

# Paralelismos entre el crecimiento de China y del Sudeste Asiático: ¿Hay razones para pensar en una crisis en China?

Miguel Cardoso Economista Jefe para Chile

Luis Carranza ex economista Jefe para países emergentes y actual Ministro de Economía y Finanzas de Perú  
Joaquín Vial, Economista Jefe de la Unidad de Tendencias Globales, Servicio de Estudios del BBVA

## Resumen

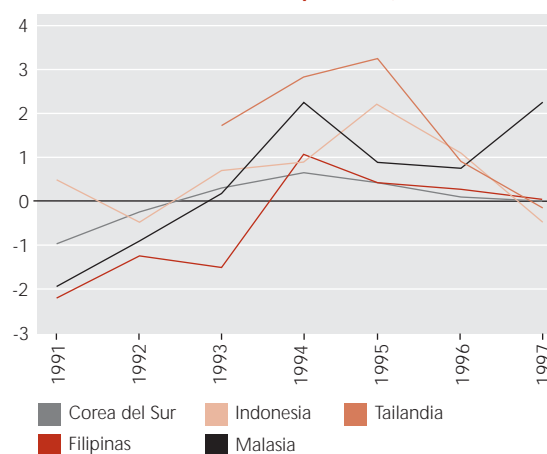
En todos los escenarios sobre el futuro de la economía global aparece como un riesgo importante la posibilidad de una crisis económica en China, lo que de alguna manera da cuenta de la tremenda importancia que este país ha venido ganando en la economía mundial. En efecto, el Imperio del Medio no sólo ha sido el mayor contribuyente al crecimiento mundial en los últimos años (entre el 20 y el 25%),<sup>1</sup> sino que esta aportación se ha materializado a través de un modelo de desarrollo a la vez original y similar al utilizado por otros países de la región. En particular, es difícil no hacer comparaciones entre el “milagro” chino y el importante crecimiento experimentado por países como Corea del Sur, Tailandia o Malasia entre los años 1960 y 1995. Parte de los temores sobre China radican justamente en el hecho que el milagro de los llamados “tigres”, experimentó un doloroso y sorpresivo tropiezo a fines de los años noventa. Este artículo orbita precisamente en torno a la relevancia de esta comparación y lo que podemos aprender de ella al evaluar las posibles debilidades del desarrollo de China.

## El modelo de crecimiento del Sudeste Asiático y su agotamiento

Los modelos de crecimiento de diversos países del Sudeste Asiático –como Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia o aún Tailandia– se apoyaron principalmente en cuatro pilares fundamentales.

Un primer elemento de similitud fue el mantenimiento de una férrea disciplina macroeconómica en dichas economías. En particular, el saneamiento de las cuentas públicas, con déficits gubernamentales acotados (e incluso superávits) durante los años de mayor crecimiento (ver Gráfico 1), permitió mantener bajos niveles de endeudamiento público, así como tasas de inflación contenidas y estables, todo ello en un marco de tipos de cambio controlados (regímenes fijos o semifijos) que buscaban evitar sobrevaluaciones de las respectivas monedas.

GRÁFICO 1. Saldo del sector público (como % del PIB)

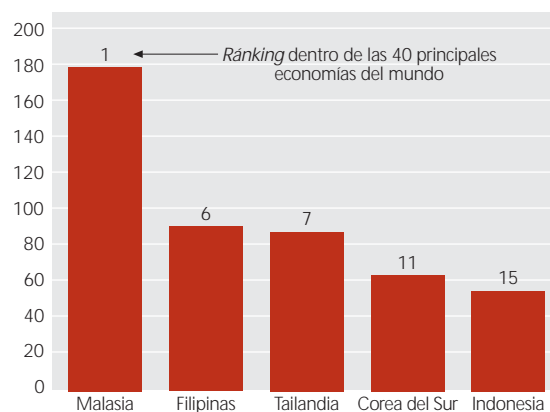


Fuente: BBVA

En segundo lugar, todas las economías consideradas eligieron orientar su economía hacia el exterior, impulsando un sector exportador floreciente apoyado por las ventajas comparativas que otorga una mano de obra barata. Esas ventajas iniciales fueron reforzadas por el alto grado de intervención gubernamental, que jugó un papel muy importante, otorgando al sector exterior un acceso preferencial a insumos a precios internacionales, financiación y divisas, a la vez que se le otorgaban ventajas fiscales y subsidios basados en productividad, y se mejoraron las infraestructuras. Por ello, y a pesar de su tamaño relativamente grande (en particular Malasia, Tailandia o Corea del Sur), estas economías experimentaron un rápido proceso de apertura, situándose en poco tiempo entre las economías más abiertas del mundo (ver Gráfico 2). Ello se ve claramente también en el fuerte cambio en la composición de las exportaciones, donde las manufacturas intensivas en mano de obra pasaron a desempeñar un rol preponderante, desplazando a exportaciones basadas en recursos naturales, características de la etapa previa al despegue de sus actividades exportadoras. Estas economías no sólo comenzaron a exportar e importar más que antes, sino que cambiaron de manera muy radical la

