



China: ¿se está desbocando el crecimiento económico?

*Pablo Bustelo**

Tema: Algunos analistas consideran que el crecimiento económico de China en la segunda mitad de 2006 está empezando a descontrolarse y que podría dar lugar finalmente a una desaceleración muy severa, con una incidencia negativa considerable en el resto de la economía mundial. Este análisis argumenta que no hay que exagerar el alcance del sobrecalentamiento, pero que resulta necesario adoptar medidas adicionales de enfriamiento para reducir el riesgo de aterrizaje abrupto en la cuarta mayor economía del mundo.

Resumen: Este análisis señala, en primer lugar, que los datos correspondientes al primer semestre de 2006 indican que la economía china presenta un sobrecalentamiento real, aunque sectorialmente circunscrito, ante el cual las autoridades han tomado diversas medidas restrictivas en cadena, lo que podría ser un indicio de frustración y preocupación en el gobierno. En segundo término, el análisis argumenta que son necesarias medidas adicionales de enfriamiento, especialmente para frenar el crecimiento de las exportaciones y reducir la imponente tasa de ahorro, pero que es poco probable que se recurra a una apreciación sustancial del yuan. En tercer lugar, el texto señala que, en ausencia de tales medidas y, sobre todo si se registran perturbaciones externas de importancia, los riesgos de un aterrizaje abrupto de la economía pueden aumentar considerablemente.

Análisis: El fuerte crecimiento del PIB de China en los últimos meses (del 11,3% en el segundo trimestre de 2006) ha hecho que algunos analistas creen ver indicios de que la expansión del gigante asiático pueda estar descontrolándose. Con arreglo a esa tesis, las medidas de enfriamiento adoptadas por el gobierno desde finales de 2004 habrían finalmente fracasado. El exceso de crédito y de inversión estaría ya provocando capacidades excedentes masivas en muchos sectores, lo que podría desembocar a corto plazo en caída de precios y beneficios, quiebras empresariales, graves dificultades para el sector financiero y, en suma, un aterrizaje abrupto de la economía. Según esa corriente de opinión, la desaceleración del crecimiento chino podría ser extremadamente severa. Algunos especialistas hablan incluso de una tasa de expansión del PIB de apenas el 5% en 2007.

Si se produjera un escenario de ese tipo, el impacto sobre el resto de la economía mundial sería muy importante, a la vista de que China tiene ya el cuarto mayor PIB del planeta, de la enorme inversión extranjera acumulada en esa nación (600.000 millones de dólares) y del hecho de que el país ha sido la verdadera locomotora del mundo en los últimos años.

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

Este análisis argumenta que esa tesis catastrofista no está suficientemente respaldada por los datos disponibles y que exagera los riesgos de aterrizaje abrupto.

¿Qué indican los datos y las medidas de política económica?

Tras crecer el 10,2% (cifra revisada recientemente desde el 9,9%) en 2005, el PIB aumentó, en tasas interanuales, el 10,9% en el primer semestre de 2006 y nada menos que el 11,3% en el segundo trimestre del año en curso. Cifras tan altas no se alcanzaban desde mediados de los años noventa. Además, la inversión en activos fijos se incrementó el 29,8% en el primer trimestre y el 31,3% en el segundo trimestre (y más del 40% en los sectores de automóviles y textiles) mientras que las exportaciones aumentaron el 26,5% y el 24,0%, respectivamente. El ritmo de crecimiento de la inversión se ha acelerado en 2006, ya que fue del 25,4% en el primer semestre de 2005 y del 27,2% en el conjunto de ese año. Las exportaciones han crecido más de lo esperado, ya que a principios de año se anticipaba una tasa inferior al 20%.

A medida que avanzaba 2006 las autoridades empezaron a tomar conciencia de que el crecimiento era demasiado elevado. A finales de abril aumentaron, por primera vez desde octubre de 2004, el tipo de interés para los préstamos en 27 puntos básicos, hasta el 5,85%. A mediados de agosto, volvieron a aumentar el tipo para los préstamos (hasta el 6,12%) y subieron el tipo para los depósitos (del 2,25% al 2,52%). También han incrementado los coeficientes de reserva de los bancos, dos veces para los activos en moneda nacional (en junio y julio) y una vez (a finales de agosto) para los préstamos en divisas.

Ese contexto parecería indicar, a primera vista, que las medidas de enfriamiento adoptadas desde finales de 2004 no han dado resultado y que el gobierno está muy preocupado, e incluso nervioso, por la situación.

