

## Algunas reflexiones sobre política cambiaria en China<sup>1</sup>

Sebastián Claro

Vicepresidente, Banco Central de Chile

10 de Junio, 2016

Quisiera partir agradeciendo la invitación al Club Monetario de la Universidad Finis Terrae, que desde 1992 se ha convertido en uno de los principales espacios de debate sobre política públicas y economía en Chile. En esta oportunidad, nos reúne el interés el manejo cambiario y monetario en China. En el último año hemos sido testigos de un significativo aumento en la volatilidad cambiaria en China, en un contexto de profundas reformas financieras. Si hasta hace pocos años las noticias de China estaban casi exclusivamente centradas en su impacto sobre mercados mundiales de bienes y de materias primas, los últimos trimestres dan cuenta que China es ya un jugador importante en los mercados financieros mundiales.

En esta presentación quisiera compartir con ustedes algunas ideas para entender el fenómeno de apertura financiera en China, y para lograr un mejor seguimiento de su manejo monetario y cambiario. Dado el breve tiempo, mi plan es enfocarme en cinco puntos que considero centrales para entender el manejo de la política cambiaria y monetaria.

1. China se encuentra en un proceso de desaceleración económica después de décadas de crecimiento a dos dígitos. Una de las preguntas que han surgido en este sentido es en qué medida este fenómeno refleja condiciones cíclicas adversas o si más bien es reflejo de un cambio estructural en la capacidad de crecimiento en China. La comparación con otras experiencias en Asia es informativa y la conclusión es simple: China está alcanzando niveles de ingreso per cápita que, en los casos de Japón y Corea del Sur hace varias décadas, fueron seguidos por cambios significativos y bastante rápidos en sus tasas de crecimiento.<sup>2</sup> En estos casos, en un plazo de cinco años los países pasaron a crecer entre 3 o 4 por ciento menos que sus promedios en las dos décadas anteriores. (Ver figura 1)

La explicación fundamental para este fenómeno, más allá de las características propias de cada país, es la natural convergencia como consecuencia del decaimiento en la rentabilidad de la inversión y de la evidencia que las mejoras en productividad son más lentas a medida que los países se acercan a la frontera del conocimiento y de las mejores prácticas.

¿Es China diferente? La trayectoria del ahorro y la inversión en China sugieren que podría serlo. Como muestra la tabla 1, sus altos niveles de ahorro e inversión – muy superiores a los observados en Japón y Corea en niveles similares de desarrollo – podrían sugerir que la rentabilidad a la acumulación de capital en China es todavía muy alta, lo que justifica la postergación de consumo y la mantención de altas tasas de ahorro.

---

<sup>1</sup> Presentación en Club Monetario, Universidad Finis Terrae, Hotel Ritz Carlton Santiago, Junio 10, 2016.

<sup>2</sup> Ver Claro, S, 2012, Economía China: ¿qué viene hacia adelante?, Administración y Economía UC 72: 8-12.

La evidencia sugiere más bien que estas altas tasas de ahorro e inversión en China son reflejo de los problemas que enfrenta la economía, más que de su fortaleza. Existe evidencia que los niveles de retorno a la inversión son muy bajos, y que la discrecionalidad en la asignación del capital está siendo crecientemente problemática. Desde el comienzo de su transición, China decidió una estrategia gradual que, entre otras cosas, promovía un fuerte soporte a la inversión en empresas estatales. De esta manera, evitaba un colapso significativo en la actividad de empresas con evidente atraso tecnológico en un contexto de creciente apertura a la inversión extranjera.

La necesidad de potenciar la acumulación de capital exigió una alta tasa de ahorro doméstico, dado el limitado acceso a financiamiento externo. Con el paso del tiempo, las autoridades chinas privilegiaron un sistema de favoreció el ahorro interno como mecanismo de financiamiento de la inversión, y no el ahorro externo que podría acarrear dependencia financiera.

La promoción del ahorro interno y la necesidad por parte del gobierno de controlar al sistema bancario, proveyéndolo de financiamiento barato e influyendo en la asignación del crédito, hizo que China convergiera rápidamente a un esquema con una creciente apertura comercial – cuyo hito más significativo es la entrada a la OMC el 2001 –, pero con fuertes limitaciones a los movimientos de capital. Así, el único instrumento de ahorro masivo en China era el depósito bancario a tasas nominales muy bajas. En este contexto, la política de tipo de cambio fijo implementada a partir de mediados de los 1990s fue clave para consolidar un esquema que inducía al ahorro interno y permitía financiar a los bancos de manera generosa.

2. Existen muchas razones para explicar las altas tasas de ahorro en China.<sup>3</sup> El esquema macroeconómico que ha descansado en el control de la cuenta de capitales y en el esquema cambiario fijo/controlado diseñado por parte del Banco Central de China (PBoC) es uno de ellos. Para profundizar sobre esto debemos reconocer la vigencia del Esquema Monetario a la Balanza de Pagos, desarrollado por el filósofo y economista David Hume a mediados del siglo XVIII, y aplicado ampliamente al caso de China por Michael Mussa.<sup>4</sup>

Primero, es necesario destacar que el crecimiento de la economía en China y el paso de una economía agrícola a una economía moderna han producido un inmenso crecimiento en la demanda por dinero en China. En un contexto de cuenta de capitales cerrado, donde no existe acceso a financiamiento externo, y con tipo de cambio fijo, la única manera para los agentes en China de conseguir tales fondos es ahorrando, y generando un superávit comercial cuyos retornos son liquidados en el Banco Central a cambio de RMB. Así, parte de la acumulación de reservas y del superávit de la cuenta corriente refleja un permanente exceso de demanda por dinero que induce al ahorro. En un esquema cambiario flexible, esta presión repercutiría en una apreciación del RMB, una caída en el ingreso nominal y en la desaparición del desequilibrio monetario.