composición y estructura de sus actividades productivas y de su comercio con el resto del mundo. Las empresas multinacionales que llegaron a instalar plantas industriales en estos países para exportar a terceros, aprovechando ventajas fiscales y los bajos costes de mano de obra, tuvieron un rol gravitante en este rápido proceso de transformación económica.

**GRÁFICO 2. Apertura comercial en 1996. Porcentaje de Exportaciones + Importaciones/PIB**



Fuente: BBVA

Asimismo, dos factores de corte más estructural favorecieron el alto crecimiento. Por un lado, altas tasas de ahorro, en particular en el sector empresarial, generaron abundantes recursos que permitieron financiar el desarrollo económico. Por otro lado, estructuras demográficas explosivas en los años siguientes a 1950, con tasas de dependencia más reducidas en los años 1990, favorecieron una alta tasa de participación y una oferta de mano de obra abundante y barata, a la vez que cimentaron las bases de una demanda interna pujante.

Sin embargo, estos buenos indicadores, que mantuvieron vivo el optimismo de los inversores internacionales hasta poco antes de la crisis, no pudieron impedir el agotamiento gradual del modelo: a estos factores fundamentales se contrapusieron otros que acabaron por alterar el rumbo de la economía. Entre ellos, un primer condicionante, la sostenibilidad del modelo, fue un crecimiento relativamente lento de la productividad. Comparadas con los períodos de fuerte crecimiento de los hoy países industrializados (ver Tabla 1), las economías del Sudeste Asiático acumularon factores, creciendo esencialmente por vía de capital (K) y mano de obra (L), pero con escaso crecimiento de la productividad total de factores (A), que es una medida del aumento de la eficiencia global en el uso de los recursos. En ausencia de este último factor, resulta muy difícil para las empresas soportar los aumentos de costes derivados de la apreciación cambiaria, de manera tal que el propio éxito en el desarro-

llo de las actividades exportadoras termina frenando la expansión general de la economía, cuando los sucesivos excedentes externos terminan apreciando a la moneda. Las deficiencias en productividad contribuyeron a la severa recesión en el sector exportador en 1998 generalizable a todos los países considerados.

**TABLA 1. Fuentes de crecimiento durante el período de catching up\***

Países	Crecimiento (Y)	Productividad total de factores (A)	Capital (K)	Mano de obra (L)
Francia	5,1%	2,4%	2,2%	0,4%
Italia	5,6%	3,3%	2,2%	0,1%
Japón	9,0%	3,4%	4,4%	0,9%
Corea del Sur	8,0%	2,3%	4,3%	1,4%
Tailandia	7,8%	2,8%	3,4%	1,6%
China	7,8%	3,5%	2,9%	1,2%
Malasia	6,9%	1,5%	3,6%	1,8%
Indonesia	6,2%	1,2%	3,6%	1,4%
Filipinas	4,0%	0,6%	1,6%	1,8%

\*/ Para Francia, Italia y Japón 1953-1973, E. Asiático 1960-1996, China 1980-2005

Fuente: BBVA

Gran parte de culpa tuvieron también algunos factores de tipo financiero y monetario, que acabaron acumulando presiones insostenibles sobre los frágiles sectores bancarios nacionales. La ausencia de buenas prácticas en los sistemas financieros, débiles regulaciones y una supervisión excesivamente complaciente, contribuyeron a una burbuja de crédito cuando se liberalizó la cuenta de capitales, lo que se tradujo en una fuerte aumento del endeudamiento en dólares, en momentos en que se pensaba que estas monedas iban a seguir apreciándose por mucho tiempo más. Del mismo modo, las rigideces derivadas del control en los regímenes de tipo de cambio indujeron una política monetaria expansiva, y, con ella, fuertes incrementos del crédito bancario doméstico que impactaron en los precios de los activos domésticos. El resultado último fue una combinación explosiva de sobrevaloración de las distintas monedas, aumentos de precios de activos domésticos y fuerte incremento de las deudas en dólares en casi todas las economías exitosas del Sudeste Asiático. Todos estos factores se combinaron para que ante cambios en las percepciones de riesgos de los mercados internacionales, se desencadenara una crisis generalizada, que no se circunscribió a la región, sino que terminó golpeando a casi todos los países emergentes.