Con todo, siendo cierto que el enfriamiento no se ha producido como se esperaba y que hay frustración por tal motivo entre las autoridades, conviene no exagerar el alcance del sobrecalentamiento y la preocupación del gobierno. En primer lugar, el crecimiento del PIB en 2006 (en torno al 11%), aunque elevado, no es mucho más alto que el registrado, en media anual, en 1999-2005, que fue del 9,9%. En segundo término, la situación hace dos años y medio (en el primer trimestre de 2004) era claramente peor y, sin embargo, el enfriamiento se produjo en los trimestres siguientes: la tasa de crecimiento interanual de la inversión en activos fijos pasó del 47,8% en el primer trimestre de 2004 al 25,3% un año después; la tasa de aumento de las exportaciones, del 34,1% en el primer trimestre de 2004, bajó al 21,7% en el último trimestre de 2005. En tercer lugar, no cabe hablar de sobrecalentamiento con carácter general sino sólo en algunos sectores de la economía, en los que hay fuerte sobreinversión y masivas capacidades excedentarias: acero, aluminio, cemento, ensamblaje de automóviles, producción de electricidad, textiles y propiedad inmobiliaria (en este caso, con la importante excepción de Shanghai, donde los precios han moderado su subida e incluso caído en algunos segmentos). Finalmente, el aumento del índice de precios al consumo (IPC) es bajo (1,3% en el primer semestre y 1,0% en julio, frente al 1,8% registrado en 2005 y al 2,3% en el primer semestre de ese año), si bien es verdad que la inflación no es en China un buen indicador del calentamiento o del enfriamiento de la economía.

En cuanto a la preocupación del gobierno, más que de nerviosismo o incluso pánico, como han llegado a afirmar algunos analistas, cabe hablar de frustración ante los magros resultados de las medidas adoptadas en 2005 y la primera mitad de 2006. Algunos observadores ponen de manifiesto que la campaña de enfriamiento no ha tenido éxito por la resistencia de los gobiernos locales a acatar las directrices de Pekín. Así, a principios de agosto la Comisión Nacional de Reforma y Desarrollo ordenó perentoriamente a las

autoridades provinciales que reevaluaran los proyectos de inversión iniciados desde enero y amenazó con multar a las que hubieran incurrido en “malas prácticas”. El propio presidente Hu Jintao había señalado a finales de julio que era preciso frenar “el crecimiento ciego en sectores intensivos en energía y contaminantes”.

El sobrecalentamiento parcial: causas y respuestas

No cabe duda de que hay sobrecalentamiento, aunque éste sea parcial. El crecimiento de la inversión (superior al 30% anual) está muy por encima del que sería deseable (15 o 20%) y las exportaciones están creciendo (al 25%) más de lo aconsejable (15%-20%). Esos dos componentes de la demanda son los que explican el rápido crecimiento del PIB, ya que el consumo interno es todavía proporcionalmente pequeño y registra incrementos más moderados: las ventas al por menor crecieron el 12,9% en 2005 y el 13,3% en el primer semestre de 2006.

El exceso de inversión, que ha llevado a la tasa de inversión a niveles espectaculares (49% en 2005), se debe a su vez al exceso de liquidez, debido a tres causas fundamentales: el fuerte crecimiento de las exportaciones netas; las elevadas entradas de capital extranjero por las expectativas de revaluación del yuan; y el rápido incremento del crédito bancario.

El superávit comercial ha alcanzado 76.000 millones de dólares entre enero y julio, un 51% más que en el mismo período de 2005, y va camino de llegar a 120.000 millones o incluso más en el conjunto de 2006, frente a los 102.000 millones registrados en 2005.

Las entradas de capital extranjero consisten básicamente en inversión directa (IDE) y en inversiones especulativas. La IDE fue de 60.300 millones en 2005 y de 28.500 millones en el primer semestre de 2006, lo que podría anticipar un ligero descenso en el año en curso. En cambio, la inversión extranjera distinta de la IDE, realizada fundamentalmente por motivos especulativos (colocaciones en yuanes ante la expectativa de una eventual apreciación de la divisa china), que rondó los 50.000 millones de dólares en 2005, fue de unos 33.000 millones en la primera mitad de 2006, lo que podría anticipar una aceleración sustancial de esa partida en el conjunto del año.

