

---

## macroeconomía del desarrollo

# **E**stados Unidos y China: ciclos económicos y políticas en un capitalismo maduro y uno naciente

Alejandro Ramos

Gunilla Ryd



NACIONES UNIDAS



División de Desarrollo Económico

Santiago de Chile, diciembre de 2005

Este documento fue preparado por Alejandro Ramos, Consultor de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL y por Gunilla Ryd, Oficial de Asuntos Económicos de la División de Comercio Internacional e Integración.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

---

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN impreso 1680-8843

ISSN electrónico 1680-8851

ISBN: 92-1-322844-9

LC/L.2461-P

N° de venta: S.05.II.G.208

Copyright © Naciones Unidas, diciembre de 2005. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

---

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N. Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

## Índice

---

<b>Resumen</b> .....	7
<b>I. Introducción</b> .....	9
<b>II. Fluctuaciones de la economía estadounidense</b> .....	11
A. La expansión de los noventa .....	12
B. Una recesión particular .....	17
C. La base de sustentación de las políticas frente a la crisis .....	21
D. Algunas características de la recuperación: endeudamiento y fragilidad del mercado laboral .....	26
E. “Bretton Woods II”: ¿Un nuevo esquema monetario mundial? .....	31
<b>III. China: analogías y diferencias entre los ciclos de auge y estabilización</b> .....	35
A. Evolución de las principales variables macroeconómicas ...	37
B. El papel de la política económica .....	45
B.1 La política fiscal .....	45
B.2 La política monetaria .....	48
B.3 La política cambiaria .....	50
<b>IV. Una mirada más cercana al presente auge en China</b> ...	53
A. Exportaciones, producción industrial e inversión .....	54
B. Sobreinversión sectorial, boom inmobiliario y escasez de materias primas .....	56
C. Ingreso de capitales, expansión monetaria, liquidez y solidez del sistema bancario .....	58
D. Dinámica del comercio exterior .....	65

<b>Bibliografía</b> .....	67
<b>Serie macroeconomía del desarrollo: números publicados</b> .....	71

## Índice de gráficos

Gráfico 1	Estados Unidos: evolución trimestral del PIB (1981-2005) .....	13
Gráfico 2	Estados Unidos: evolución trimestral del PIB, la inversión no residencial y el consumo final (1991-2005) .....	13
Gráfico 3	Estados Unidos: índices mensuales de bolsas seleccionadas (1990-2005) .....	16
Gráfico 4	Estados Unidos: evolución trimestral de las ganancias de las empresas domésticas no financieras (1990-2005) .....	16
Gráfico 5	Estados Unidos: evolución trimestral del uso de la capacidad instalada por Sectores (1990-2005) .....	17
Gráfico 6	Estados Unidos: indicadores de rentabilidad y de formación de capital fijo de las empresas domésticas no financieras (1990-2004) .....	18
Gráfico 7	Estados Unidos: comparación de recesiones y recuperaciones .....	20
Gráfico 8	Estados Unidos: evolución mensual de la actividad manufacturera y del sector de alta tecnología (1990-2005) .....	21
Gráfico 9	Estados Unidos: tasas de interés seleccionadas (1990-2005) .....	23
Gráfico 10	a) Estados Unidos: déficit en cuenta corriente, flujos oficiales y tipo de cambio real, 1990-2005 .....	24
	b) Estados Unidos: flujos financieros totales y flujos no oficiales (1990-2005) .....	24
Gráfico 11	Estados Unidos: evolución trimestral de algunos índices de precios (1990-2005) .....	26
Gráfico 12	Estados Unidos: indicadores fiscales seleccionados (1986-2005) .....	27
Gráfico 13	Estados Unidos: evolución trimestral del índice de precios de la vivienda (1990-2005) (1980=100) .....	28
Gráfico 14	Estados Unidos: evolución trimestral del stock de deuda y del PIB nominal según tipo de deudor (1990-2005) .....	29
Gráfico 15	Estados Unidos: creación mensual de puestos de trabajo (1990-2005) .....	31
Gráfico 16	China: evolución anual del PIB a precios constantes (1981-2005) .....	38
Gráfico 17	China: evolución del PIB, el consumo y la formación bruta de capital fijo en términos reales (1988-2005) .....	39
Gráfico 18	China: evolución del PIB y diferencia en el crecimiento real del ahorro y el consumo privado 1988-2005 .....	39
Gráfico 19	China: evolución de las exportaciones netas (1980-2005) .....	40
Gráfico 20	China: evolución de los componentes principales de la cuenta corriente de la balanza de pagos (1982-2005) .....	40
Gráfico 21	China: inversión extranjera directa, capital financiero y capital total (1982-2005) .....	41
Gráfico 22	China: variación y acervo de reservas (1982-2005) .....	41
Gráfico 23	China: evolución mensual de algunos precios (1988-2005) .....	42
Gráfico 24	China: gastos, ingresos y saldo fiscal (1980-2005) .....	46
Gráfico 25	China: evolución de la base monetaria y sus componentes principales (1987-2005) .....	47
Gráfico 26	China: evolución mensual de tasas de interés seleccionadas (1981-2005) .....	47
Gráfico 27	China: evolución de tipos de cambio reales seleccionados (1985-2005) .....	48
Gráfico 28	China: evolución mensual de la producción industrial y las exportaciones (1997-2005) .....	59
Gráfico 29	China: evolución mensual de la inversión nominal en activos fijos y de las ventas minoristas (2002-2005) .....	59

Gráfico 30	China: indicadores de deuda externa (1990-2005).....	60
Gráfico 31	China: evolución de los activos externos netos, la base monetaria y el crédito bancario (1995-2005) .....	60
Gráfico 32	China: evolución de los depósitos, el crédito y un indicador de la liquidez bancaria (1995-2005).....	61
Gráfico 33	China: evolución de la relación entre el capital y los depósitos bancarios (1995-2005) .....	61
Gráfico 34	China: evolución del saldo mensual del comercio de bienes (1993-2005) .....	62
Gráfico 35	China: evolución mensual de las importaciones, el precio de la soja y el precio de los minerales y metales (2001-2005).....	62



---

## Resumen

---

Durante buena parte de la década de los noventa, la economía de Estados Unidos registró una prolongada fase expansiva que finalizó con la recesión en 2001. Este periodo tuvo características particulares entre las que cabe destacar el papel fundamental que jugó la formación de capital, sobre todo en el sector de alta tecnología. El vigor de la inversión impulsó un crecimiento importante del producto, del consumo y del empleo, pero también sustentó un largo periodo de exuberancia bursátil y de apreciación del dólar. Esta expansión no fue, pues, ajena a la generación de importantes desequilibrios, tanto en el sector externo, al elevar el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, como en la esfera financiera, donde causó un aumento del endeudamiento y del precio de algunos activos. Hay cierta evidencia que permite caracterizar este auge en Estados Unidos como marcado por una sobreinversión de capital. El agotamiento de la expansión se manifestó por una caída de las ganancias de las empresas que terminó afectando los índices bursátiles y provocó, a la postre, una fuerte caída en la inversión. Para contrarrestar los efectos recesivos de ese desenlace, a partir de 2001 las autoridades ensayaron una política fiscal y monetaria expansiva extraordinaria. Se aceleró el gasto fiscal, al tiempo que el debilitamiento de la actividad y las reducciones impositivas contrajeron los ingresos del gobierno, lo cual convirtió el superávit acumulado durante los noventa en un considerable déficit.

Paralelamente, la tasa de interés alcanzó mínimos no registrados en décadas. La política monetaria expansiva permitió que el consumo

reemplazara a la inversión como variable dinámica de la economía. En su conjunto, el esquema contribuyó a elevar aún más el endeudamiento de las familias y del gobierno, mientras que las empresas lograban mejorar su balance financiero, gracias a la caída en la tasa de interés y el crecimiento de las ganancias; en términos netos, el endeudamiento de Estados Unidos respecto al resto del mundo aumentó en este periodo. Aunque estas medidas se demostraron exitosas para evitar una profundización de la recesión iniciada en 2001, es claro que crearon espacios de vulnerabilidad en la economía estadounidense, en especial en lo atinente al alto grado de endeudamiento y a la solidez futura del dólar. Cabe notar que la estrategia de estímulo ha descansado fuertemente en la existencia de una amplia liquidez internacional y, en especial, en considerables flujos oficiales, gracias a los cuales ha sido posible pagar bajas tasas de interés por el financiamiento requerido para cubrir los déficits estadounidenses. El cambio de orientación en la política monetaria, producido a mediados de 2004, detuvo la depreciación del dólar pero también comenzó a restar vitalidad a los factores que estimularon una recuperación que, en realidad, no ha terminado de consolidarse, como lo muestra la lenta creación de empleo y el relativo escaso dinamismo de la inversión no residencial. Las presiones inflacionarias, provenientes del encarecimiento de los recursos energéticos y de otras materias primas, se han visto en buena parte compensadas por tendencias deflacionarias heredadas de la fase de sobreinversión, o bien resultantes de la aguda competencia internacional imperante, sobre todo en productos industriales.

Las políticas adoptadas en Estados Unidos tuvieron importantes repercusiones sobre el resto de la economía mundial y, en particular, sobre China. En 2003, este país comenzó a presentar un patrón de crecimiento centrado en la inversión con ciertas analogías, pero también con muchas diferencias, al que experimentó entre 1991-1993. En el trienio 2003-2005, la transmisión de los estímulos provenientes de la política económica estadounidense a la economía de China se producen no solo por la vía del dinamismo de sus importaciones, sino también a través de la expansión de la liquidez derivada de la política monetaria estadounidense. En particular, China ha registrado una abundante entrada neta de capital financiero la cual se ha conjugado con el saldo superavitario de la cuenta corriente de su balanza de pagos para provocar una gran expansión monetaria, solo parcialmente contenida por políticas de esterilización. Así, los efectos monetarios de los “superávits gemelos” de China son el factor catalizador de un proceso sobreinversión de capital que afecta a varios sectores de esa economía y que agudiza el exceso de producción que ya se verifica a escala global. A este factor de naturaleza externa deben agregarse, ciertamente, componentes internos del auge, tales como la alta liquidez del propio sistema bancario y las enormes expectativas de rentabilidad que se depositan en estas inversiones, así como en otros factores. La política económica practicada por las autoridades chinas en este periodo, que ha impuesto fuertes restricciones directas a la expansión de la inversión y el crédito y ha aplicado algunos instrumentos monetarios, solo ha logrado dispersar parcialmente la energía que impulsa esta fase de auge, y lo ha hecho complicando aún más la ya frágil situación financiera de la banca. A diferencia de lo ocurrido a principios de los noventa, sin embargo, el crecimiento vertiginoso de la inversión no se ha traducido ni en crisis del sector fiscal o externo, ni en presiones inflacionarias de considerable entidad.

El trabajo pretende mostrar, pues, que tanto la historia económica reciente de Estados Unidos — un capitalismo maduro— como la de China —un capitalismo naciente— registran procesos de acumulación excesiva de capital respecto a su rentabilidad efectiva. Es conocido que en experiencias históricas previas, estas fases de sobreinversión fueron seguidas por otras en la que el crecimiento económico es menor, hay una baja utilización de la capacidad instalada y fracciones importantes del capital, real y financiero, se desvalorizan, en ocasiones abruptamente. La coyuntura más reciente estaría indicando la reaparición de este fenómeno cíclico del sistema, una de sus marcas genéticas que había permanecido casi invisible por mucho tiempo. El que la política económica de Estados Unidos haya sido parcialmente exitosa hasta ahora en evitar las consecuencias más dramáticas de este proceso, y de que en China se haya logrado suavizar en algo el auge de inversión, no debería ocultar, sin embargo, que los desequilibrios —déficit gemelos en el primer caso y superávits gemelos en el segundo— conllevan tensiones y entrañan importantes vulnerabilidades de la economía mundial.



## I. Introducción

---

El propósito de ese trabajo es presentar un recuento de la evolución macroeconómica reciente de Estados Unidos y China, los dos polos más dinámicos de la economía mundial en la actualidad, así como de su interrelación. Con el estallido de la crisis asiática en 1997 se inició una etapa de ajustes en la economía mundial que tuvo como episodio culminante la breve recesión que experimentó Estados Unidos en 2001. En esos años, el bajo crecimiento y la inestabilidad imperantes en la economía mundial afectaron negativamente a varios países latinoamericanos y del Caribe, en algunos casos hasta contribuir a desencadenar crisis catastróficas. A partir de 2003, sin embargo, comenzó a hacerse evidente que se estaba produciendo una recuperación cuya principal novedad era la presencia de un “segundo motor” del crecimiento mundial, como comenzó a llamarse a la fuerte demanda de materias primas y otros productos primarios proveniente de China. Este país iniciaba en esos momentos una fase de auge que en algunos aspectos recordaba la que había experimentado a principios de los noventa, pero que presentaba ahora aspectos mucho más positivos para el crecimiento mundial, dado el vigor con que el estímulo de su demanda se transmitía a otros países. Desde entonces el impulso proveniente de las importaciones chinas ha sido esencial para la recuperación del sector externo de algunas economías de la región —aquellas abundantes en recursos naturales— hecho que ha estimulado en no poca medida el mejoramiento de sus indicadores financieros y de actividad. En contraste, la fortaleza competitiva de China ha afectado negativamente el desempeño de otros países, en particular aquellos especializados en bienes industriales intensivos en trabajo no calificado.

En estos años, pues, puede decirse que la coyuntura macroeconómica de China se ha convertido, junto con la de Estados Unidos, en un factor determinante del desempeño económico de la región. Y de allí la utilidad que encontramos en presentar de manera sistemática los principales rasgos de la historia macroeconómica reciente de ambos países. Aunque el documento tiene un énfasis más informativo que analítico, se ha intentado comprender el decurso temporal de estas dos economías como resultado de desequilibrios inherentes al proceso de acumulación de capital. En particular, se ha tratado de mostrar como, tanto en la economía estadounidense durante los noventa, como en la de China a principios de esa década y en la actualidad, se han producido procesos de sobreinversión que difícilmente pueden interpretarse como resultantes de presuntos factores exógenos y con efectos meramente transitorios. También se ha puesto cierto énfasis en las relaciones que vinculan la coyuntura macroeconómica de ambos países tanto en sus aspectos financieros como comerciales, y en las analogías y diferencias existentes entre la fase de auge que experimenta hoy China y las que vivió en los ochenta y principios de los noventa. El documento presenta abundante material estadístico que creemos apto para visualizar la evolución macroeconómica de estos dos países desde principios de los noventa. Se ofrece, de este modo, una perspectiva de mediano plazo en la cual pueden ubicarse los principales problemas de la coyuntura actual. El grueso de la información estadística presentada se cierra a fines del año 2005. Agradecemos a Daniel Heymann, a Osvaldo Kacef y a Juan Alonso Hierro por su paciente lectura y agudos comentarios a un primer borrador de este trabajo; la responsabilidad del resultado final es, sin embargo, solo de los autores.

## II. Fluctuaciones de la economía estadounidense

---

La última recesión que afectó a los Estados Unidos, verificada en 2001 y con una duración de tres trimestres, presentó algunas peculiaridades tanto en cuanto a su intensidad como respecto a sus características cualitativas. En primer lugar, aunque el crecimiento del PIB se acercó a cero, no llegó a ser negativo para el conjunto del año. En segundo lugar, el componente de la demanda agregada que sufrió una fluctuación más marcada fue la inversión no residencial, cuyo comportamiento negativo se prolongó durante todo el año 2001 y prosiguió hasta la mitad de 2003. En cambio, en contraste con recesiones previas en las que se registraron caídas del consumo y la inversión, en esta el consumo sólo experimentó una desaceleración.

Estos rasgos son resultado de factores presentes en la fase de auge que sucedió a la recesión del 1991 y en la modalidad que revistió la crisis y recuperación subsiguientes. En particular, cabe notar la intensidad que experimentó el crecimiento de la inversión (medida por la inversión bruta privada), la cual alcanzó una tasa promedio del 8,7% anual entre 1992 y 2000, una cifra superior a la registrada en el período previo de crecimiento (1983-1989) cuando alcanzó un 6,2% por año. Aunque al dinamismo de la acumulación de capital se agregó una sostenida expansión del consumo, sobre todo durante la segunda mitad de la década, el crecimiento de los noventa estuvo caracterizado por un fuerte impulso de la inversión. La razón de esta diferencia en el comportamiento de la formación de capital con respecto al auge previo

debe buscarse en el profundo cambio tecnológico producido en esos años, asociado a la propagación de un nuevo paradigma productivo centrado en las tecnologías de la información. Pero, además de la disponibilidad de esas nuevas tecnologías, la economía de Estados Unidos se vio favorecida durante los noventa por un notorio aumento en los flujos de capital desde el exterior, tanto en forma de inversión extranjera directa como compras de bonos y acciones. Estas compras, como se sabe, contribuyeron a un crecimiento sin precedentes en las bolsas, a su “exuberancia irracional”—según la conocida expresión de Alan Greenspan—, y a la fuerte apreciación que experimentó el dólar. Aunque la vitalidad de este auge dio lugar a la idea de que se había implantado en Estados Unidos una “Nueva Economía”, prácticamente inmune a fluctuaciones cíclicas, la recesión de 2001 desmintió esta idea. Las características de la recuperación posterior han estado, también, marcadas por particularidades relacionadas con la posición que ocupa Estados Unidos en la economía mundial y por la disponibilidad de varios países a financiar con su ahorro las políticas extraordinariamente expansivas que ejecutaron las autoridades estadounidenses para evitar una profundización del ajuste.

## A. La expansión de los noventa

La recesión del 2001 pone fin al más largo período de auge registrado en los Estados Unidos durante el último medio siglo.<sup>1</sup> Este tuvo una duración cercana a los diez años, lo cual excede ampliamente el promedio de las anteriores fases expansivas recientes, que no supera media década. Si se parte del año 1992, la economía estuvo creciendo en forma sostenida durante cuarenta trimestres a una tasa promedio cercana al 3,7% (véase el gráfico 1). Los factores que impulsaron dicho crecimiento son también particulares ya que la expansión se explica sobre todo por la inversión fija y, en especial, por las aceleradas adquisiciones de equipo y software. Se observa que, mientras el consumo creció en promedio entre 1992 y 2000 a una tasa del 3,9%, la inversión en equipos y software lo hizo al 11,5%, y la inversión residencial al 7,5% (véase el gráfico 2). Si bien en la segunda mitad del siglo XX, otros períodos de auge estuvieron mucho más marcados por un dinamismo más equilibrado del consumo y la inversión, en los noventa esta última variable exhibió un crecimiento desproporcionado frente al consumo. Pero, aparte de la intensidad que revistió la acumulación de capital, esta fue muy prolongada. La diferencia entre la tasa de crecimiento de la inversión no residencial y la del PIB permaneció siendo positiva por un total de treinta y cinco trimestres (entre el tercero de 1992 y el primero de 2001) mientras que en auges previos (por ejemplo en los sesenta) nunca se superaron los veinte trimestres.

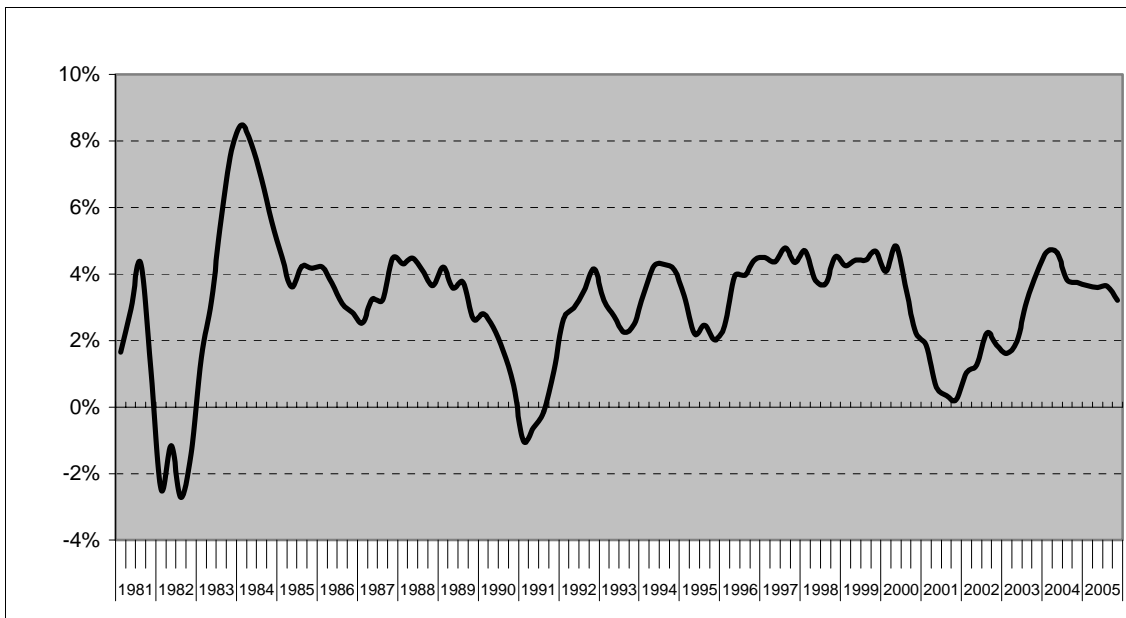
En el origen del auge de los noventa pueden encontrarse varios factores que cabe destacar. En primer lugar, al terminar la Guerra Fría, la economía estadounidense se encontró con una considerable disponibilidad de recursos (“dividiendo de la paz”) que pudieron dirigirse hacia la economía civil, y que se tradujeron en crecientes inversiones y aliviaron presiones fiscales. También debe mencionarse el hecho de que el auge fue precedido por un largo período de depreciación del dólar que se prolongó desde mediados de los ochenta y que solo finalizó en 1995.

En este lapso, el dólar acumuló una depreciación en términos reales efectivos de 51% lo cual otorgó a las empresas estadounidenses una mayor competitividad y redujo la presión sobre las cuentas externas. Adicionalmente, el precio del petróleo mantuvo una tónica bajista durante casi toda la década, contribuyendo a atenuar presiones inflacionarias.

---

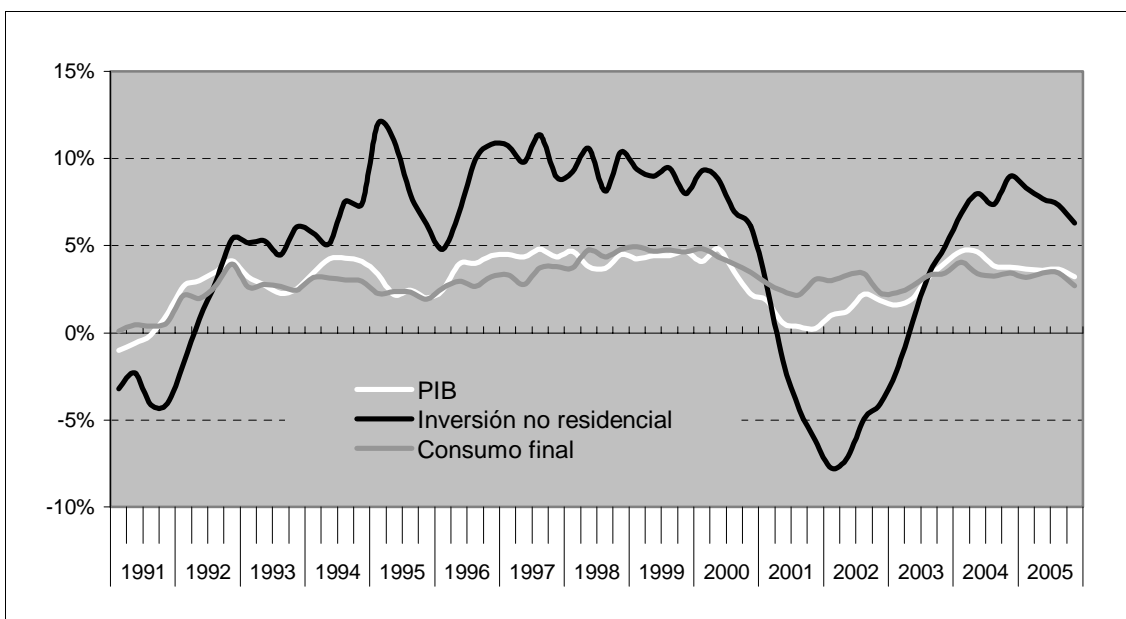
<sup>1</sup> Una visión más amplia de este período se encuentra en Ryd, G., Estados Unidos: ¿Una nueva economía o más de lo mismo? CEPAL, Serie de Estudios Estadísticos y Prospectivos No 26, diciembre 2003; un relato esclarecedor de las características de la “Nueva Economía” se encuentra en Palazuelos, E., Estados Unidos: esplendor y oropel de la Nueva Economía. Del auge a la recesión, en Palazuelos E., y Vara, M.J. (editores), Grandes áreas de la economía mundial, Ariel Economía, Barcelona, 2002, pp. 67-100.

**Gráfico 1**  
**ESTADOS UNIDOS: EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DEL PIB (1981-2005)**  
 (tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos del Bureau of Economic Analysis.

**Gráfico 2**  
**ESTADOS UNIDOS: EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DEL PIB, LA INVERSIÓN NO RESIDENCIAL Y EL CONSUMO FINAL (1991-2005)**  
 (tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos del Bureau of Economic Analysis.

Estas condiciones fueron, pues, un marco muy favorable para la progresiva implementación del nuevo paradigma tecnológico, representado por las tecnologías de información, lo cual no solo requería fuertes inversiones en una gama muy amplia de procesos productivos, de distribución y de

consumo, sino que también comenzó a instalar expectativas en muchos agentes de fabulosos e interminables crecimientos de la rentabilidad. Es decir, el proceso comenzó a retroalimentarse sobre la base de mejoras continuas en las previsiones de crecimiento de las ganancias basadas en la progresiva difusión del nuevo paradigma tecnológico. Esto se reflejó en un crecimiento sostenido de los activos bursátiles en el cual, previsiblemente, el mayor dinamismo correspondió a las acciones tecnológicas, aumentando el índice NASDAQ en promedio al 34% anual entre 1995 y el primer trimestre del 2000 cuando alcanzó su máximo (véase el gráfico 3).

El incremento de los valores bursátiles se produjo en paralelo con un importante endeudamiento de las empresas y comenzó a repercutir en el consumo vía un efecto riqueza derivado de la percepción de mayores ingresos futuros asociados al crecimiento en el precio de las acciones. La expansión del consumo, a su vez, daba nuevo impulso a la inversión, reforzando el carácter autosostenido del auge. Este período podría caracterizarse como liderado por un impulso de oferta más que de demanda, como había sucedido en las otras expansiones de los últimos cincuenta años que revestían, si puede decirse, rasgos más “keynesianos”. El auge de los noventa, en contraste, guarda cierto parecido con expansiones capitalistas más “clásicas”, como las registradas en Inglaterra y los mismos Estados Unidos en el siglo XIX, durante las cuales la implantación de un nuevo paradigma tecnológico (por ejemplo, los ferrocarriles) desencadenaba un abrupto proceso de crecimiento centrado en la inversión y del cual se salía al constatarse que se había producido una sobreacumulación de capital y un endeudamiento excesivo de las empresas. Este auge guarda, pues, ciertas analogías con estos procesos, en este caso con los “animal spirits” —para usar la conocida terminología de Keynes— estimulados por la percepción de oportunidades extraordinarias de ganancia, derivadas de las nuevas tecnologías de la información que se estaban difundiendo.<sup>2</sup> Es decir, en buena parte de los noventa, Estados Unidos vivió lo que algunos autores denominan una “euforia” inversora, o incluso una “manía”.<sup>3</sup> La idea de que se había creado una “Nueva Economía”, en la cual un círculo virtuoso enlazaba el crecimiento en la productividad, los ingresos, el bajo desempleo y la baja inflación, fue consagrada en el Economic Report of the President de 2001, justo el año en que se registró la recesión. Aunque, este informe no afirmaba que la “Nueva Economía” era inmune a tensiones cíclicas, otros analistas y gran parte de la opinión pública si lo creían así.

Que la percepción de ganancias futuras anormales no se limitó a las empresas estadounidenses fue patente en el hecho de que uno de los aspectos coadyuvantes del auge inversor

<sup>2</sup> En su Teoría General, Keynes discute las causas que llevan a los individuos a emprender acciones que tienen repercusiones de largo plazo, tales como la inversión. Dentro de una perspectiva esencialmente subjetivista, argumenta que la naturaleza humana tendría una característica dual: por una parte, frente a este tipo de decisiones los individuos ejercitan un cálculo racional, es decir, tratan de ponderar con la escasa información que tienen a mano los riesgos matemáticos de tales emprendimientos. Pero, por otra, los individuos poseen un componente, quizás más fundamental, de “espontáneo optimismo” que los mueve a la acción más allá que a la inacción y que los impulsa a tomar decisiones más allá de los resultados de sus cálculos racionales, o incluso en ausencia de ellos cuando no haya elementos para efectuarlos. Estos “animal spirits” son pasibles de fuertes estímulos en entornos que generen creencias y expectativas carentes de fundamento racional y que pueden llevar a oleadas de fiebre inversora que después se demuestran subóptimas. Simétricamente, ante cambios en el entorno, los inversores pueden caer en estados de extremo pesimismo. Es relevante contrastar esta posición de Keynes con el fuerte reduccionismo “racionalista” que impera en mucha de la macroeconomía más reciente, donde el individuo se identifica sin más con un autómata optimizador omnisciente, análogo a un dios que conoce el pasado, el presente y el futuro, ya sea de manera determinística o probabilística. Véase, J.M. Keynes, *General Theory of Employment, Interest and Money*, MacMillan and Co., London, 1936, pp. 161-163.