---

<sup>3</sup> Ver, por ejemplo, Modigliani, F. y Shi L., 2004, The Chinese Saving Puzzle and the Life-Cycle Hypothesis, *Journal of Economic Literature* 42(1):145-170.

<sup>4</sup> Mussa, M, 2007, *IMF Surveillance over China's Exchange Rate Policy*, Peterson Institute for International Economics.

Pero es difícil pensar que la masiva acumulación de reservas por parte del PBoC, que en 2014 alcanzó casi 4 trillones de dólares (ver figura 2), responda exclusivamente a una demanda por dinero insatisfecha. El superávit de la cuenta corriente también ha obedecido a otras consideraciones que no dicen relación con un desequilibrio monetario, y los ingresos de capitales “autónomos”, derivados por ejemplo del acceso de capitales extranjeros en la forma de Inversión Extranjera Directa han generado un aumento importante en la disponibilidad de divisas en China.<sup>5</sup>

En este caso, con tipo de cambio fijo y cuenta de capitales cerrada, existe un mecanismo de autocorrección de desequilibrios, donde a través de cambios en precios relativos se contienen movimientos masivos de capital y se inducen cambios en las tasas de ahorro. La intuición es simple: la presión a la acumulación de reservas para defender la paridad en respuesta a una entrada de capitales o a un ahorro excesivo genera una expansión monetaria que provoca una presión bajista en las tasas de interés, un mayor gasto nominal y una presión al alza en la inflación que contribuye a apreciar el tipo de cambio real. Estos mecanismos aumentan el gasto interno y disminuyen los incentivos a la entrada de capitales, corrigiendo gradualmente los desequilibrios originales.

Las autoridades en China han contribuido a bloquear estos mecanismos de ajuste automático. Desde la primera parte de los 2000s, cuando los superávits en la cuenta corriente y las entradas de capital se manifestaron con fuerza, el PBoC desarrolló una política activa de esterilización, tanto con la emisión de bonos pero especialmente a través de un incremento muy sustantivo en los requerimientos de reservas a las instituciones bancarias, como se observa en la figura 3.<sup>6</sup> Esta esterilización, en un contexto de control masivo de la banca estatal y de represión financiera, permitió financiar la acumulación de reservas sin una masiva emisión monetaria, manteniendo así fuertes incentivos al ahorro y a una cuenta corriente superavitaria.

3. Así, el control a los flujos de capital y el manejo de la política monetaria y cambiaria han sido funcionales a los objetivos de promover altos niveles de ahorro en China. Sin embargo, más allá del evidente éxito que ha tenido el proceso de transformación de China, los beneficios de estas políticas han ido disminuyendo en el tiempo. Las razones son varias. Por un parte, el paso del tiempo fue dejando claro que los flujos de inversión no necesariamente financiaban proyectos rentables, con lo que los pasivos bancarios comenzaron a perder valor. Por otro lado el control del sistema financiero, requerido para manejar los flujos de financiamiento de acuerdo a criterios diferentes a los tradicionales de rentabilidad/riesgo indujo, poco a poco, – y especialmente después de la crisis financiera global de 2008/2009 – la aparición de intermediarios financieros no bancarios que han desarticulado el esquema inicial basado en bancos estatales sin competencia en la captación de recursos. A esto se suman los crecientes costos para los bancos de la esterilización en un esquema con casi nula profundidad en mercados de bonos y acciones. Por último, y quizá más importante, la fuerte acumulación de reservas en el contexto antes descrito ha significado un

---

<sup>5</sup> Ver Hatzvi, E., J. Meredith y W. Nixon, 2015, Chinese Capital Flows and Capital Account Liberalisation, RBA Bulletin, December.

<sup>6</sup> Bank of China (Hong Kong), 2015, Comparison of China and US' Bank Reserves and Their Implications, Economic Review, February.

sacrificio en términos de consumo que resulta crecientemente costoso. Esto es especialmente claro en un contexto de menores tasas de crecimiento y niveles de ingreso más alto que demandan de la población niveles de consumo mayores.

Esta evaluación ha llevado a una transición pausada en cuanto a modificar algunos aspectos del esquema macro financiero. Por de pronto, como se observa en la figura 4, ya a partir de 2006 el PBoC permitió gradualmente una apreciación sostenida de RMB respecto del dólar, acomodando en parte las masivas entradas de capital y aliviando las presiones sobre la cuenta corriente. La crisis de 2008/2009 produjo un paréntesis en este sentido, pero el panorama de fondo desde 2007 puede ser descrito como uno donde China favoreció la apreciación gradual de su moneda. Aun así, la acumulación de reservas continuó fuertemente.

Fue a partir del 2011, y con claridad desde 2013 con la llegada de la actual administración liderada por Xi Jinping, cuando China comenzó a dar señales de una transformación más sustantiva de algunos aspectos de su manejo cambiario y financiero. Los proyectos de reformas en este ámbito son múltiples. En otros, destacan: (i) la liberalización de las tasas de interés, que han permitido al sistema bancario acomodarse a la competencia del sistema financiero en las sombras, (ii) una mayor flexibilidad en la determinación del tipo de cambio, y (iii) los esfuerzos por promover la apertura financiera – tanto para ingresos como para salidas de capital.<sup>7</sup> Estos esfuerzos vinieron acompañados de un plan sustantivo de reformas en los mercados laborales, en el financiamiento de gobiernos locales, y de reformas a empresas estatales.

Mientras el avance en estos últimos aspectos ha sido lento, algunas de las reformas en el sistema financiero se han implementado con mayor rapidez. Por ejemplo, se liberalizaron las tasas de interés, ha existido mayor apertura a los flujos transfronterizos de portafolio, se ha avanzado en facilitar la convertibilidad del RMB y su uso en pagos internacionales, y se profundizó un esquema de mayor flotación del RMB.

Así, aun cuando la acumulación de reservas continuó hasta comienzos de 2014, su tasa de expansión fue claramente menor que la observada hasta 2011, dando cuenta que algunos de los mecanismos que en el pasado habían profundizado los superávits de la cuenta corriente y la entrada de capitales fueron relajados. Por ejemplo, después de alcanzar su máximo a fines del 2011, los requerimientos de reservas bancarias han caído sostenidamente (ver figura 5), mientras que la facilidad para mantener depósitos en el exterior para las empresas chinas disminuyó la presión sobre la balanza de pagos. Por cierto que muchos otros fenómenos también explican el cambio de tendencia en las entradas de divisas a partir de 2012, pero resulta evidente que el esfuerzo para flexibilizar el mercado cambiario y permitir mayor flujos de capital establece un nuevo paradigma sobre el manejo de la política cambiaria en China.

---

<sup>7</sup> Prasad, E, 2016, China's Economy and Financial Markets: Reforms and Risks, Hearings before the US-China Economics and Security Review Commission.

4. Las dificultades que hemos observado en los últimos trimestres comienzan cuando cambia la visión de mercado sobre las perspectivas de crecimiento en China y sobre cuán atractivo resultan los activos en ese país. La desaceleración de la actividad y los costos ocultos del tremendo paquete de estímulo para enfrentar la crisis de 2008-09, así como la debilidad de la demanda externa produjeron hacia mediados de 2013 un cambio en la valoración de los activos en China, en particular el RMB, e impulsaron una salida masiva de capital. Por cierto este fenómeno no fue exclusivo a China, sino común a muchos países en desarrollo. (Ver figuras 6 y 7)

En el esquema antiguo, con fuertes controles de capital y tipo de cambio fijo, este fenómeno se hubiese traducido en una pérdida acotada de reservas internacionales y en un menor superávit de la cuenta corriente. Sin embargo, y en plena transición hacia un nuevo esquema macro financiero, la presión sobre las reservas puede ser mucho mayor dado el espacio para las salidas de capital, tanto a través de canales regulares como los tradicionales mecanismos de sobrefacturación de importaciones, por ejemplo. A su vez, las señales de mayor flexibilidad cambiaria entregaban al PBoC la posibilidad de acomodar las salidas de capital con una depreciación del RMB.

Sin embargo, las autoridades han privilegiado un ajuste gradual en el valor del RMB, una masiva venta de reservas internacionales, como se puede observar en la figura 8, y algunas medidas dubitativas sobre la facilidad de los mecanismos regulares a los movimientos internacionales de capital. Más que calmar las dudas de los mercados, la fuerte caída en reservas internacionales (aunque en parte se explican por la apreciación global del dólar), las dudas sobre el manejo cambiario y las expectativas de un ajuste mayor han profundizado en los últimos trimestres las dudas sobre la situación en China, retroalimentando las salidas de capital.<sup>8</sup> Por cierto que existe un amplio debate acerca de la profundidad de este problema. Para algunos autores, la presión de flujos de capitales existe, pero no representa una amenaza inminente a la balanza de pagos en China.<sup>9</sup>

5. Con todo, China ya ha realizado pasos sustantivos y en parte irreversibles hacia un esquema cambiario más flexible y una cuenta de capitales abierta, con mayor espacio para los movimientos de capital. Quisiera terminar con dos reflexiones muy breves sobre las implicancias de este proceso. Por una parte, así como el resto del mundo tiene una demanda insatisfecha por activos chinos – más allá de las consideraciones coyunturales -, los chinos también tienen una demanda insatisfecha por activos en el resto del mundo. El espacio de diversificación de inversiones es muy amplio, y tienen amplios beneficios.

---

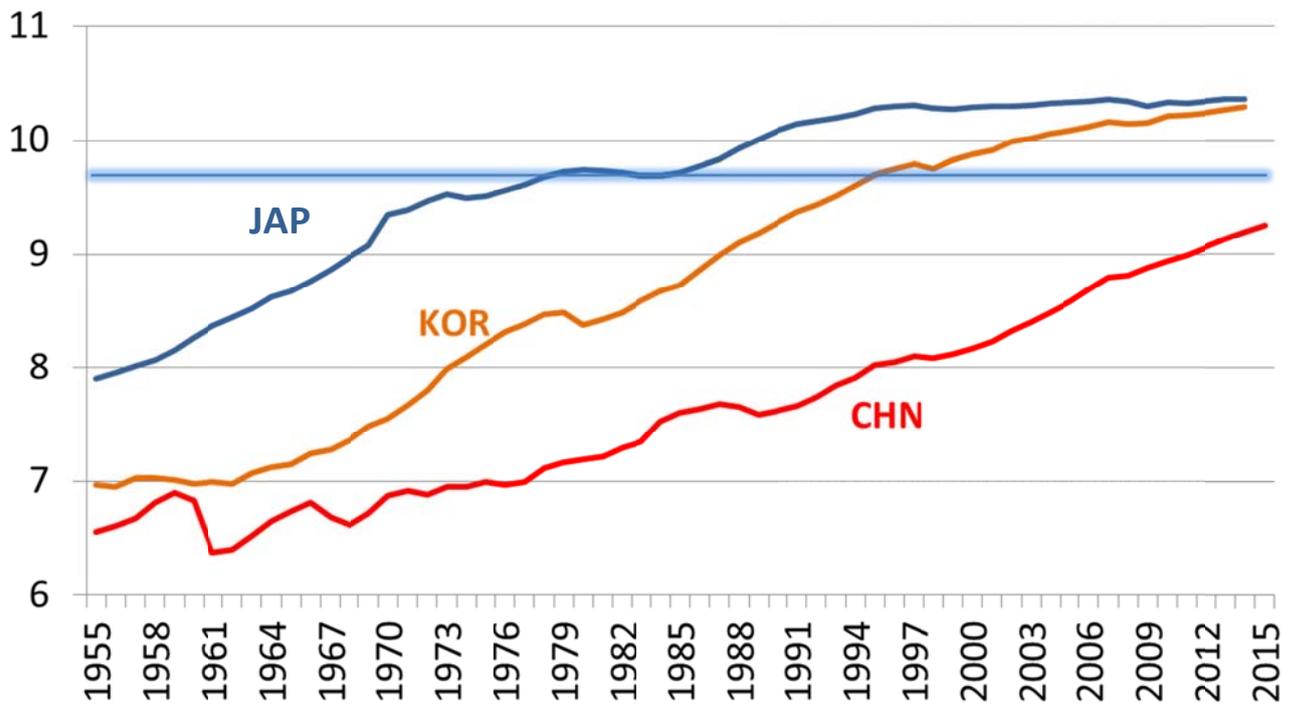
<sup>8</sup> Por ejemplo, existe evidencia que las empresas exportadoras e importadoras chinas tienen un manejo activo de sus balances en función de sus expectativas sobre la evolución del RMB (Hatzvi, E., J. Meredith y W. Nixon, 2015, Chinese Capital Flows and Capital Account Liberalisation, RBA Bulletin, December.) Ver también Eichengreen, B., 2016, China's Exchange Rate Trap, Project Syndicate, Feb 9.

<sup>9</sup> Lardy, N., 2016, Renmimbi Series Part 4: The Outlook for the Renmimbi, China Economic Watch, Peterson Institute for International Economics.

Un segundo aspecto es que la apertura de la cuenta de capitales y el tipo de cambio flexible inevitablemente dan un mayor espacio para volatilidad de flujos y de precios de activos. Los países desarrollados y muchos países emergentes son testigos directos de estos movimientos. China no está acostumbrada a esta volatilidad, y el resto del mundo tampoco está acostumbrado a estas noticias desde China. Es hora de acostumbrarse.

Gracias.

Figura 1: PIB per cápita en Japón, Corea del Sur y China: 1955-2015



Fuente: Penn World Tables v8.0, World Development Indicators

Tabla 1: Comparación en tasas de ahorro, inversión y consumo en Japón, Corea del Sur y China en distintos momentos del tiempo.

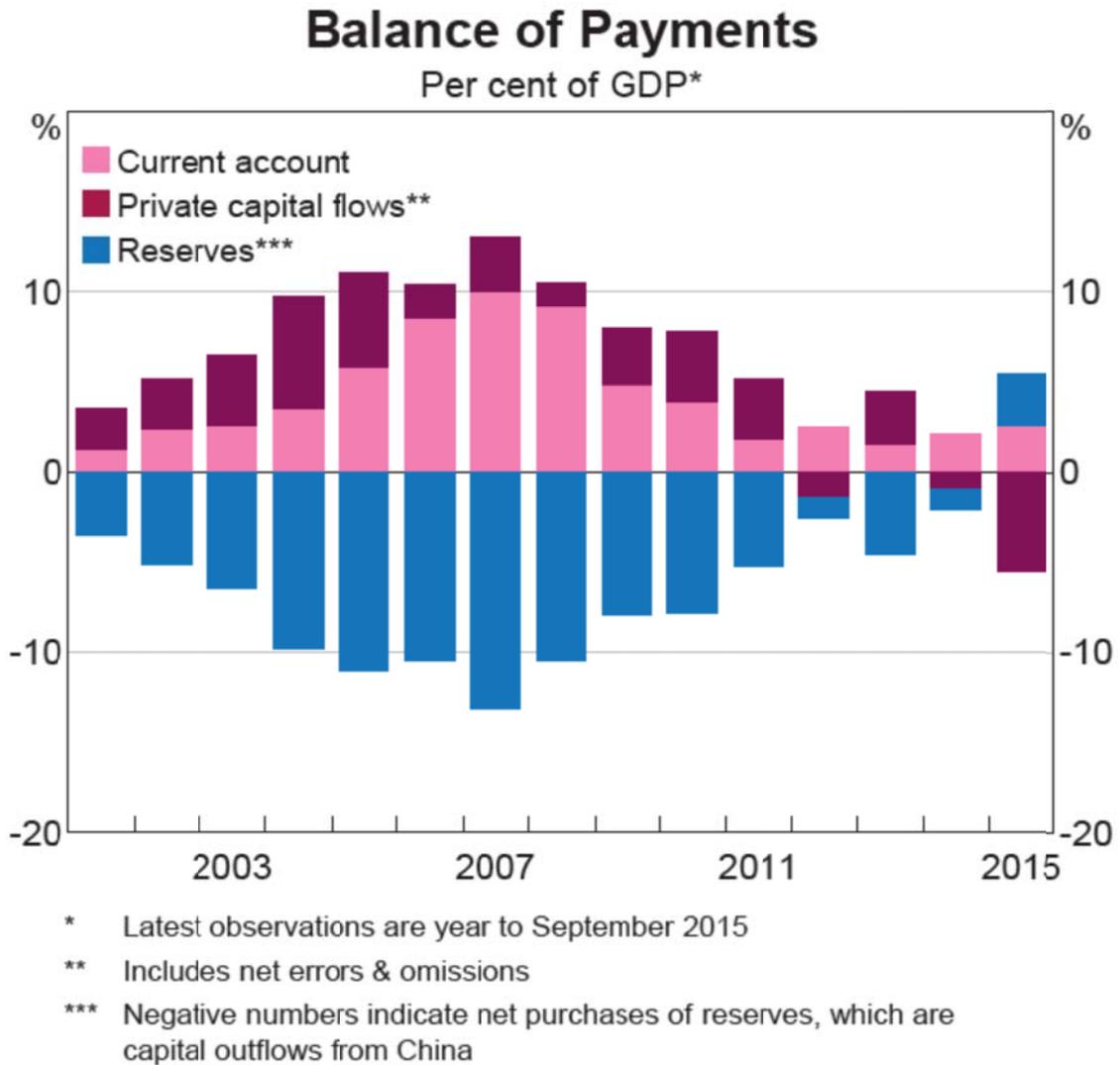
Table: Ahorro, Inversión y Consumo en China (% PIB)

	2012			t -6		
	China	Japón	Corea	China	Japón	Corea
Ahorro	<b>51.5</b>	18.8	33.8	<b>51.8</b>	35.6	33.8
Inversión	<b>46.5</b>	21.1	29.6	<b>47.3</b>	31.9	34.4
Consumo	<b>34.8</b>	60.7	52.2	<b>34.1</b>	56.8	55.3

