

V Reunión Consejo Bilateral de Negocios Chile-China

Central Cultural de Carabineros, 10 de Junio de 2011

Sebastián Claro, miembro del Consejo del Banco Central de Chile¹

Agradezco la invitación del consejo bilateral Chile-China para exponer en esta ocasión sobre las perspectivas de la economía China. Trataré de compartir con ustedes algunas reflexiones sobre las perspectivas de mediano plazo para esta economía, obviando consideraciones de muy corto plazo. Al final de mi presentación haré unas breves reflexiones sobre los desafíos que esto tiene sobre Chile y otras economías en desarrollo.

Siempre es conveniente tener una visión histórica sobre los procesos de reforma y transformación cuando uno pretende tener una perspectiva de mediano plazo. Para ello, el gráfico 1 es un buen punto de partida. Por muchos siglos China fue una gran potencia mundial, con fuerte presencia en el comercio internacional. La flota naviera de China en el siglo XVI era la más importante del mundo, y sus relaciones comerciales alcanzaban todos los rincones conocidos de la humanidad. Por diversas razones que no vale la pena discutir aquí, China comenzó a cerrarse al comercio y con ello se produjo una divergencia respecto del resto del mundo que llevó a que su participación en la economía mundial en la segunda mitad del siglo XX se redujera de manera importante.

A partir de las reformas impulsadas por Deng Xiaoping a comienzos de los 1980s, la economía retomó altas tasas de crecimiento y un proceso de convergencia espectacular del cual todos somos testigos. Las tasas de crecimiento sostenidas en torno al 9% han permitido a China alcanzar un ingreso per cápita en torno a 5,000 USD (algo más de 10,000 USD PPP per cápita), cifras impensadas hace un par de décadas. Por ejemplo, en 1980 el PIB per cápita PPP en dólares de hoy era de 1,300 USD, lo que equivale a un 15% del nivel actual aproximadamente. Naturalmente, esto no sólo ha tenido un fuerte impacto en el comercio mundial sino también en la reducción de la pobreza para sectores importantes de la población.

Después de más de dos décadas de un proceso muy exitoso vale la pena preguntarse lo que viene hacia adelante.² La experiencia de otros países que han experimentado períodos de auge prolongado nos entrega antecedentes importantes. Analizaremos con más detalle las transiciones de Japón y Corea del Sur. Una vez terminada la segunda guerra mundial en el caso de Japón y a fines de los 1950s en el caso de Corea, ambos países comenzaron un proceso de crecimiento con tasas en torno al 9% real anual. Este proceso estuvo acompañado de una fuerte acumulación de

¹ Agradezco la colaboración de Felipe Jaque en la elaboración de esta presentación.

² Ver Claro, S, 2003, "25 años de Reformas Económicas en China: 1978-2003", Estudios Públicos (91), para un análisis más detallado de este proceso de reformas.

capital, que llevó a muchos analistas y académicos a enfatizar la transpiración más que la inspiración como clave en este proceso.³

Transcurridos algunos años, y cuando estas economías alcanzaron niveles de producto per cápita en torno a los 10,000 USD en dólares de hoy (aproximadamente 19,000 USD PPP), se produce un claro quiebre en la tendencia del PIB per cápita. Este quiebre coincide además con aproximadamente 30 años desde el inicio de las reformas. Esto se observa en el gráfico 2.

Naturalmente, este quiebre en la tendencia del PIB per cápita tiene un correlato en una caída de las tasas de crecimiento desde un 9% hasta un 5%-6%. Como vemos en el gráfico 3, que muestra las tasas de crecimiento promedio en ventanas de 5 años, este cambio en tendencia se explica por una caída bastante rápida en las tasas de crecimiento de estas economías.

¿Cuál es la situación de China hoy? El ingreso per cápita de China hoy es de 5,000 USD aproximadamente (10,000 USD per cápita PPP). Si tomamos como momento de inicio efectivo de las reformas el año 1985, China lleva 25 años de transición. Con una tasa de crecimiento promedio del 9%, un crecimiento de la población de 1,5% y una apreciación real de un 1,5%, China alcanzaría niveles de ingreso per cápita (PPP) en torno a los 19,000 USD en la segunda mitad de esta década, aproximadamente el 2018. Como muestra el gráfico 4, resulta sorprendente ver la similitud de los procesos de crecimiento de Japón, Corea del Sur, y China en instancias equivalentes de sus transiciones.

Evidentemente, una generalización mecánica de las experiencias de Japón y Corea no es conveniente. La situación de cada país es diferente, y existen dimensiones que son difíciles de generalizar. Sin embargo, las fuerzas económicas que explican la convergencia de Japón y Corea a tasas de crecimiento cercanas al 5% son muy poderosas. Como muestra el gráfico 5, los años de alto crecimiento en estas economías coinciden con períodos de alto ahorro, alta inversión y un consumo en declinación como porcentaje del PIB. A medida que se va acumulando capital, su rentabilidad comienza a caer, desincentivando la inversión e incentivando el consumo. Este proceso donde se estabiliza – y en parte se revierte – la caída en la participación del consumo coincide con un proceso de profundización en el mercado financiero y un cambio en precios relativos que incentiva el consumo.

La realidad de China hoy es sorprendente, y muestra importantes similitudes y a su vez diferencias con. Como muestra el gráfico 6, la tasa de ahorro en China es superior al 50% del PIB, la tasa de inversión es algo inferior al 50% del PIB, y el consumo representa algo más que un tercio del PIB. La magnitud de estas cifras revela dos características de la economía China sobre las cuales vale la pena detenerse.

a) ¿Qué explica las altas de ahorro y el bajo nivel de consumo?, y

³ Young, A., 1995, "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience," *Quarterly Journal of Economics* (110).

b) ¿Qué explica las altas tasas de inversión doméstica, financiadas principalmente con ahorro interno?

Sobre las altas tasas de ahorro en China se escrito y hablado mucho.⁴ Ya siendo alta a comienzos del siglo XXI, en la última década la tasa de ahorro en China ha subido desde un 35% aproximadamente hasta superar el 50%. Esta alta tasa de ahorro se explica por un alto ahorro de los hogares (20%), de las empresas (20%) y del gobierno (10%). Es posible analizar cada uno de estos componentes por separado. En el caso de los hogares, las explicaciones apuntan a baja profundidad de los programas de seguridad social. En el caso de las empresas, destaca la falta de profundización del mercado de capitales y la debilidad de los gobiernos corporativos, lo que limita el uso de las utilidades a ahorro interno y luego re-inversión.

Sin duda también existen argumentos macroeconómicos para explicar las altas tasas de ahorro. Un alto crecimiento de la demanda por dinero en un contexto de tipo de cambio fijo y cuenta de capitales cerrada genera incentivos para una disminución en los niveles de gasto interno e incrementos en la balanza comercial. A su vez, la política de esterilización de las intervenciones cambiarias limita el ajuste de precios relativos que tendería a revertir – por lo menos en parte – los superávits comerciales en China.

Las altas tasas de ahorro son una fuente – la principal fuente – de financiamiento de la inversión en activo fijo en China. Desde ese punto de vista, esto podría considerarse como positivo. Sin embargo, esto refleja al mismo tiempo niveles de consumo que son bajos, y por lo tanto con repercusiones sobre el bienestar. Con el tiempo, existen fuerzas que naturalmente impulsarán una caída en las tasas de ahorro. La transición demográfica en China es una de ellas; una mayor flexibilidad cambiaria también lo sería. Sin embargo, si las tasas de retorno en China son tan altas – como las tasas actuales de inversión sugieren – los incentivos a ahorrar podrían mantenerse en el tiempo, manteniendo un fuerte impulso al crecimiento. En otras palabras, una tasa de inversión en China cercana al 50% del PIB podría estar sugiriendo la presencia de un empuje muy grande al crecimiento, que podría hacer desviar a China del camino seguido por Japón y Corea.

Esto nos lleva a analizar con mayor detalle una segunda característica de la economía China. ¿Por qué es tan alta la tasa de inversión? , ¿Refleja efectivamente tasas de rentabilidad tan altas? Una mirada más en detalle a la inversión en China sugiere que hay que ser cuidadoso para llegar a esta conclusión. Hay varios elementos que justifican esta aseveración.

Existen determinantes de la tasa de ahorro que parecen no estar directamente relacionadas con la rentabilidad que se le puede obtener a estos fondos. En el contexto de una economía con la cuenta de capitales cerrada - y por lo tanto en una economía donde el ahorro tiene limitados usos alternativos - la alta inversión es una consecuencia directa de la alta tasa de ahorro. En la medida

⁴ Ver Yang, Zhang y Zhou, 2011, “Why are Saving Rates so High in China?”, NBER Working Paper 16771

que no se alteren las causas de las altas tasas de ahorro, la economía china actualmente tiene un gran sesgo a la inversión independiente de las tasas de retorno de éstas.

Cuando uno analiza la rentabilidad de la inversión aparecen muestras de ineficiencia.⁵ La Tabla 1 muestra que un porcentaje muy mayoritario de la inversión en activo fijo en China se financia con utilidades retenidas. En el año 2008, esta cifra alcanzó un 65%. Esta cifra refleja una debilidad del sistema financiero, que no permite a las empresas superavitarias de fondos financiar proyectos de inversión de otras empresas. En la medida que la inversión esté asociada a quien ahorra y no a quien tiene los mejores proyectos, su rentabilidad será baja. El alto ahorro y la alta inversión son también consecuencia de un sistema financiero que no intermedia adecuadamente los fondos.

Esto es exactamente lo que muestra el gráfico 7, que presenta una medida cruda de rentabilidad de la inversión, entendida el monto de la inversión requerida para generar un dólar de PIB. Por ejemplo, un indicador de 5 muestra que el necesario invertir 5 dólares para generar 1 dólar de PIB. Por supuesto, los 5 dólares son un stock que perdura en el tiempo (descontando su depreciación), mientras que el PIB es el flujo anual que genera el stock de capital invertido. Comparado con Corea del Sur y Japón en momento similares en su período de crecimiento, la inversión en China es hoy más ineficiente que en estos otros países. Es notable observar también la natural tendencia al aumento en esta razón, reflejando así la declinación de la rentabilidad de la inversión a medida que el capital se hace menos escaso.

Aún con la evidente disponibilidad de grandes proyectos en China, estos elementos sugieren que una parte no menor de la inversión en China es realizada en proyectos de rentabilidad acotada. Esto refleja una baja profundidad en el sistema financiero, un sistema bancario que es centralizado y cuyas decisiones no obedecen necesariamente a criterios de rentabilidad/riesgo, y una cuenta de capitales cerrada en una economía con altas tasas de ahorro.

¿Por qué importa esto? Porque el sacrificio de mayor ahorro no necesariamente se está haciendo para obtener una alta rentabilidad de los fondos invertidos. La evidencia presentada sugiere que la permanencia de esta situación podría estar generando un pasivo al aparato estatal que no es sostenible de mantener en el tiempo. Es por ello que no sólo es esperable y necesaria una transición en China hacia una economía con mayores niveles de consumo y menores tasas de inversión. Se requiere para ello una serie de reformas importantes – especialmente en su sistema financiero – de manera de facilitar una mejor asignación del ahorro.

Este es el principal reto que enfrenta la economía China hacia adelante. Las altas tasas de inversión en conjunto con bajas tasas de rentabilidad todavía están dando un fuerte impulso a la

⁵ Ver Claro, S, 2006, “Why does China Protect More its Labor-Intensive Industries?”, *Economics of Transition* (14), y Claro, S, 2006, “Supporting Inefficient Firms with Capital Subsidies: China and Germany in the 1990s”, *Journal of Comparative Economics* (34), para un análisis detallado de la rentabilidad de las empresas en China.

actividad en China. Pero eso tendrá que cambiar en los próximos años. De no ser así se pone en riesgo la estabilidad futura del sistema financiero y de las cuentas fiscales. La transición económica de China ha sido muy exitosa hasta ahora, y no han razones para pensar que este nuevo desafío no sea adecuadamente enfrentado.

Algunas consideraciones para países en desarrollo

No quisiera terminar sin referirme muy brevemente al impacto del desarrollo de China en terceros países. Existen muchas dimensiones de interés, pero quisiera enfatizar una, que considero central. La transformación económica de China – independiente de la velocidad que tome hacia adelante – está produciendo un cambio muy significativo en la demanda mundial por recursos naturales. Más allá de los vaivenes de corto plazo de las materias primas, la tendencia a un aumento en el precio relativo del petróleo, cobre y alimentos refleja en parte importante esta nueva realidad. (Ver gráficos 8 y 9.) Esta nueva realidad es probable que se mantenga por un tiempo razonable.

La principal implicancia de ello es que por muchos años los países en desarrollo sufrieron por la abundancia de buenos proyectos y la ausencia de financiamiento. La realidad hoy parece estar mostrando una abundancia de financiamiento. Al parecer, el gran desafío es encontrar los buenos proyectos. Dos consideraciones en este proceso.

Primero, siempre existe la tentación de pensar que estos cambios pueden ser permanentes. Aunque existen condiciones para pensar que hay algún cambio profundo en la estructura de la economía mundial, resulta aconsejable tratarlo como transitorio, y por lo tanto ser muy cauteloso en el manejo de estos recursos. Usar el boom de *commodities* para financiar consumo corriente sería un gran desperdicio. Es fundamental ahorrar e invertir bien de manera de permitir un cambio sustentable en las posibilidades de desarrollo.

Segundo, para un país como Chile, el crecimiento de China es altamente beneficioso. Esto es cierto no sólo por el alto precio del cobre, sino porque las fuerzas que están presionando los mercados de los minerales son las mismas que presionan los mercados de alimentos. El crecimiento de China implica un gran déficit de alimentos en el mundo, y Chile tiene las condiciones naturales para aprovecharlo.

Muchas gracias

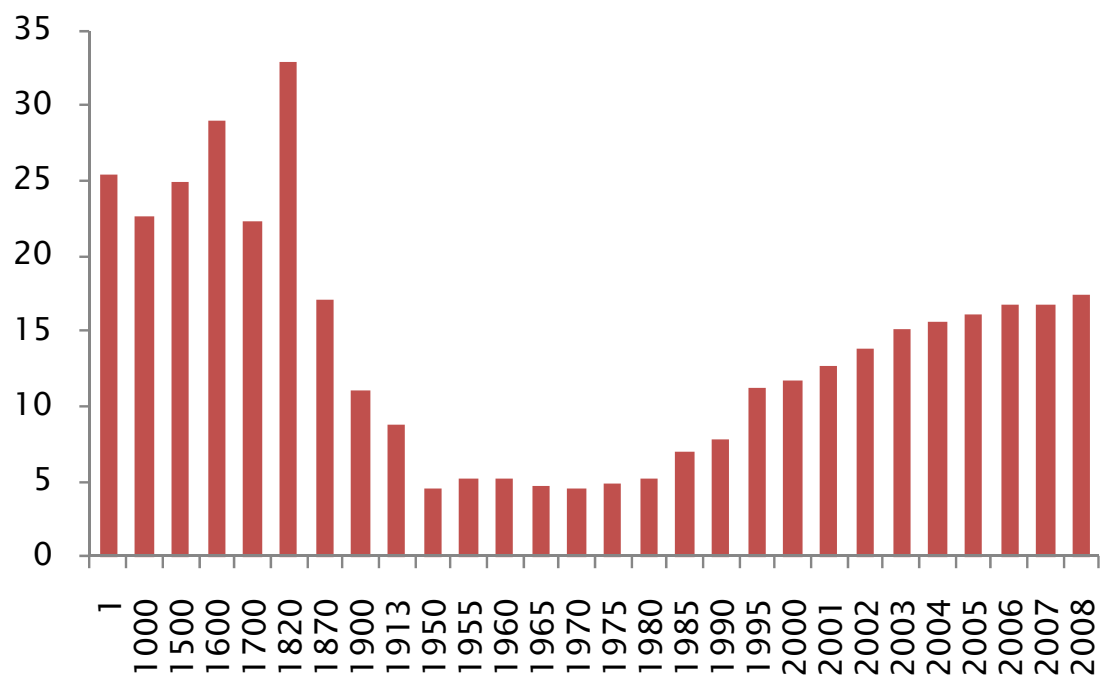
Tablas y Figuras

Tabla 1: Fuente de Fondo de Inversión en Activo Fijo (%)

Año	Préstamos domésticos	Fondos propios	FDI	Presupuesto estatal	Otros
1995	20.5	51.9	11.2	3.0	13.5
1996	19.6	47.7	11.8	2.7	18.2
1997	18.9	49.7	10.6	2.8	18.0
1998	19.3	48.8	9.1	4.2	18.6
1999	19.2	49.2	6.7	6.2	18.6
2000	20.3	49.3	5.1	6.4	18.9
2001	19.1	49.8	4.6	6.7	19.9
2002	19.7	50.7	4.6	7.0	18.0
2003	20.6	53.7	4.4	4.6	16.8
2004	18.5	55.4	4.4	4.4	17.4
2005	17.3	58.3	4.2	4.4	15.9
2006	16.5	59.8	3.6	3.9	16.2
2007	15.3	60.6	3.4	3.9	16.8
2008	14.5	64.8	2.9	4.4	13.5

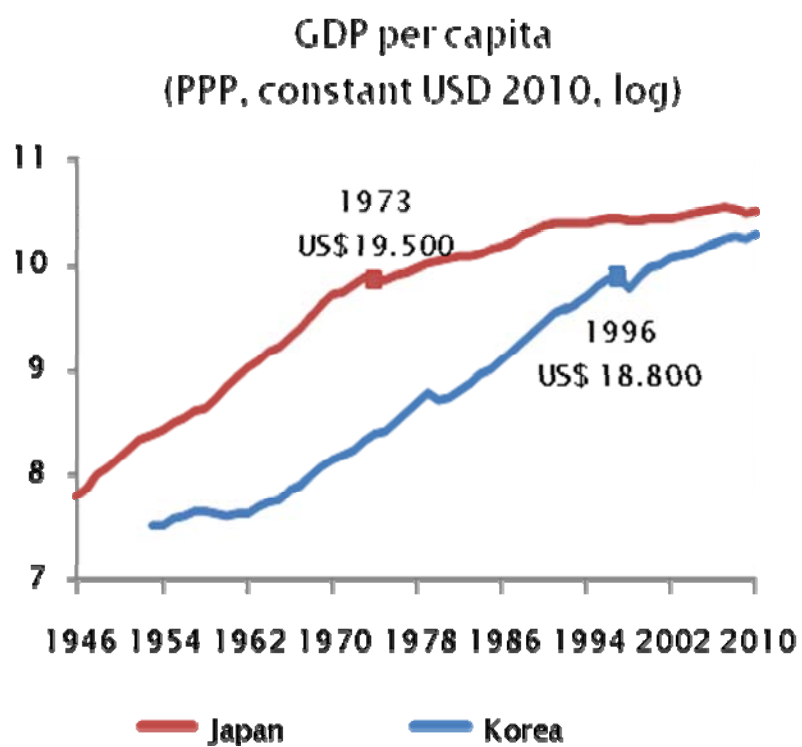
Fuente: Yang et al (2011), China Statistical Yearbook 2009

Gráfico 1: Participación de China en el producto mundial



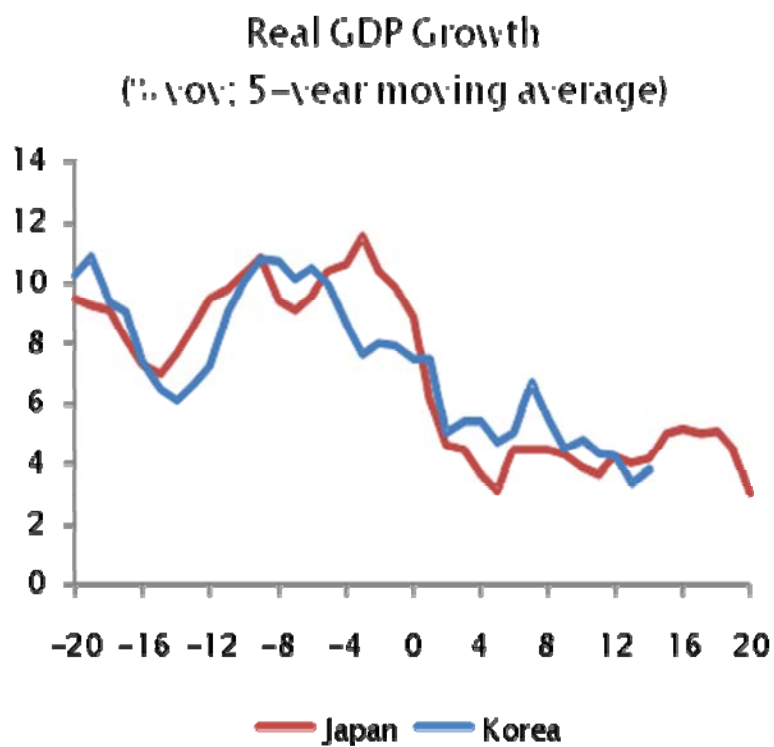
Fuente: Angus Maddison, Historical Statistics of the World Economy

Gráfico 2: El Milagro de Japón y Corea del Sur



Fuente: IMF y Center for International Comparisons, University of Pennsylvania

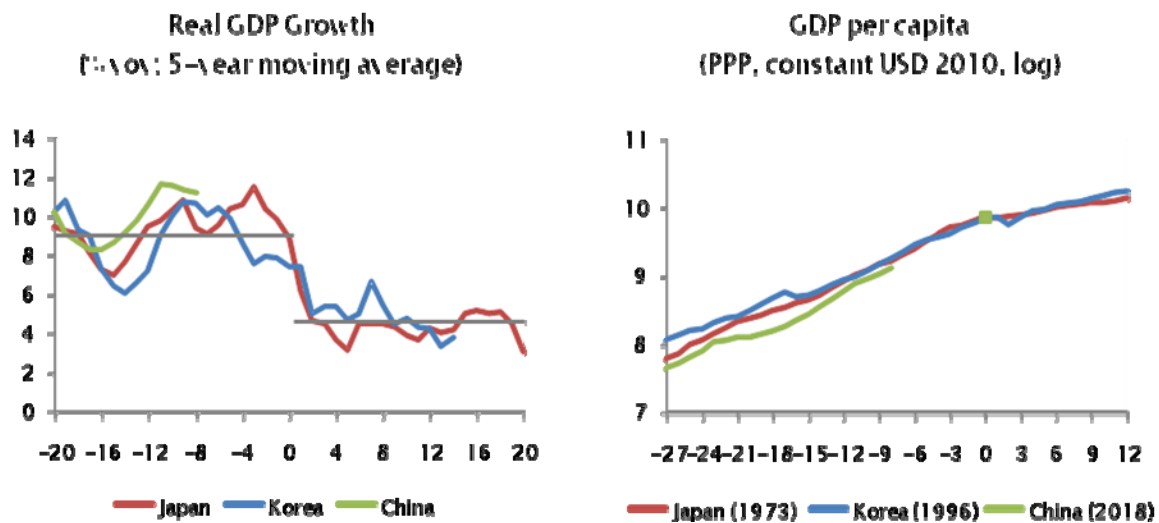
Gráfico 3: Tasas de crecimiento en Japón y Corea



Fuente: IMF y Center for International Comparisons, University of Pennsylvania

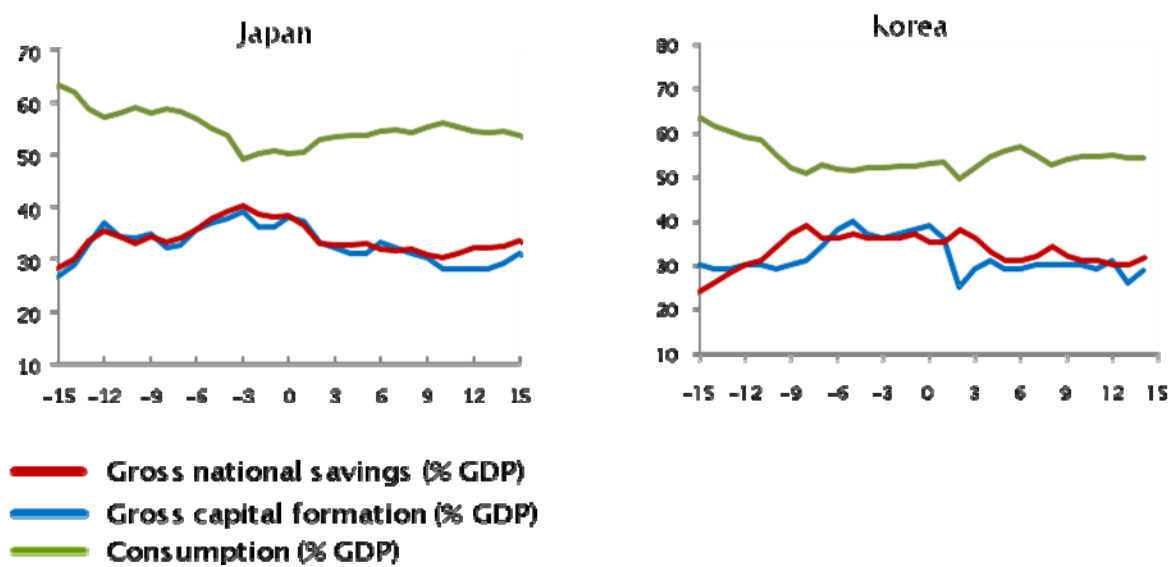
Nota: El eje x denota el año de medición respecto del año identificado en el gráfico 2 donde se produce el quiebre en la tendencia del PGB per cápita (PPP)

Gráfico 4: China y su transición



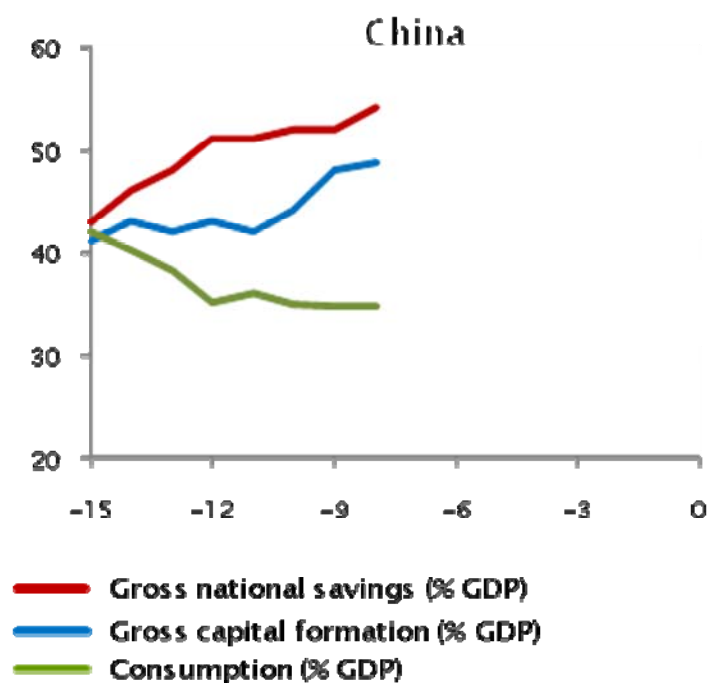
Fuente: IMF y Center for International Comparisons, University of Pennsylvania

Gráfico 5: Consumo, Ahorro e Inversión (como % del PGB) en Japón y Corea del Sur.



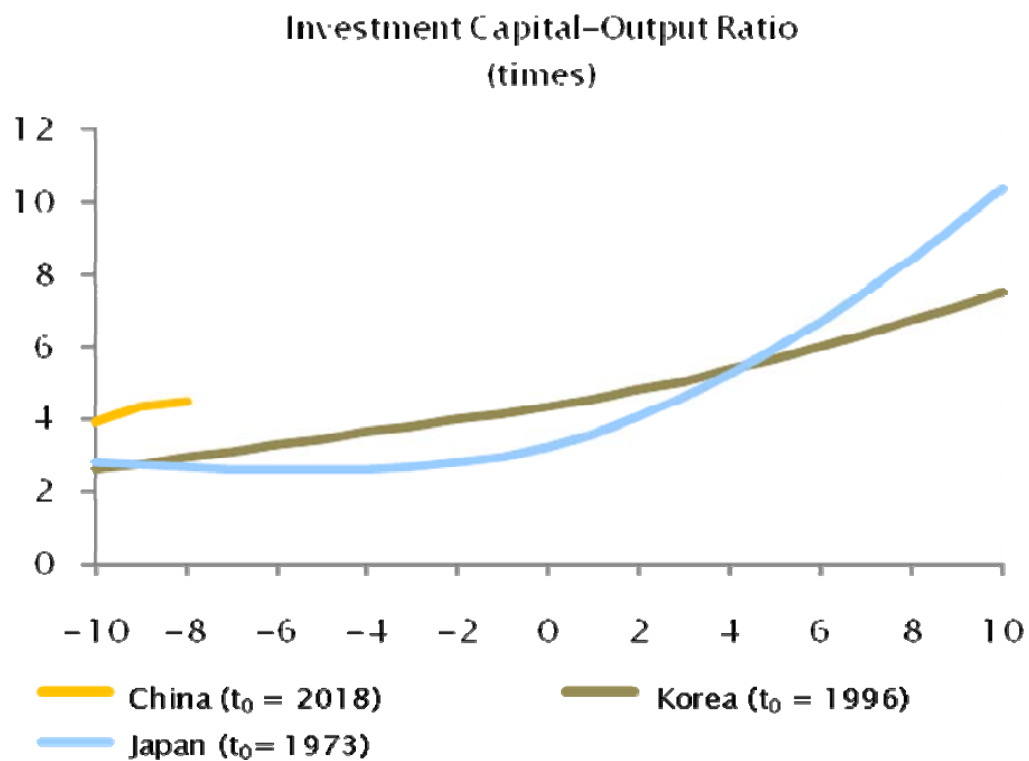
Fuente: IMF, World Bank, y National Bureau of Statistics

Gráfico 6: Consumo, ahorro e inversión en China



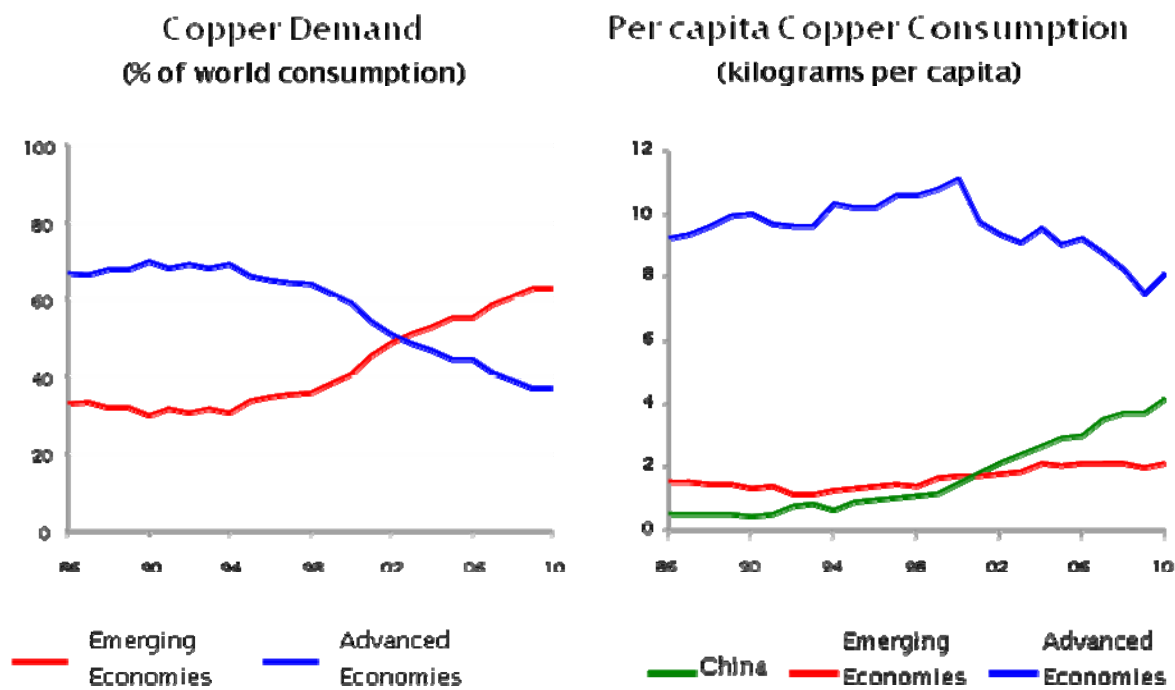
Fuente: IMF, World Bank, y National Bureau of Statistics

Gráfico 7: Rentabilidad de la inversión



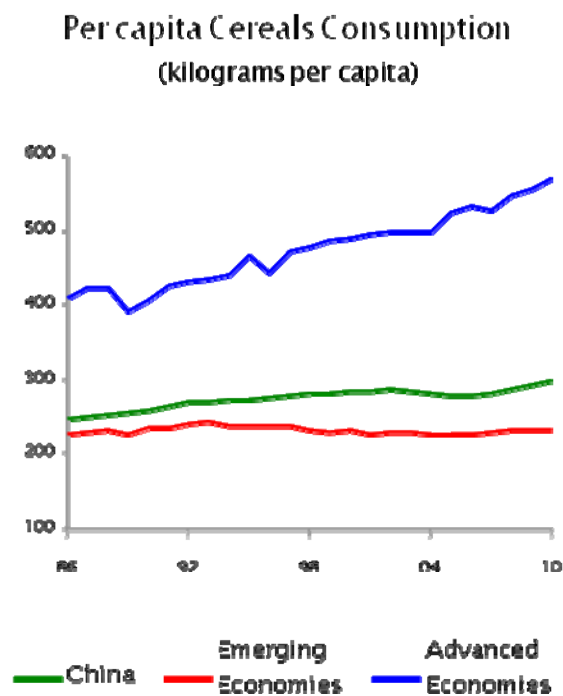
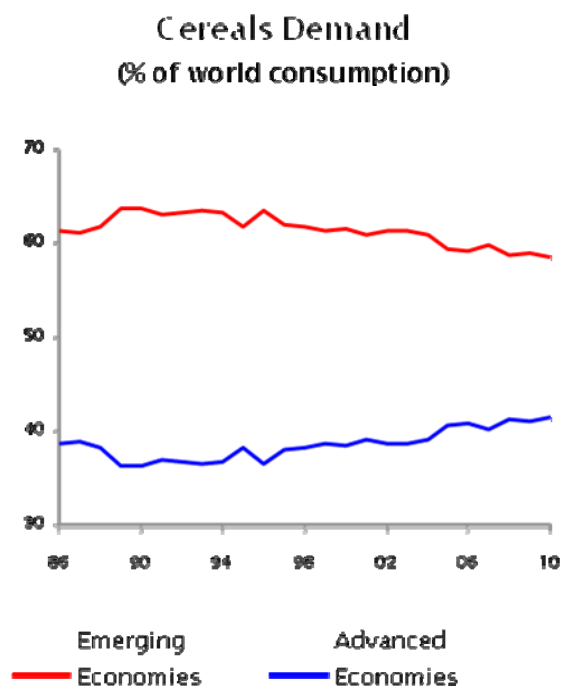
Fuente: IMF, World Bank, y National Bureau of Statistics

Gráfico 8: Mercado del Cobre



Fuente: Comisión Chilena del Cobre y IMF

Gráfico 9: Mercado de los Cereales



Fuente: US Agricultural Department and IMF