<sup>3</sup> En su conocido libro *Manias, Panics and Crashes*, Kindleberger caracteriza las “euforias” o “manías” como estados del mercado con un fuerte componente de “irracionalidad”. El autor refiere al modelo de Hyman Minsky, en el cual el estado de euforia es inducido por un “desplazamiento”, un cambio en el ambiente que hace crecer exageradamente la confianza y el optimismo, a tal grado que las entidades financieras comienzan a aceptar como tolerables indicadores de balance con muy baja liquidez y grandes pasivos en relación a los recursos propios. Cabe agregar que, en realidad, el término “irracionalidad” no debería ser entendido en el sentido patológico de la palabra sino más bien en alusión a situaciones en las que los individuos disponen de escasísima información para poder ejercer lo que la teoría neoclásica considera, de manera reduccionista, un comportamiento “racional”, es decir, aquel destinado a optimizar alguna variable en contextos de certidumbre, o de procesos más o menos estacionarios, o con algún grado de previsibilidad. En este sentido, la naturaleza del proceso de acumulación de capital, con su opacidad y alto grado de incertidumbre, es un fenómeno en el cual la aproximación neoclásica a la realidad económica se demuestra particularmente irrelevante, incluso en versiones elaboradas.

fue el flujo de capitales externos dirigidos a la adquisición de activos reales en Estados Unidos, los cuales contribuyeron a la financiación del creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Por supuesto, muchos de estos flujos no estaban determinados por meras expectativas subjetivas respecto al rendimiento del capital real, sino por circunstancias más palpables de corte financiero y cambiario. Tal es el caso del llamado “carry trade” con el yen, uno de los mecanismos destacados de financiación y de creación de liquidez en Estados Unidos en estos años. El “carry trade” consiste en operaciones de arbitraje financiero motivadas por el amplio diferencial de rendimiento abierto con nitidez hacia mediados de los noventa gracias a la política ultralaxa practicada por el Banco de Japón, aunada a aquella que busca contener la apreciación del yen, condiciones que favorecen el endeudamiento en yenes y el correlativo ingreso de capitales y la expansión de la liquidez en Estados Unidos. Debido a lo prolongado del periodo deflacionario en Japón, este mecanismo se ha mantenido vigente hasta la actualidad.<sup>4</sup> Entre 1995 y 2002, los flujos de capital hacia Estados Unidos provocaron una fuerte apreciación real del dólar, que alcanzó un 46%, lo que contribuyó a su vez a la valorización de los activos estadounidenses en esos años.

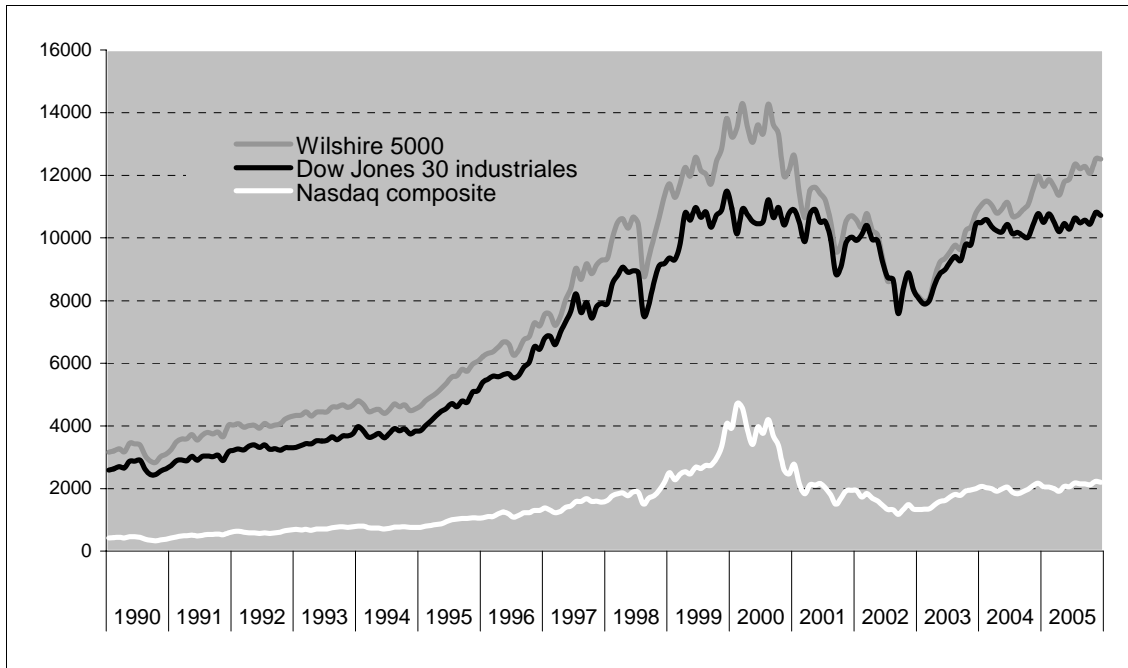
La trayectoria del ciclo de los noventa queda bien representada por la evolución de varios indicadores. Ya se mencionó que la inversión jugó un papel protagónico en el auge como muestra su dinamismo en relación al del PIB (véase nuevamente el gráfico 2). Adicionalmente, las ganancias aumentaron sostenidamente entre 1992 y 1997 para luego iniciar una caída prolongada (véase gráfico 4). De manera más o menos paralela, la utilización de la capacidad instalada en la industria manufacturera es muy alta hasta el año 2000 y particularmente intensa en el sector de alta tecnología que es el gran proveedor de los bienes sobre los que se centra el crecimiento en esos años (computadores, equipos de comunicación y semiconductores) (véase gráfico 5). Las bolsas se sostienen poco más de dos años después de que las ganancias comenzaron a flaquear, ya que su drástica caída se produce recién a partir del segundo trimestre del 2000 (véase nuevamente el gráfico 3). Los prolegómenos de la recesión pueden situarse en la aparición de una tasa negativa en el crecimiento de las ganancias a partir de 1998, indicador que solo vuelve a pasar a terreno positivo en 2002. También en 1998 comienza a registrarse una leve desaceleración de la inversión no residencial, variable que prácticamente se desploma a fines del 2000, año en que el uso de la capacidad instalada y la producción industrial sufren fuertes caídas. Todo esto converge en una recesión que se inicia en marzo del 2001.

---

<sup>4</sup> Sobre este tema, véase, por ejemplo, Pasek, W., *Japan boom may explode yen-carry trade*, Bloomberg, 22 de febrero, 2006.

Gráfico 3

**ESTADOS UNIDOS: ÍNDICES MENSUALES DE BOLSAS SELECCIONADAS (1990-2005)**

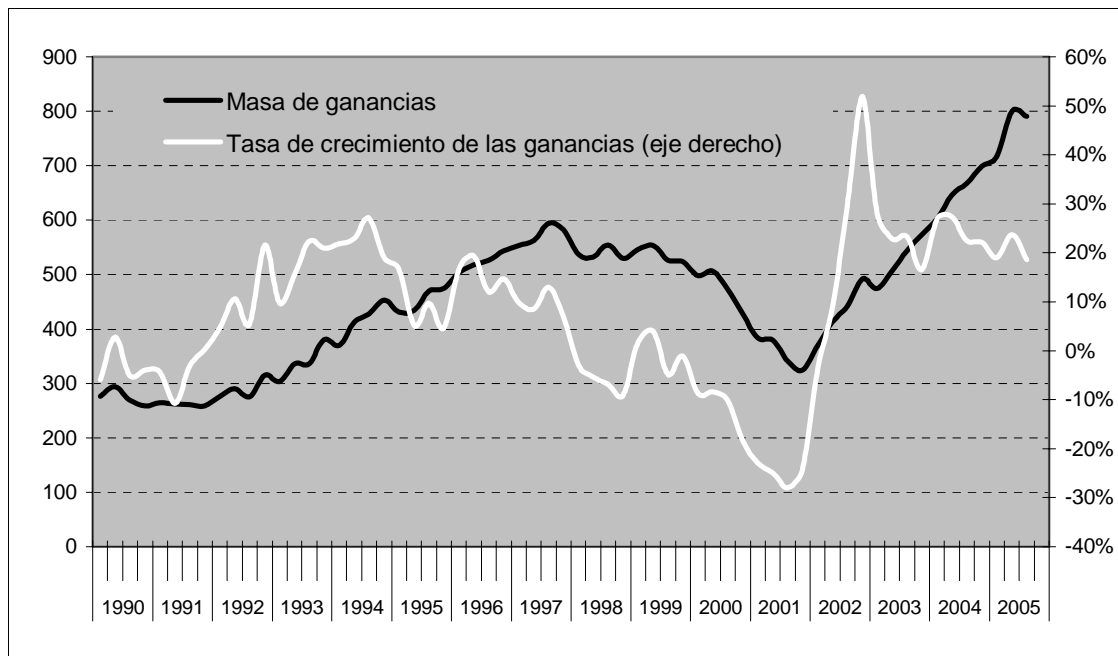


Fuente: Elaboración propia con datos del Yahoo.Finance.

Gráfico 4

**ESTADOS UNIDOS: EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE LAS GANANCIAS DE LAS EMPRESAS DOMÉSTICAS NO FINANCIERAS (1990-2005)**

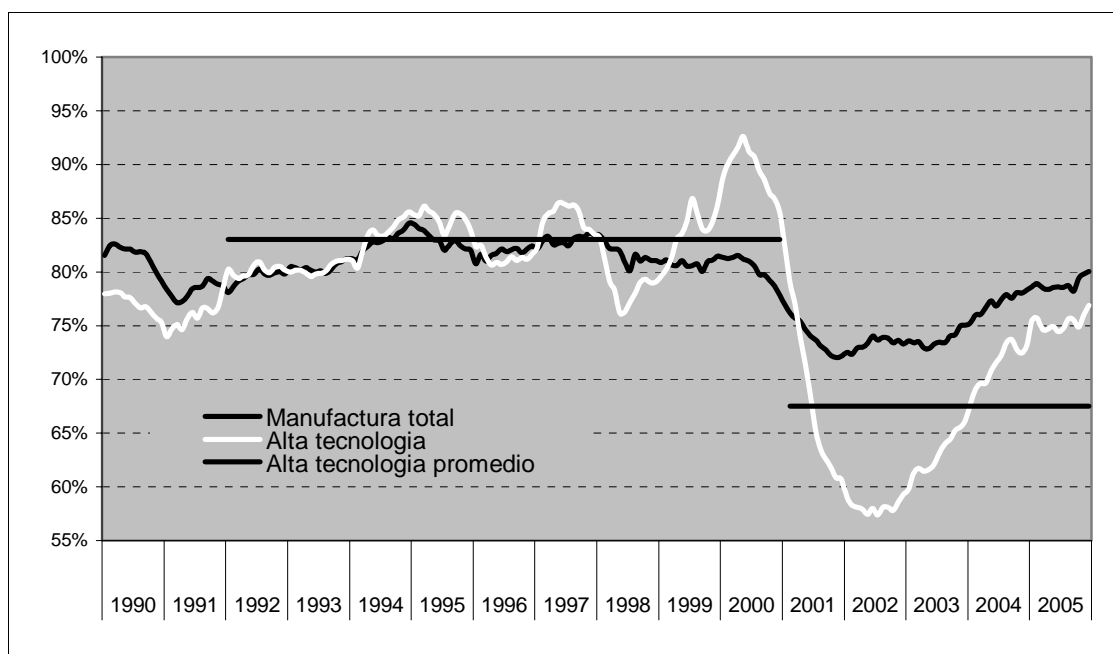
(en miles de millones de dólares y tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos del Bureau of Economic Analysis.



**Gráfico 5**  
**ESTADOS UNIDOS: EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DEL USO DE LA CAPACIDAD**  
**INSTALADA POR SECTORES (1990-2005)**  
*(en porcentajes)*



Fuente: Elaboración propia con datos del Federal Reserve System.

## B. Una recesión particular

La asociación entre fuerte inversión, ganancias crecientes y alto uso de la capacidad instalada en un sector (en este caso, el relacionado con las nuevas tecnologías de información) durante una etapa, y la posterior abrupta reversión de esta tendencia, con el consiguiente impacto sobre la actividad global y la aparición de capacidad productiva excedentaria durante un período más o menos prolongado, es lo que permite caracterizar este ciclo como marcado por una sobreinversión de capital. Más específicamente, durante los noventa, la economía estadounidense atravesó una etapa en la cual la formación de capital fue excesiva si se la relaciona con su propio rendimiento (véase el gráfico 6). Hasta 1997, la tasa de ganancia<sup>5</sup> se mantuvo creciendo de manera sostenida, pero a partir de ese año comenzó a descender y no se recupera si no es después de la recesión de 2001. A la vez, si se estima la ganancia “marginal”,<sup>6</sup> puede verse que esta tiene una trayectoria decreciente desde 1994 y se hace negativa en 1997. A pesar de esta señal desfavorable, el crecimiento del acervo de capital fijo (medido en términos reales) sigue acelerándose hasta el año 2000, cuando recién comienza a experimentar una corrección. Es decir, puede verse que a partir de un periodo extenso que precede a la recesión, los aumentos en el acervo de capital no generaban ya aumentos adicionales en la ganancia, a pesar de lo cual eran llevados a cabo. La creación de capacidad productiva adicional, en realidad, reducía la rentabilidad del capital. Es plausible pensar que, si la rentabilidad no se hubiera logrado recuperar con rapidez después de la corta recesión que siguió, las empresas hubieran visto seriamente comprometida su capacidad de servir las deudas contraídas y, por tanto, obligadas a entrar en un proceso de liquidación de activos,

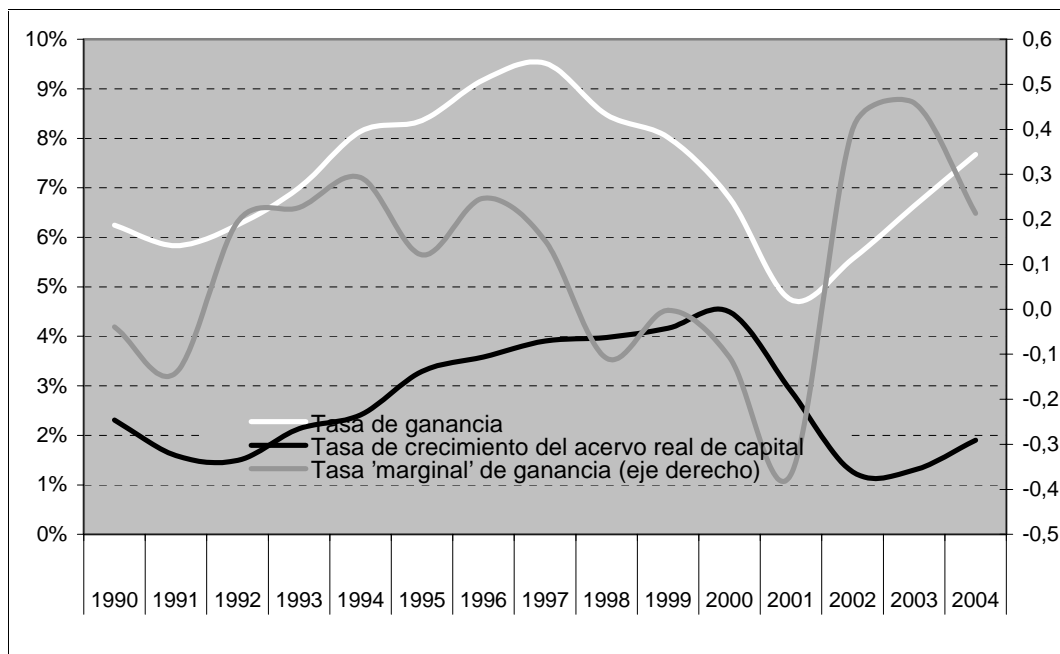
<sup>5</sup> Medida como la relación entre las ganancias del conjunto de las empresas no financieras domésticas y el acervo agregado neto de capital fijo de esas mismas entidades, ambas en términos nominales.

<sup>6</sup> Se trata de la relación entre las variaciones anuales de las ganancias y las del acervo de capital, tal y como se definen en la nota precedente. No se trata propiamente de una ganancia marginal porque corresponde a variaciones discretas en ambas variables.

en medio de una agudización de la competencia y de presiones deflacionarias. Secuencias como estas han ocurrido en otros procesos correctivos precedentes.

**Gráfico 6**

**ESTADOS UNIDOS: INDICADORES DE RENTABILIDAD Y DE FORMACIÓN DE CAPITAL FIJO  
DE LAS EMPRESAS DOMÉSTICAS NO FINANCIERAS (1990-2004)**  
(tasas anuales de variación y coeficientes)



**Fuente:** Elaboración propia con datos del Bureau of Economic Analysis.

Sin embargo, a diferencia de otros ejemplos históricos, la recesión subsiguiente en Estados Unidos fue muy corta y poco profunda ya que duró sólo tres trimestres según la estimación que efectúa el National Bureau of Economic Research, y no llegó a producir una tasa anual negativa del PIB en el año 2001. Durante el año precedente se había producido una fuerte corrección en los indicadores bursátiles que acumularon pérdidas del 33% en caso de los índices Standard & Poors y Wilshire 5000 durante 2001 y 2002, y de un impresionante 70% en el caso del NASDAQ. El deterioro en la rentabilidad de las empresas que se visualiza a partir de 1997 es el que en definitiva desinfló las expectativas alcistas sobre las que se había montado el crecimiento de los valores bursátiles, aunque seguramente también tuvo que ver en esto el alza en la tasa de interés de la Reserva Federal que se produce en 1999. Cabe recordar que, en medio del mercado bajista que se instala esos años, estallan varios escándalos financieros vinculados a prácticas de “contabilidad creativa” con ocultamiento de pasivos, sobreestimación del capital, manipulación de precios accionarios, etc. El primero de estos escándalos fue el de Enron, a fines de 2001, seguido por otros hasta el presente. Los ataques de setiembre de 2001 introdujeron un componente adicional de incertidumbre en la economía estadounidense y mundial.

Es interesante examinar algunos rasgos distintivos, respecto a episodios recesivos precedentes, de la coyuntura que comienza a atravesar la economía de Estados Unidos a partir de 2001. En primer lugar, como hemos visto, se trató de una recesión que cierra un periodo de sobreacumulación de capital, centrada en el sector de alta tecnología. No consistió, pues, de un ajuste producido después de un exceso de consumo sino, más bien, de un exceso de inversión derivado de las expectativas extraordinarias de ganancia generadas por la implantación de las nuevas tecnologías de información, y facilitada por el flujo de capitales hacia los Estados Unidos.

La característica de este periodo es el haber creado capacidades productivas en exceso y de allí que esté asociado, al igual que la fase subsiguiente con algunas presiones deflacionarias. En los momentos inmediatos a la recesión se recabó evidencia directa sobre la existencia de capacidad excedentaria en los sectores asociados a las actividades de alta tecnología. Por ejemplo, en el Economic Report of the President de 2002 se afirmaba que: “Algunas empresas, especialmente en el sector de tecnologías de la información y las comunicaciones pueden haber sobreestimado el potencial de la “Nueva Economía” y por tanto invirtieron en exceso en capacidad productiva... La evidencia empírica indica que en el año 2000 se generó un exceso de capital. Este era modesto para el promedio de la economía pero varios tipos de equipo de capital tales como servidores, enrutadores, conmutadores, cableado óptico, así como grandes camiones de transporte, resultaron muy afectados. De cualquier manera, en el último año y medio la combinación de la reducción de los gastos en inversión y la depreciación del capital fueron suficientes para eliminar el exceso en cuestión”.<sup>7</sup>

Así, de acuerdo con este informe, en un primer análisis el impacto de este fenómeno parecía ser muy puntual y se confiaba en su pronta eliminación. Sin embargo, esta visión optimista de la velocidad con que se corregiría el problema no se condice con los registros posteriores de indicadores más generales. Por una parte, la lentitud con que se recupera la inversión respecto a recesiones precedentes es una señal significativa de que el exceso de capital heredado del auge precedente puede haber sido mayor que el considerado en estimaciones como la que se acaba de citar (véase el gráfico 7.b). Más aún, esta lentitud no se vio neutralizada por los importantes programas de tipo fiscal puestos en marcha para estimular la inversión, ni por el extraordinario abaratamiento del costo del dinero.<sup>8</sup> Por otra parte, la capacidad ociosa siguió siendo alta durante un periodo bastante prolongado posterior a la recesión, circunstancia que afecta al conjunto de la economía y en particular al sector de alta tecnología (véase nuevamente el gráfico 5). Es notable el contraste entre el promedio de utilización de la capacidad instalada en este último sector durante la fase de auge y el periodo subsiguiente. Mientras que entre 1992 y 2000 en promedio estas actividades alcanzaron a utilizar en un 85% su capacidad instalada (con un máximo de 93% a mediados del 2000), entre 2001 y 2005 solo se emplea un 67% del equipo disponible, con un mínimo del 58% a mediados de 2002. A fines de 2005, unos cuatro años después de terminada la recesión, y cuando las tasas de crecimiento de la economía ya eran relativamente normales, este indicador aún estaba seis puntos porcentuales por debajo del promedio logrado durante la fase de auge, una clara señal de la escala en que esa industria creó capacidad excedentaria. Debe notarse, además, que tampoco el conjunto de la economía había alcanzado en esas fechas el promedio de utilización de la capacidad durante el auge precedente.

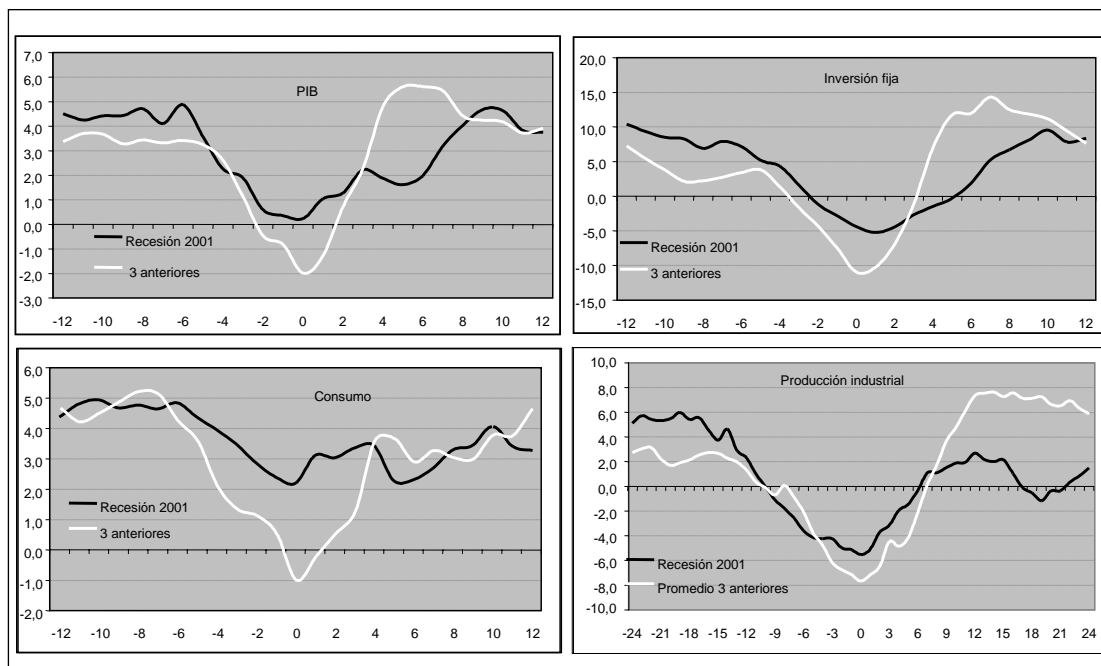
En segundo lugar, la recesión de 2001 se caracteriza por su relativa suavidad y corta duración, así como por la pausada recuperación de la actividad global que le ha seguido. Ciertamente, la leve aceleración durante la fase ascendente de la recuperación es, en términos comparativos, un resultado previsible, dada la poca intensidad de la caída: grandes caídas son seguidas por lo común de aceleradas recuperaciones, mientras que caídas suaves implican recuperaciones también moderadas. Pero la pequeña amplitud de la fluctuación experimentada ha venido aparejada de un período de crecimiento no solo menor que el del auge sino muy influido por los estímulos exógenos derivados de las extraordinarias políticas fiscales y monetarias puestas en práctica por las autoridades; es decir, no parece haberse instalado una dinámica endógena de crecimiento. Como se verá después, estas políticas han estimulado centralmente al consumo, variable que tuvo una escasísima fluctuación durante la crisis, a diferencia de recesiones precedentes (véase el gráfico 7.c). De hecho, el carácter relativamente benigno del episodio está

<sup>7</sup> Economic Report of the President, 2002, p. 40; véase también la publicación correspondiente al año 2003, pp. 35-36.

<sup>8</sup> Economic Report of the President, 2002, p. 40.

may relacionado con la vitalidad que mostró el consumo que, no obstante una leve desaceleración, mantuvo una tasa de crecimiento anual un tanto por encima de 2% durante la contracción.

**Gráfico 7**  
**ESTADOS UNIDOS: COMPARACIÓN DE RECESIONES Y RECUPERACIONES**  
(tasas de variación)



**Fuente:** Elaboración propia con datos del Bureau of Economic Analysis.

**Nota:** Las curvas se encuentran centradas en el trimestre o mes en que se alcanza el punto mínimo del ciclo; tres recesiones anteriores: 1974-1975, 1981-1982, 1990-1991; agregados del PIB: promedio móvil de 4 trimestres de las tasas anualizadas; manufactura: tasas interanuales.

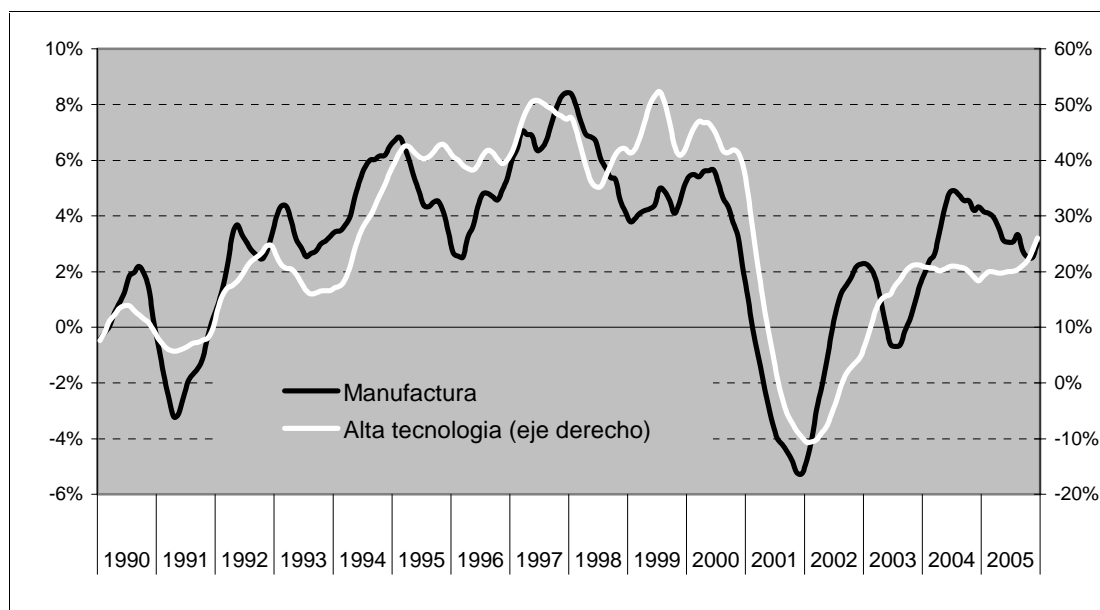
Un tercer aspecto relevante de la recesión de 2001 está asociado con el hecho de que, si bien las fluctuaciones en la trayectoria de la actividad global han sido relativamente suaves, no es este el caso de la actividad manufacturera, y en especial de aquella del subsector de alta tecnología. En parte, esto está relacionado con un cambio estructural en la división internacional del trabajo impulsado por la relocalización de actividades manufactureras intensivas en trabajo fuera de los Estados Unidos, que acompañó ya a la fase de apreciación del dólar paralela al auge y que ha proseguido después de la recesión. Este fenómeno se refleja en un patrón de recuperación de la producción industrial muy distinto a los de otras recesiones (véase el gráfico 7.d). Sin embargo, aparte de este proceso de reestructuración industrial, cabe también observar la incidencia que ha tenido el subsector de alta tecnología en la fluctuación del conjunto de la manufactura, indicio del peso que el fenómeno de sobreacumulación experimentado por esta actividad ha tenido en la trayectoria cíclica de la actividad industrial (véase el gráfico 8).

En cuarto lugar, un rasgo relacionado con el anterior es la lentitud con la que se recupera el empleo después de la recesión. La débil creación de puestos de trabajo ha dado lugar a que se hablara en algunos momentos incluso de una “jobless recovery”. Detrás de esta anomalía se encuentra no solo el proceso de relocalización de capital industrial en países con costos laborales más bajos, sino un efecto asociado al crecimiento en la productividad impulsado por la puesta en marcha de innovaciones ahorradoras de trabajo. Es decir, la profunda transformación de la estructura productiva se refleja en los cambios en los patrones de empleo, tema que será abordado con mayor detalle posteriormente.