Fuente: World Development Indicators

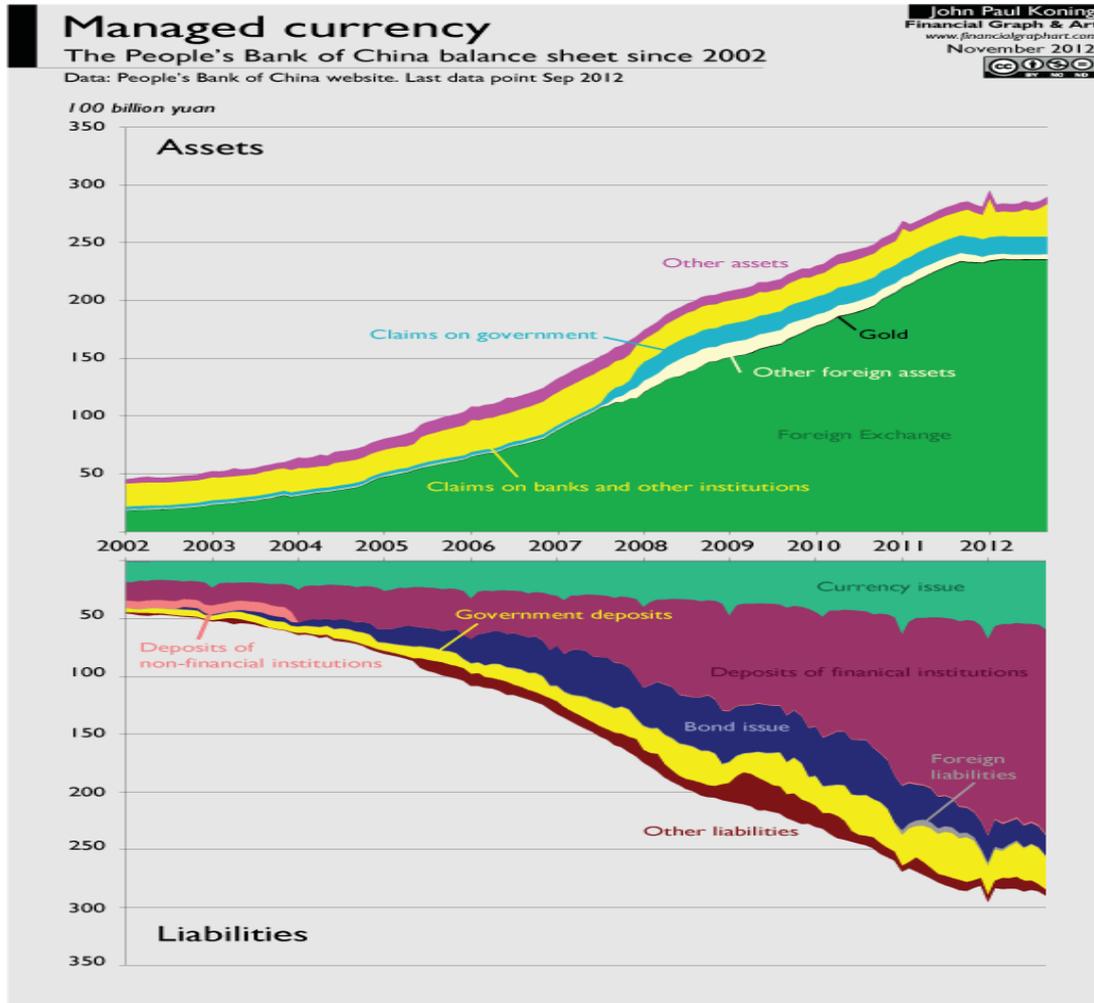
Nota: el año  $t$  se refiere al momento en el cuál se observa un cambio de tendencia en la tasa de crecimiento del producto en las distintas economías. Para Japón corresponde a 1973, para Corea del Sur a 1996, y para China se estima en 2020.

Figure 2: Acumulación de Reservas Internacionales en China y composición de ingresos netos de capitales: 2001-2015



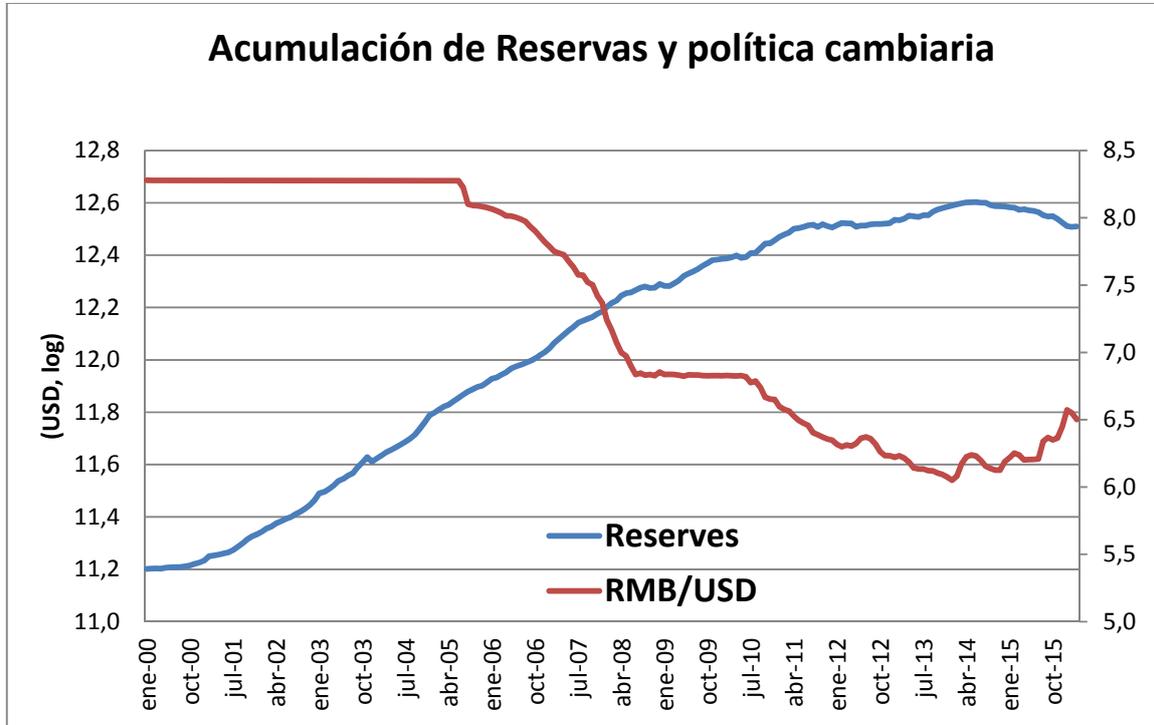
Fuente: Hatzvi, Meredith and Nixon, Chinese Capital Flows and Capital account Liberalisation, Royal Bank of Australia, 2015.

Figura 3: Composición de Activos y Pasivos del Banco Central de China: 2002-2012



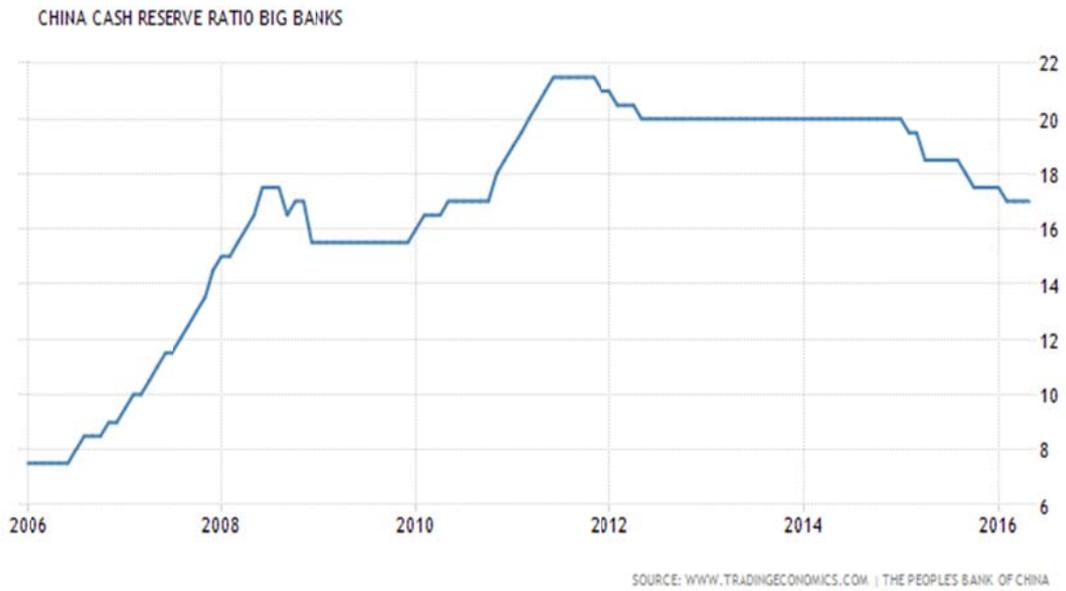
Fuente: John Paul Koning, November 2012

Figure 4: Trayectoria de la paridad RMB/USD y de las Reservas Internacionales en China: 2000-2015



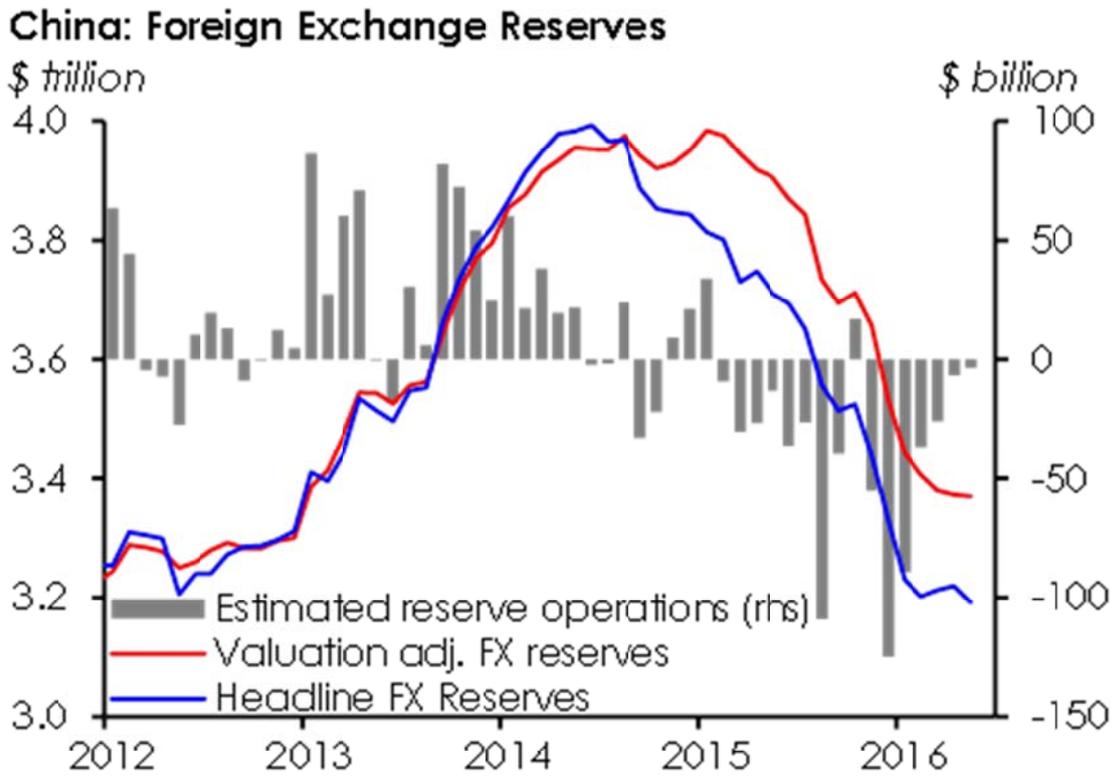
Fuente: FRED

Figura 5: Requerimientos de Reservas Bancarias en China: 2006-2016



Fuente: Trading Economics, People's Bank of China

Figura 6: Operaciones y efectos de valoración en la trayectoria de las reservas internacionales en China: 2012-2016