Las consecuencias de estas tensiones, como es bien sabido, fueron tan inmediatas como violentas. Los primeros efectos se tradujeron en un fuerte deterioro de la balanza por cuenta corriente, a la vez que aumentó la dependencia de flujos a corto plazo en la financiación externa. Lo anterior provo-

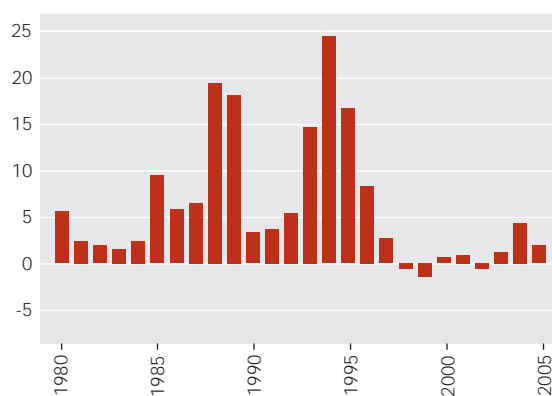
có un importante desajuste en el vencimiento y denominación de los activos y pasivos. Los tipos de cambio no pudieron resistir a las presiones y a la pérdida de confianza de los mercados, y la fuerte corrección por devaluación provocó una brusca contracción de la actividad real, en particular en la Formación Bruta de Capital (FBC), principal motor, como se dijo más arriba, del crecimiento económico: la FBC experimentó caídas de entre un 20% para Corea del Sur o Filipinas y un 50% en Malasia e Indonesia (en términos reales), a lo largo del primer año después de la crisis (1999).

### Similitudes y diferencias del modelo de crecimiento chino

Esta dinámica de auge y declive en los países del Sudeste Asiático lleva de forma natural a preguntarse sobre el crecimiento actual de China, cuyas similitudes con lo expuesto anteriormente son muy llamativas. La cuestión que trataremos de responder es si hay diferencias entre lo que ocurre hoy en China y lo que sucedía hace una década en el sudeste de Asia que permita esperar un desenlace final diferente.

En primer lugar cabe destacar que China goza de una envidiable disciplina macroeconómica, con un déficit público relativamente bajo y controlado (inferior al 3% desde principios de los años 1980), una deuda externa bruta inferior incluso a la del Sudeste Asiático (en torno al 12% en los últimos cinco años)<sup>2</sup>, una inflación por debajo del 5% desde hace 10 años (ver Gráfico 3), sin gran volatilidad ni episodios de hiperinflación, a lo que se suma un régimen de tipo

**GRÁFICO 3. Inflación en China (variación % anual en el IPC)**



Fuente: BBVA

de cambio muy controlado, cuyo ritmo de apreciación se ha mantenido muy acotado y sin perspectivas de liberalización

**“Es destacable el gran éxito de China para transformar su economía en una gran plataforma exportadora de productos cada vez más sofisticados. La apertura comercial se ha multiplicado por seis en los últimos veinticinco años, constituyendo hoy más del 65% del PIB”**

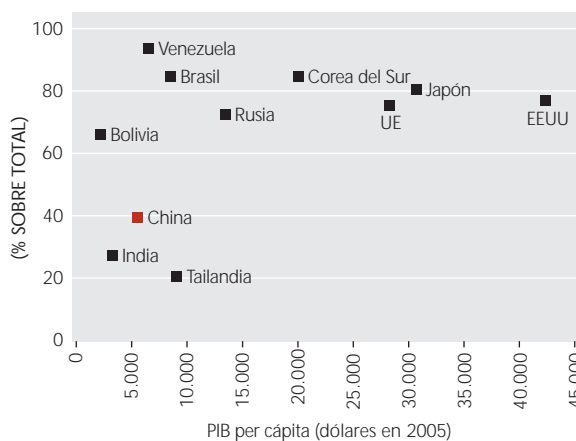
drástica a corto plazo, y con el dólar americano por moneda de referencia<sup>3</sup>.

Del mismo modo, es destacable el gran éxito de China para transformar su economía en una gran plataforma exportadora de productos cada vez

más sofisticados<sup>4</sup>. La apertura comercial se ha multiplicado por seis en los últimos veinticinco años, constituyendo hoy más del 65% del PIB, cifra especialmente elevada a la luz del gran tamaño de su economía, superior al de todo el resto del Sudeste Asiático, tanto en población como en producción.

Otro factor importante es la actitud voluntarista del Gobierno a la hora de instrumentar esta orientación hacia el exterior. Destaca asimismo la constante preocupación por evitar tensiones sociales en el proceso de transición hacia una economía de mercado. El control, de forma artificial, de ciertos instrumentos otorga *de facto* una mayor competitividad al sector externo chino. Así, por ejemplo, el control del éxodo rural mediante políticas de adscripción territorial de los trabajadores (*hukou*), sitúa a China con niveles de población urbana muy inferiores a los de países con mismo grado de desarrollo (ver Gráfico 4). En el mismo sentido, el control interno de la inflación en precios (en particular en bienes no comerciales, como vivienda, energía o servicios) y en salarios (con una evolución de un 15% desde 1980 cuando el PIB ha crecido un 80%), junto con un férreo control del tipo de cambio, garantizan fuertes ventajas comparativas al tejido productivo chino a nivel global, a la vez que brindan empleo (o subempleo) y estabilidad a numerosos ciudada-

**GRÁFICO 4. PIB per cápita y población urbana**

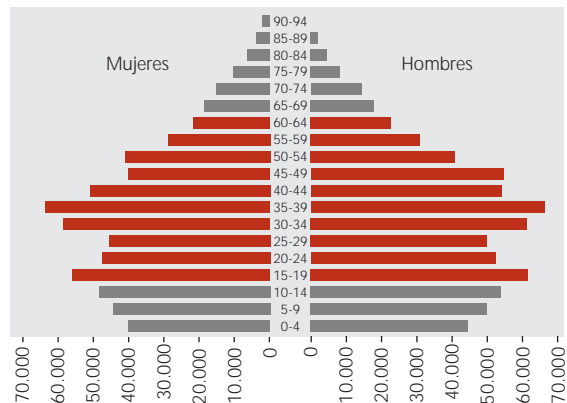


Fuente: BBVA

nos. Todo ello limita la aparición de tensiones sociales que puedan poner en peligro el panorama político del país.

Además de los aspectos de política macroeconómica referidos, también existen coincidencias de tipo más bien estructural entre la economía de China y las de los países del Sudeste Asiático. Entre ellos se destaca el que las tasas de ahorro privado se cuentan entre las más altas del mundo (44% del PIB en 2005), tanto por parte de los hogares como de las empresas. Por otra parte, la evolución demográfica del país a lo largo de los últimos cincuenta años es muy similar a la observada en sus vecinos asiáticos, en particular en lo relativo a la reducción de la tasa de dependencia en tiempos más recientes (ver Gráfico 5), aun cuando ella se ha visto acentuada por la política forzosa de un hijo por familia, cuyos efectos más dramáticos se harán sentir en las décadas venideras. Todo esto confirma la intuición inicial: el sendero de desarrollo económico chino se parece, en muchos de sus aspectos fundamentales, a los senderos recorridos por sus vecinos asiáticos hasta finales de los noventa, cuando se precipitaron hacia una crisis.

**GRÁFICO 5. Pirámide de población por edades y sexo de China (2005)**



Fuente: BBVA

Pero los paralelismos son de alcance limitado. Es más, no parece que China vaya a tropezar con la misma piedra que sus vecinos, ya que Beijing parece haber incorporado las deficiencias que engendraron la crisis en el diseño de sus políticas, anticipando algunos ajustes y evitando que se acumulen desequilibrios más allá de su capacidad de controlarlos.

Un primer elemento que se destaca es que el crecimiento chino presenta un incremento de la productividad general de la economía muy similar a la de los países europeos en épocas de fuerte desarrollo: algo menos de la mitad del producto lo explica la mejora de la productividad, contribuyendo el capital y la mano de obra a algo más de un tercio y un sexto, respectivamente. Además, comparado con otros paí-

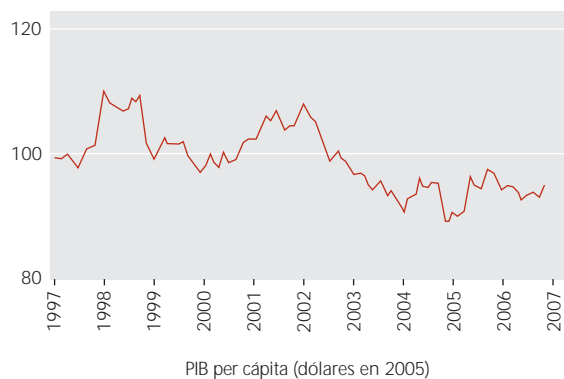
ses en desarrollo, China exhibe tasas de productividad del trabajo relativamente altas. Esto ha permitido a la economía china expandir y diversificar sus exportaciones, incorporando cada vez más una oferta sofisticada y de mayor contenido de capital y tecnología, facilitando así el mantenimiento de capacidades competitivas incluso en un contexto de salarios crecientes.

También las autoridades chinas han seguido un curso cauteloso en el momento de liberalizar las entradas y salidas de capitales del país. En efecto, en contraste con la liberalización en algunos de sus países vecinos, China controla su balanza de capitales. Este control, que es moderado en el caso de la IED (los flujos de entrada y salida requieren autorización de agencias del Gobierno), sí es muy estricto en capitales a corto plazo: las entradas de flujos de cartera sólo pueden dirigirse a mercados reservados a inversores extranjeros (acciones B) o destinarse a emisiones externas (acciones "H" en Hong Kong y ADR en mercados como el americano). Las salidas de capitales necesitan aprobación oficial, y existen muy fuertes restricciones sobre préstamos en moneda extranjera (autorización necesaria del Gobierno, pudiendo ser de corto plazo sólo un 10%). Finalmente, sólo grandes empresas (generalmente con altas participaciones del Estado) pueden mantener divisas indefinidamente, siendo obligatoria la conversión para los demás agentes de la economía, lo cual evita flujos incontrolados de divisas en el interior del país. China, por tanto, parece haber comprendido el papel que jugaron los capitales a corto plazo y una liberalización demasiado rápida de la cuenta de capitales durante la crisis asiática, y se ha dotado de medidas al respecto con el objeto de evitar trastornos bruscos en su economía.

Y es que Beijing parece saber que, de encontrarse en condiciones idénticas a las de sus vecinos antes de la crisis, el fallo del sistema podría provenir de fuentes muy similares a las observadas en 1997-1998. En efecto, uno de los puntos débiles de su economía es precisamente el sistema bancario. La tasa de mora en China sigue situándose por encima de su grupo de referencia: superior a lo observado en América Latina, y sólo por encima de países como Filipinas dentro del grupo de las grandes economías asiáticas. Los grandes bancos, por ser de titularidad pública, no usan técnicas de gestión de riesgo o de selección de inversiones más fiables que el mero criterio político. Igualmente, el subdesarrollo del crédito al consumo impide canalizar las ingentes masas de ahorro hacia actividades más productivas o consolidar una demanda interna fiable y profunda que pueda compensar las aleatoriedades de la demanda externa. En todos estos planos se ha venido avanzando en los últimos años, mejorando las regulaciones y ampliando los espacios para la competencia con bancos privados y extranjeros, pero el avance ha sido gradual y pausado, dando tiempo para que los grandes bancos estatales se adapten. Entre-

tanto, el Estado ha inyectado más capital a dichas instituciones, como una forma de asegurar su solvencia una vez que se complete la liberalización del sistema financiero.

**GRÁFICO 6. Tipo de Cambio Efectivo Real (Promedio de la muestra=100, incremento=apreciación)**



Fuente: BBVA

El otro punto por el que falló el modelo vecino fue por una apreciación real importante del tipo de cambio. Por ello, China se aferra a mantenerlo controlado, ya que sostiene sus exportaciones competitivas (más ahora con un dólar débil). Si bien se ha seguido una política pragmática que ha ido brindando mayores espacios de flexibilidad al mercado cambiario, ello se ha hecho de manera muy gradual, permitiendo una apreciación muy pausada de la moneda china (ver Gráfico 6). Si la crisis asiática fue una crisis del corto plazo, de la inmediatez y de los capitales volátiles, China parece haberse dotado de todos los medios a su alcance, a pesar de la crítica de la comunidad económica internacional, para protegerse de dicha volatilidad.