Puesto que las autoridades monetarias esterilizan la presión alcista sobre el yuan comprando dólares en el mercado nacional e internacional, inyectan yuanes en la economía. El aumento de reservas en divisas fue de 209.000 millones de dólares en 2005 y de 122.300 millones en el primer semestre de 2006, de manera que las reservas alcanzaron la enorme cifra de 941.100 millones en junio. Las reservas en divisas de China, las mayores del mundo, superarán sin duda el billón de dólares en 2006. El aumento de reservas se traslada parcialmente a la base monetaria, ya que las autoridades no pueden esterilizarlo por completo restringiendo el crédito interno, así que el efecto es un incremento de liquidez y de créditos por parte del sector bancario. En los siete primeros meses del año los nuevos préstamos en yuanes ascendieron al 94% del objetivo fijado por el banco central para todo el año.

En cuanto a las exportaciones, mantienen un ritmo de crecimiento muy alto, en parte por la recuperación en Europa y Japón y en parte por la baja tasa de inflación en China.

Hasta ahora, las autoridades han reaccionado al fuerte crecimiento económico con medidas administrativas y con las acciones de política monetaria (aumento de tipos y de coeficientes de reserva) mencionadas anteriormente. Entre las medidas administrativas, cabe destacar el establecimiento de límites a la inversión en propiedad inmobiliaria, el control de la oferta de suelo, la restricción del crédito bancario en algunas actividades sobrecalentadas (acero, aluminio, cemento, etc.), la relajación de los controles a las

salidas de capital (para intentar reducir la entrada neta) y el refuerzo de las inspecciones a los proyectos de inversión.

Las medidas administrativas y la restricción monetaria no parecen haber surtido efecto y cabe dudar que los modestos incrementos de tipos decretados el 18 de agosto vayan a tener repercusiones importantes. Son de esperar uno o varios aumentos adicionales de los tipos de interés, especialmente de los vigentes para los depósitos, que son extremadamente bajos y que explican que las empresas reinviertan masivamente sus beneficios. Pero, aun así, se hace perentoria la puesta en marcha de medidas adicionales.

La necesidad de medidas adicionales

Puesto que las medidas administrativas y de política monetaria han tenido un resultado que en el mejor de los casos ha sido mediocre, se impone aplicar una terapia adicional.

Con el fin de reducir el crecimiento de las ventas al exterior, cabría permitir una mayor apreciación del yuan y reducir los subsidios a la exportación.

Como es bien sabido, en julio de 2005 China abandonó el tipo de cambio fijo con el dólar y pasó a un sistema de bandas con respecto a una cesta de monedas. La apreciación inmediata del yuan con respecto al dólar fue de apenas el 2,1% y, dada la estrechez de las bandas (0,3% al día), desde entonces la moneda china se ha apreciado sólo un 1,7% adicional. Algunos especialistas defienden una apreciación mayor, mediante una nueva paridad central o la ampliación de las bandas. Esa revaluación no sólo reduciría las fricciones comerciales con EEUU y otros países consumidores de productos chinos sino que tendría varios efectos macroeconómicos positivos: entre otros, menor crecimiento de las exportaciones y, por tanto, del superávit comercial; menor entrada de capital extranjero por motivo de especulación y, por tanto, menor necesidad de contrarrestar la presión alcista sobre la moneda emitiendo yuanes; y posibilidad de aumentar los tipos de interés sin que tal cosa supusiese una mayor atracción de capital extranjero. Sin embargo, una apreciación sustancial del yuan no está exenta de inconvenientes, por lo cual es poco probable que se lleve a cabo: podría poner en dificultades al sector exportador, que en muchos casos opera con márgenes muy bajos; podría provocar una relocalización de la inversión directa extranjera hacia otros países de Asia; al abaratar las compras al exterior, importaría deflación, lo que puede ser contraproducente en un contexto de escaso crecimiento del IPC; sería una medida apropiada si las exportaciones netas tuvieran un claro sustituto (el consumo interior, puesto que la inversión ya es demasiado alta) como factor del crecimiento, lo que todavía no es el caso.

Otra forma de encarecer las exportaciones es reducir los subsidios que reciben las ventas al exterior. El gobierno podría eliminar los descuentos en el IVA para las exportaciones así como las exenciones en los impuestos sobre los beneficios a las empresas exportadoras. No cabe descartar medidas de ese tipo en los próximos meses.