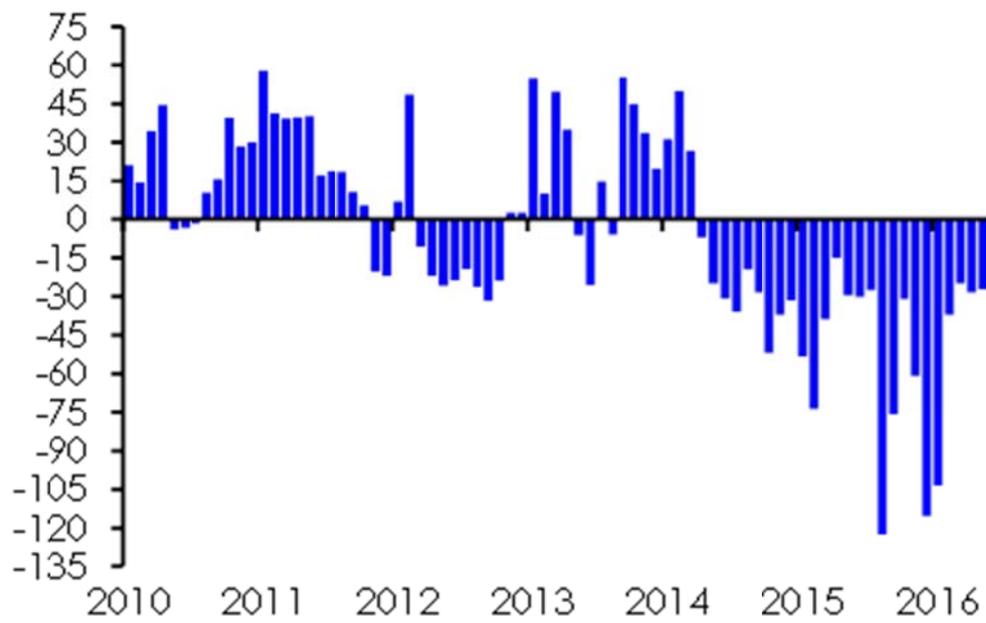
Source: SAFE, Bloomberg, IIF.

Fuente: IIF, China Capital Flows Tracker, June 8, 2016.

Figura 7: Flujos netos mensuales de capital de la cuenta financiera en China: 2010-2016

### IIF China Net Capital Flows Tracker

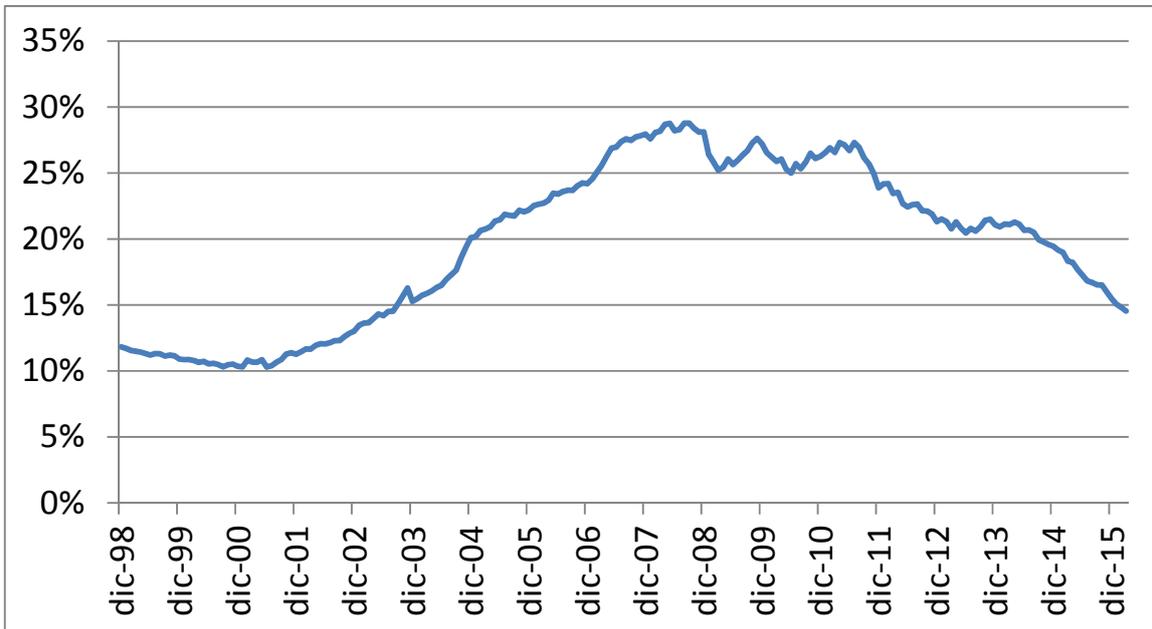
*\$ billion, monthly, financial account balance plus E&O*



Source: IIF.

Fuente: IIF, China Capital Flows Tracker, June 8, 2016.

Figura 8: Reservas Internacionales en China como porcentaje de M2



Fuente: FRED