### ¿Está China a salvo de todos los riesgos?

A pesar de haber sacado lecciones muy instructivas de la historia reciente de la región, ciertos riesgos pesan todavía sobre este país. Entre ellos, y de cara a la estructura doméstica, existen razonables dudas acerca de la solvencia fiscal a largo plazo, ya que quedan importantes reformas por hacer, con el resultante gasto potencial futuro por parte del Gobierno. En particular, es probable que la población acabe demandando una mejora de la Seguridad Social, cuya cobertura actual es muy limitada. El sistema de salud se enfrenta a problemas muy graves para atender las actuales demandas de la población y corre el peligro de verse des-

bordado. Por último, pero también muy relevante, los procesos de decisión sobre inversiones públicas son débiles y pueden llevar a fuertes despilfarros y gastos en proyectos de muy dudosa rentabilidad, lo que a la larga podría poner en peligro al fisco o al sistema bancario.

También puede considerarse un cierto riesgo institucional (debido por ejemplo a la corrupción que gangrena la seguridad jurídica) o un riesgo sociopolítico (ligado a la cuestión de Taiwan o a reivindicaciones democráticas, por ejemplo). Las probabilidades asociadas a estos tres elementos son bajas, pero sus derivaciones podrían ser de graves consecuencias para el país. También existen riesgos ligados a la fragilidad del sistema bancario, a pesar de los esfuerzos del Gobierno por sanearlo con cargo a sus abundantes reservas de divisas. Una pérdida de confianza en el sistema bancario podría acarrear una desestabilización de la demanda interna y alteraciones en la percepción del riesgo de las inversiones.

Todos los riesgos anteriores existen, pero el país ha venido construyendo mecanismos de seguro que dan espacios para enfrentarlos, siendo el más importante el enorme volumen de reservas en manos del fisco y el Banco Central, así como los bajos niveles de deuda. Es por ello que las contingencias más plausibles tal vez puedan venir del exterior. El despertar de China podría ser, paradójicamente, la causa de su decli-

**“El despertar de China podría ser, paradójicamente, la causa de su declive. El temor más grave es que las consecuencias sociales y políticas del éxito exportador chino sobre países desarrollados pueda dar origen a una guerra comercial: dada la apuesta del Gobierno chino por el sector exportador, resultaría desastrosa la pérdida de mercados tan importantes como el de EEUU.”**

ve. El temor más grave es que las consecuencias sociales y políticas del éxito exportador chino sobre países desarrollados pueda dar origen a una guerra comercial: dada la apuesta del Gobierno chino por el sector exportador, resultaría desastrosa la pérdida de mercados tan importantes como el de EEUU. Las probabilidades de que esto

sucediera se han incrementado durante los últimos meses y la preocupación por la competencia china a nivel mundial se ha visto reflejada en las recientes acusaciones de manipulación del renminbi<sup>5</sup>. Dado el poco desarrollo del mercado interno y los bajos niveles de consumo, sería mortal para la economía china que se desencadenase un levantamiento de barreras comerciales como el observado después de la gran depresión de principios de los años treinta. Más aún, hoy más que nunca, China depende de una economía mundial fuerte, por lo que una recesión en las economías más desarrolladas podría traer graves consecuencias domésticas.

### Conclusiones

La economía china comparte características con los modelos de crecimiento desarrollados en el Sudeste Asiático. Sus

fortalezas (alta productividad, tipo de cambio real bajo control, poca apertura en cuenta de capitales), sin embargo, hacen que la posibilidad de una crisis en China sea mucho más baja que en el caso de los países del Sudeste Asiático en 1997 y 1998. Esto no implica que no existan riesgos a corto o medio plazo: el sector financiero sigue siendo débil y varios sectores comienzan a mostrar signos de sobreinversión. Por otra parte, la política de acumulación de reservas, el tipo de cambio nominal semifijo y la consecuente expansión monetaria pueden comenzar a generar presiones inflacionarias, todo lo cual plantea la posibilidad de un ajuste, pero difícilmente una crisis generalizada.

1. Utilizando el PIB valuado corrigiendo por el poder de paridad de compra.
2. En términos netos China es hoy un acreedor del resto del mundo.
3. Incluso después del cambio de cesta de referencia del 21 de julio de 2005, el dólar sigue representando, según todas las estimaciones, más del 75% del peso de la cesta.
4. Alan Winters y Shahid Yusuf editores: *Dancing with Giants. China, India and the Global Economy*. The World Bank and Institute of Policy Studies. Washington DC: 2007.
5. Nota del Editor. El *renminbi* (literalmente, la *Moneda del Pueblo*), también conocido como Yuan, es la moneda oficial de la República Popular de China. La abreviatura internacional es CNY, aunque también es común la abreviatura RMB. Su simbolización latinizada es ¥.