Pero esas medidas serían insuficientes ya que apenas afectarían a la inversión. Lo que realmente precisa China es una serie de reformas estructurales encaminadas a reducir la tasa de ahorro, con el fin de potenciar el consumo y hacer que éste tome el relevo, como factor de crecimiento, de la inversión y de las exportaciones netas. El 11º Plan Quinquenal (2006-2010), aprobado por la Asamblea Popular Nacional en marzo pasado, apunta precisamente en esa dirección, pero de momento poco se ha hecho para emprender esa senda.

Para aumentar el consumo mediante una reducción del ahorro familiar cabría aumentar los salarios, incrementar el gasto público en educación y sanidad (cuyas malas condiciones y alto coste explican la alta propensión al ahorro) y, sobre todo, emprender una reforma de las pensiones, con miras a garantizar a la población unas retribuciones dignas tras la jubilación. Algunos economistas chinos sugieren incluso que se podría destinar al sistema de pensiones parte de las ingentes reservas en divisas.

En cualquier caso, lo evidente es que las medidas adoptadas hasta ahora son ineficaces, por lo menos parcialmente. Son necesarias otras medidas, si bien hay que tener en cuenta que el crecimiento chino seguirá manteniéndose durante años en un estrecho filo de navaja. La razón es que los objetivos del gobierno son contradictorios: por una parte, las autoridades buscan un crecimiento general elevado, con el fin de crear suficiente empleo y de reducir aún más la pobreza; por otra parte, pretenden reducir sustancialmente la expansión de algunos sectores, que están en pleno sobrecalentamiento, para reducir al mínimo los riesgos de aterrizaje abrupto de la economía en su conjunto.

Los riesgos

Existe un riesgo potencial de sobrecalentamiento generalizado y, por tanto, de aterrizaje abrupto si las autoridades son demasiado lentas o tímidas en adoptar las medidas adicionales mencionadas anteriormente. Pueden mostrar una confianza excesiva en la eficacia a medio plazo de las medidas ya adoptadas o bien un gran temor, seguramente infundado, a los efectos sociales perniciosos de un crecimiento menor del PIB. En cualquier caso, parece claro que más vale pecar de prudencia y que el encarecimiento de las exportaciones y la reducción del ahorro familiar son imprescindibles. Es de esperar que Pekín sea consciente de esa necesidad.

Por otra parte, no cabe descartar acontecimientos externos que vengan a complicar aún más las cosas: una desaceleración más abrupta de lo esperado en EEUU, una resolución desordenada de los desequilibrios financieros globales (con una caída excesiva del dólar) o un aumento adicional y prolongado del precio de las materias primas, tanto energéticas como no energéticas, puesto que China es una gran importadora de las dos. En tales escenarios, el riesgo de aterrizaje abrupto aumentaría sustancialmente.

Conclusiones: De lo señalado anteriormente se desprenden tres conclusiones principales.

En primer lugar, no hay que exagerar el sobrecalentamiento de la economía china, que sin embargo es real, aunque sea parcial y no general. Pese a las llamativas cifras de crecimiento del PIB y de la inversión en el segundo trimestre de 2006, lo cierto es que hay sobreinversión únicamente en sectores muy determinados, como son los de acero, aluminio, cemento, electricidad, ensamblaje de automóviles, textil y propiedad inmobiliaria (y en este último caso, no en todas las provincias).

En segundo término, además de las medidas de enfriamiento adoptadas hasta ahora (restricciones administrativas y aumento de los tipos de interés y de los coeficientes de reserva), que muy bien podrían resultar a la postre insuficientes, existen medidas adicionales posibles. Entre esas medidas destacan la eliminación de ventajas fiscales a las exportaciones y el fomento del consumo interno mediante reformas estructurales. Es poco probable una apreciación sustancial del yuan, porque las autoridades perciben en ella, por lo menos hasta el momento, más inconvenientes que ventajas.

En tercer lugar, el riesgo principal reside en que el exceso de optimismo sobre la eficacia de las medidas ya adoptadas o que el temor injustificado a un crecimiento más lento hagan que el gobierno opte por no llevar adelante esas medidas adicionales o por aplicarlas con retraso. Si no se adoptan pronto reformas estructurales encaminadas a que el consumo interior tome el relevo de la inversión y las exportaciones, el riesgo de un aterrizaje abrupto aumentaría mucho. Ese riesgo es, por el momento, escaso, pero podría hacerse mayor si se mantiene el crecimiento excesivo del crédito y de la inversión.

Pablo Bustelo

Investigador principal de Asia-Pacífico, Real Instituto Elcano, y profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid