

D

esaceleración

CHINA

y sus efectos sobre el mundo

JESÚS FERREYRA* Y JOSÉ LUIS VÁSQUEZ*

La recesión mundial viene afectando a la demanda externa, la inversión y, en menor medida, el consumo. En este contexto, y respaldada por su sólida posición fiscal y baja vulnerabilidad externa, China anunció medidas para dinamizar la demanda interna y así compensar el deterioro de su sector externo. Una fuerte desaceleración de China tendría efectos negativos sobre las economías emergentes a través del canal comercial (menor demanda de materias primas) y financiero (menor acumulación de reservas internacionales y una menor demanda por bonos del Tesoro de EE.UU.). Esto presionaría al alza las tasas de interés y generaría fuerzas depreciatorias sobre el dólar.

China es uno de los principales motores de crecimiento del mundo pero sus principales indicadores de actividad económica muestran que empezó a desacelerarse.

* Especialistas senior del Departamento de Economía Mundial del BCRP

CHINA, LA SEGUNDA ECONOMÍA

Actualmente, en términos de la paridad de poder de compra, China es la segunda economía más importante, con una participación de 11,4 por ciento en el producto mundial. (Ver Gráfico 1). En los últimos 30 años, creció a una tasa promedio de 9,9 por ciento anual, multiplicando por 13 su PBI. Su importancia es tal que, en los últimos cinco años, su crecimiento explicó aproximadamente el 25 por ciento del aumento del PBI mundial.

PERO LA CRISIS MERMA SU DINAMISMO

En los últimos meses, la economía china muestra una evolución menos favorable. Luego de crecer a una tasa de 12,6 por ciento en el segundo trimestre de 2007, la actividad viene desacelerándose; la tasa de 6,8 por ciento en el cuarto trimestre de 2008 fue la más baja desde 2003 y se ubica por debajo del promedio de la década (9,3 por ciento). La desaceleración obedece a la disminución en el ritmo de crecimiento de las exportaciones y la inversión, principales pilares de su crecimiento.

Las exportaciones, cuya importancia dentro del PBI pasó de 5 a 37 por ciento entre 1980 y 2007, se dirigen principalmente a Estados Unidos, Eurozona, y Japón¹, que se encuentran actualmente en recesión. En términos reales, la tasa de crecimiento de las exportaciones se ha desacelerado de 35 por ciento en 2004, a 22 por ciento en el primer semestre de 2008 y, en términos nominales, según datos a diciembre, cayeron 2,8 por ciento anual, segunda tasa negativa desde marzo de 2002.

La crisis no sólo afecta las exportaciones sino también los proyectos de inversión². Luego de crecer a tasas reales de 24 por ciento en promedio entre 2004 y 2007, en el primer semestre de 2008 la inversión creció sólo 15,9 por ciento. Esta desaceleración se ha dado no solo en sectores vinculados a la exportación sino también en aquellos ligados al mercado interno, en particular la construcción.

Por ejemplo, la tasa de crecimiento anual del componente de inversión residencial cayó de 30 por ciento en agosto, a 7,7 por ciento en noviembre, mes en el cual las inversiones inmobiliarias financiadas con préstamos domésticos se contrajeron en 18 por ciento anual.

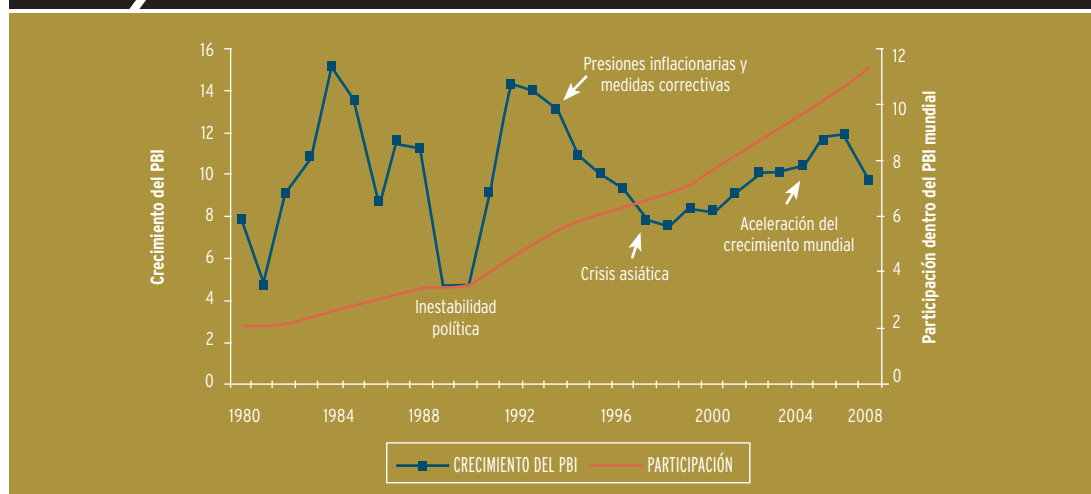
La evolución del consumo no habría sido tan desfavorable, pero a setiembre las ventas de bienes durables empiezan a reflejar cierto deterioro. Así, entre marzo y setiembre, el crecimiento anual de la venta de automóviles pasó de 37 a 29 por ciento y el consumo de bienes electrónicos, de 23 a 20 por ciento. Otros factores que estarían influyendo en una tendencia a la baja en el consumo, son la caída de los precios inmobiliarios (el índice Shanghai de precios de casas cayó 20 por ciento en el tercer trimestre de 2008) y la caída del precio de las acciones (el valor de las empresas se ha deteriorado más de 60 por ciento en 2008).

¿HAY MARGEN PARA POLÍTICAS ANTICÍCLICAS?

Dentro de las economías emergentes, China es la economía que reúne las mejores condiciones para poder implementar políticas anticíclicas. A diferencia de otros BRICs (Brasil, Rusia, India y China), China presenta, en forma simultánea, una sólida posición fiscal y externa e inflación con tendencia a la baja.

Por un lado, la posición fiscal superavitaria daría margen para incrementar el gasto en infraestructura, agricultura, agua, energía, beneficios sociales, e incluso, promover exportaciones sin comprometer la sostenibilidad del sector público. Por otro lado, una posición externa favorable, reflejada en un superávit de cuenta corriente cercano a 9 por ciento y un nivel de reservas récord de aproximadamente US\$ 2 billones de dólares, facilita una expansión de la demanda doméstica, mientras que la cada vez menor

GRÁFICO 1 ■ China: crecimiento del PBI y participación en el PBI mundial



¹ El 50 por ciento del valor de las exportaciones corresponde al comercio con estos países y más del 90 por ciento corresponde a productos manufacturados.

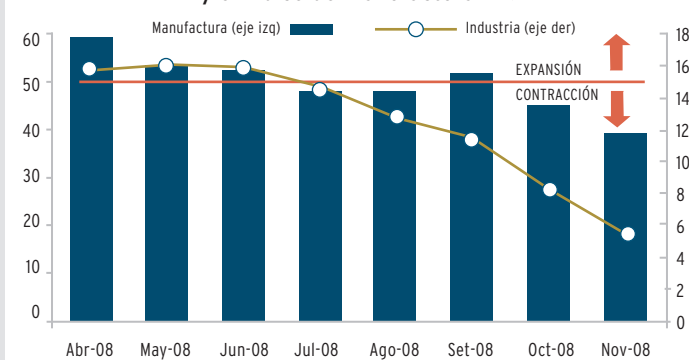
² Esto se estaría reflejando en el cierre de pequeñas empresas exportadoras en el sur de China, The Economist. The great wall of Unemployed. Noviembre 27, 2008.

Indicadores sectoriales también reflejan contracción

En China, los sectores secundarios son los que han venido impulsando el crecimiento del PBI. Estos sectores, han incrementado su participación a casi la mitad del producto total en 2008. Por lo que, la contracción de la producción industrial fue la que más contribuyó a la desaceleración de la economía, que luego de crecer 17 por ciento en 2007, se desaceleró a una tasa de 5,4 a fines de 2008 por ciento en noviembre de este año. El índice de manufactura en octubre se ubica por debajo del nivel de 50 indicando contracción.

Otros indicadores como la venta de automóviles para transporte público (cayó 1,4 por ciento anual en setiembre de 2008), la venta de autos (disminuyó 10 por ciento anual en noviembre de 2008), la generación de energía (crecía a 18 por ciento en marzo y se ha desacelerado a 4 por ciento en setiembre de 2008) y la producción de acero (que habría caído cerca de 15 por ciento entre junio y setiembre de 2008) también reflejan a nivel sectorial la desaceleración que China viene experimentando en los últimos meses.

