento adicional para justificar la acumulación de reservas es el autoaseguramiento ante crisis financieras. Además, las características estructurales de China (factores demográficos, sociales y económicos) justifican tasas de ahorro elevadas (53% del PIB en 2007) [Zhou (2009a)], y a pesar de que la tasa de inversión es, asimismo, muy alta (43% PIB), el ahorro genera un excedente de capacidad de financiación, que tiene que orientarse al exterior, especialmente en un contexto de reducido desarrollo de los mercados financieros [Caballero (2006)]. Pese a todo, numerosos estudios¹⁴ concluyen que estos argumentos no son suficientes para explicar la magnitud de las reservas acumuladas ni la resistencia a la apreciación del tipo de cambio del renminbi, sobre todo en un contexto de elevado crecimiento de la productividad relativa de China.

Durante las etapas de turbulencia y crisis financiera, y pese a la fragilidad que ha demostrado el sistema financiero de Estados Unidos, China ha continuado acumulando activos exteriores en dólares y siendo uno de los pilares fundamentales de la financiación del déficit estadounidense. No obstante, el patrón de financiación se ha visto alterado de acuerdo con los datos de TIC¹⁵ de Estados Unidos (véase gráfico 6). Pese que no se observan cambios significativos en la demanda de activos denominados en dólares en relación con la acumulación de reservas durante la mayor parte del período, parece que ha habido una recomposición de cartera hacia bonos del Tesoro de Estados Unidos, frente a otros activos de renta fija como bonos de agencias y corporativos —que registran caídas—, lo que indicaría una preferencia por activos más solventes y líquidos.

Aunque no es fácil predecir cómo evolucionará la financiación de China a Estados Unidos, a medida que la situación económica y financiera se normalice, el persistente superávit comercial de China y las perspectivas de mayores entradas netas de capitales apoyarían la continuidad del proceso de acumulación de reservas. Una parte importante de estos activos seguirá estando denominada en dólares, dado el papel central de la moneda estadounidense en el régimen cambiario del renminbi, y en la denominación del comercio y de las reservas internacionales. Además, existen dos elementos que limitan las opciones de diversificación de China. El primero es la escasez de alternativas: los instrumentos financieros de renta fija denominados en euros o yenes no parecen estar respaldados por fundamentos muy diferentes de los de Estados Unidos¹⁶, al tiempo que sus mercados financieros son menos líquidos y profundos. Únicamente, la inversión directa en el exterior —financiada de uno u otro modo con los recursos del Estado— parece estar constituyéndose como una vía alternativa de diversificación también hacia las economías emergentes. China ya ha adquirido participaciones o ha financiado proyectos en África y América Latina, en los sectores de energía y materias primas, con el objetivo de asegurar su abastecimiento en el medio pla-

14. Véase, a modo de ejemplo, el trabajo de Ruiz-Arranz y Zavadjil (2008). **15.** Una de las limitaciones de esta base de datos es precisamente la determinación geográfica del verdadero tenedor de los valores, ya que algunas operaciones pueden presentar un sesgo de custodia o transacción. Eso significa que tanto las compras como las ventas de valores se atribuyen al país que actúa como custodio o intermediario financiero de la transacción, que puede ser distinto del país de residencia del inversor. Este hecho, unido a las discrepancias en la cobertura de información con respecto a los datos de la balanza de pagos, distorsiona en ocasiones tanto el volumen como la dirección de flujos de capital. **16.** De hecho, el área del euro y Japón también han puesto en práctica planes de estímulo fiscal y de rescate financiero muy intensos, aunque menores que los de Estados Unidos.

zo (véase gráfico 6). Este interés se confirmaría por la progresiva liberalización y el gran crecimiento de los flujos de salida por inversión directa —53 mm de dólares en 2008, más del triple que en 2007 y con un monto acumulado de 184 mm de dólares a finales de 2008—. El segundo elemento limitador es el hecho de que una diversificación acelerada podría generar cambios sustanciales en los tipos de cambio —especialmente, del dólar—, que supondrían fuertes pérdidas de capital, al reducir el valor en moneda local de las reservas chinas.

Desde el punto de vista de las instituciones internacionales, una de las consecuencias de la crisis ha sido la configuración del G 20 como principal foro de diálogo económico, tal como quedó patente en la reciente cumbre de Pittsburgh. El equilibrio entre países emergentes e industrializados en este foro —en contraste con el G 8— implica el refuerzo de la posición de los países emergentes —y, en particular, de China— en la configuración de una nueva arquitectura económica y financiera internacional. Esta situación se confirma tras el aumento del peso de China en algunos organismos internacionales, como el FMI y el Banco Mundial.

Durante la crisis, China ha contribuido con algunas medidas a suavizar las tensiones financieras. Desde la perspectiva unilateral, ha firmado acuerdos de intercambio (*swap* de divisas) de renminbi por moneda local por valor de 650 millones de yuanes con varios países asiáticos y latinoamericanos. Además, para evitar las tensiones derivadas de la financiación comercial en dólares, ha desarrollado una infraestructura para la compensación de pagos de operaciones comerciales en renminbi. Desde la óptica multilateral, ha contribuido a la reforma del programa de asistencia financiera de ASEAN+3, la iniciativa Chiang Mai, al apoyar la constitución de un fondo monetario regional dotado con 120 mm de dólares. Por último, ha aportado 50 mm de dólares al aumento de los recursos del FMI.

En la esfera monetaria, China ha cuestionado el actual sistema monetario internacional, basado predominantemente en el dólar como moneda de reserva, argumentando que este sistema está lastrado por el papel central de Estados Unidos, cuyos desequilibrios y el foco interno de sus políticas genera externalidades negativas sobre el resto del mundo, y que la crisis actual no sería más que una muestra de la inherente vulnerabilidad. En este contexto, las autoridades chinas han planteado una reforma del sistema monetario internacional que incluya la creación de una nueva moneda de reserva basada en los derechos especiales de giro (DEG) del FMI [Zhou (2009b)]. Para ello, propuso ampliar la cesta de divisas que componen el DEG¹⁷ —que eventualmente incluiría el renminbi—, crear un sistema de liquidación de DEG y un fondo denominado en DEG gestionado por el FMI, en el que se pudieran intercambiar —fuera de mercado— las reservas por DEG. Esta propuesta ha sido respaldada por Brasil, Rusia e India, y, desde el punto de vista teórico, por Bergsten (2009), entre otros. Según China, esta alternativa permitiría un control flexible y ordenado de la liquidez global, sin estar condicionada a los intereses nacionales del emisor de la moneda de reserva¹⁸.

17. Los DEG son actualmente una cesta compuesta por el dólar, el euro, el yen y la libra: los pesos correspondientes son 44%, 34%, 11% y 11%, respectivamente. Los DEG representan en la actualidad algo más del 1% del total de reservas internacionales. 18. La aplicabilidad de esta propuesta parece lejana y en el propio ámbito chino ha sido considerada como un elemento para la reflexión y como una posibilidad de largo plazo. Por un lado, la desvinculación del dólar en las transacciones internacionales no puede realizarse mientras el régimen cambiario siga casi exclusivamente ligado a la moneda estadounidense. Por otro, si el nuevo sistema de DEG conlleva la inclusión del renminbi, requeriría una mayor convertibilidad de esta divisa y, por ende, una mayor liberalización de los flujos de capital, pero es dudoso que el sistema financiero nacional presente un grado de desarrollo adecuado.

Resumen y conclusiones

La economía china se ha configurado como la más resistente ante el adverso entorno económico y financiero internacional de los dos últimos años, y muestra signos evidentes de recuperación tras el impulso público desplegado. Al inicio de las turbulencias, este comportamiento relativamente favorable de China —a pesar de su estrecha vinculación comercial con la economía mundial— estuvo relacionado con su relativo aislamiento del sistema financiero internacional; a raíz del agravamiento de la crisis, la rapidez y la contundencia de la respuesta de las autoridades, favorecida por el margen de maniobra y su capacidad de intervención, han sido elementos fundamentales de esa resistencia. De hecho, de los signos de recuperación se deduce una gran efectividad de las políticas aplicadas, aunque la demanda privada se mantenga deprimida y la demanda externa continúe retrayéndose.