Evolución reciente de la producción industrial (var. por ciento anual) y el índice de manufactura IPM



inflación le brinda un mayor campo de acción a la política monetaria³.

Además, la turbulencia financiera internacional no afectó la estabilidad de la moneda china, ya que el yuan no presenta presiones depreciatorias fuertes, lo que brinda espacio adicional a la política monetaria.

China es el único país, dentro de los denominados BRICs, llamado a sostener el crecimiento mundial. Brasil ha sido muy afectado por la turbulencia financiera, reflejada en la salida de capitales que le generó fuertes presiones depreciatorias sobre el real. India mantiene un nivel de endeudamiento de 81 por ciento que no le dan ningún margen para aumentar el gasto en infraestructura ni espacio para incentivar la demanda interna, al menos desde el lado fiscal. Rusia, por su parte, no podría utilizar una política monetaria expansiva debido a que su inflación aún no ha cedido. En cualquier caso, China se encuentra en mejor posición y debería constituirse en el motor del crecimiento mundial. (Ver Cuadro 1)

ESTÍMULO FISCAL EXPANSIVO Y MONETARIO ACOMODATIVO

Las medidas anunciadas están en línea con los objetivos de mediano plazo de las autoridades, las cuales buscan reducir la dependencia del sector exportador. Así, desde el

frente fiscal, el gobierno lanzó el 9 de noviembre de 2008 un paquete de incentivos por un equivalente a US\$ 586 mil millones para ser implementado entre 2009 y 2010. Desde el lado monetario, el banco central abandonó su política contractiva en línea con la menor inflación.

El paquete fiscal enfatiza las inversiones en infraestructura en áreas rurales y en el sector transporte (45 por ciento), busca acelerar el proceso de reconstrucción en la provincia de Sichuan (25 por ciento), propone un incremento del gasto en educación, salud, medio ambiente e innovación tecnológica (13 por ciento), así como la construcción de viviendas de bajo costo (7 por ciento). El impacto inicial favorable en los mercados mundiales, se desvaneció debido a que las medidas tendrían un alcance limitado y parte de ellas ya estaban incorporadas en el presupuesto.

Por el lado monetario, los temores de desaceleración del crecimiento y las menores presiones inflacionarias llevaron a la autoridad monetaria, el Banco Popular de China, a revertir su política contractiva en setiembre de 2008, cuando se acentuó la crisis financiera internacional. Desde entonces, anunció cinco recortes de tasas de interés y cuatro recortes de requerimiento de encaje a los bancos.

Respecto a la tasas de interés de referencia, entre setiem-

³ Para Morgan Stanley, existe un riesgo elevado de que China experimente una deflación en 2009. La fuerte caída en los precios internacionales de las materias primas y los problemas de mayor capacidad ociosa de las empresas asociada a la menor demanda externa y expectativas de desaceleración de la demanda interna afectará la capacidad de los productores de mantener los precios. Morgan Stanley redujo su proyección de inflación de 1,5 por ciento a -0,8 por ciento para el año 2009.

bre y diciembre de 2008, se redujo cinco veces, desde 7,47 por ciento (15 de setiembre) a 5,31 por ciento (23 de diciembre). Por su parte, entre octubre y diciembre de 2008, la tasa de depósitos se redujo en cuatro ocasiones, desde 4,14 por ciento (8 de octubre) a 2,25 por ciento (23 de diciembre). Sobre el requerimiento de encaje a los bancos, éste se redujo en cuatro ocasiones entre setiembre y diciembre de 2008, distinguiéndose entre la tasa aplicada a los bancos pequeños y la aplicada a los grandes, desde una tasa única inicial de 17,5 por ciento (vigente al 15 de setiembre). Para el caso de los bancos grandes, la tasa se redujo hasta 15,5 por ciento, mientras que para los pequeños hasta 13,5 por ciento.

A estas medidas se suman otras orientadas a estimular el consumo, el gasto (por ejemplo, en seguridad social, educación y salud), y promover el crédito y la inversión. Además, en octubre, China lanzó una serie de reformas rurales para facilitar la formalización de transferencias de tierras y los derechos de propiedad y uso. El objetivo de estas reformas sería disminuir la creciente desigualdad de ingresos entre los pobladores de las áreas urbanas y rurales y duplicar hacia el año 2020, el ingreso rural per-cápita⁴.

FUERTE CONTRACCIÓN EN CHINA SERÍA DESFAVORABLE PARA EL MUNDO

La importancia de la economía china en el crecimiento mundial, tanto en el mercado de bienes como en el financiero (a nivel de demanda y oferta), hace

prever que una desaceleración de su economía afectará los precios de *commodities* y de activos financieros. Si las políticas de estímulo no son efectivas en reactivar la demanda interna, una fuerte contracción de la actividad económica traería efectos nocivos sobre el resto del mundo, principalmente a través de dos canales: comercial y financiero.

Canal comercial: deterioro de cuenta corriente

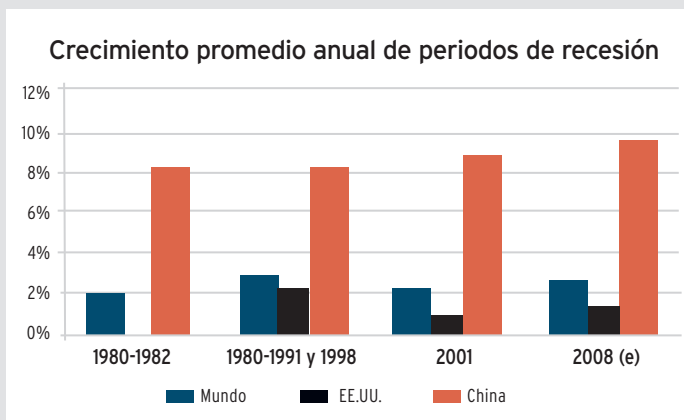
En el caso particular de materias primas, aproximadamente el 50 por ciento de la demanda se concentra en cinco países; de éstos, China es el principal consumidor de metales básicos y explica cerca del 30 por ciento del consumo mundial, porcentaje muy por encima de su participación dentro del PBI mundial. Por ello, su desaceleración afectará el crecimiento de los países exportadores de *commodities*. Para 2009, el Deutsche Bank estima que la participación de China dentro del crecimiento del consumo de estos productos seguirá siendo muy importante; explicando más de las tres cuartas partes del crecimiento de la demanda de acero, petróleo y aluminio⁶.

La evolución futura en el precio de los *commodities* dependerá en gran medida en el impacto de las medidas fiscales y monetarias. Un punto a considerar es el cambio en el patrón de crecimiento de China. En tanto el crecimiento se reorienta hacia el mercado interno, la demanda por importaciones chinas mostraría un cambio de composición. De acuerdo con el FMI⁷, este cambio afectaría menos a los países emergentes.

China: la respuesta de política ante otros períodos de recesión

La economía china, aunque en otra coyuntura internacional, ya enfrentó diversas crisis a través de políticas que mantuvieron las tasas de crecimiento por encima de 8 por ciento anual. La crisis actual, comparada con anteriores episodios, encuentra a China con mayor solidez fiscal y menor vulnerabilidad externa. Por ejemplo, durante la crisis financiera de 1998, China mantenía un déficit fiscal y de cuenta corriente así como poco espacio de maniobra para la política monetaria (bajas tasas de interés). Aún en este contexto, el gobierno adoptó un paquete de estímulo fiscal que consistió en la emisión de bonos de construcción a largo plazo, mayor inversión en infraestructura y reforma del sector inmobiliario⁵. Cabe señalar que el margen para políticas anticíclicas se vio favorecido por la existencia de control a los flujos de capitales.

El mantenimiento de controles a los flujos de capitales responde en parte a la existencia de un sistema financiero en una etapa inicial de desarrollo. Los mayores avances en el sistema bancario se dieron desde diciembre de 2006 (bajo el acuerdo del WTO), en particular respecto a su liberalización y



reestructuración. Sin embargo, el sistema aún mantiene una alta participación del sector estatal (50 por ciento de los activos están en los 4 principales bancos estatales) y un nivel muy incipiente de desarrollo y eficiencia. Por otro lado, esta situación ha permitido que la banca tenga una menor exposición a la crisis financiera internacional, como sucedió en la crisis asiática.

⁴ En la actualidad, la población que vive en áreas rurales constituye el 55 por ciento del total de la población.

⁵ Según UBS el paquete fiscal de 1998/1999 fue equivalente a 1,5-1,8 por ciento del PBI.

⁶ Deutsche Bank: Commodities Market Outlook (Octubre 2008).

⁷ Fondo Monetario Internacional: People's Republic of China—Staff Report for the 2008 Article IV Consultation (no publicado).