Las perspectivas de crecimiento son favorables hasta 2010 por el estímulo fiscal previsto y pese a la incertidumbre sobre la evolución del sector exterior y de la demanda interior privada. Las perspectivas de más largo plazo, aun siendo propicias en el escenario central por el proceso de industrialización, son más inciertas. Pese a los resultados positivos de la estrategia de desarrollo chino, la reorientación desde una economía sustentada en la exportación y la inversión a una demandante de bienes finales es una tarea compleja, dadas las condiciones de partida y la necesaria transformación de los sectores productivos y financieros. En paralelo, debe producirse una reducción de la intervención y de la planificación del Estado, que provoca distorsiones crecientes. Los retos asociados a esta reforma económica dual —hacia el consumo privado y el sistema de asignación de mercado— son notables y, además, están asociados a la transformación de las instituciones, con consecuencias que trascienden el ámbito económico.

En cuanto a sus implicaciones internacionales, y pese a las perspectivas favorables a corto y medio plazo, el dinamismo chino no parece que pueda constituir un genuino motor del crecimiento de la economía mundial en el medio plazo a través del canal comercial. Más bien, puede argumentarse que un parte significativa del crecimiento de la economía china depende de la consolidación de la demanda mundial. No obstante, y en parte por el impulso a la confianza, los efectos sobre las economías con mayores vínculos con China —en especial, las asiáticas— y sobre los exportadores de materias primas están siendo considerables.

En el ámbito financiero internacional, si China no reforma su política cambiaria y no consigue reorientar su economía para consolidar la demanda interna de consumo, seguirá acumulando reservas y contribuyendo a la persistencia de los desequilibrios globales. Aunque es posible que China tienda a diversificar sus reservas internacionales hacia activos distintos de los denominados en dólares, lo hará previsiblemente de manera muy gradual para evitar las pérdidas de valor de sus tenencias de dólares. Así, es probable que China continúe financiando el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos a corto y medio plazo.

Por último, el papel de China en la economía mundial y en las instituciones internacionales, que había ganado importancia de modo progresivo en las últimas décadas, ha salido notablemente reforzado por la crisis, debido a la resistencia de su economía y al propio proceso de transformación institucional internacional. Sería deseable que este nuevo papel lleve aparejado el reconocimiento de las autoridades chinas de su necesaria contribución al reequilibrio de la demanda y de los flujos financieros mundiales, lo que a la postre contribuiría a un escenario económico internacional más estable y sostenible.

15.12.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y J. M. SERENA (2008). *Sovereign External Assets and The Resilience of Global Imbalances*, Documentos de Trabajo, n.º 0834, Banco de España.
- BERGSTEN, C. F. (2009). *The Dollar and the Deficits. How Washington Can Prevent the Next Crisis*, Foreign Affairs, noviembre/diciembre.
- BERNANKE, B. S. (2009). *Four Questions about the Financial Crisis*, Discurso en el Morehouse College, abril, Atlanta, Georgia.
- CABALLERO, R. J. (2006). *On the Macroeconomics of Asset Shortages*, NBER Working Paper n.º 12753.
- DOOLEY, M., D. FOLKERST-LANDAU y P. GARBER (2008). *Asia, Interest Rates, and the Dollar*, Deutsche Bank Research.
- EU CHAMBER OF COMMERCE IN CHINA (2009). *Overcapacity in China: Causes, Impacts and Recommendations*, diciembre.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2009). *Perspectivas económicas globales*, octubre.
- GARCÍA-HERRERO, A., y D. SANTABÁRBARA (2009). *An assessment of China's Banking Reform*, mimeo.
- JP MORGAN (2009). *Who is getting a lift from China's bounce?*, Economic Research Note, mayo.
- PULA, G., y T. A. PELTONEN (2009). *Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table*, Working Paper Series n.º 993, Banco Central Europeo.
- RUIZ-ARRANZ, M., y M. ZAVADJIL (2008). *Are Emerging Asia's Reserves Really Too High?*, IMF Working Papers Series n.º 08/192.
- ZHOU, X. (2009a). *On Savings ratio*, marzo. <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=179>.
- (2009b). *Reform the International Monetary System*, marzo. <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>.