Tres factores que están afectando la demanda de *commodities* de China continuarán en el primer trimestre de 2009. Estos factores son la caída de la inversión en el sector inmobiliario, la masiva reducción en los inventarios de materias primas luego del colapso en los precios internacionales de los *commodities*, y la caída de la demanda externa por exportaciones chinas.

Por ejemplo, en el caso del cobre, según BMO Capital Markets, la demanda de China se reduciría en 2009 por primera vez en 6 años. Con ello, el mercado generaría un superávit que impulsaría a los inventarios de este metal de un promedio de 15,4 días de consumo en los últimos dos años a 25 días en 2009 y 31 días en 2010. Sin embargo, BMO espera una recuperación para finales de 2009, cuando una flexibilización agresiva de la política monetaria por parte de los bancos centrales del G7 y del Banco Popular de China empiece a estabilizar el mercado. Adicionalmente, el plan fiscal de China conduciría a incrementar el consumo de cobre. El potencial impacto de una desaceleración china sobre el precio de los *commodities* en 2009, y en general sobre las importaciones chinas, sería un impacto que podría revertirse, al menos parcialmente, en el mediano plazo. En el World Economic Outlook de octubre de 2008, el FMI estimaba tasas de crecimiento de 10 por ciento para el período 2011-2013. Se espera que una vez superada la recesión en las economías desarrolladas, China recupere posición en los mercados y continúe creciendo a tasas altas, más aún si este proceso está acompañado de un fortalecimiento de su demanda interna.

A su vez, existen otros países –como Vietnam- que tienen condiciones similares a las de China a inicios de los años ochenta, por lo que es de esperar que puedan tomar

CUADRO 1 ■ BRICs: Indicadores macroeconómicos 1/ (Proyecciones 2008)

	Deuda pública (por ciento del PBI)	Cuenta corriente (por ciento del PBI)	Inflación (Var. por ciento anual)	
			Dic. 07	Nov. 08
China	12,6	9,5	6,5	2,4
India	81,0	-2,8	5,5	10,5
Rusia	6,2	6,4	10,9	13,6
Brasil	62,0	-1,8	4,5	6,4

1/ FUENTE: FMI, MOODYS Y BLOOMBERG

la posta cuando China pase a otro estadio de desarrollo. El crecimiento de este tipo de economías –que requiere fuerte inversión en infraestructura- daría un soporte a los precios de los *commodities* en el mediano plazo.

Canal financiero: mayores tasas de interés y depreciación del dólar

En 2008, las reservas internacionales de China se elevaron en US\$ 377 mil millones, bordeando los US\$ 2 billones, a fines de 2008. Parte importante de estas reservas se invierten en Bonos del Tesoro Americano, cuya tenencia en 2008 se incrementó a US\$ 585 mil millones, con lo cual ha pasado a ser el principal tenedor, desplazando a Japón.

Por ello, un menor crecimiento de sus exportaciones y una expansión de su demanda doméstica debe llevar a una reducción en el superávit comercial, a una menor acumulación de reservas internacionales y a menores compras de bonos del Tesoro. Ello presionaría al alza las tasas de interés de largo plazo.

Alcance del paquete fiscal de China: opiniones de mercado

De acuerdo con varias estimaciones de casas de inversión, las medidas fiscales podrían implicar en el mejor de los casos, entre 2 y 3 por ciento del PBI en 2009. Este impacto sería moderado en tanto se limitaría a compensar el efecto de la caída de las exportaciones. En términos generales el mercado ha mostrado escepticismo sobre la efectividad del paquete fiscal. Los principales argumentos son los siguientes:

1. Sobre la magnitud del paquete y su impacto sobre el PBI: No está claro qué porcentaje del estímulo fiscal es efectivamente nuevo ni cuánto de lo nuevo estará financiado por el gobierno, posiblemente mediante la emisión de bonos (UBS y Roubini). Para cuantificar el efecto total en la economía habría que incluir los recortes de impuestos y transferencias directas del gobierno y, además, excluir la inversión que se vería desplazada en los sectores residencial y exportador.
2. La magnitud del paquete fiscal sería equivalente a 1,0 por ciento del PBI de 2009 (UBS y Standard Chartered) ó 2-3 puntos porcentuales (Deutsche Bank, Citibank). En este sentido, el paquete fiscal mantendría el crecimiento entre 8,0 y 9,0 por ciento en este periodo, revirtiendo la tendencia descendente observada recientemente. Sin embargo, si la economía global se mantiene deprimida por un mayor lapso que el actualmente esperado (más allá de 2009), el crecimiento de China caería por debajo de 8,0 por ciento (Citibank y Danske). Roubini señala que el producto potencial podría reducirse a un rango entre 5,0 y 6,0 por ciento para ese año.
3. El paquete está enfocado en el sector infraestructura, que es relativamente pequeño (10 ciento del activo fijo) y sujeto a intervención del gobierno, por lo que su efectividad es limitada (Alliance Bernstein). Por el contrario, los sectores que generarían un mayor efecto son el manufacturero e hipotecario que constituyen una proporción mayor (32 y 23 por ciento, respectivamente). El lapso de la implementación (2 años) no es consistente con el de los proyectos de infraestructura (hasta 5 años).
4. Sin embargo, más allá del impacto directo del paquete, el aspecto más importante es que el gobierno ha dado claras señales de que hará lo necesario para mantener el crecimiento cerca al 8 por ciento. Ello podría ayudar a restaurar la confianza de los empresarios y consumidores y fomentar la inversión. (The Economist).

GRÁFICO 2 ■ Tenencia bonos del Tesoro de USA (US\$ miles de millones)

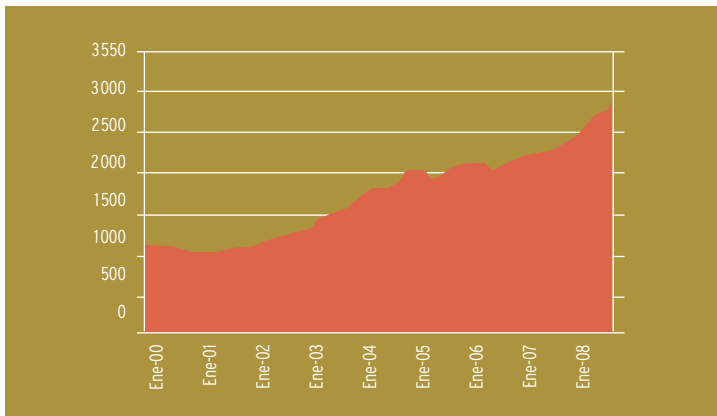
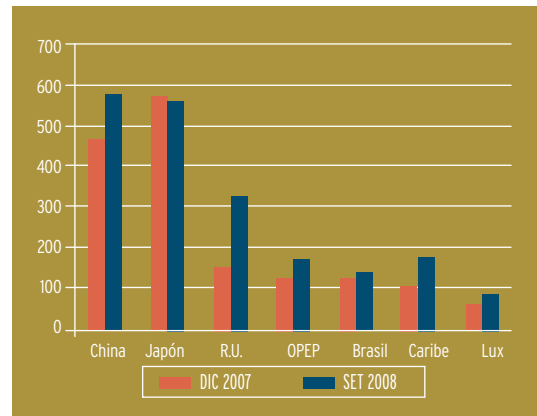


GRÁFICO 3 ■ Tenencia bonos del Tesoro de USA por país (US\$ miles de millones)



Del mismo modo, China posee activos financieros en dólares diferentes a los bonos americanos. Así, la tenencia de US\$ 585 mil millones de bonos del Tesoro forman parte de aproximadamente US\$ 1 billón de activos financieros líquidos. Por lo tanto, una menor acumulación de reservas debería generar una menor demanda por estos títulos y presiones depreciatorias sobre el dólar.

COMENTARIOS FINALES.

• China, la segunda economía en importancia en el mundo, viene perdiendo dinamismo debido a la recesión mundial, pero su sólida posición fiscal y su situación externa favorable le otorgan margen de maniobra para enfrentar la crisis.

- Las medidas fiscales y monetarias anunciadas, están orientadas a sostener y dinamizar el mercado interno para poder mantener las tasas de crecimiento actuales.
- Sin embargo, la implementación, efectividad y el alcance de estas políticas han sido afectadas por la profundización de la crisis, así como por la mayor incertidumbre en los mercados internacionales.
- Al parecer, habría que esperar hasta marzo de 2009 cuando se realice la reunión oficial del partido de gobierno, para saber si se le da un mayor énfasis a estas políticas anticíclicas con medidas complementarias.
- El éxito de estas políticas es clave para evitar una mayor desaceleración de las economías emergentes que productoras y exportadoras de materias primas.