**Gráfico 8**

**ESTADOS UNIDOS: EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA ACTIVIDAD MANUFACTURERA Y DEL SECTOR DE ALTA TECNOLOGÍA (1990-2005)**

(promedio móvil de tres meses de las tasas anuales de variación)



**Fuente:** Elaboración propia con datos del Bureau of Economic Analysis.

**Nota:** Alta tecnología comprende computadores, equipo de comunicaciones y semiconductores.

### C. La base de sustentación de las políticas frente a la crisis

Cabe preguntarse a qué se debe la suavidad de la caída y la recuperación de la actividad global, máxime cuando, como ya se indicaba, en crisis clásicas de sobreinversión (por ejemplo, la 1929 en los mismos Estados Unidos) la intensidad de la contracción fue mucho mayor, a la vez que la recuperación puede tomar largos períodos (por ejemplo, Japón en los años noventa). Un punto clave aquí es el aspecto financiero de estas crisis. Los fenómenos de sobreacumulación de capital se dan en paralelo con un sostenido endeudamiento de las empresas, necesario para llevar a cabo inversiones de las que se esperan rentabilidades excepcionales. Esta fase viene seguida por otra en que, por algún motivo, se pone de manifiesto un debilitamiento más o menos abrupto de la solidez financiera de las empresas.<sup>9</sup> Tal cosa puede suceder porque los activos que garantizan las crecientes deudas sufren una masiva desvalorización, como ocurrió por ejemplo cuando se desplomó el precio de algunos activos financieros en Japón a principios de los noventa. En esta situación, la relación entre activos (depreciados) y pasivos pone a las empresas al borde de la insolvencia, lo cual las conduce a utilizar una alta proporción de su flujo de caja para pagar deudas y alejar así la posibilidad de bancarrota. La demanda de recursos financieros deja de estar entonces ligada a nuevos proyectos de acumulación y se vuelca hacia el repago de deudas que, por otra parte, son exigidas por los bancos y otros prestamistas. Pero puede ocurrir también que la misma rentabilidad de las empresas comience a debilitarse al constatar que los planes de inversión estaban contruidos sobre expectativas exageradas de ganancia; es decir, puede surgir, inicialmente, más un problema de liquidez que de insolvencia en el seno de las empresas. Tal podría haber sido el caso

<sup>9</sup> La importancia de los indicadores del balance en las crisis financieras ha sido destacada recientemente por muchos autores. Véase, por ejemplo, Allen, M. y otros, *A Balance Sheet Approach to Financial Crises*, IMF Working Paper WP/02/210, diciembre 2002, y Koo, R.C., *Balance Sheet Recession, Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, John Wiley & Sons (Asia), Singapore, 2003.

del final del auge de los noventa en Estados Unidos ya que, como hemos visto, la secuencia que conduce a la recesión se inicia por un debilitamiento de las ganancias, y solo posteriormente se desinflan los activos bursátiles, con la consiguiente amenaza directa a la solvencia de las empresas que por ello verían deteriorada abruptamente la relación entre activos y pasivos en sus hojas de balance. En algunas situaciones recesivas precedentes, estos hechos desembocaron en una aguda demanda de crédito y contundentes alzas en la tasa de interés, circunstancias en las que las empresas buscan reprogramar sus deudas o se ven forzadas a liquidar activos para hacer frente a los pagos, momento en el que la crisis alcanza su madurez.<sup>10</sup> Pero en Estados Unidos en 2001 este no fue el desenlace del periodo de sobreinversión experimentado en los noventa.

La explicación de esta particularidad radica tanto en la excepcional capacidad que tiene este país para endeudarse —dado su papel como centro monetario hegemónico del novedoso mercado financiero globalizado— como en otros significativos cambios estructurales, actualmente en curso en la economía mundial. Es gracias a estas circunstancias que las autoridades estadounidenses pudieron poner en práctica excepcionales políticas de estímulo monetario y fiscal cuando se desencadena la crisis que puso término al periodo de sobreinversión de los noventa. Y es claro que estas acciones cumplieron exitosamente el objetivo de impedir una agudización de la recesión. La disponibilidad de abundantes fuentes de financiación no solo impidió el alza en las tasas de interés sino que permitió su disminución a niveles históricamente bajos. La Reserva Federal pudo bajar la tasa de referencia e inyectar una considerable liquidez en la economía, dando así un amplio margen a los agentes sobreendeudados, particularmente a las empresas, para iniciar una “mejoría de balances” que alejó la posibilidad de insolvencia y contuvo la necesidad de una liquidación de activos y su desvalorización en gran escala, como ocurrió en crisis similares. A principios de 2001, la Reserva Federal comenzó una histórica campaña de reducción de su tasa de interés que la llevó de cerca de un 6% a principios de ese año a sólo 1,8% en diciembre; entre 2002 y mediados de 2004, el promedio de la tasa cobrada por la Reserva fue tan sólo 1,3% (véase el gráfico 9).

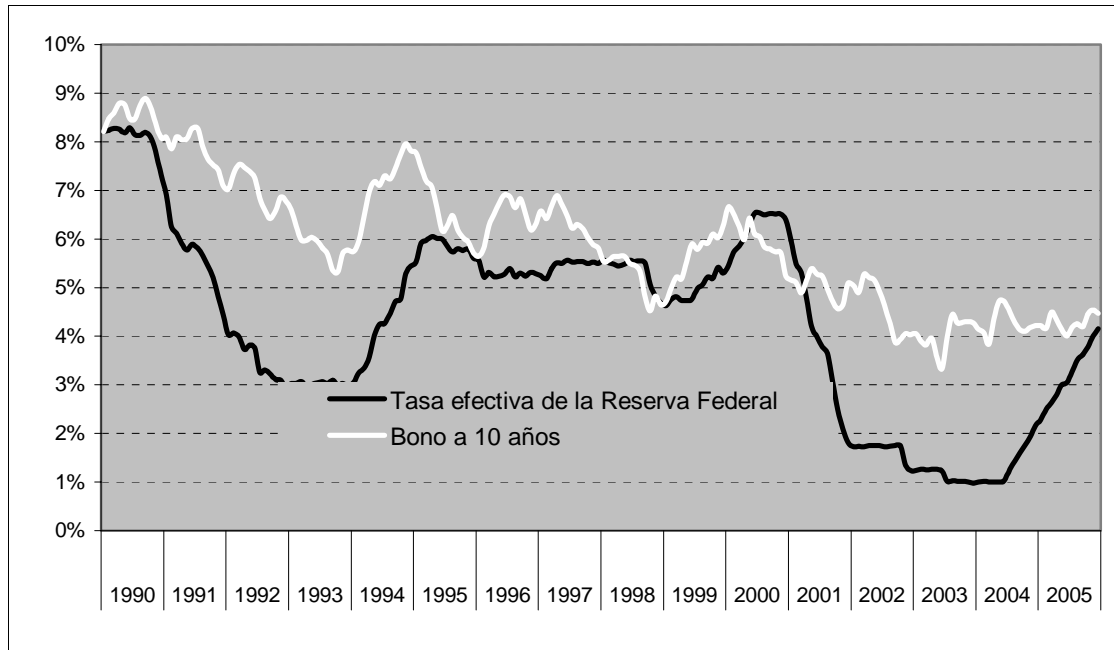
Un aspecto clave aquí es que la Reserva Federal logró impedir un colapso catastrófico de los valores bursátiles análogo a los que ocurrieron, por ejemplo, en la gran depresión de los años treinta y en Japón en los noventa. Si bien las bolsas entraron en un periodo bajista, no se produjo una comprensión súbita e irreversible de los precios sino una caída más o menos controlada que, además, se comenzó a revertir en 2003. Esto no fue producto tan sólo de la capacidad de la Reserva Federal para proveer liquidez en el momento mismo en que los valores bursátiles comenzaron a declinar, porque ello también ocurrió por ejemplo en la crisis de 1929. Dos fueron los elementos centrales de las acciones emprendidas en el 2001: la mantención de la política expansiva durante un periodo prolongado y el hecho de que esta fue exitosa en re-inflar el precio de activos financieros clave. Esto no ocurrió ni en los años treinta, cuando la política de la Reserva Federal fue mucho más ambigua, ni en Japón en los noventa, cuando el banco central no logró contener eficazmente el desplome de precios de los activos.<sup>11</sup> En el caso de la recesión de 2001 en Estados Unidos, esta política ha significado, sin embargo, la acumulación de importantes desequilibrios (fiscal y externo) y la reconstitución de una burbuja en el sector inmobiliario, así como el aumento del endeudamiento de las familias.

---

<sup>10</sup> Textos clásicos sobre este proceso se deben a Irving Fisher, *Booms and Depressions*, New York, 1932 y, *The debt-deflation theory of great depressions*, *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, octubre de 1933, pp. 337-357. Más recientemente, Ben Bernanke describe este proceso en *Deflation: Make sure 'it' doesn't happen here*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the National Economists Club, Washington D.C., 21 de noviembre, 2002, The Federal Reserve Board.

<sup>11</sup> El tema es discutido, por ejemplo en Cogley, T., *Monetary Policy and the Great Crash of 1929: A Bursting Bubble or Collapsing Fundamentals?*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter 99-10, March 1999, y Stern, G.H., *Achieving Economic Stability: Lessons From the Crash of 1929*, Annual Report, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1987.

**Gráfico 9**  
**ESTADOS UNIDOS: TASAS DE INTERÉS SELECCIONADAS (1990-2005)**  
 (en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia con datos del Federal Reserve System.

Por otra parte, novedosas condiciones en la economía mundial contribuyeron al éxito de la política puesta en práctica para contener la crisis. Así, aunque la recesión y la excepcional política expansiva provocaron una importante devaluación real del dólar y un desestímulo al ingreso de capitales privados, no fue este el caso de los flujos oficiales de financiamiento. Y fue gracias a estos flujos que aun después de la recesión de 2001 se siguió ampliando el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos; no se produjo, por tanto, un ajuste externo de la economía estadounidense, como el que ocurrió en recesiones precedentes (véase el gráficos 10.a y 10.b).<sup>12</sup> Estos flujos oficiales de financiamiento de Estados Unidos encuentran su explicación en las políticas comerciales y de crecimiento de varios países (principalmente asiáticos) interesados en mantener sus monedas pegadas al dólar en niveles que estimulen las exportaciones. Esto obliga a sus bancos centrales a aumentar sus reservas internacionales y a comprar instrumentos de deuda estadounidenses. La contraparte de esto es un flujo de capitales que cubren los déficits de Estados Unidos y que no son otra cosa que el “reciclado” de los superávits de cuenta corriente y, en algunos casos, superávits globales (superávit en la cuenta corriente más superávit en la cuenta financiera) que han venido registrando estos países. Dado su origen y naturaleza, estos flujos oficiales han demostrado ser relativamente inmunes a la disminución de la tasa de interés e incluso al nivel de actividad de la economía estadounidense y han resultado claves para mantener las bajas tasas de interés. Este proceso ha llevado a algunos autores a plantear que la economía mundial está en realidad funcionando con una versión renovada del esquema de Bretton Woods (“Bretton Woods II”), argumento que se considerará en el apartado E.

<sup>12</sup> Cabe notar que los datos del *Bureau of Economic Analysis* subestiman los flujos oficiales hacia Estados Unidos dado que una parte de la compra de activos en dólares por parte de China y algunos países exportadores de petróleo se realizan vía Londres, registrándose como inversión privada. Véase el *RGE Monitor, Trade and Capital Flows Monitor*, [www.rgemonitor.com](http://www.rgemonitor.com).

Gráfico 10.a

**ESTADOS UNIDOS: DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE, FLUJOS OFICIALES Y TIPO DE CAMBIO REAL (1990-2005)**

(en miles de millones de dólares corrientes e índice 2000=100)

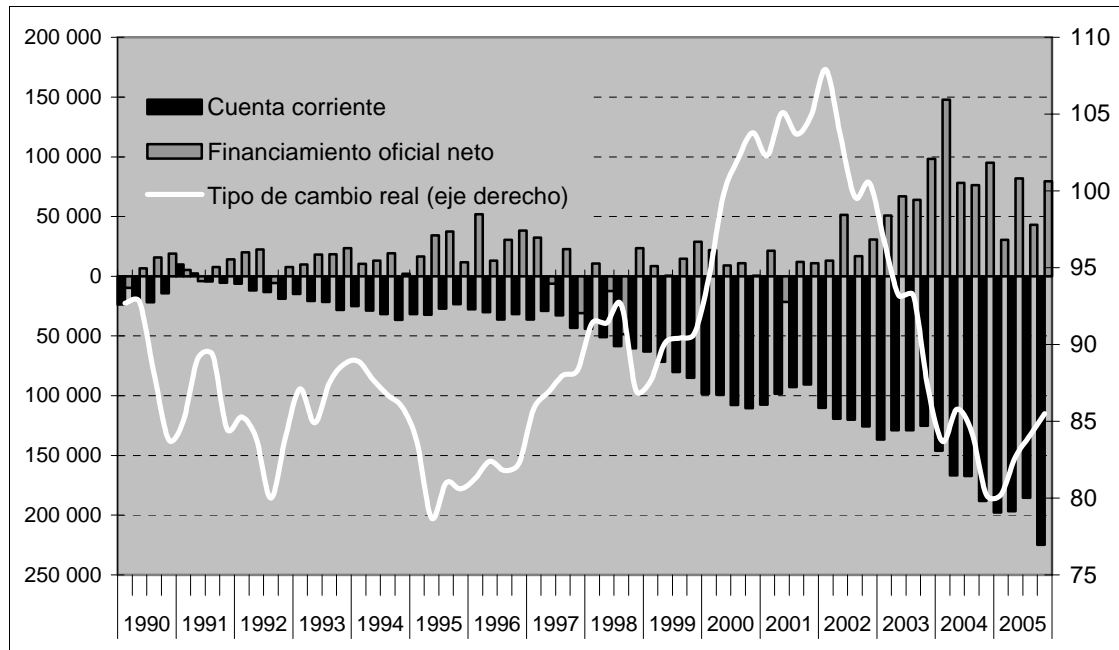
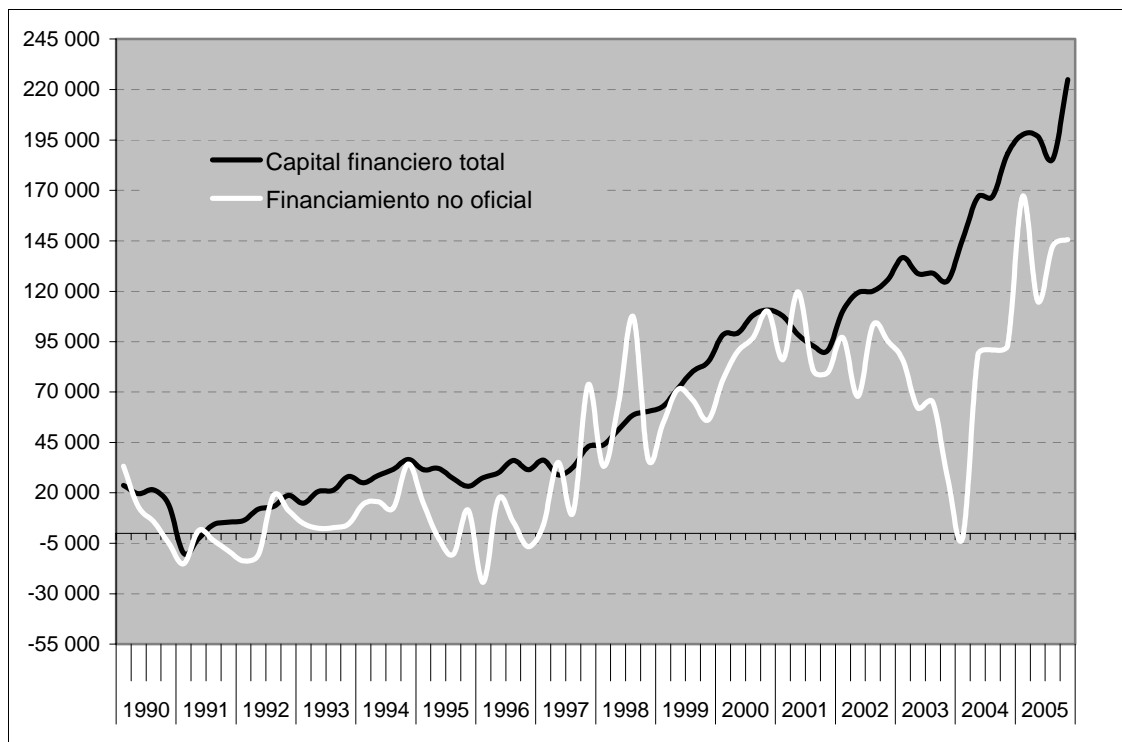


Gráfico 10.b

**ESTADOS UNIDOS: FLUJOS FINANCIEROS TOTALES Y FLUJOS NO OFICIALES (1990-2005)**

(en miles de millones de dólares corrientes)



Fuente: Elaboración propia con datos del Bureau of Economic Analysis y el Fondo Monetario Internacional.



La posibilidad de atenuar los efectos de la crisis de sobreinversión en Estados Unidos gracias a la disponibilidad de capitales externos ya tuvo un antecedente de menor entidad en los noventa, cuando estalló la burbuja especulativa en Japón y se produjo una masiva desvalorización de activos financieros en ese país. Durante ese episodio y, de hecho, durante todos los noventa, los ingresos de capital provenientes de fondos institucionales europeos y estadounidenses hicieron que la caída de los valores bursátiles fuera relativamente moderada, aunque no así la de otros activos, como la tierra.<sup>13</sup> De la misma manera, la disponibilidad de capitales respaldó la baja de tasas en Estados Unidos a partir de 2001, lo que impidió un colapso agudo de las bolsas que incluso comenzaron a recuperar terreno a partir de 2003. Es claro entonces que, junto con las políticas comerciales de varios países, fue la facilidad que otorgan los mercados financieros globalizados (y “flexibles”, como diría Greenspan) la que hizo posible la aplicación de una política monetaria radicalmente laxa, tendente a impedir la agudización de la recesión. En el fondo, pues, la relativa estabilidad exhibida por esa política monetaria expansiva ha sido posible gracias a las altas tasas de ahorro, reflejadas en los superávits de cuentas corrientes de países como China, Japón, y también otros, como los exportadores de petróleo y otras materias primas cuyos precios se han venido elevando y que también han seguido políticas de formación de reservas internacionales. En un orden más general, puede argumentarse que la relativamente incruenta salida de la recesión de 2001 fue posible también gracias a la gran liquidez existente en los mercados internacionales de capital, explicada no sólo por el crecimiento de los medios de pago incentivado por la globalización financiera en sí misma, sino por el hecho mismo de que la demanda de capital para la inversión real ha sido muy débil en Japón, en varios países europeos importantes y en los mismos Estados Unidos. En cierto sentido, el mercado financiero internacional ha venido registrando una plétora de capital.

En suma, la evolución de variables macroeconómicas de los Estados Unidos (como el consumo, la inversión y el uso de la capacidad instalada) sugiere que la recesión en el 2001 fue el resultado de un período de sobreinversión de capital, lo cual la distingue de episodios recesivos anteriores en la segunda mitad del siglo XX. Estas fueron, en general, producto de la aplicación de políticas restrictivas monetarias y fiscales tendentes a contener niveles de consumo excesivos, asociados con tensiones inflacionarias. En este sentido, el ajuste de 2001 parece haber sido inducido sobre todo por el agotamiento endógeno del mismo proceso de sobreinversión, reflejado por el debilitamiento de la rentabilidad del capital, más que por políticas contractivas de ajuste implementadas por las autoridades. Si bien este episodio de sobreinversión ha tenido, como se ha visto, una salida relativamente benigna, podría decirse que es una señal que apunta a una tendencia más profunda y perceptible en varios sectores de la economía mundial: la generación de capacidades productivas excedentarias en relación a la demanda existente. Como señala John Makin, “el factor preponderante del inusitado comportamiento de la economía global y de sus correspondientes mercados, que hemos observado en los últimos años, es la existencia de capacidad productiva excedentaria, en particular en los mercados de bienes transables”.<sup>14</sup> Otro autor, James Crotty, sostiene que “la generación y la continua reproducción de un sustancial exceso de capacidad en las industrias en las que existe una mayor competencia a escala mundial es uno de los mayores problemas económicos creados por la difusión de la globalización neoliberal”.<sup>15</sup>

También cabe mencionar que, aparte del factor puramente cíclico que se aprecia en la trayectoria de la inversión en Estados Unidos, la creación de capacidad productiva excedentaria es el resultado de causas que pueden juzgarse estructurales. En primer lugar, el aumento de productividad, asociado con la oleada de innovación tecnológica, tiende a dejar obsoletos acervos de capital que pasan a ser excedentarios sin que necesariamente se haya recuperado la inversión

<sup>13</sup> Véase Koo, R.C., op. cit., pp. 213-215.

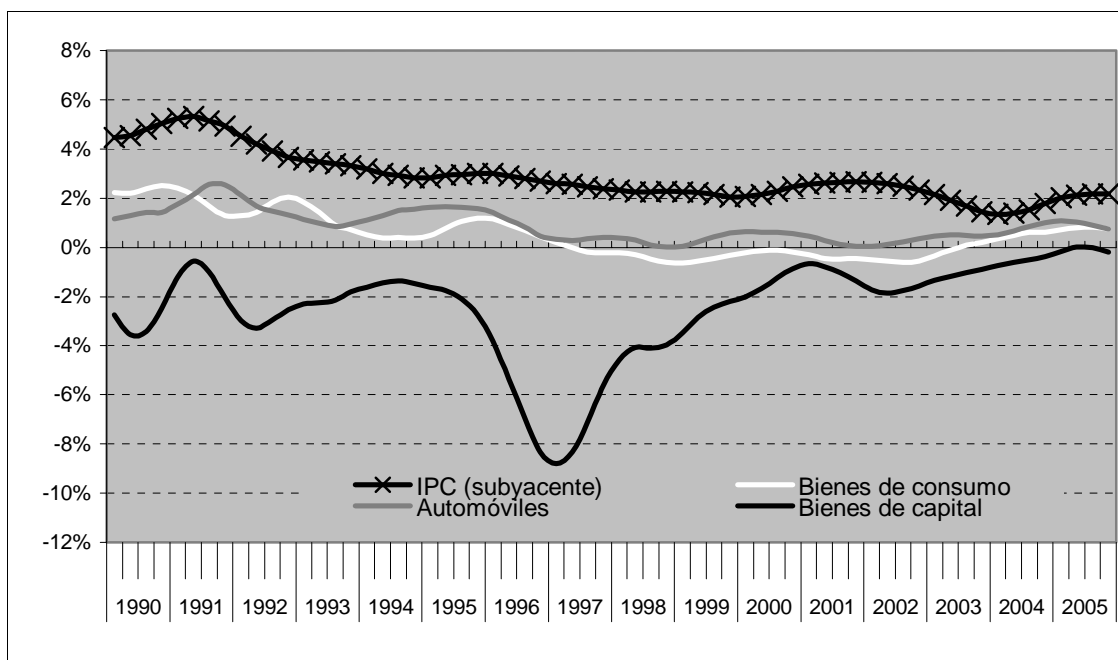
<sup>14</sup> Makin, J.H., *Listen to the markets*, American Enterprise Institute for Public Research, AEI, noviembre 2004.

<sup>15</sup> Crotty, J., *Why there is chronic excess capacity*, Challenge, November-December, 2002, p. 24.

original. Por otra parte, la apertura comercial global favorece cierta disociación de los proyectos de inversión del horizonte dado por la escala de los mercados nacionales. Además, la competencia en el mercado mundial tiende a deprimir los costos nacionales, lo que impide que la demanda de esos mercados se expanda al ritmo de crecimiento de la productividad, dejando así remanentes de capacidad para los cuales la dimensión del mercado parece insuficiente. Es decir, se desarrolla una tendencia a generar una brecha entre la capacidad de producción y la capacidad de absorción de la demanda que no es otra cosa que una alta capacidad ociosa. Adicionalmente, las estrategias competitivas incentivan la instalación de capital, muchas veces considerado excesivo, pero que permite “ocupar mercados” y disuadir la entrada de rivales. Lo cierto es que el exceso de capacidad instalada se refleja en presiones deflacionarias que se perciben en varios mercados, particularmente de bienes industriales (véase el gráfico 11). Un caso emblemático reciente es la industria automotriz estadounidense, sometida a un fuerte proceso de reestructuración a causa de su baja rentabilidad.<sup>16</sup> Si bien las tensiones deflacionarias se han visto contrarrestadas en algún grado por el aumento en el precio de las materias primas en años recientes, no dejan de ser un factor latente que amenaza la rentabilidad, no solo de la economía estadounidense sino de la economía mundial.

Gráfico 11

**ESTADOS UNIDOS: EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE ALGUNOS ÍNDICES DE PRECIOS (1990-2005)**  
(promedio móvil de cuatro trimestres de las tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos del Bureau of Labor Statistics y del Bureau of Economic Analysis.

## D. Algunas características de la recuperación: endeudamiento y fragilidad del mercado laboral

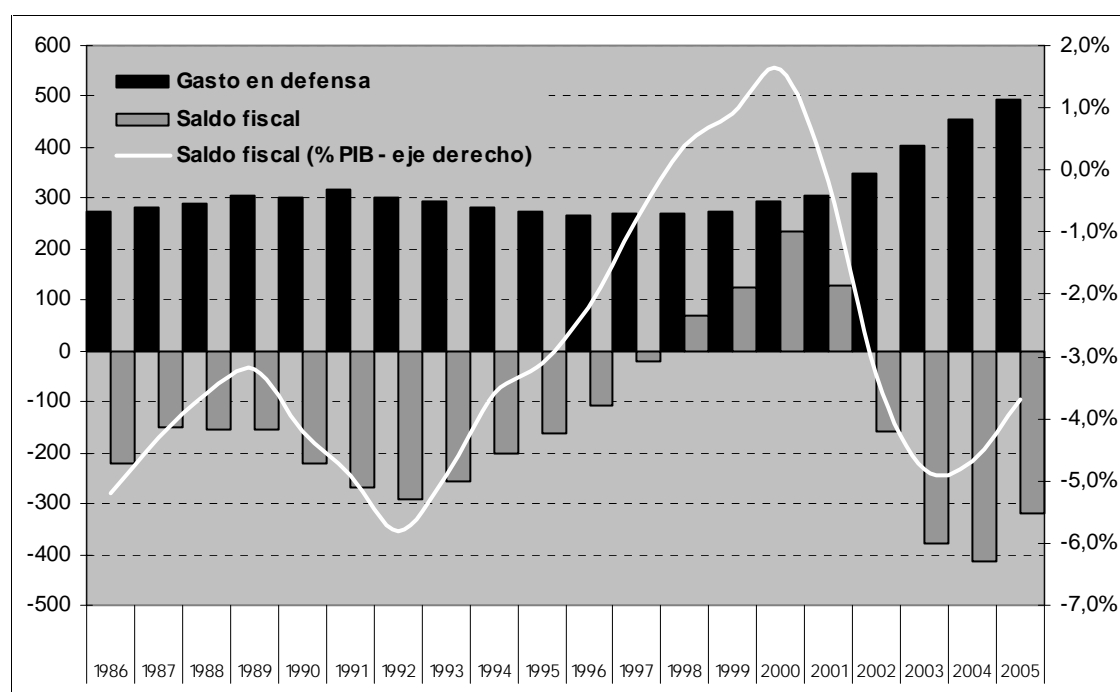
Ya se mencionó que la recuperación de la actividad posterior a la recesión de 2001 contrasta con episodios anteriores. La que se verificó después de la recesión registrada a principios de los noventa fue mucho más rápida y con una base más amplia, apoyándose no sólo en el consumo sino también en la inversión y en un saldo neto del comercio exterior positivo, mientras que el aporte del gasto fiscal fue negativo. Similar comportamiento se observa en las dos recesiones anteriores,

<sup>16</sup> Véase por ejemplo, Simon, B. y Mackintosh J., *Delphi seeks to void labour contracts*, Financial Times, 31 de marzo, 2006.

después del “double dip” de los ochenta y en la segunda mitad de los setenta, siendo la fase de recuperación aún más corta y acelerada. El impacto sobre el empleo fue también mayor y más inmediato. En realidad, lo que ha ocurrido con la recuperación posterior al 2001 es que ha implicado un aumento de la vulnerabilidad y de ciertos desequilibrios que podrían tener consecuencias sobre el crecimiento futuro de la economía estadounidense y mundial.

Esta recuperación se ha basado casi exclusivamente en la fortaleza que ha mostrado el consumo privado. De hecho esta variable ha crecido levemente por encima de la tasa promedio del producto de manera que es la expansión del consumo privado la que explica casi tres cuartas partes del crecimiento del PIB desde inicios de la recuperación hasta fines del 2004. Por otra parte, aunque las exportaciones netas restan dinamismo al crecimiento, no obstante la depreciación del dólar producida entre 2001 y 2004, este efecto fue compensado por la fuerte expansión del gasto fiscal en el que una proporción importante ha correspondido al gasto en defensa. Es importante notar en esta dirección que las políticas implementadas para paliar la recesión eliminaron aceleradamente el superávit fiscal que fue reemplazado por un considerable déficit (véase el gráfico 12).<sup>17</sup>

**Gráfico 12**  
**ESTADOS UNIDOS: INDICADORES FISCALES SELECCIONADOS (1986-2005)**  
(en miles de millones de dólares y porcentajes)



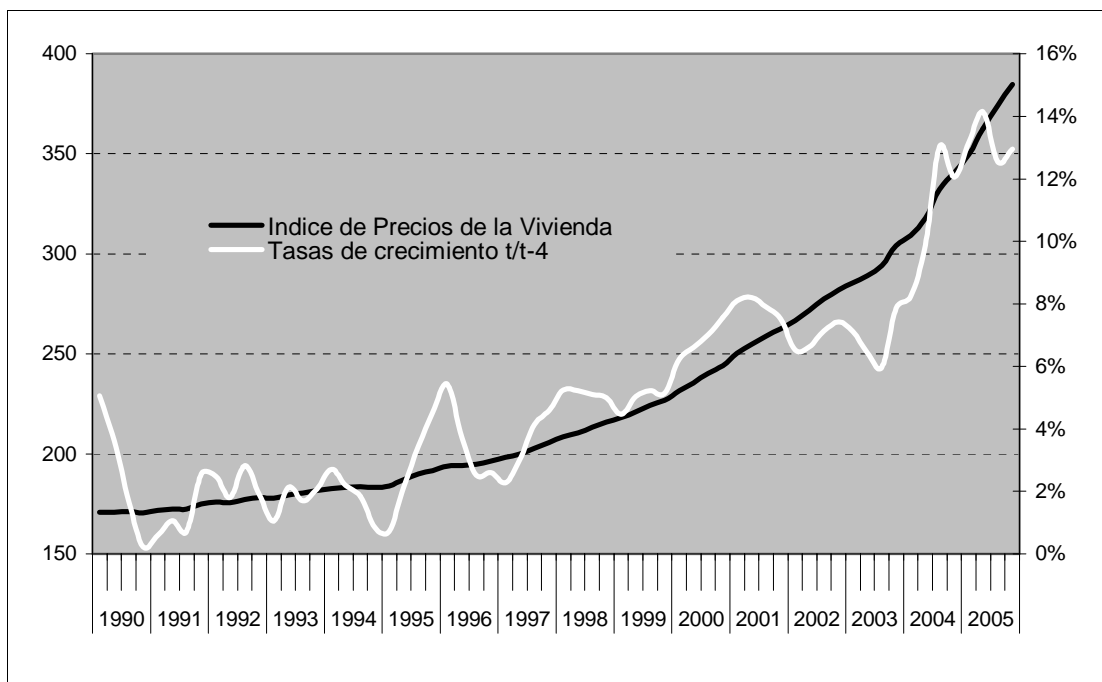
Fuente: Elaboración propia con datos del Congressional Budget Office y la OECD.

El gasto nominal en defensa ha alcanzado un nivel superior al que se registró a fines de los años ochenta al terminar la Guerra Fría. Este enorme esfuerzo fiscal, que se inicia a partir del 11 de septiembre del 2001, contribuye significativamente a impulsar la recuperación, dando lugar a la práctica de una especie de “keynesianismo militar”.

<sup>17</sup> Dicho superávit fue resultado del crecimiento de la economía, de una reducción del gasto en defensa y en los pagos de interés, gracias a esto último a una reprogramación de deudas a corto plazo que se transformaron en deudas a largo plazo con tasas inferiores.

Desde el ángulo de la política monetaria, el poner el costo del dinero en niveles históricamente bajos atenuó la caída de los precios de los activos bursátiles y comenzó a inflar los precios en el mercado inmobiliario (véase el gráfico 13) en el cual se han colocado créditos adicionales o bien se han refinanciado hipotecas previas. En este último caso parte del valor acrecentado de los activos inmobiliarios ha podido transformarse en un flujo adicional de ingreso. La consecuencia ha sido un incentivo al consumo en general y, en particular, el de bienes durables (viviendas, automóviles, equipo habitacional) que, como se ha visto, ha sostenido la recuperación. Pero la creciente demanda sobre el sector inmobiliario ha elevado sin pausa los precios hasta un punto que en algunas ciudades se ha generado una burbuja, en un clásico proceso de retroalimentación en el cual el aumento de precios de los activos genera la apariencia de solidez financiera de los individuos que se endeudan. Entre el primer trimestre de 2001 y el cuarto de 2005, el índice de precios de la vivienda (para el total nacional) aumentó un 53,8%. De este modo, la pérdida de riqueza financiera producida por la caída de las bolsas se ha visto compensada con la inflación de estos otros activos. En realidad, cabe marcar que los precios de las viviendas venían creciendo desde 1995 y que el diferencial de precio entre viviendas y arriendos ha aumentado en más de 50% desde 1997.<sup>18</sup>

**Gráfico 13**  
**ESTADOS UNIDOS: EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (1990-2005)**  
**(1980=100)**  
*(niveles y tasas de variación interanuales)*



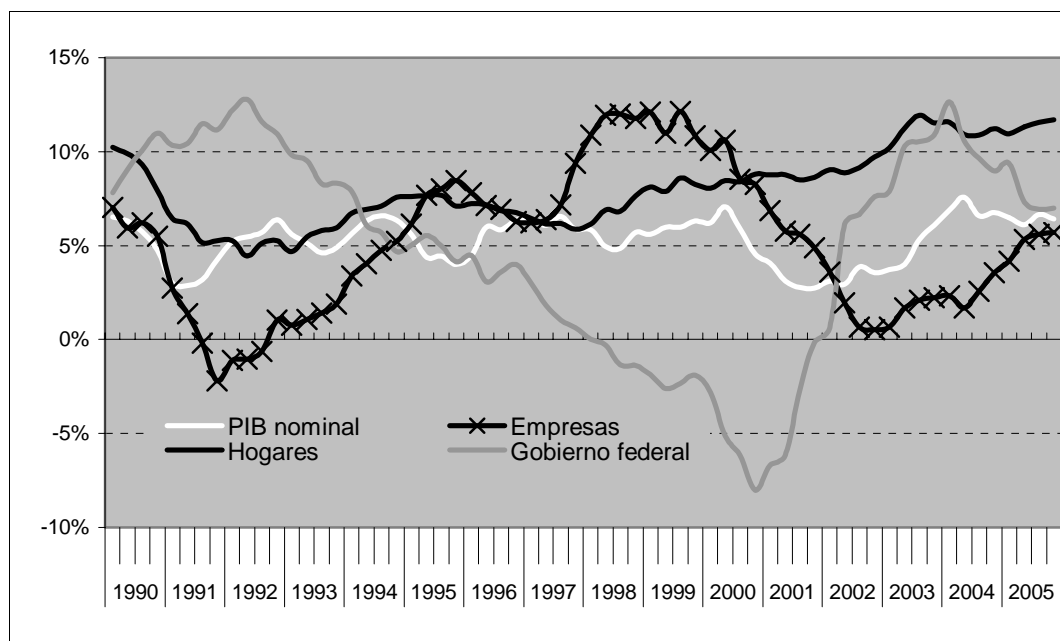
**Fuente:** Elaboración propia con datos de la Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).

La contraparte natural de este crecimiento de la riqueza financiera es, por supuesto, el del nivel de endeudamiento. A lo largo del auge de los noventa, la recesión de 2001 y la posterior recuperación se han producido importantes modificaciones en los saldos de endeudamiento de los principales agentes de la economía estadounidense (véase el gráfico 14). Mientras que a lo largo de ese auge el endeudamiento de empresas y hogares se efectuó a un ritmo mayor que el crecimiento del PIB nominal, el gobierno federal se desendeudaba con rapidez. A principios de 2000, en

<sup>18</sup> Baker, D., Rosnic, D., *Will a Bubble Trouble Ben Bernanke? The evidence of a Housing Bubble*, Center for Economic Policy Research, CEPR, noviembre 2005.

consonancia con la progresiva pérdida de vitalidad del auge, las empresas comenzaron a reducir su ritmo de endeudamiento neto y aprovecharon a fondo la política de bajas tasas de interés promovida por la Reserva Federal. De este modo, en 2002 logran estabilizar su nivel de deuda, que volvió a crecer posteriormente pero a ritmos menores que el de los noventa y por debajo del PIB nominal. En cambio, el endeudamiento de los hogares ha proseguido sin pausa desde 1998 y sufre una cierta aceleración desde 2001 como producto de la recuperación centrada en el consumo que ponen en práctica las autoridades. A su vez, el gobierno federal comenzó a endeudarse aceleradamente desde principios de ese mismo año debido su política fiscal expansiva. A fines de 2005, la deuda total representa poco más de tres veces el PIB, relación que alcanzaba 2,2 veces a principios de los noventa. Adicionalmente, se ha reducido la tasa de ahorro, alcanzando los niveles más bajos posteriores a la Segunda Guerra Mundial: medido como ahorro bruto en relación con el ingreso nacional bruto este coeficiente sólo llega al 13% y en términos netos (excluyendo consumo de capital fijo) es inferior al 1%; el ahorro personal fue inferior al 2% del ingreso disponible en 2004.

**Gráfico 14**  
**ESTADOS UNIDOS: EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DEL STOCK DE DEUDA Y DEL PIB**  
**NOMINAL SEGÚN TIPO DE DEUDOR (1990-2005)**  
*(tasas interanuales de variación)*



**Fuente:** Elaboración propia con datos del *Flow of Funds Accounts of the United States* del Federal Reserve System, y del Bureau of Economic Analysis.

A mediados de 2004 se produjo el cambio en la orientación de la política del banco central, que ha elevado sucesivamente la tasa de fondos federales desde un 1% en junio de ese año hasta 4,2% (tasas efectivas) a fines de 2005 (véase nuevamente el gráfico 9). Sin embargo, esto no ha alterado sustantivamente los ritmos de endeudamiento, en particular de los hogares, y ha tenido un escaso impacto en las tasas de largo plazo, dada la abundancia de liquidez en los mercados internacionales de capital y la incertidumbre imperante respecto a alternativas rentables de inversión.<sup>19</sup> Esta modificación, sin embargo, sí influyó en el tipo de cambio del dólar, que recuperó

<sup>19</sup> Remarks by Chairman Alan Greenspan to the International Monetary Conference, Beijing, República Popular China, 6 de junio, de 2005 y Wu, T., The long-term interest rate conundrum: not unraveled yet?, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 29 de abril, 2005.

terreno frente al euro y el yen durante todo el 2005, hecho que no ha contribuido a la corrección del enorme déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que a fines de ese año alcanzó un 7% del PIB (véase nuevamente el gráfico 10). Este desequilibrio ha convertido a Estados Unidos en una poderosa aspiradora del ahorro mundial pero también coloca a este país, junto con China, en el papel de dinamizador de la economía mundial, en contraste con las economías europeas y con Japón.

Por último, conviene detenerse en un aspecto importante del modo de recuperación de la recesión de 2001: la baja tasa de creación de empleo que recién a principios del 2005 alcanzó el nivel previo a la recesión. Cabe destacar que durante la recesión del 1990-1991 se destruyeron puestos de trabajo por más o menos un año, mientras que en la de 2001 esto se prolongó durante casi treinta meses, o sea más del doble de tiempo. Adicionalmente durante el auge de los noventa se creaban alrededor de 250 mil puestos por mes mientras que la creación neta de empleo en 2005 representa cerca de un 70% de esa cifra, esto es unos 160 mil puestos (véase el gráfico 15). Otro hecho a destacar es que la tasa de creación de nuevas fábricas alcanzó 3,8% el tercer trimestre del 1992 y se mantuvo por encima de 3% durante buena parte de la década, empezando a caer en 1998 para llegar a 2,5% en primer trimestre del 2005. El cierre de fábricas se mantuvo en torno a 3,5% durante el período.<sup>20</sup>

Pero no solo el dinamismo del mercado laboral ha venido siendo inferior a aquel del auge precedente sino que, además, se han venido produciendo cambios importantes en la composición del empleo por sectores. En la actualidad, el empleo manufacturero es un 25% inferior a su máximo nivel, registrado a fines de los setenta, con un peso relativo en el total del empleo de un 11%. El sector de servicios privados absorbe cada vez más puestos de trabajo, generándose poco más de dos tercios de los puestos en este sector, a lo cual debe agregarse el 16% generado por el sector público. Por otra parte, hay que observar que el sector de “ayuda temporal” es el más dinámico y su importancia en el empleo total más que se duplica a partir de 1990 al crecer a una tasa anual del 5,4%; un claro contraste con el empleo total que aumenta a una tasa casi similar a la población, 1,3% en promedio anual. Llama la atención que, durante la recuperación, es en los sectores financieros, servicios profesionales a las empresas, además de educación y salud, en donde se crea el mayor número de los puestos de trabajo mientras que la industria manufacturera y el sector de comercio expulsan mano de obra.<sup>21</sup> En este sentido lo que parece estar ocurriendo no es la incorporación de mano de obra cesante sino que se emplean nuevos entrantes en la fuerza laboral.<sup>22</sup>

Es claro que estos cambios en la composición del empleo apuntan a una mayor precariedad del mercado de trabajo, al crecer sobre todo el empleo temporal, lo cual se refleja también en la evolución real de los salarios y del ingreso disponible. Esta última variable crece durante la mayor parte de la década de los noventa a tasas claramente inferiores al consumo, mientras que las remuneraciones reales por hora, no obstante su mayor dinamismo a fines de esta década, aún no recuperan los niveles alcanzados en los setenta. En este contexto, es explicable que los niveles de pobreza hayan aumentado. En contraste con la evolución de los salarios, se observa una impresionante recuperación de las ganancias a partir del año 2002 producida en el contexto de las políticas puestas en marcha para contener la recesión (véase el gráfico 4). Es sobre esta base que las empresas han podido mejorar la complicada situación financiera heredada del auge y la sobreinversión de capital producida en los noventa. El aumento en las ganancias también ha dado lugar a un aumento en la proporción de ganancias distribuidas, a inversiones en el exterior y a la compras de acciones. En este sentido, la economía estadounidense no había reiniciado aún, a fines de 2005, un proceso de inversión sostenida como el que vivió en la década anterior.

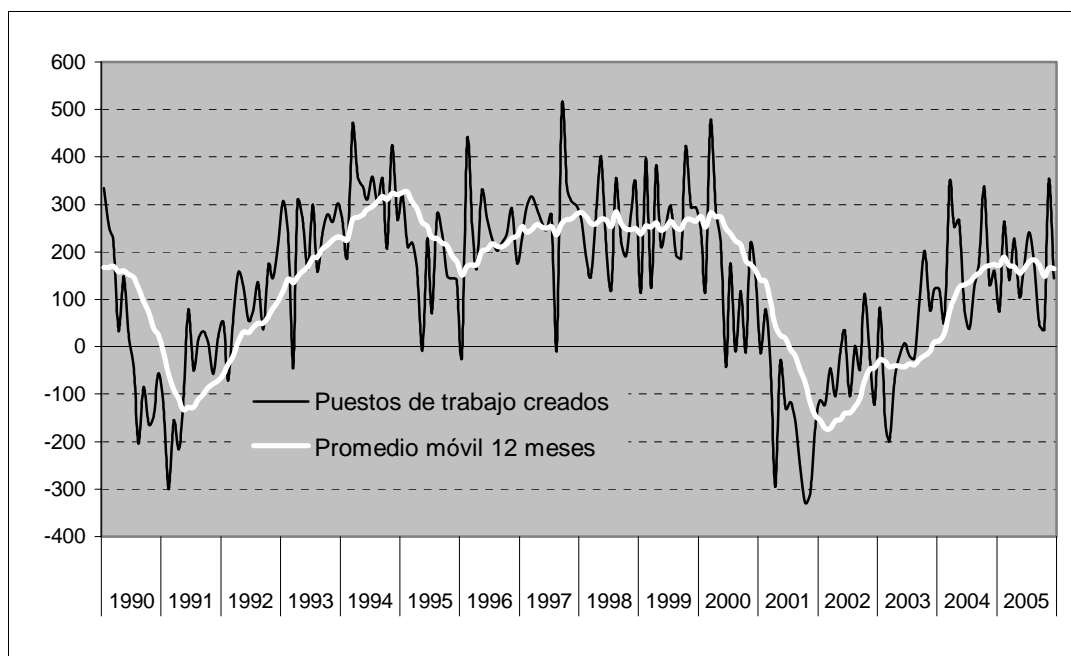
---

<sup>20</sup> Véase el Wall Street Journal, 15 de marzo de 2006.

<sup>21</sup> El mayor crecimiento de la productividad se concentra en los sectores de comercio, sobre todo en tiendas tipo Wal-Mart, donde la informatización de estos servicios se traduce en expulsión de mano de obra.

<sup>22</sup> Brenner, R., *¿Nueva Expansión o Nueva Burbuja?* New Left Review, enero-febrero 2004.

Gráfico 15  
**ESTADOS UNIDOS: CREACIÓN MENSUAL DE PUESTOS DE TRABAJO (1990-2005)**  
 (en miles)



Fuente: Elaboración propia con datos del Bureau of Labor Statistics.

## E. “Bretton Woods II”: ¿Un nuevo esquema monetario mundial?

Como se señaló arriba la recuperación de la economía estadounidense con sus fuertes desequilibrios fiscal y externo ha sido posible gracias a la política de intervención en los mercados cambiarios por parte de varios países, en particular, asiáticos. Esta política, que ha sido fuertemente criticada tanto por analistas como por varios gobiernos resulta, sin embargo, sumamente funcional a estos países. Algunos analistas han descrito esto como una reconstitución del sistema monetario internacional acordado en Bretton Woods en la cual los países asiáticos emergentes juegan el papel que tenían Japón y Europa Occidental en la segunda post-guerra.<sup>23</sup> Es decir, según esta tesis Estados Unidos actúa como el “centro” del sistema monetario internacional mientras que algunos países asiáticos constituyen su “periferia”. El objetivo de esta última es la de maximizar el crecimiento de su acervo de capital real a través del estímulo que le brindan las exportaciones, a cuyo dinamismo contribuyen tipos de cambio competitivos y estables. El costo de esta política está en la acumulación de reservas internacionales, pero sería un costo que vale la pena pagar. Esto significa que los países asiáticos disponen ahora de un argumento a favor de mantener sus monedas atadas al dólar en niveles que estimulen su crecimiento y les permita modernizar su dotación de capital. Ciertamente, hasta el momento, ésta ha sido una estrategia exitosa. Para llevarla a cabo, sin embargo, es necesario imponer cierto control a los capitales especulativos que pueden aprovechar los tipos de cambio fijos para realizar ganancias ante eventuales apreciaciones, generando tensiones desestabilizadoras.

Es decir, de acuerdo con esta tesis, los países asiáticos han elegido la misma estrategia que utilizaron los países europeos y el Japón en el período de post-guerra, manteniendo sus monedas

<sup>23</sup> M. P. Dooley, D. Folkerts-Landau, P. Garber: *An Essay on the Revised Bretton Woods system*, NBER, Working Paper N° 9971, setiembre de 2003.

subvaluadas, acumulando reservas, interviniendo en los mercados cambiarios, imponiendo controles a los capitales y promoviendo el crecimiento vía exportaciones de productos al centro. En este sentido, lo que habría ocurrido es que el sistema de Bretton Woods no habría desaparecido sino que han cambiado los países que integran la periferia. Para estos analistas, pues, el período de tasas flotantes aparece más bien como una fase transitoria entre dos regímenes basados en tipos de cambio fijos.

El sistema implica actualmente la existencia de dos zonas de divisas, definidas por su relación con el centro, los Estados Unidos. Estas son, por un lado, los países asiáticos, donde el énfasis está puesto en los movimientos de tipo comercial, mientras que Europa, Canadá y América Latina tendrían el énfasis puesto en los movimientos de capital, al menos originalmente en este último caso. Para Asia, lo esencial es exportar a los Estados Unidos. Pero, para mantener esta dinámica debe comprar permanentemente títulos de deuda estadounidenses. Gran parte de su superávit se convierte entonces en formación de reservas y por tanto en flujos de capital de tipo oficial hacia los mismos Estados Unidos. Estas compras son hechas minimizando la preocupación por el riesgo cambiario que implican en un contexto en que la capacidad de crecimiento de las economías está lejos de su límite. Al país central esta situación le resulta ventajosa ya que le ofrece una vía de financiamiento, si bien basada en el ahorro externo. Es claro que, durante el auge de los noventa, fue el segundo grupo el que financió el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos pero, frente a la percepción de un mayor riesgo, ha sido reemplazados por el grupo centrado en el comercio, en especial los países asiáticos.

Aunque hasta el momento el llamado sistema Bretton Woods II se ha demostrado estable y sostenible gracias a las preferencias por la acumulación de activos estadounidenses por parte de los dos grupos de países, hay un posible umbral de riesgo en que esta situación se revierta, dado por el nivel de la acumulación de deuda de los Estados Unidos. De hecho, está lejos de haber un consenso en esta materia entre los analistas de la economía mundial. Roubini y Setser, por ejemplo, discrepan con la idea de que estamos frente a un sistema funcional y estable que podría considerarse como una nueva versión de Bretton Woods.<sup>24</sup> Varios argumentos se utilizan en este sentido. En primer lugar, se señala que la situación de la segunda post-guerra era muy distinta, ya que Estados Unidos tenía un superávit en cuenta corriente que llegó hasta los años cincuenta y principios de los sesenta. Pero, además, los lazos políticos entre ese país y Europa Occidental eran más fuertes en la fase inicial de la guerra fría que los actuales lazos con China y Japón. Los recientes flujos de financiamiento hacia Estados Unidos no se explicarían con la lógica de Bretton Woods sino por causas más inmediatas. El hecho es que un desenlace abrupto de la burbuja bursátil y del auge de los noventa en forma de una recesión más profunda y una devaluación del dólar hubiera sido un factor depresivo para las economías asiáticas, con lo cual la mejor opción posible es la de contribuir al financiamiento del desequilibrio externo estadounidense. Por otra parte, si se considera que una parte excesiva de este financiamiento recae en manos de unos pocos bancos centrales, el sistema no sería sostenible en el tiempo, sobre todo si se toma en cuenta la enorme magnitud del déficit que debe financiarse. Es decir, existe la posibilidad de que los bancos centrales involucrados alcancen un límite en su disponibilidad de adquirir activos estadounidenses, situación que podría inducir una caída brusca del dólar. Tal situación se hace aún más acuciante si los bancos centrales respectivos no logran un acuerdo tácito sobre como distribuir la carga del financiamiento del déficit estadounidense.

Ciertamente, la acumulación de reservas asociadas a las intervenciones tienen un costo que puede llegar a niveles que resultan excesivos para los países asiáticos, lo cual justificaría abandonar esta defensa de sus monedas. Es claro que cuando los montos de reservas acumulados sobrepasan

---

<sup>24</sup> Roubini, N., y Setser, B., *Will the BW2 Regime Unravel Soon? The risk of a hard-landing in 2005-2006*, [www.stern.nyu.edu/globalmacro](http://www.stern.nyu.edu/globalmacro), febrero de 2005.



las necesidades ligadas a las operaciones comerciales y financieras, estos constituyen un riesgo y un costo.<sup>25</sup> Un riesgo de la acumulación de reservas está en que en principio implica una expansión de la oferta de dinero y del crédito que puede generar presiones inflacionarias. Para evitar esto es necesario “esterilizar” en algún grado este efecto manteniendo relativamente constante la oferta de dinero. Asimismo, estas operaciones tienen un costo, dado por la diferencia entre las tasas de interés internas (a las que se deben colocar los instrumentos de esterilización) y el rendimiento de los bonos del tesoro americano, del monto de reservas acumuladas a esterilizar y de la tasa de apreciación de la moneda frente al dólar. En realidad para países como Corea, Taiwán e India estos costos parecen ser relativamente bajos, en torno al 0,2% del PIB. En el caso de China y el Japón, la inyección de divisas y la consecuente expansión monetaria ha resultado positiva dado su contexto deflacionario en que se han movido estas economías en años recientes, especialmente en el Japón; es este un caso donde los objetivos externos e internos de la política monetaria coinciden. En el caso de China, una cierta porción de las divisas obtenidas ha servido para recapitalizar los bancos pero, como veremos en los capítulos siguientes, también ha inducido fenómenos de expansión crediticia y sobreinversión que han afectado a ciertos sectores y han generado inflación de ciertos activos inmobiliarios en ciudades clave. Por otra parte, debe tomarse en cuenta que en caso de abandonar la política de sostenimiento del dólar, para los bancos centrales asiáticos se presentaría una situación de rápida apreciación de sus monedas y por tanto de desvalorización de sus reservas internacionales. Por último, es pertinente recordar que la política de acumulación de reservas se consolidó a raíz de la crisis asiática como una medida precautoria ante movimientos de capital especulativo.

---

<sup>25</sup> Lettre de CEPII: *Les Banques Centrales Asiatiques et le dollar*, N° 230, enero 2004.



### **III. China: analogías y diferencias entre los ciclos de auge y estabilización**

---

Desde que se inició la reforma económica en 1978, la actividad económica de China ha atravesado por diferentes fases de auge y estabilización con características diferenciadas. Así, el mayor o menor impacto del consumo, la inversión y el ahorro otorgan rasgos distintivos a cada uno de estos ciclos que también han estado marcados por los impulsos provenientes del sector externo y por la dinámica de los precios. Este capítulo analizará estas variables macroeconómicas y su papel en los ciclos económicos de China en el período post-reformas (sección A) y luego se explorarán algunas características de la política económica puesta en práctica durante ese período (sección B).

El crecimiento del PIB de China ha alcanzado tasas que desde todo punto de vista parecen extraordinarias. Entre 1980 y 2005, la tasa promedio de crecimiento del PIB puede estimarse entre un 9,6% y un 9,8% por año, según se utilice la vieja o la nueva estimación de esta

variable (véase el gráfico 16).<sup>26</sup> La trayectoria de este fenomenal proceso de expansión ha estado, sin embargo, muy marcada por las fluctuaciones dentro de las cuales pueden distinguirse a grandes rasgos tres largos ciclos de auge y desaceleración; estos pueden fecharse, el primero entre 1980 y 1989, el segundo entre 1990 y 2002, y el último a partir de 2003.

Durante el primer ciclo, se puede localizar una fase de auge entre los años 1983-1988, periodo en el cual la tasa anual promedio de crecimiento del PIB alcanzó un 12,2%, y una etapa de ajuste abrupto entre los años 1989-1990, en los cuales el PIB se expandió poco menos de un 4% anual. El auge del segundo ciclo se sitúa entre 1992-1994 con un incremento anual del PIB de 13,4%, el cual fue seguido por un período de desaceleración que se profundiza entre 1998-2002, cuando la economía china crece a poco más del 8% anual. En este período, la actividad está marcada por la crisis asiática y la recesión de los Estados Unidos y por los resultados de una política interna de estabilización, impuesta por el avance de las reformas y por las consecuencias del mismo auge de 1992-1994. Entre los años 2003 y 2005 puede situarse un tercer período de auge, actualmente en curso, con un crecimiento promedio anual que alcanza el 10%, un tanto inferior que el de las etapas precedentes correspondientes.

Si enfocamos el período de desaceleración relativa que atravesó la economía China entre 1995 y 2002 podemos pensar inicialmente que una economía con crecimientos anuales en torno al 8% parecería carecer de problemas significativos en este aspecto. Sin embargo, las particulares condiciones demográficas y de transición institucional de China hacen que una tasa de esa magnitud sea en realidad una señal de alerta ya que está por debajo del umbral de estabilidad de la tasa de desocupación. Así, de acuerdo con las cifras oficiales, entre 1995 y 2002, es decir en ese período de relativa desaceleración de la economía, la población económicamente activa creció unos 9 millones de personas por año mientras que se generaban solo 7,9 millones de puestos de trabajo. En otras palabras, a pesar de su entidad, un crecimiento económico de 8% anual fue incapaz de generar trabajo para poco más de un millón de personas por año durante ese período. Ciertamente, las dificultades generadas por una brecha de este tipo quedan reflejadas muy pobremente en el nivel de la tasa de desocupación que en 2002 alcanzó apenas un 4,0% (2,8% en 1994). Pero ello se debe, en parte, al hecho de que se incorporan como ocupados a grandes contingentes de la población rural (65% de la PEA) que trabajan en actividades de muy baja productividad, y que en realidad presionan sobre los mercados laborales urbanos y, en parte, a ciertos criterios estadísticos utilizados, como contabilizar como desocupados solo a los oficialmente registrados como tales, o excluir de esta categoría a los despedidos de empresas públicas durante los tres años en que pueden cobrar un subsidio. En realidad, la acuciante necesidad de generar empleos que impone el proceso de transición es la que se encuentra detrás de la relativa neutralidad con que las autoridades económicas parecen enfrentar los períodos de aceleración del crecimiento, como el que se comenzó a experimentar en 2003, y que han dado una configuración volátil a la trayectoria del PIB. Así, en 2004, cuando el crecimiento del PIB alcanzó un 10,1% se logró, según el Banco Mundial,<sup>27</sup> reducir la tasa de desocupación por primera vez desde 1995, al crearse 9,8 millones de puestos de trabajo

<sup>26</sup> La nueva estimación, presentada formalmente a fines de 2005, se hizo a partir de una retropolación de los datos censales de 2004 hasta 1993; el principal resultado es un aumento en las tasas de crecimiento a lo largo de ese período respecto a la serie anterior, lo que se explicaría sobre todo por la incorporación de actividades de servicios que presumiblemente se encontraban muy subestimadas en las mediciones anuales previas. Véanse los informes de la Oficina Nacional de Estadísticas de la República Popular: *Key Achievements of the First National Economic Census with New Changes of China's GDP Aggregates and its Structure*, 20 diciembre de 2005 y *Announcement on Revised Result about Historical Data of China's Gross Domestic Products*, 20 de enero, 2006. En todo caso, hay que tener en cuenta las importantes discusiones sobre la fiabilidad de las cifras de crecimiento proporcionadas por la Oficina Nacional de Estadística. Véase, entre otros autores que presentan esta discusión: N.N. Ngo, *The chinese cycle: between overheating and overcapacities*, *Conjoncture*, Paribas, abril-mayo 2004, No 4, p. 23; *China Economic Quarterly*, 2003, en: [www.theceq.info/ceq2003q1\\_sec3\\_01gdp.pdf](http://www.theceq.info/ceq2003q1_sec3_01gdp.pdf); Lee T.C. China: *Deciphering the official GDP release for 2004*, *Global Insight*, enero, 2005. Por otra parte, es importante mencionar que no hay estimaciones oficiales completas de la evolución de los componentes del gasto a precios constantes.

<sup>27</sup> World Bank, *China Quarterly Update*, febrero, 2005, Beijing, p. 5.

urbanos, pero este hecho se conseguía prácticamente en el filo de la navaja de un proceso desbocado de crecimiento que podría requerir un severo ajuste posterior.

Es esclarecedor comparar el comportamiento de algunas variables macroeconómicas clave en la presente coyuntura y la que le precedió a principios de los noventa, ejercicio que se abordará de inmediato. Como se verá, ambas fases exhiben importantes diferencias tanto en lo referente a la evolución de esas variables, como en las características de la política económica que han aplicado las autoridades, tema este último que se desarrolla con amplitud en la sección B.

## A. Evolución de las principales variables macroeconómicas

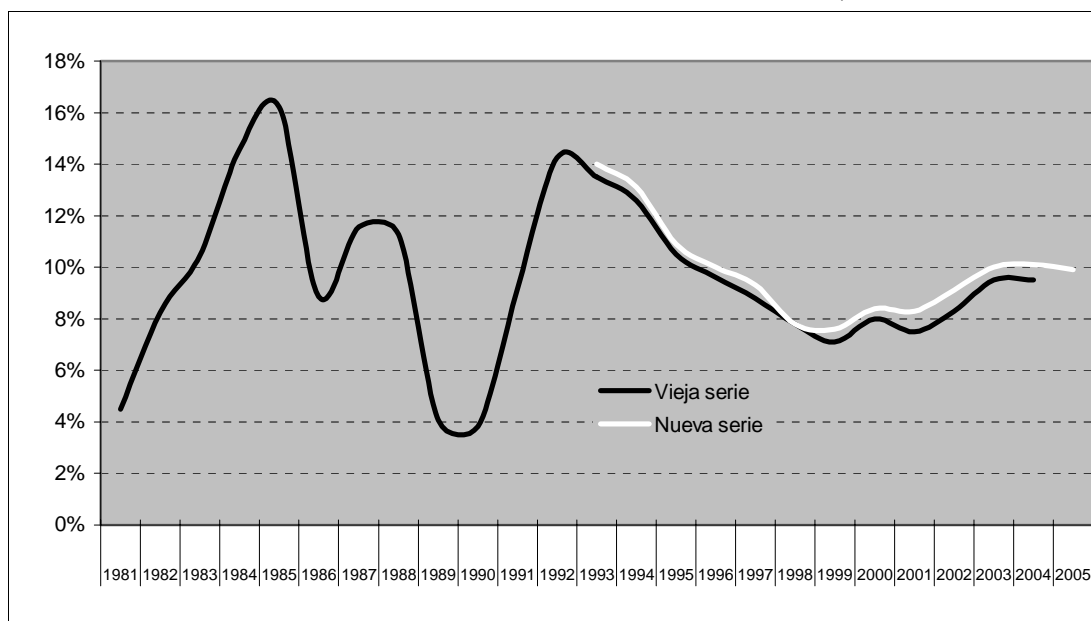
La principal similitud del auge que se inicia en 2003 con el verificado entre 1992-1994 se encuentra en la aceleración que acusa la formación bruta de capital fijo y que, en ambos casos, generó episodios que pueden calificarse como de sobreinversión de capital, es decir de creación de capacidades productivas excedentes, en el sentido de que su tasa de rentabilidad puede resultar a la postre insuficiente para cubrir el endeudamiento en que se incurrió. Es claro que muchos factores coadyuvan a que China sea una economía propensa a crecer mediante episodios de inversión excesiva y los consiguientes insostenibles desequilibrios micro o macroeconómicos tales como la inflación o el endeudamiento excesivo de las empresas. En un orden muy general, la implantación de una economía capitalista en un país con gigantescas potencialidades de crecimiento (ya sea hacia adentro, o como competidor en el mercado mundial) tiene que dar lugar a expectativas exageradas de rentabilidad, alentadoras de los “animal spirits” en una dimensión que no se registraba desde que se verificaron otros procesos clásicos de desarrollo capitalista. Por eso, es probable que el crecimiento de China de lugar a “fiebres”, “euforias” o incluso “manías” de inversión como las mencionadas en el capítulo anterior respecto a los Estados Unidos en los noventa. Por otra parte, la fragilidad social y política del proceso de transición económica hace que las autoridades tengan un sesgo favorable a tasas muy elevadas de crecimiento, ya sea por la mencionada necesidad de generar puestos de trabajo, como por el hecho de que buscan consolidar el país como una superpotencia geopolítica. De allí que estas hayan sido propensas a practicar políticas fiscales o monetarias que han facilitado episodios de inversión excesiva. Pero, aparte de este factor interno, es fácil darse cuenta que la globalización financiera y comercial que comienza a afianzarse desde los años ochenta, y de la cual China ha sido un protagonista importantísimo, representa un cambio estructural que favorece la atracción masiva de capitales en un país que promete rendimientos excepcionales a la inversión, ya sea por la dimensión potencial de su mercado interno, como por la capacidad competitiva dada por sus bajos costos laborales.

La comparación del auge de inversión de principios de los noventa y el que se encuentra actualmente en curso es ilustrativa de dos secuencias de eventos distintos que llevan a episodios de sobreinversión. A principios de los noventa, China se estaba recuperando del traumático ajuste económico con que concluyó la primera etapa de crecimiento de la década anterior, marcada por una aceleración inflacionaria y problemas en el sector agrícola, circunstancias que contribuyeron a los trágicos hechos de Tienanmen en 1989. Después de estabilizada la situación política, las autoridades dieron un paso adelante en el proceso de reformas y pusieron en marcha políticas de estímulo al crecimiento. Un hito de este propósito fueron los discursos que pronunció Deng Xiaoping a principios de 1992 en el sur de China en los cuales exhortó a acelerar el crecimiento económico. Y, en efecto, los años 1991-1993 registran una fuerte expansión de la inversión que crece un 22% en términos reales por año en ese período (véase el gráfico 17).<sup>28</sup> En esos años se produjo lo que algunos autores denominan las “cuatro fiebres”: la fiebre inmobiliaria, la fiebre

<sup>28</sup> No se publican estimaciones oficiales de los componentes por gasto del PIB de China a precios constantes; en el gráfico se indica como se estimó esta variable.

bursátil, la fiebre de creación de zonas de desarrollo y la fiebre de financiamiento.<sup>29</sup> Pero, como puede verse en el gráfico 18, una característica relevante de ese período es que el fuerte despegue de la inversión no se produce aisladamente, sino que va aparejado a un crecimiento del consumo total superior al que registra el ahorro. Lo que ocurrió es que, a principios de los noventa, fue el estímulo derivado del consumo público y privado el que detonó el subsiguiente episodio de sobreinversión. Y este dinamismo simultáneo de la inversión y del consumo se reflejó, naturalmente, en un deterioro de las exportaciones netas (véase el gráfico 19). Así, entre 1991 y 1993, esta variable muestra una tendencia decreciente que culmina incluso con un déficit comercial este último año. Lo ocurrido a principios de los noventa respecto a las exportaciones netas replicó el comportamiento de esta variable en la década de los ochenta, cuando la economía china comenzó el proceso de transición y de integración en la economía mundial sin una base productiva sólida. El desempeño desfavorable de las exportaciones netas fue a su vez el factor principal detrás del deterioro en el saldo de la cuenta corriente que se verifica entre 1991 y 1993, año este último en que se registra un déficit en ese rubro (véase el gráfico 20). Como los ingresos de capital no lograron compensar del todo la reducción progresiva en el saldo de la cuenta corriente, la aceleración en el crecimiento de principios de los noventa llevó a la economía china a enfrentarse con una pérdida de reservas que llega a su clímax en 1993 (gráficos 21 y 22). Es importante notar además que durante esos años los flujos de capital financiero son consistentemente negativos y solo a partir de 1993 comienzan a ser superados por la inversión extranjera directa. Es decir, el patrón de crecimiento de principios de los noventa condujo, al igual que una década atrás, a una incipiente crisis externa, situación que a su vez se vio complicada por una fuerte aceleración de la inflación que alcanzó tasas interanuales cercanas al 30% en 1994 (véase el gráfico 23).

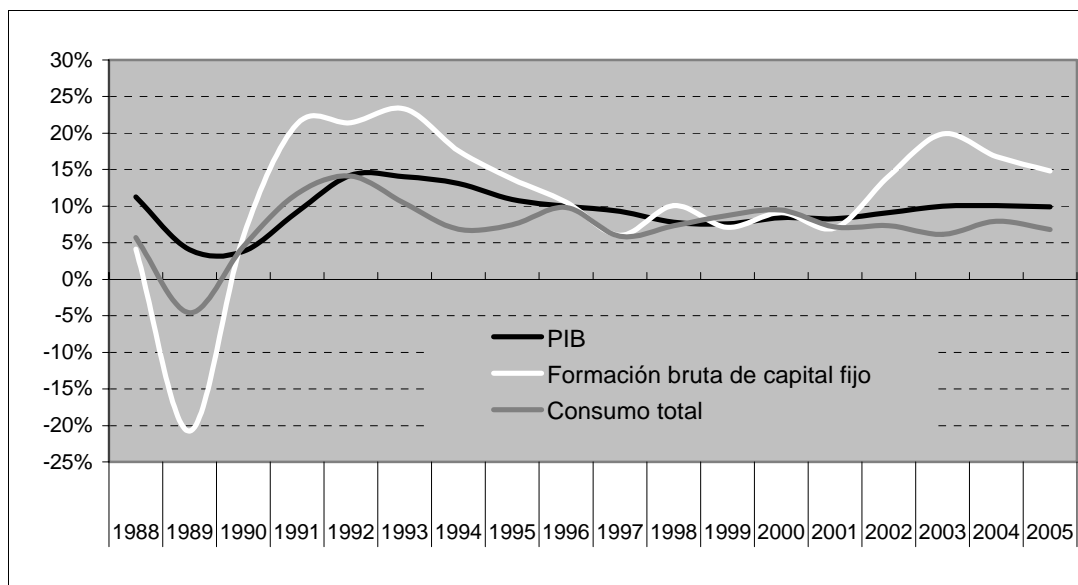
**Gráfico 16**  
**CHINA: EVOLUCIÓN ANUAL DEL PIB A PRECIOS CONSTANTES (1981-2005)**  
(tasas anuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Oficina Nacional de Estadísticas.

<sup>29</sup> Xiamong, Li y Yuping, Lan, *Implications of the Asian Financial Crisis for China: Is devaluation the only way out?*, artículo presentado en la Conferencia de la Asian Studies of the Pacific Coast, San Diego, 1999.

**Gráfico 17**  
**CHINA: EVOLUCIÓN DEL PIB, EL CONSUMO Y LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN**  
**TÉRMINOS REALES (1988-2005)<sup>a/</sup>**  
*(tasas anuales de variación)*



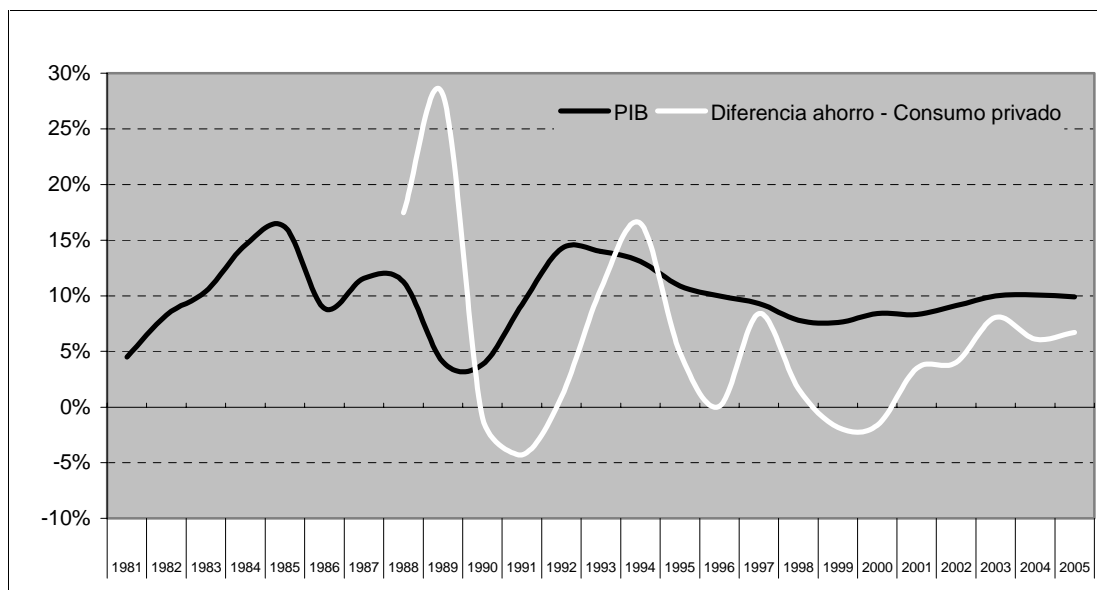
**Fuente:** Elaboración propia con datos del FMI, la Oficina Nacional de Estadísticas y el Banco Mundial.

<sup>a</sup> Producto interno bruto: a partir de 1993 corresponde a la nueva serie.

Formación bruta de capital fijo: 1988-1999: Serie nominal del FMI deflactada con el índice de precios de los activos fijos de la Oficina Nacional de Estadísticas (Anuario Estadístico 2004); 2000-2005: estimaciones del Banco Mundial.

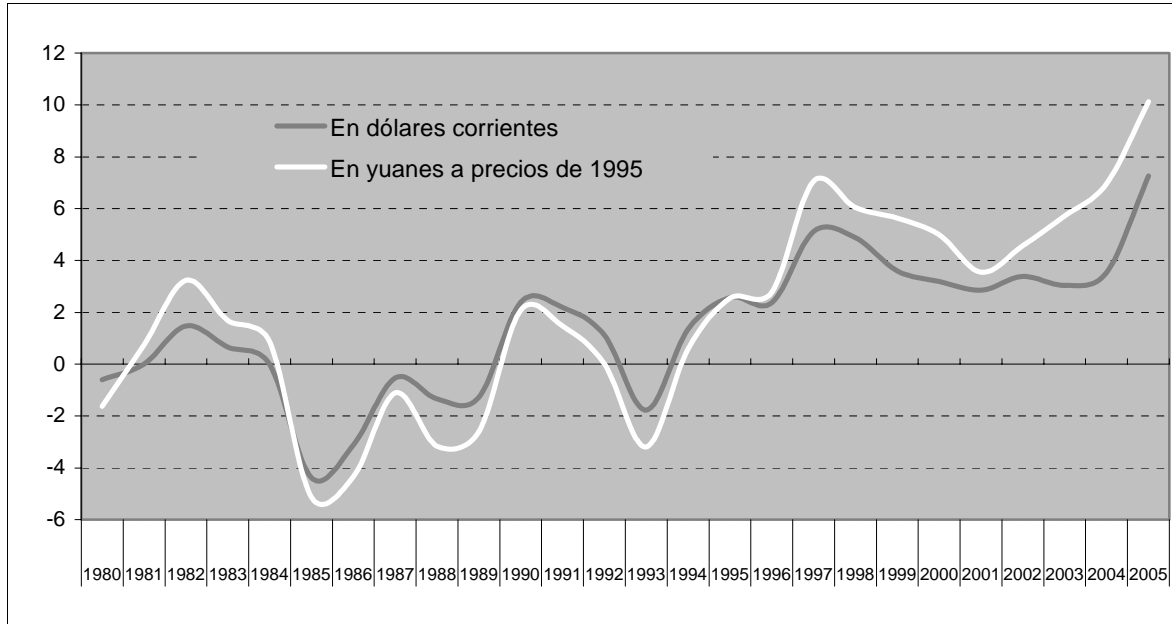
Consumo total: suma del consumo de las familias y del gobierno. 1988-2003: series nominales del FMI deflactadas con el índice de precios del consumidor, 2004-2005: sobre la base de estimaciones del Banco Mundial.

**Gráfico 18**  
**CHINA: EVOLUCIÓN DEL PIB Y DIFERENCIA EN EL CRECIMIENTO REAL DEL AHORRO**  
**Y EL CONSUMO PRIVADO (1988-2005)<sup>a/</sup>**  
*(tasas anuales de variación y puntos porcentuales)*



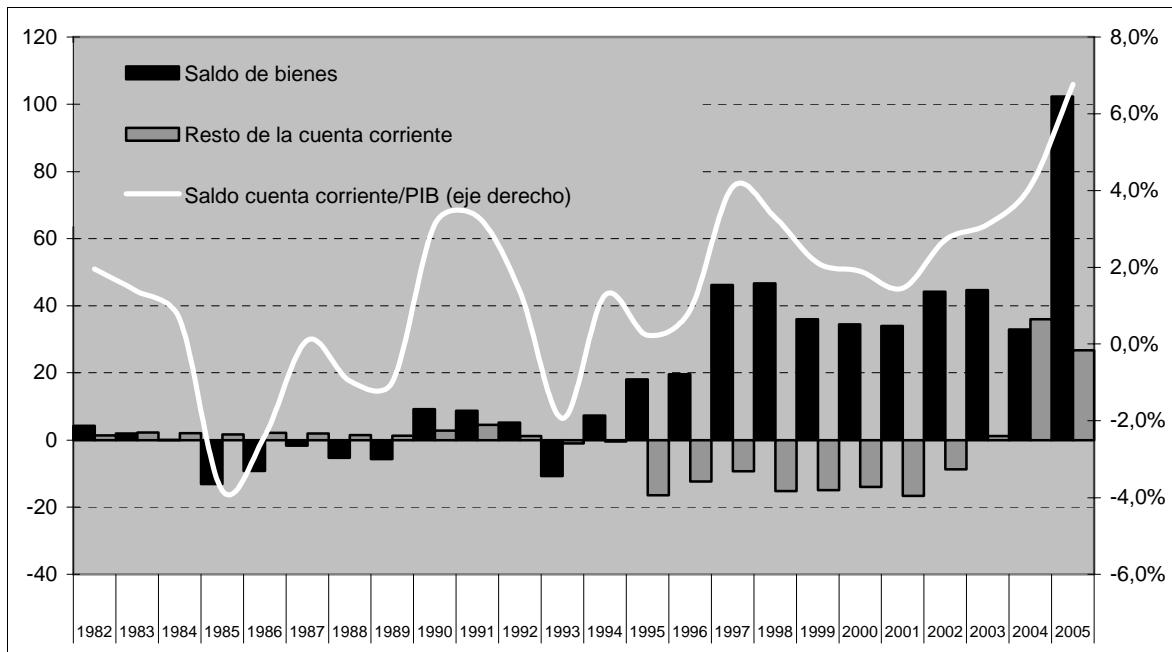
**Fuente:** Elaboración propia con datos del FMI, la Oficina Nacional de Estadísticas y el Banco Mundial.

**Gráfico 19**  
**CHINA: EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES NETAS (1980-2005)**  
 (en porcentajes del PIB)



**Fuente:** Elaboración propia con datos del FMI, la Oficina Nacional de Estadísticas, el Banco Mundial y el Banco Asiático de Desarrollo.

**Gráfico 20**  
**CHINA: EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES PRINCIPALES DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS<sup>a</sup> (1982-2005)**  
 (en miles de millones de dólares y porcentajes del PIB)



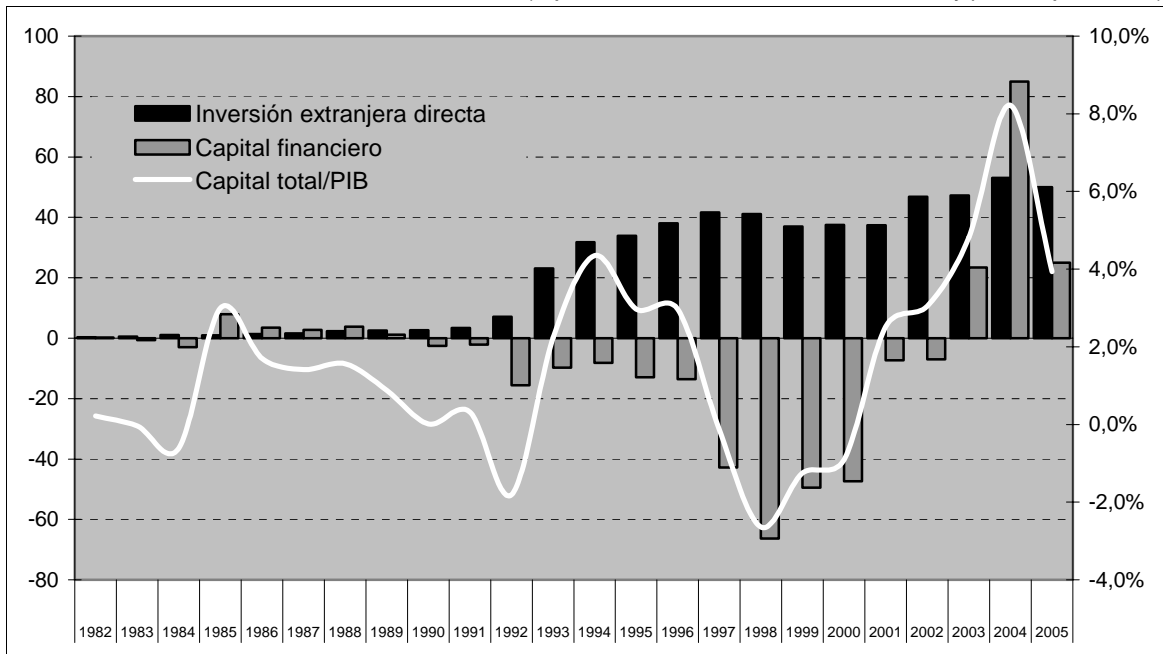
**Fuente:** Elaboración propia con datos del FMI, la Oficina Nacional de Estadísticas, el Banco Mundial y el Banco Asiático de Desarrollo.

<sup>a</sup>1982-2003: series del FMI; 2004-2005: estimación del saldo de bienes del Banco Asiático de Desarrollo (sobre la base de cifras oficiales), y estimación de la cuenta corriente del Banco Mundial.



**Gráfico 21**  
**CHINA: INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA, CAPITAL FINANCIERO Y CAPITAL TOTAL<sup>a</sup> (1982-2005)**

(flujos netos en miles de millones de dólares y porcentajes del PIB)

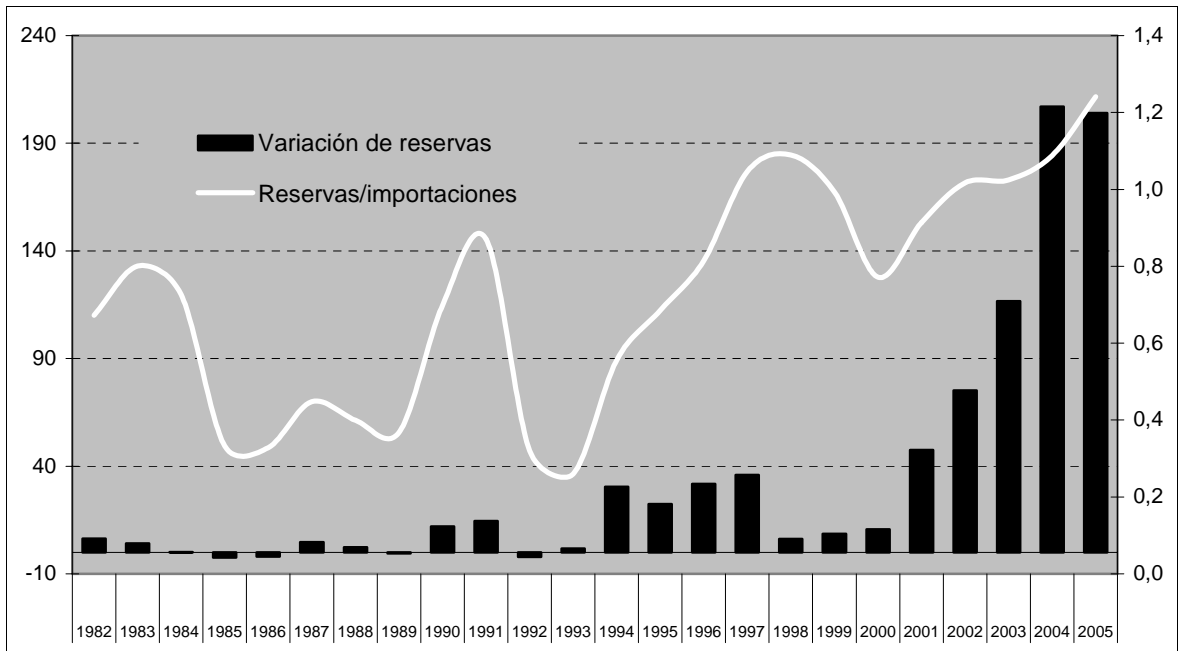


**Fuente:** Elaboración propia con datos del FMI, la Oficina Nacional de Estadísticas y el Banco Mundial.

<sup>a</sup>1982-2003: Series del FMI; 2004-2005: estimaciones del Banco Mundial. El "capital total" comprende los saldos de la balanza de capital, de la balanza financiera y los errores y omisiones; el "capital financiero" es el capital total menos la inversión extranjera directa.

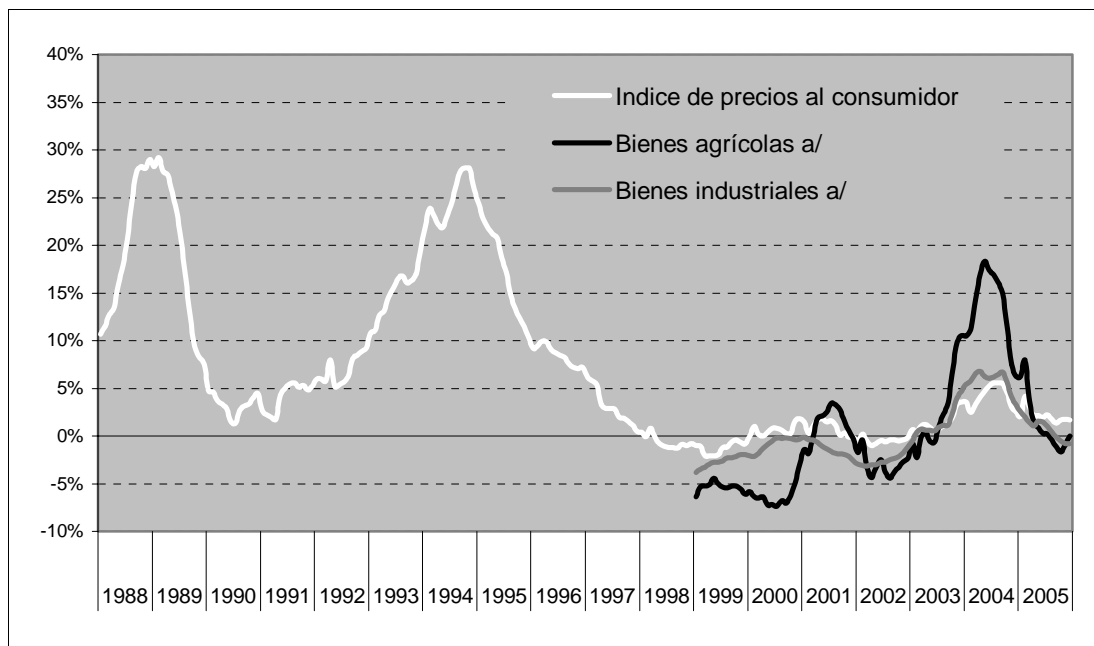
**Gráfico 22**  
**CHINA: VARIACIÓN Y ACERVO DE RESERVAS (1982-2005)**

(en miles de millones de dólares y ratios)



**Fuente:** Elaboración propia con datos del FMI y el Banco Mundial.

Gráfico 23

**CHINA: EVOLUCIÓN MENSUAL DE ALGUNOS PRECIOS (1988-2005)***(tasas de variación interanuales)*

**Fuente:** Elaboración propia con de la Oficina Nacional de Estadísticas, el Banco Asiático de Desarrollo y el Banco del Pueblo.

<sup>a</sup> Corresponde al componente respectivo del Índice de precios ex-fábrica (*Corporate Goods Price Index*) elaborado por el Banco de Pueblo.

La fragilidad que introducen en el escenario de la transición económica estos desequilibrios llevaron a las autoridades a mediados de 1993 a poner en práctica un plan de austeridad (conocido como el “plan de los 16 puntos”), el cual se complementó en 1994 con una serie de reformas fiscales, monetarias y cambiarias que dan lugar al extenso periodo de estabilización que se prolonga hasta el año 2002. El efecto directo de estas medidas fue una reducción de las tasas de crecimiento del PIB, del consumo y de la inversión, que durante esos años crece a ritmos similares al del PIB; esta desaceleración se tradujo en la ya mencionada brecha en la creación de puestos de trabajo. Entre 1994 y 2002, la formación bruta de capital fijo registró una tasa de crecimiento promedio de 10,6%, la mitad de la imperante durante el auge inmediato anterior. Pero, como contrapartida, la relativa restricción impuesta al crecimiento generó una creciente solidez de las cuentas externas, dejando de lado la zona de peligro que representaba la crisis externa que se visualizaba a principios de los noventa. A partir de 1994 las exportaciones netas se convierten en el principal factor dinámico del crecimiento del PIB y aunque este dinamismo se ve atenuado por la crisis asiática, se sostiene y se profundiza a partir de 2003, en conjunción con el nuevo auge de inversión. En términos de los flujos de capital, a partir del ajuste de 1993-1994, el ingreso de inversión extranjera directa se consolidó con ingresos cercanos a los 40 mil millones anuales hasta el 2001, cuando esta cifra se elevó ulteriormente. El comportamiento de los flujos financieros, sin embargo, fue negativo durante todos los noventa. Más aún, estas salidas de capital se agudizaron entre 1997 y 1998, en el contexto de la inestabilidad financiera asiática durante esos años. Aunque estas salidas tuvieron cierto efecto negativo en el ritmo de acumulación de reservas, la economía china parece haber consolidado su solvencia internacional. De hecho, la crisis asiática actuó sin duda como una señal de alerta para las autoridades que ya habían implementado políticas cambiarias y de cierta restricción a los flujos de capital financiero destinadas a garantizar una acumulación de reservas internacionales y a atenuar los efectos de movimientos de capitales con

potencial desestabilizador. Por otra parte, uno de los resultados más significativos de las medidas fue que, a partir de 1994, el ritmo inflacionario decrece de forma sostenida hasta un grado en que la economía registra presiones deflacionarias entre 1998 y 2002.

Un nuevo episodio de inversión acelerada, análogo al vivido en 1991-1993, comienza a observarse a partir de 2003 cuando la tasa de crecimiento de esta variable alcanza casi un 20%. En el conjunto del trienio 2003-2005, la inversión creció un promedio de 17% por año en términos reales. Pero, si a principios de los noventa, la expansión de la inversión estuvo acompañada por la del consumo, en la coyuntura actual el dinamismo de esta última variable se ha mantenido consistentemente por debajo del de la inversión. De hecho, la tasa de crecimiento del ahorro ha sido superior a la del consumo privado desde 2001, año en que las exportaciones netas vuelven a encontrar una vitalidad que se había resentido algo durante la crisis asiática. Entre 2001 y 2005, las exportaciones netas medidas a precios constantes representan en promedio un 6% del PIB y muestran una tendencia creciente. En este sentido, el escenario que se configuró con posterioridad a la recesión de 2001 representó para China una ocasión para profundizar su inserción en el mercado mundial, consolidada institucionalmente por la incorporación a la Organización Mundial de Comercio ese año.<sup>30</sup> La aceleración en la inversión se produjo ahora con resultados en el sector externo radicalmente distintos a la coyuntura de principios de los noventa ya que la fortaleza de las exportaciones netas se tradujo en un importante superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos que en el trienio 2003-2005 alcanza, en promedio, un 4,7% del PIB.

Pero no sólo desde el ángulo del comercio el escenario post recesión favoreció a China sino que, también, la gran liquidez existente, creada por la retracción de la inversión en otras economías y la política monetaria de Estados Unidos, estimuló el ingreso de capitales financieros que, en esta ocasión, actuaron como verdaderos catalizadores del auge. Ya a partir de 2001-2002 se eleva la magnitud de la inversión extranjera directa y se produce una fuerte reducción de las salidas netas de capital financiero mientras que, desde 2003, estos últimos flujos se tornan fuertemente positivos y alcanzan un record estimado de 85 mil millones de dólares en 2004. En el trienio 2003-2005, el ingreso total de capital a China alcanza, en promedio anual, un 5,7% del PIB, una cifra superior en un punto porcentual del PIB al superávit de la cuenta corriente (véase de nuevo los gráficos 20 y 21). En lo atinente a los factores detrás de estos flujos de capital financiero pueden señalarse la ya señalada creciente liquidez de los mercados financieros internacionales, los diferenciales de tasas de interés, las expectativas de reevaluación del yuan y el mismo auge de la economía. Aunque oficialmente China no tiene una cuenta financiera abierta, las restricciones existentes a la libre movilidad de capitales no deben ser sobreestimadas ya que en la práctica se ha venido caminando en la dirección de una liberalización de estos flujos. Los controles imperantes se aplican sobre todo a empresas domésticas no financieras, mientras que las empresas financieras locales y las empresas extranjeras tienen amplios márgenes de maniobra e instrumentos para llevar a cabo transacciones financieras internacionales.<sup>31</sup> Por ejemplo, entre 1999-2001, cuando los bancos tenían un exceso de liquidez en dólares, se estima que unos 140 mil millones de dólares salieron del país para colocarse en los mercados de deuda de Estados Unidos y en el sistema bancario internacional. Cuentas en moneda extranjera en el mismo sistema bancario (en 2002 representaban cerca de un 8% de los depósitos en yuanes) han venido operando desde hace algunos años como instrumento para transar divisas y yuanes con el objetivo de aprovechar diferenciales internacionales de tasas de interés y especular con los movimientos en los tipos de cambio. De hecho, la discusión acerca de la liberalización de la cuenta financiera en China no involucra ya tanto la existencia de flujos de

<sup>30</sup> China ingresó a este organismo el 11 de diciembre de 2001; véase un resumen de los compromisos y condiciones de ingreso en: [www.wto.org/english/news\\_e/pres01\\_e/pr243\\_e.htm](http://www.wto.org/english/news_e/pres01_e/pr243_e.htm).

<sup>31</sup> Xiaopu, Z., *Capital account management and its outlook in China*, en *China's capital account liberalisation: international perspectives*, BIS Papers, No 15, BIS, Abril, 2003, p. 20.

entrada y salida de capital, sino más bien la posibilidad de aumentar los canales para realizar estas operaciones.<sup>32</sup>

El resultado conjunto de los fuertes superávits en la cuenta corriente y la cuenta financiera de la balanza de pagos de China es un crecimiento exponencial de las reservas internacionales que a fines de 2005 eran de 819 mil millones de dólares, cerca de un 40% del PIB; diez años atrás, las reservas sumaban 75 mil millones, un 10% del PIB. En otras palabras, a diferencia del auge de principios de los noventa, el sector externo presenta en 2003-2005 una posición sólida que no ofrece restricciones al crecimiento. La persistente obtención de superávits en la cuenta corriente y la acumulación de activos de reserva han atenuado la vulnerabilidad externa, un resultado que deriva de logros que pueden calificarse como estables, tales como el crecimiento de las exportaciones, en el que juega un papel la preservación de la competitividad cambiaria y la atracción de inversión extranjera directa (IED). Ciertamente, el hecho de que China haya actuado como un poderoso atractivo de capitales financieros internacionales, sobre todo en los últimos tres años, tiene efectos potencialmente desestabilizadores en la medida en que, por una parte, ha producido una expansión excesiva de la capacidad productiva y, por otra, puede dar lugar a una realización masiva de ganancias especulativas con la consiguiente reversión abrupta de esos flujos de capital.

La dinámica de los precios es otro aspecto de contraste entre el auge de principios de los noventa y el que se encuentra actualmente en curso (véase de nuevo el gráfico 23). Ya se mencionó que después del ajuste de 1993-1994 se produjo una importante reversión de la inflación. Esta encuentra su explicación en varias causas. En primer lugar, la agricultura tiene buenos resultados después de 1995, lo que permitió mantener bajos los precios de los alimentos a la vez que la expansión de la industria y el aumento de productividad disminuyeron la escasez y los costos de muchos productos. Por otra parte, el debilitamiento del mercado laboral y del consumo, producidos por el ajuste de 1993-1994 influyeron también en la contención del crecimiento de los precios. En tercer lugar, la inflación precedente estaba parcialmente determinada por la progresiva liberalización de precios que acompañó las reformas y que, hacia la mitad de la década, ya había cubierto muchos mercados. En cuarto lugar, a partir de 1994 las reformas fiscales y monetarias eliminan el mecanismo de financiación del déficit público mediante emisión. De este modo, situado en un contexto productivo y macroeconómico muy distinto, el presente auge no ha conllevado una aceleración inflacionaria de la magnitud de la verificada en los ochenta y principios de los noventa. En 2004, la inflación, medida por el índice de precios al consumidor, se aceleró modestamente (3,9% vs. 1,2% en 2003), pero volvió a desacelerarse en 2005, cuando la tasa promedio anual alcanzó 1,8%. Más notable fue la aceleración del índice de precios ex-fábrica elaborado por el Banco del Pueblo (banco central) que, en 2004, se incrementó un 8,2% y en 2005 un 2,6%. Las causas principales de estos aumentos fueron las alzas en los bienes agrícolas, derivadas de problemas en algunas cosechas, y de los bienes energéticos e industriales provocadas por el acelerado crecimiento de la inversión.<sup>33</sup> En 2005, sin embargo, estas presiones cedieron ante la mejoría de la situación agrícola, las medidas tomadas para contener el auge y el continuo aumento de la producción de bienes de consumo. En este rubro persisten las tendencias deflacionarias, como argumenta un informe reciente del Banco del Pueblo: “Considerando la expansión sostenida de la capacidad productiva en el sector de bienes de consumo en años recientes, la sobreoferta de este

<sup>32</sup> Icard, A., *Capital account liberalisation in China: international perspectives*, en *China's capital account liberalisation: international perspectives*, BIS Papers, No 15, BIS, Abril, 2003, p. 15 y Ma G. y McCauley, R., *Opening China's capital account amid ample dollar liquidity*, id. Aunque existen restricciones para la remisión al exterior de divisas por parte de las personas impuestas por la Oficina Estatal de Cambios Extranjeros (SAFE), el sistema bancario parece haber tener facilidad para realizar estas transacciones. Sobre las regulaciones de los depósitos en moneda extranjera, véase el sitio del Banco Industrial y Comercial de China: [www.icbc.com.cn](http://www.icbc.com.cn)

<sup>33</sup> *Macro measures taking effect*, China Daily, 5 de noviembre, 2004.

tipo de productos probablemente persistirá en el corto plazo, introduciendo presiones deflacionarias en el índice de precios del consumidor, en especial en los rubros de bienes de consumo durable”.<sup>34</sup>

En términos generales, puede decirse que si bien el auge de principios de los noventa puede ser calificado como un “recalentamiento” de la economía —situación en la cual hay un exceso generalizado de demanda que induce inflación—, en la coyuntura actual puede hablarse con más propiedad de un fenómeno focalizado de sobreinversión de capital.<sup>35</sup>

## B. El papel de la política económica

### B.1 La política fiscal

La progresiva implantación de las reformas económicas durante los ochenta, con su creciente descentralización productiva y el fortalecimiento de los poderes de decisión de las autoridades locales, provocó una reducción de las fuentes de financiamiento del gobierno y en particular de la autoridad central. Esto se manifestó en una caída de los ingresos fiscales como proporción del producto que alcanza un punto crítico hacia la mitad de los noventa; en 1995 los ingresos fiscales representaban sólo un 11% del PIB (24% en 1980). Sin embargo, durante buena parte de los ochenta, esto no significó una elevación descontrolada del déficit fiscal que se mantuvo en una cifra promedio en torno al 0,8% del PIB (véase el gráfico 24). Pero esta situación se altera entre 1990 y 1994, cuando el déficit promedio alcanza casi un 3% del producto. La profundización de la incapacidad del gobierno para recaudar le impide aprovechar el crecimiento de esos años para ampliar sus ingresos, a la vez que el gasto crece con la fin de estabilizar la situación política y paliar los efectos del ajuste de fines de los ochenta. La fragilidad fiscal de China es confrontada por las autoridades en 1994 cuando se efectúa un ajuste fiscal y además se lleva a cabo una exitosa reforma tributaria que contribuye a disminuir la evasión y a que el gobierno central recupere algo de control sobre la recaudación. El ajuste fue parte del “programa de los 16 puntos” y consistió en la introducción de un impuesto al valor agregado con una amplia base así como en la eliminación de exenciones impositivas y en restricciones al gasto corriente y de capital. La reforma aludida estableció nuevas reglas para la recaudación y la distribución de los ingresos a nivel nacional y local, creó una administración centralizada de impuestos, restó facultades a las autoridades locales para otorgar exenciones y simplificó la estructura tributaria.<sup>36</sup> Estas medidas contuvieron el deterioro de los ingresos fiscales y llevaron el déficit en 1997 a 1,2% del PIB.

Pero, a partir de 1998, la política fiscal se torna de nuevo expansiva con el propósito de compensar el debilitamiento del sector externo, aquejado por los efectos recesivos de la crisis asiática. La estrategia seguida no privilegió el gasto social, algo que habría estimulado el consumo, sino la inversión en obras de infraestructura que comenzaron a financiarse a través de la emisión de bonos del tesoro a largo plazo. Entre 1998 y 2002, estas emisiones sumaron alrededor de 82.000 millones de dólares, representando cerca de un 1,5% del PIB por año. En este lapso, la proporción del gasto en relación al PIB pasa de 14,1% a 21,3% mientras que el déficit alcanzó un máximo de 4,4% del producto en 2001. Aunque notorio, el estímulo fiscal en estos años no debe ser sobreestimado debido a que se da en paralelo con una profundización de la reestructuración de empresas públicas. Se estima que entre 1997-2000 se eliminaron unos 30 millones de puestos de trabajo de estas empresas, una reducción del 26% de su fuerza laboral, equivalente a un 4% de la

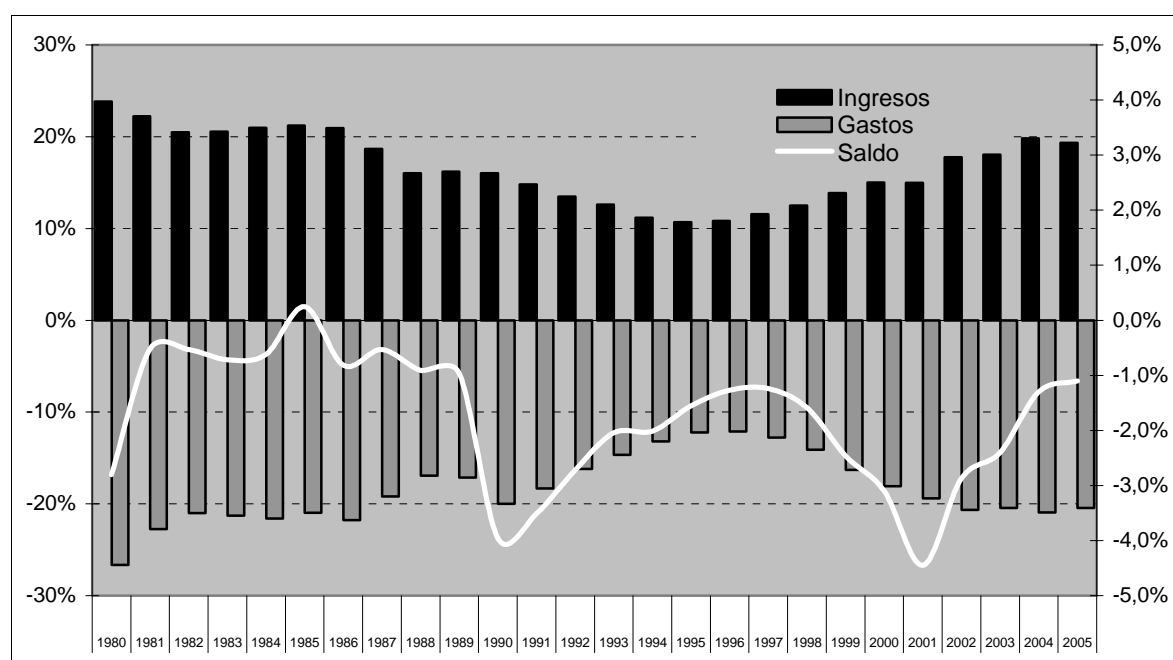
<sup>34</sup> *China Monetary Policy Report, Quarter Four, 2005*, Banco del Pueblo de China, Beijing, p. 50.

<sup>35</sup> *Time to hit the brakes*, *The Economist*, 13 de mayo, 2004.

<sup>36</sup> Shaoguang, W., *China's 1994 fiscal reform: An initial assessment*, *Asian Survey*, setiembre, 1997.

PEA.<sup>37</sup> Aunque hubo absorción parcial de estos puestos, esta reestructuración sin duda restó vigor a la demanda de consumo. Es plausible pensar que el sesgo de la política fiscal hacia la construcción de infraestructura haya sido una suerte de impulso inicial para el auge de inversión del trienio 2003-2005. Pero, en todo caso, una vez que comenzó a registrarse un fuerte crecimiento en la inversión, las autoridades comenzaron a reducir el gasto en infraestructura. Así, la emisión de bonos de largo plazo entre 2003 y 2005 fue cerca de un 20% menor que el promedio 1998-2002; la desaceleración, aunque rápida, todavía implicaba que en 2005 este rubro de la inversión pública aún representara un 0,5% del PIB.<sup>38</sup> Por otra parte, en esta ocasión, la recaudación no solo ha logrado aprovechar la coyuntura expansiva de la economía sino que los ingresos como proporción del PIB han crecido continuamente. Esto ha permitido reducir el déficit fiscal a un 1,1% del producto en 2005.

**Gráfico 24**  
**CHINA: GASTOS, INGRESOS Y SALDO FISCAL (1980-2005)**  
(en porcentajes del PIB)



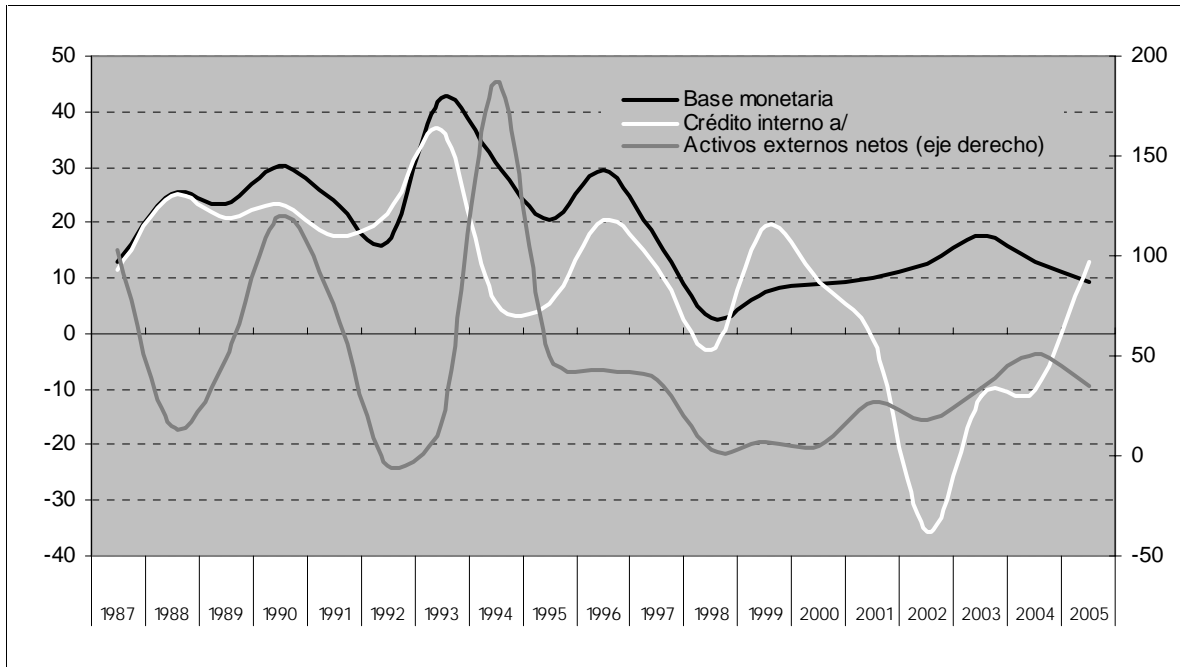
Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y el Banco Mundial

<sup>37</sup> UNESCAP, *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific*, 2002, p. 167. The Economist (op. cit.) señala una “pérdida de 24 millones de puestos de trabajo” entre 1998 y 2002; N. N. Ngo (op. cit. p. 29) se refiere a 26 millones de trabajadores despedidos, de un total de 90 millones ocupados en las empresas estatales.

<sup>38</sup> Dashan, X., *Expansive fiscal policy fading out*, China Daily, 15 de marzo, 2004; World Bank, *China Update*, noviembre 2004, Beijing, p. 7.

**Gráfico 25**  
**CHINA: EVOLUCIÓN DE LA BASE MONETARIA Y SUS COMPONENTES PRINCIPALES**  
**(1987-2005)**

(tasas de variación en porcentajes)

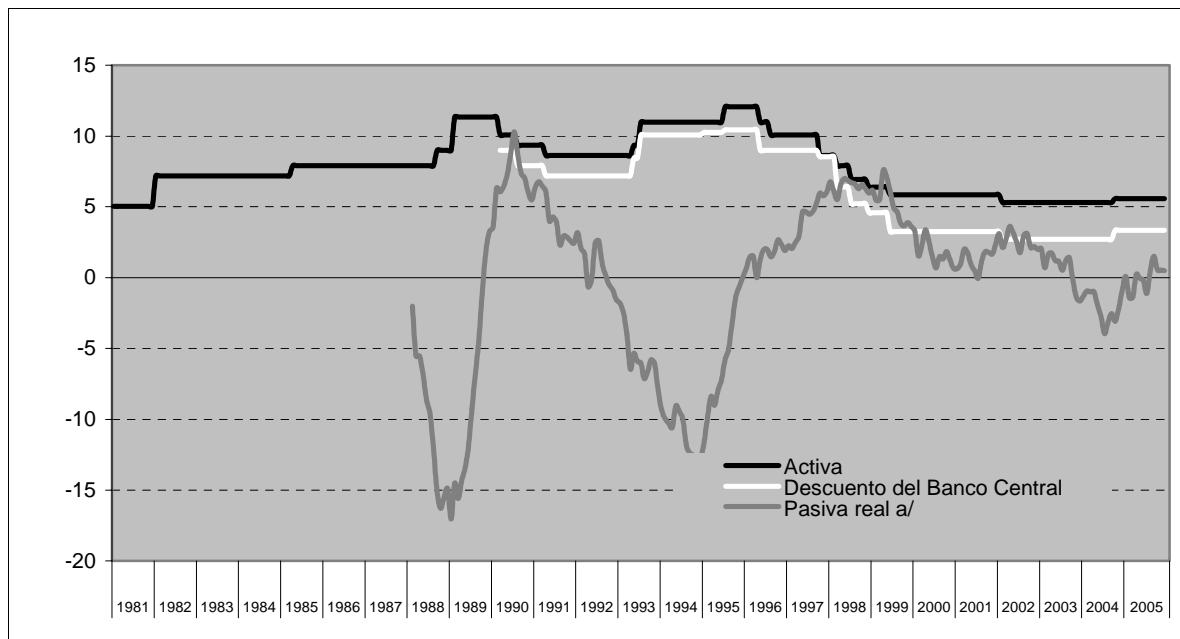


**Fuente:** Elaboración propia con datos del FMI y el Banco del Pueblo de China.

<sup>a</sup> Incluye préstamos del banco central al gobierno central (netos), a los bancos comerciales y a otros sectores; no incluye préstamos a instituciones financieras no bancarias.

**Gráfico 26**  
**CHINA: EVOLUCIÓN MENSUAL DE TASAS DE INTERÉS SELECCIONADAS (1981-2005)**

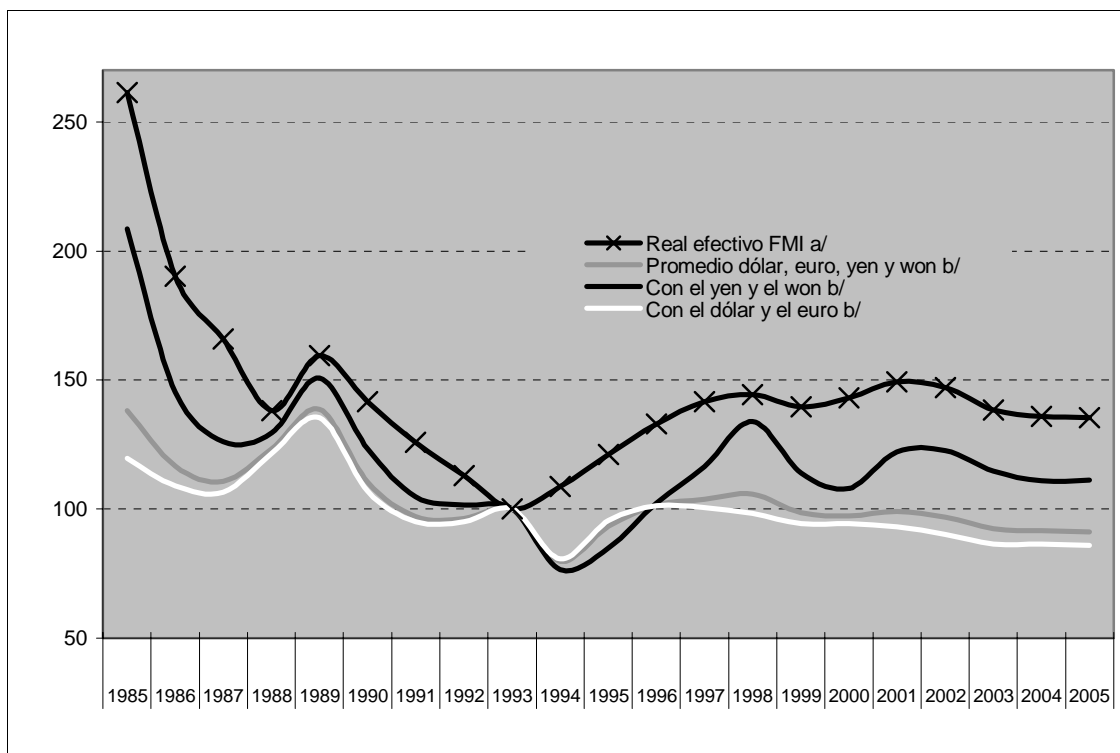
(en porcentajes)



**Fuente:** Elaboración propia con datos del FMI y el Banco del Pueblo de China.

<sup>a</sup> Deflactada con el Índice de Precios al Consumidor.

Gráfico 27

**CHINA: EVOLUCIÓN DE TIPOS DE CAMBIO REALES SELECCIONADOS (1985-2005)***(Índice 1993=100; pendiente negativa/positiva = depreciación/apreciación)*

**Fuente:** Elaboración propia con datos del FMI y el Banco del Pueblo de China.

<sup>a</sup> Estimación del FMI. <sup>b</sup> Tipo de cambio real deflactado con los índices de precios al consumidor y agregado con los pesos de los socios respectivos en el comercio exterior chino en 2003.

## B.2 La política monetaria

A diferencia de la política fiscal que, como se ha visto, ha tenido una función anticíclica desde los noventa, la instancia monetaria reviste un perfil menos definido en el curso de estos años. Como puede verse en el gráfico 25, a principios de los noventa, la expansión del crédito interno, en buena parte destinado a empresas estatales, fue el factor principal de un enorme crecimiento de la base monetaria el cual se vio complementado por una reducción de la tasa de descuento del banco central entre 1990 y 1993 (gráfico 26). Es claro, pues, que el auge de inversión de esos años fue un resultado directo de las medidas puestas en práctica por las autoridades monetarias que se conjugaban con la expansión fiscal en curso. Ahora bien, el brote inflacionario que acompañó al crecimiento significó que la política expansiva tornara fuertemente negativas a las tasas reales de los depósitos bancarios entre 1993 y 1994. Esto sin duda introdujo un elemento de fragilidad en el sistema bancario que ya en 1988 había experimentado un retiro masivo de depósitos y de ahorros, pánico que fue contenido sólo mediante fuertes alzas en las tasas de interés.<sup>39</sup> Ante esta situación, y como ya se mencionó, a mediados de 1993 se implementó un plan de ajuste que tenía un fuerte componente de restricción del crédito y elevación de las tasas de interés cuyo fin evidente era contener el exceso de inversión, la inflación y el desequilibrio externo. En realidad, las autoridades no estaban haciendo otra cosa que revertir el fuerte estímulo crediticio que habían puesto en marcha pocos años antes. Las medidas resultan solo parcialmente exitosas ya que, si bien se produce una fuerte caída en la expansión del crédito interno, la base monetaria sigue creciendo por

<sup>39</sup> UNESCAP, *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific*, 1990, p. 25.



un factor fuera de control de las autoridades y que deriva de la evolución del sector externo. En efecto, el ajuste monetario y fiscal, en conjunción con la devaluación del yuan, hace que ya en 1994 China comience a acumular reservas internacionales y por tanto a experimentar una expansión monetaria derivada de este incremento. Este fenómeno retrasa la estabilización y solo en 1996 las tasas reales pasivas de interés pasan de nuevo a terreno positivo. Un aspecto esencial de las medidas monetarias y fiscales tomadas en 1994 es que, como ya se dijo, el banco central dejó de financiar el déficit público mediante créditos del banco central, y se pasa a colocar bonos a largo plazo. Estos instrumentos se convierten en un elemento de canalización del ahorro líquido depositado en los bancos<sup>40</sup> lo cual atenuó uno de los factores inflacionarios que parecen haber actuado tanto en el auge de principios de los noventa, como en los ochenta.<sup>41</sup>

La etapa de relativa restricción monetaria posterior al ajuste de 1993 se extiende hasta 1998. En ese momento, al igual que ocurrió con la política fiscal, las autoridades toman medidas para compensar la pérdida de dinamismo del sector externo mediante la reducción de las tasas de interés y la expansión del crédito interno. Pero el signo de estos dos instrumentos diverge durante esos años. Mientras que la reducción de tasas de interés se prolonga por un largo periodo, la expansión del crédito interno se verifica sólo en 1999; entre 2000 y 2004 esta variable tiene más bien un comportamiento contractivo en cuanto formadora de la base monetaria. Esto ocurre a partir de 2001, cuando los activos externos netos del banco central pasan a ser el factor fundamental en la creación de dinero primario; estos crecen, entre 2001 y 2004, un 33% en promedio anual. Como se verá en el siguiente capítulo, este factor, y en particular el fuerte ingreso de capital financiero, juega un papel destacado en el presente auge de inversión. Es por ello que, para atenuar esta expansión de la base monetaria, que tiene un carácter exógeno y por tanto fuera de su control, las autoridades se verán obligadas no solo a restringir el crédito interno sino también a realizar importantes operaciones de esterilización de la oferta monetaria creada por el ingreso de divisas, a pesar de lo cual la base crecerá un 13% anual entre 2001 y 2004. Sólo en 2005, en paralelo con cierta reducción en el ritmo de crecimiento de los activos externos netos, el crecimiento del crédito interno pasa a ser positivo.<sup>42</sup>

En cuanto a la política de tasas, como se decía, esta permaneció siendo expansiva hasta octubre de 2004 cuando la tasa activa a 1 año se elevó de 5,3% a 5,6% y la tasa de descuento del banco central de 2,7% a 3,3%. Ya en abril de ese año, las autoridades pusieron en práctica una serie de medidas para controlar el auge de inversión.<sup>43</sup> La gran preponderancia de una asignación del crédito por mecanismos más bien administrativos hace que la tasa de interés no haya tenido una gran relevancia como motor del auge de inversión que se inicia en 2003 y es por ello que las autoridades se concentraron en mecanismos directos de restricción del crédito para intentar encauzar el proceso. Pero, y quizás de manera más importante, un alza en las tasas de interés si podría actuar en China como una señal favorable adicional al ingreso de capitales externos, junto con las expectativas generales de un mayor rendimiento de la inversión y las expectativas de ganancias por una posible apreciación de la moneda. En este sentido, la conducta de no subir las tasas aparece plenamente justificada. Debe notarse que esta política comenzó a revertirse

<sup>40</sup> El ahorro representa una alta proporción del producto de China. Medido a través de las cuentas nacionales, este agregado representó en 2002 un 38,5% del PIB; UNESCAP, *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific, 2003*, p. 39. En 1995, un 75% de los bonos del gobierno estaba en manos de las familias que comenzaron a utilizarlos como instrumento alternativo de ahorro a los depósitos bancarios; UNDESA, *World Economic and Social Survey 1999*, p. 173. Más recientemente, se ha detectado una mayor diversificación de las formas de ahorro en detrimento de los depósitos bancarios y a favor de los bonos del gobierno. Véase Ying, L. y Bin, W., *Alarm sounds on savings slide*, China Daily, 18 de octubre, 2004.

<sup>41</sup> UNESCAP, *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific, 1995*, p. 58; UNDESA, *World Economic and Social Survey 1999*, p. 172.

<sup>42</sup> En esta estimación del crédito interno del banco central se excluyen los préstamos dados por este a las instituciones financieras no bancarias (que comienzan a otorgarse a partir de 2002). De incluirse estas instituciones, el crecimiento del crédito interno del banco central registrado en 2005 resulta ser de 28,9%, en lugar del 12,9% al excluirlas.

<sup>43</sup> Véase una lista parcial de medidas y su cronología en World Bank, *China Update*, noviembre 2004, Beijing, pp. 11-12.

modestamente sólo después de que la Reserva Federal de Estados Unidos iniciara una fase alcista a mediados de 2004, creando un espacio para una elevación correlativa en China que no generara (o ampliara) el diferencial que podría incentivar operaciones de arbitraje. De hecho, el alza en la tasa de interés como instrumento para contener el auge ha estado más bien fuera de las posibilidades de las autoridades debido a que China está sometida al “trilema de Mundell”, es decir una situación en que el tipo de cambio fijo (o con una limitada flexibilidad), conjugada con la porosidad de los controles al ingreso de capitales, implica la pérdida de autonomía para controlar el ciclo mediante la tasa de interés. Un aumento unilateral de tasas sólo incentivaría un mayor ingreso de capitales, con las consiguientes presiones sobre el tipo de cambio y la necesidad, para defenderlo, de acumular aún más reservas y expandir la base monetaria provocando un efecto contrario al buscado enfriamiento de la economía o, en todo caso, elevando el costo de las operaciones de esterilización.

Una vez iniciado el auge de 2003, la política de las autoridades no se ha limitado al manejo del crédito interno otorgado por el banco central y otras operaciones monetarias que podemos considerar indirectas. En realidad, poco después de iniciada esta fase de crecimiento acelerado se comenzaron a tomar diversas medidas para restringir directa y compulsivamente el crédito de los bancos comerciales. Ya en la segunda mitad de 2003 se limitan los créditos para desarrollos inmobiliarios y se elevan los encajes y, como se dijo, en abril de 2004 se profundizan este tipo de medidas y se toman otras de carácter administrativo para limitar la inversión. Estas últimas afectan proyectos en curso y se llega incluso a prohibir la inversión en ciertos sectores particularmente “recalentados”. Cabe subrayar que el recurso a medidas administrativas para contener el auge es posible dado el carácter mixto que aun reviste la economía china.

El extenso período de bajas tasas de interés hizo que las tasas reales por depósitos registraran valores negativos en 2004 lo cual provocó una incipiente desintermediación bancaria manifestada en dos procesos. En primer lugar, se produjo una reducción en el plazo de los depósitos, lo cual generó un descalce creciente con el plazo de los créditos otorgados y, en segundo lugar, parte de los fondos se ha canalizado hacia las compras inmobiliarias (y otros instrumentos financieros), que aparecieron como un instrumento más fiable de conservación del valor que los depósitos bancarios.<sup>44</sup> El aumento de las tasas controladas por el banco central ha corregido de manera muy débil estos fenómenos. En abril de 2006, después de que se registrara un repunte en la inversión en capital fijo, el banco central volvió a elevar la tasa activa a 1 año, esta vez a 5,9%.

### **B.3 La política cambiaria**

En el contexto de las medidas tomadas para controlar el auge de principios de los noventa, las autoridades llevan a cabo una importante reforma cambiaria que se implementó en enero de 1994. Se unificó el tipo de cambio a la tasa de mercado vigente en ese entonces, lo que implicó una devaluación nominal de un 30% respecto a la tasa oficial; en términos reales, esa devaluación respecto al dólar puede estimarse en un 20% (véase el gráfico 27). En la práctica, este sistema funcionó como un tipo de cambio fijo (con una estrecha banda de flotación) manteniendo una paridad de cerca de 8,3 yuanes por dólar, la cual pudo sostenerse sin que se deteriorara la competitividad cambiaria respecto a esa moneda gracias a la caída en la tasa de inflación. De hecho, entre 1998 y 2002, el tipo de cambio fijo y la deflación verificada implicó una leve depreciación real respecto al dólar y al euro. En cambio, como puede verse en el gráfico, el yuan ha experimentado más bien una cierta apreciación real efectiva derivada, en particular, de la depreciación de algunas monedas asiáticas. Al concentrar China sus exportaciones en Estados Unidos y Europa y ser un gran importador de insumos de Asia, esta trayectoria ha resultado ideal para su comercio exterior porque, simultáneamente, ha reducido sus costos de aprovisionamiento

---

<sup>44</sup> World Bank, *China Update*, noviembre 2004, Beijing, p. 8; *World elite hope for economy “soft landing”*, China Business Weekly, 24 de septiembre, 2004; Ying, L. y Bin, W., *Alarm sounds on savings slide*, China Daily, 18 de octubre, 2004.

(por apreciación respecto a los socios a los que compra) y sus precios de venta (por depreciación respecto a los socios a los que vende), realzando su competitividad en el mercado mundial. La implantación de este régimen cambiario en el clímax del ajuste con que terminó la fase expansiva de principios de los noventa mostró la claridad estratégica de las autoridades chinas en relación a priorizar una inserción en el comercio mundial que a la vez garantizara la solidez de su sector externo y estimulara al crecimiento industrial.

El régimen cambiario fue reformado en julio de 2005, en medio de crecientes presiones de organismos internacionales,<sup>45</sup> académicos<sup>46</sup> y del gobierno de Estados Unidos<sup>47</sup> para que China flexibilizara el tipo de cambio. Se estableció entonces un régimen de “tipo de cambio flotante administrado” en que el precio del yuan está determinado por la evolución de una canasta de monedas. Al final de cada día, el banco central anuncia el tipo de cambio respecto del dólar que conformará la paridad central del día siguiente, alrededor de la cual se mantiene la estrecha banda de flotación previa. El nuevo régimen, sin embargo ha producido solo una leve apreciación nominal del yuan, de cerca de un 2,6% a fines de 2005 respecto al mismo periodo del año anterior.<sup>48</sup>

Aparte de su política cambiaria promotora de las ventas externas, China tiene una serie de incentivos especiales para las empresas exportadoras, tales como la exención del impuesto al valor agregado para la maquinaria y componentes importados, del impuesto a las ganancias y las posibilidades de adquirir tierra a bajo costo<sup>49</sup> a pesar de varias medidas restrictivas, tales como regulaciones en torno a las formas de adquisición de la tierra.

---

<sup>45</sup> En una visita a Beijing en marzo de 2005, Rodrigo Rato, Director Gerente del FMI declaró que China debería moverse gradualmente hacia un sistema de tipo de cambio más flexible, lo cual permitiría absorber mejor shocks externos e internos y daría mayor autonomía a las autoridades monetarias. Véase, *China technically ready on yuan move: IMF*, Channelnewsasia, 15 de marzo, 2005.

<sup>46</sup> Véase, por ejemplo, Goldstein, M., *Adjusting China's exchange rate policies*, Institute for International Economics, junio, 2004.

<sup>47</sup> En febrero de 2005 circulaba en el Congreso de Estados Unidos una propuesta para dar seis meses de plazo a China para que revaluara el yuan o enfrentara una alza de 27,5% en las tarifas a los bienes manufacturados, *US move on RMB 'contraproductive'*, China Daily, 5 de febrero, 2005.

<sup>48</sup> Es plausible pensar que el nuevo régimen fue diseñado pensando que no afectaría sustancialmente la competitividad cambiaria. Esto puede apreciarse en una trayectoria simulada del tipo de cambio entre 2004 y la primera mitad de 2005 asumiendo que el yuan se determine a través de las variaciones de una canasta de monedas similar a la utilizada por las autoridades chinas. Véase *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2005*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago de Chile, p. 43.

<sup>49</sup> Xie A., *Asia Pacific: Sharing the burden of fixing the world*, en *Looking to 2005: How to fix the world*, Morgan Stanley Global Economic Forum, diciembre, 2004, p. 86.



## **IV. Una mirada más cercana al presente auge en China**

---

Se vio en el capítulo anterior que el auge registrado a principios de los noventa fue causado por factores esencialmente internos a China, en particular, por políticas monetarias y fiscales expansivas. Este auge terminó debido a desequilibrios insostenibles tales como un exceso de inversión, alta inflación, y crisis en el sector fiscal y externo. El auge que se inicia en 2003 tiene causas sustancialmente distintas y no puede ser comprendido al margen de la coyuntura que atraviesa la economía mundial a partir de 2001. Ciertamente, hay elementos de la política económica interna a China que conforman el escenario previo en el cual este país puede aprovechar la coyuntura que se abre en esos momentos. Cabe destacar el estímulo monetario y fiscal que se puso en práctica a raíz de la crisis asiática y, en particular, el hecho de que la política fiscal expansiva estuviera centrada en aumentar el gasto público en infraestructura —no en el consumo—, lo cual impactó directamente sobre la inversión. Hay también un elemento de corte más estructural que resulta esencial para entender la génesis del presente auge: la política cambiaria consistente en mantener un tipo de cambio nominal fijo con respecto al dólar, capaz de garantizar la competitividad exportadora de China. Dado este parámetro, el profundo estímulo monetario que se comenzó a aplicar la Reserva Federal en Estados Unidos después de la recesión de 2001, mediante una agresiva campaña de bajas en las tasas de interés, impactó directamente en China.

En primer lugar, la reactivación de la actividad en Estados Unidos significó un crecimiento muy intenso de las exportaciones chinas hacia ese mercado, lo que se tradujo en una reanimación de la actividad industrial del país asiático. En segundo lugar —y esto es un acontecimiento novedoso— las bajas tasas de interés en Estados Unidos realzaron la rentabilidad potencial de la inversión en China (al igual que en otros países emergentes), lo cual estimuló un fuerte movimiento de entrada de capitales, fortalecido a su vez por las crecientes expectativas de una revaluación del yuan. Estos flujos se sumaron al saldo superavitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos, para crear una enorme expansión en la reservas internacionales.

La consecuencia natural de este proceso ha sido una fuerte expansión monetaria y crediticia producida en el contexto de un sistema bancario muy líquido y, por tanto, con una fuerte propensión a prestar; factores institucionales como la estrecha relación entre la banca y autoridades locales fortalecieron esta tendencia. La política de tipo de cambio fijo implicó, pues, que el estímulo monetario de la Reserva Federal, cuyo objetivo era atenuar la recesión en Estados Unidos, se tradujera en un incremento de la formación de capital en China, causando un episodio de sobreinversión en algunas actividades, una fuerte efervescencia en el sector inmobiliario, cuellos de botella energéticos y de transporte y alzas de precios en las materias primas.<sup>50</sup> Más allá de que este fenómeno de hecho agrega capital en industrias que a nivel mundial ya exhiben excesos de capacidad instalada, puede vérselo como una etapa de intensificación del proceso de reestructuración productiva internacional, en el cuál diversas actividades industriales se están localizando en China y abandonando los países desarrollados. En este capítulo se examinarán con más detalle algunos de estos aspectos. En primer lugar, el comportamiento de las exportaciones, la producción industrial y la inversión. Luego se repasará alguna información sobre la expansión crediticia y por último se examinará someramente la evolución del comercio exterior de China, con particular énfasis en el efecto de sus importaciones sobre algunos mercados relevantes para América Latina y el Caribe.

## A. Exportaciones, producción industrial e inversión

La actividad económica se acelera en China ya a partir de 2002. De acuerdo a las estimaciones más recientes, en el cuatrienio 2002-2005, el PIB crece a un ritmo anual promedio de 9,8%, mientras que en el periodo 1997-2000, esta tasa fue de un 8,3%. En el primer trimestre de 2006, el PIB creció un 10,2%. Estas tasas, junto con la revisión hacia arriba del crecimiento debida a los cambios en la metodología de cálculo del PIB anunciados a fines de 2005 han llevado a considerar en muchas publicaciones divulgativas que la economía de China es ahora la cuarta más grande del mundo, solo superada por Estados Unidos, Japón y Alemania.<sup>51</sup> Tales estimaciones de la importancia relativa de esta economía están, sin embargo, basadas en agregaciones del PIB mundial a través de paridades de poder adquisitivo, las cuales tienden a elevar el peso relativo de las economías que tienen monedas que pueden considerarse subvaluadas, como es el caso de China. El problema con estas comparaciones es que, como es de sobra conocido, el cálculo de las paridades de poder adquisitivo se hace con supuestos que no dejan de ser problemáticos.<sup>52</sup> Sin embargo, es

<sup>50</sup> “U.S. investment spending collapsed after mid-2000 and did not turn positive until the second quarter of 2003. To deal with an extreme excess-capacity problem in the United States, massive monetary and fiscal stimulus was employed. Much of this stimulus (especially the monetary stimulus) spilled over China by virtue of its currency peg to the dollar, which effectively makes the Fed China’s Central Bank.” Makin, J.H., *Listen to the Markets*, Economic Outlook, American Enterprise Institute Public Policy Research, noviembre, 2004, p. 2.

<sup>51</sup> Véase, por ejemplo, *China economy fueled by investment, may prompt curbs*, China Daily, 20 de abril de 2006.

<sup>52</sup> El principal problema de la estimación de las paridades de poder adquisitivo es que se basan sobre una canasta de bienes y servicios que pretende ser uniforme entre economías que son bastante heterogéneas. Y esta heterogeneidad no deriva solo de aspectos cualitativos (igualdad de un grupo de bienes y servicios en ambas economías) sino también cuantitativos (una economía desarrollada tiene una mayor diversidad de oferta de bienes y servicios que una en desarrollo, en tanto que la comparación se hace solo con bienes relativamente similares entre ambas.) Por lo tanto, la elevación en la importancia relativa de la economía resultante de agregaciones con paridades de poder adquisitivo debería ser tomada con cautela.

claro que la economía China ha tenido una importante expansión en los últimos años y que la demanda generada por esto ha actuado como impulsora del crecimiento de otra serie de países, entre ellos varios de América Latina y el Caribe.

La aceleración registrada en la actividad de la economía China tiene dos componentes, las *exportaciones* y la *inversión*. Ya fue mencionado el hecho de que la aceleración de 2003-2005 estuvo precedida por una etapa marcada por la crisis asiática de 1997 y por la recesión mundial de 2001. La producción industrial y las exportaciones recogen el efecto de estos acontecimientos sobre China (véase el gráfico 28). Entre 1997 y 1999, con la crisis asiática como trasfondo, estas dos variables acusan una desaceleración, de particular intensidad en el caso de las ventas externas que sufren incluso una contracción en 1999. En 2000, se produce una recuperación transitoria de las exportaciones, seguida de otro período de desaceleración que cubre todo el 2001 y los primeros meses de 2002 y que refleja, esta vez, la recesión mundial sobre la actividad de la economía china. A partir del segundo trimestre de 2002 se produce, sin embargo, un cambio en la tendencia. Desde esa fecha y hasta mediados de 2003, los ritmos de crecimiento de las exportaciones y de la producción industrial experimentan una notoria aceleración. En ese intervalo, la producción industrial crece con una tasa promedio de 14,7% mientras que las ventas externas lo hacen con una de 28,9%. La sincronización con que se verificó esta aceleración fue más pronunciada que la experimentada durante la recuperación del año 2000. Esto indica que, si bien la reactivación del mercado mundial fue un factor impulsor del crecimiento industrial, la inversión fue otro motor de la actividad. En 2005, tanto las exportaciones como la producción industrial sufren una cierta desaceleración aunque mantienen de todas formas tasas extraordinariamente altas.

La variable clave para describir la actividad de la economía china durante el trienio 2003-2005 es la inversión. Utilizando como indicador la inversión nominal en activos fijos ajustada (IAF),<sup>53</sup> se observa que el crecimiento de esta variable pasó de un 16,1% en 2002 a un promedio en el trienio de 26,1% (véase el gráfico 29). Estimaciones preliminares sitúan el incremento de la IAF en 27,7% en el primer trimestre de 2006, lo que representaría una aceleración respecto a 2005 (25,7%).<sup>54</sup> Al observar la trayectoria de la IAF no ajustada, cabe resaltar que durante el primer trimestre de 2004 —en coincidencia con las fuertes medidas de control de la inversión descritas en el capítulo III, sección B.2— se experimentó una expansión inédita que bordeó el 50%. Aunque, con posterioridad, esta variable se desaceleró como resultado de esas medidas restrictivas, ha seguido registrando tasas elevadísimas. El Banco del Pueblo estima un crecimiento *real* de la inversión en activos fijos de un 21,4% por año durante el bienio 2004-2005.<sup>55</sup> En la siguiente sección se verá como este enorme incremento en la capacidad de producción ha implicado fenómenos sectoriales de sobreinversión. Un dato importante a consignar es el hecho de que, en 2004, un 57,5% de la inversión en activos fijos correspondió a empresas estatales o controladas por el Estado; en 2003, esta proporción fue de 64,1%, lo cual pone de manifiesto el carácter mixto que aun reviste la economía china.<sup>56</sup>

Por otra parte, durante el trienio 2003-2005, el aumento del consumo de las personas, aunque muy relevante, fue de un orden de magnitud inferior al de la inversión. Estimado por medio de las ventas minoristas (véase de nuevo el gráfico 29), el crecimiento del consumo personal nominal

<sup>53</sup> La IAF es un indicador mensual publicado por la Oficina Nacional de Estadística que incluye la compra de tierra por encima de cierto monto, aunque no se realice inversión en ella, mientras que la formación bruta en capital fijo la excluye. Esta entidad publica una serie mensual acumulada de la que se pueden inferir crecimientos interanuales que se presentan en el gráfico. A final del año se publica un crecimiento “ajustado” para el conjunto del periodo que reduce la estimación de la serie mensual y que en el gráfico 29 aparece en forma de líneas horizontales. Estas últimas se tomaron del *China Quarterly Update* del Banco Mundial en las ediciones de febrero de 2005 (p. 15) y febrero de 2006 (p. 3).

<sup>54</sup> *GDP up a stunning 10.2% in first Qtr*, China Daily, 20 de abril, 2006.

<sup>55</sup> Véase *China Monetary Policy Report, Quarter Four, 2005*, Banco del Pueblo de China, Beijing, p. 34.

<sup>56</sup> De acuerdo con N. N. Ngo (op. cit. pp. 29-30), el Estado es aun propietario de 55% de las empresas, las cuales producen un 40% del PIB y representan un 12% del empleo.

pasó de un 8,8% en 2002 a un 15,7% en este trienio, es decir unos 10 puntos porcentuales por debajo del crecimiento de la inversión estimada por la IAF. En contraste, como se vio en el capítulo anterior, durante el auge de los noventa, el impulso a la actividad proveniente del consumo personal y público fue mucho más sincronizado con el de la inversión que el que se verifica en la presente coyuntura. En el caso del consumo público, como también ya se mencionó, este ha estado más bien sesgado hacia la construcción de infraestructura y ha perdido progresivamente dinamismo. En consecuencia, es claro que el origen del auge que se inicia en 2003 no se encuentra centralmente en estímulos provenientes del consumo privado o público, sino más bien en las exportaciones y la inversión. Y debe tomarse en cuenta que en el dinamismo de esta última variable han jugado un papel importante los “superávits gemelos” de la balanza de pagos y el alto grado de liquidez bancaria. Sin embargo, antes de considerar este punto en detalle, es conveniente ilustrar algunos aspectos del auge de inversión a nivel sectorial.

## **B. Sobreinversión sectorial, *boom* inmobiliario y escasez de materias primas**

El importante crecimiento de la inversión en China en los últimos años se ha localizado en un conjunto relativamente restringido de sectores. Ejemplos significativos son la industria automotriz y del acero, así como el boom inmobiliario que afecta a algunas ciudades importantes.

En la industria automotriz son bastante visibles las señales de capacidad excedentaria de producción. Se estima que entre 2002 y 2005, la inversión en este sector creció 40% por año. La capacidad de producción pasó de 2,67 millones de vehículos en 2001 a 8 millones en 2005, es decir, se triplicó en 4 años. Hasta 2003, la gran disponibilidad de crédito permitió que las ventas de vehículos crecieran fuertemente; ese año aumentaron un 46% pero, al comenzar las restricciones crediticias en 2004, el crecimiento alcanzó apenas un 8%, una cifra excepcional para la industria en mercados más maduros, pero que en China deja al descubierto un exceso de capacidad instalada. El exceso de oferta comenzó a inducir una guerra de precios en el mercado local, que ha implicado reducciones de hasta un 20% en algunos modelos y provocado un desplome de las ganancias de la industria y una creciente concentración a través de fusiones y adquisiciones. La situación está estimulando las exportaciones automotrices de China, lo que agregará un nuevo componente deflacionario al comercio internacional.<sup>57</sup> La sobreinversión en la industria automotriz está relacionada no sólo con el explosivo aumento de la demanda doméstica que se dio sobre todo en 2003, sino también con las estrategias de relocalización de la producción de empresas transnacionales, varias de las cuales anunciaron planes de expansión de la capacidad de producción en ese país, a pesar de la sobreinversión ya existente; en algunos casos, estos planes están destinados a aumentar las exportaciones.<sup>58</sup>

Una situación similar se presenta en la industria del acero. En apenas tres años, entre 2002 y 2005, la capacidad productiva casi se duplica pasando de 182 a 352 millones de toneladas. En 2004, la producción efectiva fue de 270 millones, lo que colocó a China en como el principal productor mundial de acero con un 26% del total elaborado globalmente. En 2004, las medidas de restricción macroeconómica desaceleraron el crecimiento mientras que en 2005 la demanda creció sólo alrededor de 10%. Ya en la segunda mitad de 2004 China pasó a ser exportador neto de

<sup>57</sup> *Car industry needs renovation*, People's Daily Online, 1 de octubre, 2004; *Carmakers cut prices to boost sales*, Shenzen Daily, China Economic Net, 17 de enero, 2005; *China in reverse gear*, Asia Times On Line, 24 de febrero, 2005; *China to enhance domestic auto exports*, CRI, China Economic Net, 15 de marzo, 2005; *China Monetary Policy Report, Quarter Four, 2005*, Banco del Pueblo de China, Beijing, pp. 46-47.

<sup>58</sup> *Is China's boom in danger?*, Business Week, 3 de noviembre, 2003; *Moving too fast?*, Time, 23 de febrero, 2004; *China's excess capacity threatens global industry prices*, www.wintonworld.com, 16 de junio, 2004; *Honda takes lead with exports from Guangzhou*, Financial Times, 17 de abril, 2006.



algunos productos de esta industria, colocándolos en el mercado internacional con precios, en promedio, un 30% por debajo de los niveles mundiales. En 2005, la tendencia a la caída de precios fue contenida por un aumento en el costo de las materias primas que, sin embargo, no pudo ser trasladada en por completo a los consumidores debido a la sobreoferta existente. Esto impactó en las ganancias de las empresas. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2006, Baosteel, el principal productor chino de acero, y el sexto a nivel mundial, registró la mitad de las ganancias que obtuvo en el mismo período del año anterior.<sup>59</sup> Así, el enorme incremento de la inversión en la industria automotriz y en la del acero (algo similar ocurre con el aluminio y el cemento) puede traducirse en una disminución de la rentabilidad en estos sectores, una de cuyas posibles salidas es el direccionamiento de parte de la producción hacia el mercado mundial, con las consiguientes consecuencias deflacionarias.

Otro aspecto particularmente importante del actual auge es el *boom* inmobiliario que lo acompaña y que se remonta a algunos años antes;<sup>60</sup> existe una fuerte correlación natural entre este *boom* y la sobreinversión en la industria del cemento, el acero y el aluminio, abastecedores de la industria de la construcción. En 2004 y 2005 el precio promedio de las casas en las 70 ciudades grandes y medianas creció un 9,8% y 7,6%, respectivamente, aumentos que están muy por encima de la inflación medida a través del IPC y que oscurecen un poco las verdaderas burbujas inmobiliarias que registran algunas ciudades clave. En todo caso, los crecimientos de precios han seguido estimulando la inversión inmobiliaria a pesar de que en esos mismos años se registraron 123 y 143 millones de metros cuadrados como espacio vacante, respectivamente; es decir, a pesar de la leve desaceleración en los precios, el espacio vacante aumentó aun un 16% en 2005. Varias de las medidas tomadas en 2004 estuvieron destinadas a controlar la expansión del crédito inmobiliario que, en efecto, se desaceleró pasando de un crecimiento en 2004 de 28,2% a 16,1% en 2005. Esto, sin embargo ha sido claramente insuficiente y se ha llamado la atención acerca de la importancia que el crédito inmobiliario tiene en la formación de capital: este rubro representa cerca de un 15% del crédito total y un 17% del PIB.<sup>61</sup>

Las dificultades para controlar el *boom* inmobiliario están también relacionadas con los incentivos que tienen las autoridades locales para invertir en el desarrollo de infraestructura. Como uno de los criterios de efectividad de los gobiernos locales es la elevación del grado de urbanización y la atracción de empresas e inversiones, éstos se ven naturalmente incentivados a buscar canales de expansión de la actividad inmobiliaria. Los gobiernos locales han estado financiando muchas de estas operaciones a través de créditos bancarios y venta de tierras más que con recursos presupuestarios, escasos a nivel local debido a las limitaciones de estas autoridades para cobrar impuestos. Se estima que en el primer semestre de 2004, un 47% de las construcciones urbanas impulsadas por los gobiernos locales se financiaron con créditos bancarios tomados a través de compañías creadas por estos mismos gobiernos. Esto último tiende dificultar el control del gobierno central de las acciones de los gobiernos locales en esta materia. Es claro, además, que los gobiernos locales ejercen influencia directa sobre los bancos en la concesión de créditos. Parte de la recaudación de las autoridades locales proviene también de las ventas o arrendamiento de

---

<sup>59</sup> *Sharp steel price increase expected to continue*, China Daily, 10 de marzo, 2004; Zhengzheng G., *Overcapacity causes concern*, China Daily, 9 de junio, 2004; *China urged to curb excess steel growth*, Shenzhen Daily, www.chinaview.cn, 10 de marzo, 2005; *Industry Commentary*, www.steelonthenet.com, febrero, 2005; *Enjoy it while it lasts*, The Economist, 4 de marzo, 2005; *China's monetary policy change of tack surprises economists*, Financial Times, 28 de abril, 2006; *Baosteel*, Financial Times, 2 de mayo, 2006.

<sup>60</sup> Ye, Miao, *China's property bubble*, Asian Times On Line, 2003.

<sup>61</sup> *The real estate climate index declined in December 2004*, National Bureau of Statistics, 8 de marzo, 2005; *China Monetary Policy Report, Quarter Four, 2005*, Banco del Pueblo de China, Beijing, pp. 47-48; *Risks in housing finance warned*, China Daily, 26 de abril, 2006.

tierras por periodos largos lo cual las incentiva a acelerar la urbanización de territorio, en muchos casos en detrimento de la producción agrícola.<sup>62</sup>

El financiamiento bancario del *boom* inmobiliario podía implicar un aumento de la cartera bancaria vencida; precisamente este sector ya es responsable de una proporción apreciable de dicha cartera. Las restricciones más recientes impuestas a los bancos han favorecido la presencia de instituciones no bancarias, sobre todo extranjeras, como proveedoras de fondos lo cual explica que los precios hayan seguido aumentando en 2004 y 2005. El incremento de la demanda de activos inmobiliarios y la consiguiente alza de precios resulta, de hecho, una consecuencia del intento de capitales externos por posicionarse en activos chinos.<sup>63</sup>

Uno de los efectos más notorios de la aceleración producida en la inversión en China es la aparición de cuellos de botella en distintos sectores, particularmente en el suministro de energía y de transporte interno e internacional. Así, mientras unos sectores exhiben excesos de capacidad, otros están aquejados de inversión insuficiente. El incremento de la demanda ha llevado a la elevación de precios de diversas materias primas, causando un impacto favorable en el mercado mundial del cual se han beneficiado varias economías de América Latina y el Caribe y otros países proveedores. El efecto de la demanda de petróleo por parte de China ha sido una de las causas del alza de precio en años recientes.<sup>64</sup>

### C. Ingreso de capitales, expansión monetaria, liquidez y solidez del sistema bancario

La etapa de crecimiento acelerado que se inicia en China a partir de 2003 coincide con un fenómeno nuevo en la historia económica de este país: la aparición de “superávits gemelos” en su balanza de pagos. Mientras que después del ajuste de 1993-1994 se consolidó paulatinamente el superávit en la cuenta corriente, el flujo neto de capital total registró tanto saldos negativos como positivos. En 2001, sin embargo, esta cuenta se torna superavitaria, con lo cual China logra dichos “superávits gemelos” cuya contrapartida es, naturalmente, la sostenida acumulación de reservas internacionales descrita en el capítulo anterior (véanse los gráficos 20 a 22). De manera aún más particular, cabe marcar que a partir de 2003 —justamente al iniciarse el presente auge— el flujo neto de *capital financiero* (es decir, el resultado de restar al saldo de *capital total* el monto neto de *inversión extranjera directa*) se torna fuertemente positivo. China se convirtió, pues, en un poderoso atractor de capitales financieros líquidos, o “hot money” como se designan con frecuencia en la prensa. Estos capitales son mayoritariamente préstamos, más que inversión de portafolio, e incluyen créditos, depósitos y crédito comercial;<sup>65</sup> también es probable se hayan producido ingresos a través de la sobrefacturación de exportaciones y de créditos externos fingidos.<sup>66</sup> En cuanto a su origen, se trata de inversiones procedentes de “hedge funds” internacionales, de fondos movilizados por las importantes comunidades chinas residentes en el exterior y de capitales que las mismas empresas chinas mantienen normalmente en el extranjero.<sup>67</sup>

<sup>62</sup> World Bank, *China Quarterly Update*, febrero 2005, Beijing, p. 9.

<sup>63</sup> *Hot money hiking property prices?*, Business Weekly, 2 de diciembre, 2004; *China's housing price hike reasonable?* China Economic Net, 19 de diciembre, 2004; *Fears rise over property bubble*, China Daily, 23 de febrero, 2005.

<sup>64</sup> The Economist: *China's insatiable appetite for raw materials*, 19 de febrero, 2004; *The hungry dragon*, 30 de septiembre, 2004; *China's economy soars 9.7% amid overheating signs*, China Daily, 15 de abril, 2004; *China's oil demand unlikely to decline*, China Business Weekly, 7 de octubre, 2004.

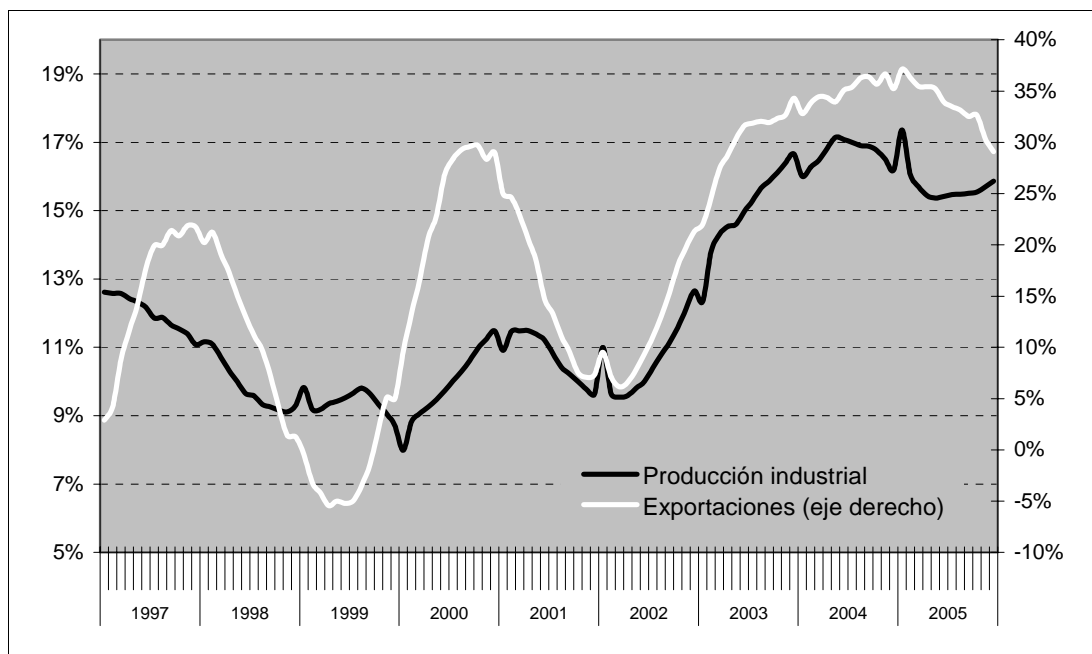
<sup>65</sup> *Asian Capital Flows*, Reserve Bank of Australia Bulletin, agosto, 2004.

<sup>66</sup> *Hot money hiking property prices?*, Business Weekly, 2 de diciembre, 2004. Guo Shuqing, director del SAFE declaró que este organismo ha detectado el ingreso de fondos externos disfrazados a través de flujos de comercio y de inversión extranjera directa cuyo propósito era adquirir propiedades y activos financieros. Véase: *China forex chief warns of "excessive speculation" amid huge funds inflow*, Channelnewsasia, 20 de marzo, 2005.

<sup>67</sup> Renfeng, Z., *Speculative money: A hot potato for China*, China Business Weekly, 5 de diciembre, 2004.

**Gráfico 28**  
**CHINA: EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y LAS EXPORTACIONES (1997-2005)**

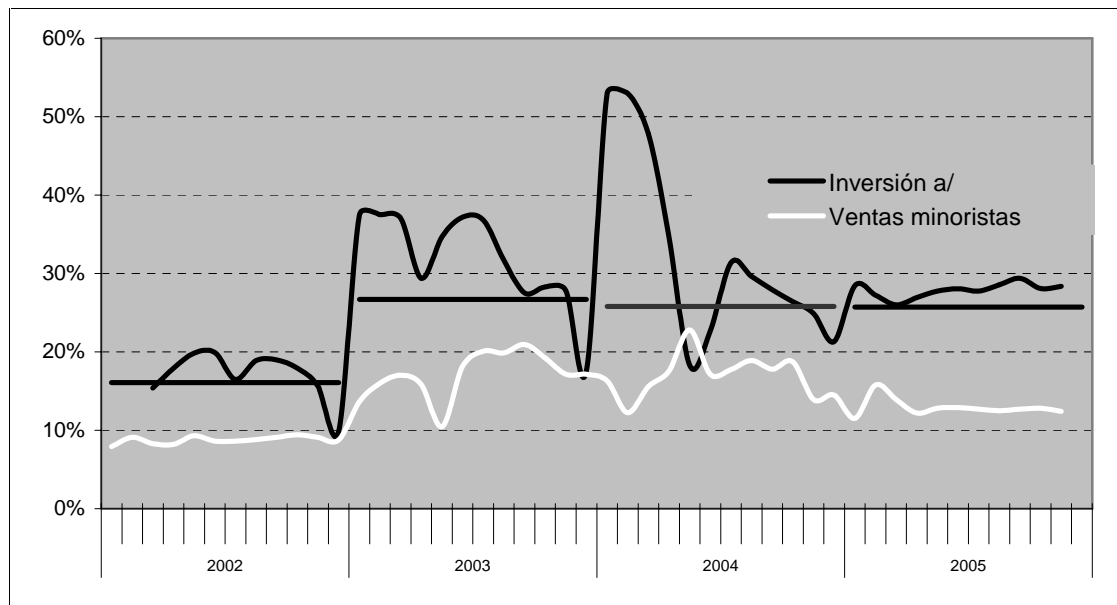
(promedio móvil de 12 meses de las tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Oficina Nacional de Estadística y el Banco Asiático de Desarrollo.

**Gráfico 29**  
**CHINA: EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA INVERSIÓN NOMINAL EN ACTIVOS FIJOS Y DE LAS VENTAS MINORISTAS (2002-2005)**

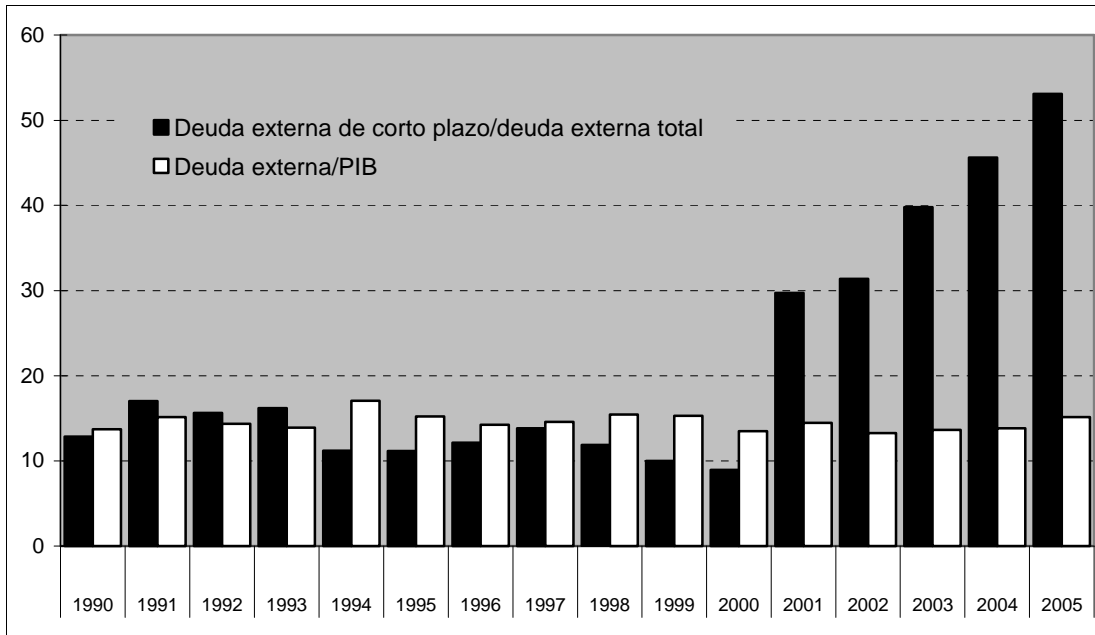
(tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Oficina Nacional de Estadística y el Banco Mundial.

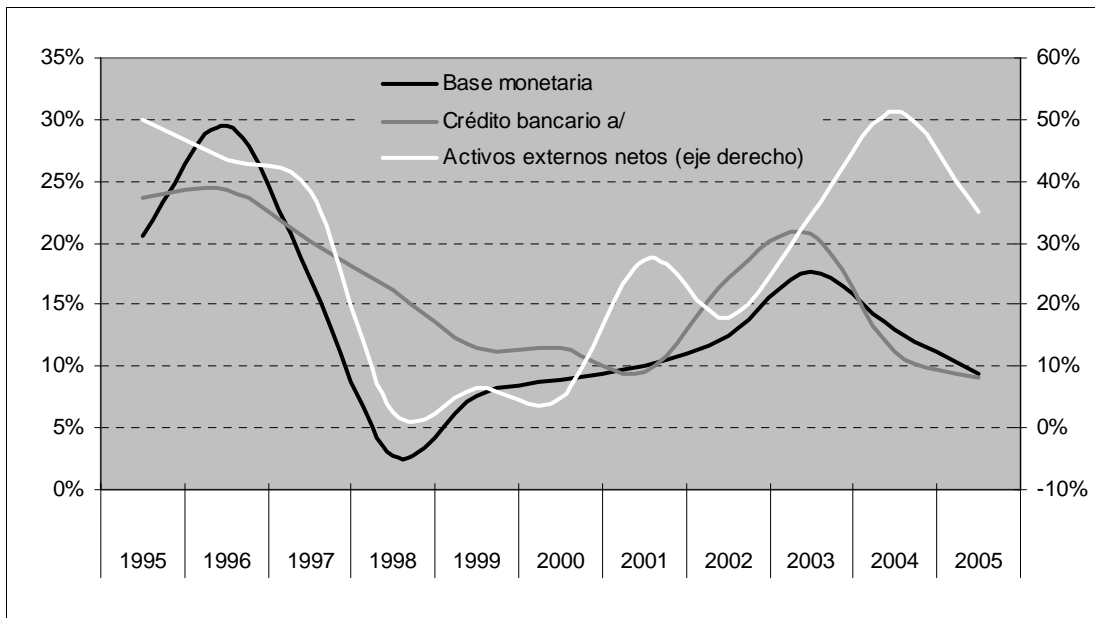
<sup>a</sup> La curva de inversión representa las tasas interanuales de la serie de inversión nominal en activos fijos de la Oficina Nacional de Estadística; las líneas horizontales corresponden a la cifra ajustada para el año publicada por el Banco Mundial.

**Gráfico 30**  
**CHINA: INDICADORES DE DEUDA EXTERNA (1990-2005)**  
(porcentajes)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Asiático de Desarrollo.

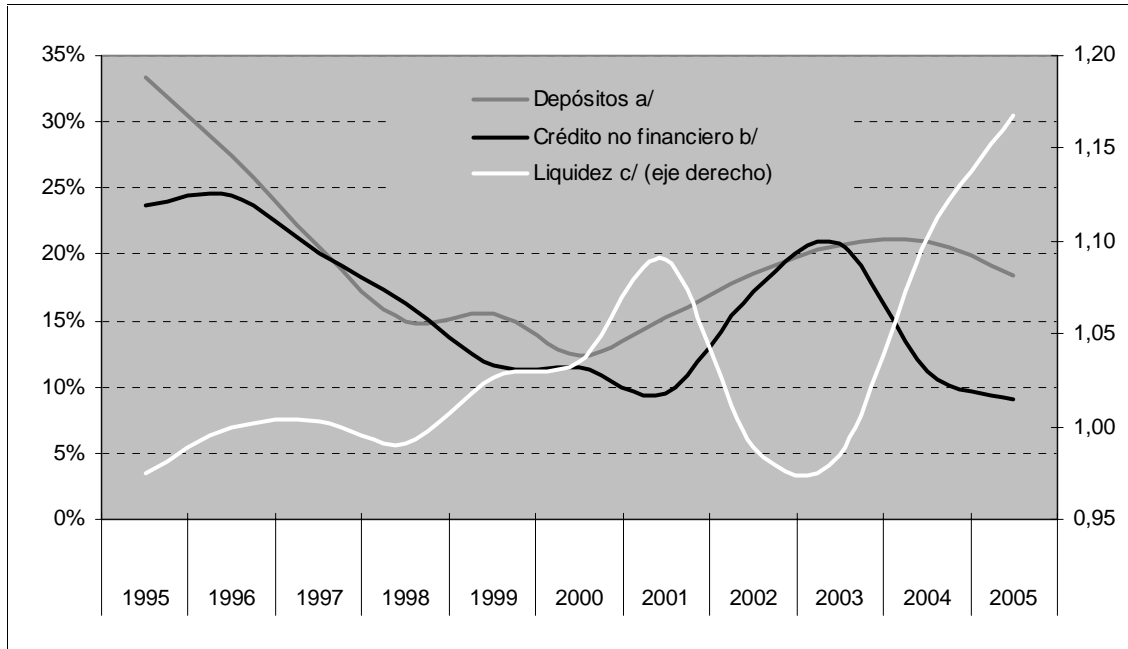
**Gráfico 31**  
**CHINA: EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERNOS NETOS, LA BASE MONETARIA Y EL CRÉDITO BANCARIO (1995-2005)**  
(tasas de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y el Banco del Pueblo de China.

<sup>a</sup> Incluye solo el crédito a empresas no financieras.

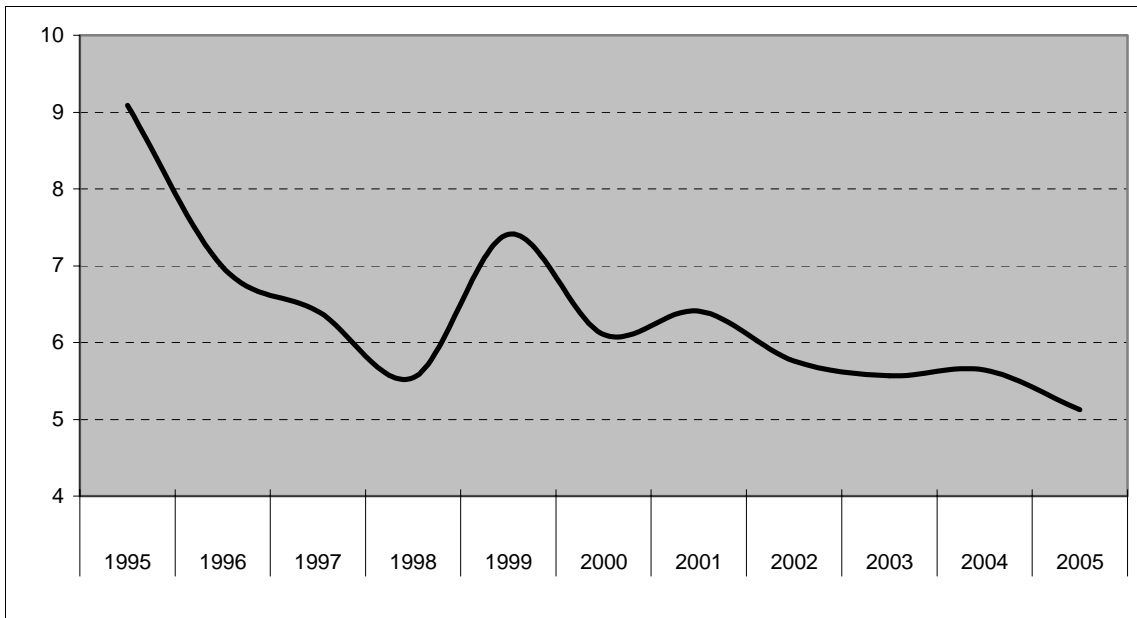
**Gráfico 32**  
**CHINA: EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS, EL CRÉDITO Y UN INDICADOR DE LA LIQUIDEZ BANCARIA (1995-2005)**  
*(tasas de variación y ratios)*



**Fuente:** Elaboración propia con datos del FMI y el Banco del Pueblo de China.

<sup>a</sup>Incluye depósitos a la vista, a plazo, cuentas de ahorro y otros depósitos. <sup>b</sup>Incluye solo el crédito a empresas no financieras. <sup>c</sup>Depósitos/créditos a empresas no financieras y a instituciones financieras no bancarias.

**Gráfico 33**  
**CHINA: EVOLUCIÓN DE LA RELACIÓN ENTRE EL CAPITAL Y LOS DEPÓSITOS BANCARIOS (1995-2005)**  
*(porcentajes)*

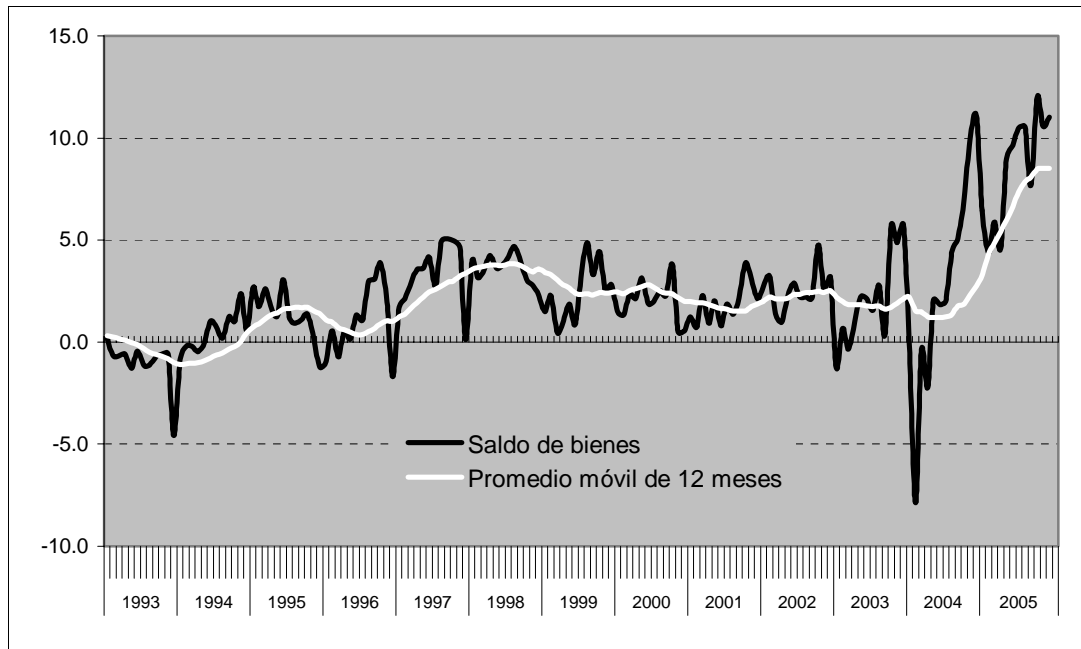


**Fuente:** Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional y el Banco del Pueblo de China.

Gráfico 34

**CHINA: EVOLUCIÓN DEL SALDO MENSUAL DEL COMERCIO DE BIENES (1993-2005)**

(en miles de millones de dólares)

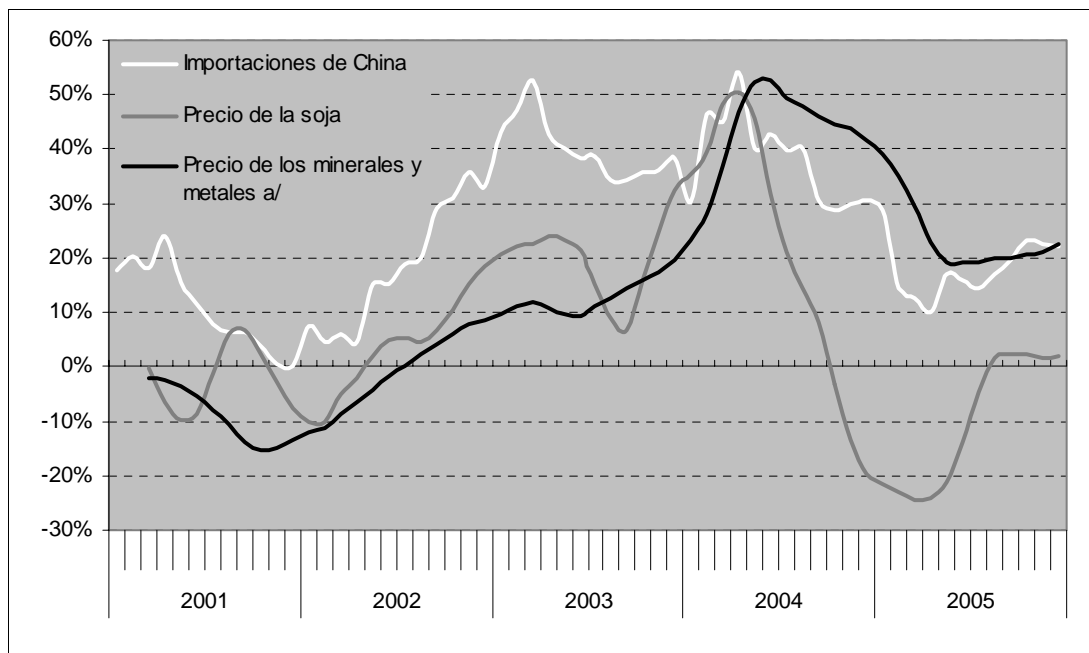


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Asiático de Desarrollo.

Gráfico 35

**CHINA: EVOLUCIÓN MENSUAL DE LAS IMPORTACIONES, EL PRECIO DE LA SOJA Y EL PRECIO DE LOS MINERALES Y METALES (2001-2005)**

(promedio móvil de 3 meses de las tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Asiático de Desarrollo y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

<sup>a</sup> Canasta de minerales y metales exportados por América Latina y el Caribe.

Las circunstancias que dan origen a esta liquidez son bastante claras. La baja en la rentabilidad en la esfera productiva con que terminó el episodio de sobreinversión de capital en Estados Unidos (analizada en el capítulo II) incentivó inicialmente a las empresas a pagar deudas o, en todo caso, a mantener fondos líquidos, en lugar de hundirlos en nuevas inversiones a largo plazo. A esto vino a sumarse el mismo efecto de la política monetaria expansiva en ese país a partir de 2001, con una reducción histórica de tasas de interés, así como la practicada por Japón desde mucho antes, para crear un escenario de abundante liquidez internacional. De esta forma, al exceso de capital imperante en varios sectores de la esfera productiva, derivado de la sobreinversión producida en la fase alcista del ciclo, viene a unirse un exceso de capital financiero líquido. Por otra parte, dada las facilidades existentes para la movilidad de capitales después de los cambios estructurales representados por la globalización financiera, es natural que muchos agentes hayan estado (y estén) dispuestos a arriesgar inversiones en una economía emergente de las dimensiones y la potencialidad de China. Desde el punto de vista del capital netamente especulativo (no de la inversión extranjera directa), es muy posible que operaciones de arbitraje limitadas a las tasas de interés hayan aparecido—incluso en los momentos de menores niveles de rentabilidad en Estados Unidos y en otros mercados centrales—relativamente poco atractivas debido a las bajas tasas de interés pasivas imperantes en China. Pero no es este el caso de una gama más general de activos chinos (yuanes, bienes inmuebles, etc.) de los que es esperable una apreciación futura por las mismas tendencias que exhibe la actividad y la balanza de pagos de este país.<sup>68</sup> Esto no significa, sin embargo, que estos flujos sean del todo inmunes a los movimientos de las tasas relativas de interés a nivel internacional como lo muestra una cierta atenuación de la entrada neta de flujos financieros a China en 2005, con posterioridad al viraje en la política monetaria de Estados Unidos hacia una instancia más restrictiva.<sup>69</sup> (véase el gráfico 21).

Un efecto notorio de estas entradas de capital ha sido la modificación en la estructura de la deuda externa de China a partir de 2001, año en que el endeudamiento a corto plazo, como proporción del endeudamiento externo total, comenzó a aumentar dramáticamente (véase el gráfico 30).<sup>70</sup> En tanto que en 2000 esta proporción era tan sólo de un 10%, en 2005 la mitad de la deuda externa de China está constituida por préstamos a corto plazo, lo que expresa la potencial volatilidad que tienen estos flujos. Cambios significativos en alguna circunstancia que afecte la rentabilidad relativa internacional (por ejemplo, una subida más abrupta de las tasas de interés en Estados Unidos, o una apreciación significativa del yuan que incentive una “realización de ganancias”) podrían desencadenar una salida de estos capitales. A pesar de los importantes montos de reservas acumulados por China hasta ahora, una situación de este tipo no dejaría de tener consecuencias sobre el nivel de inversión y actividad. Nótese también que el crecimiento del endeudamiento a corto plazo no ha alterado la proporción de la deuda total respecto al PIB que se mantiene en niveles cercanos a 15%.

Otro efecto de la entrada de capitales y, en general, de la existencia de los “superávit gemelos” en la balanza de pagos ha sido la significativa expansión de los agregados monetarios de China. En el contexto del objetivo de impedir una apreciación del yuan que disminuya la competitividad cambiaria, las autoridades monetarias han debido adquirir las divisas generadas por estos masivos saldos superavitarios, emitiendo yuanes y ampliando por tanto la base monetaria. Es bastante claro que, desde el año 2000, la expansión de los activos externos netos de China ha venido impulsando el crecimiento del dinero primario (véanse los gráficos 25 y 31), y también que la expansión hubiera sido mucho mayor si las mismas autoridades no hubiesen neutralizado buena parte de este efecto con operaciones de esterilización consistentes en la colocación de bonos, notas

<sup>68</sup> Rzepkowi, B., *Speculation sur le yuan*, La Lettre du CEPII, No. 234, mayo, 2004.

<sup>69</sup> World Bank, *China Quarterly Update*, febrero, 2005, Beijing, p. 5.

<sup>70</sup> Zhang Dingmin, *Foreign debt rises due to policy changes*, China Daily, 30 de setiembre 2004.

y reportos, todos mecanismos destinados a absorber la liquidez surgida de la expansión de la base.<sup>71</sup> Estas medidas fueron muy importantes en los años 2004 y 2005, dada la aceleración de la formación de reservas que alcanzó tasas de crecimiento de 50% y 35% en esos años. La esterilización sin embargo, no ha logrado contener por completo el crecimiento del dinero primario. Así, por ejemplo, según el Banco Mundial, en los primeros nueve meses de 2004 unos dos tercios de la expansión monetaria derivada del crecimiento en las reservas pudo ser esterilizada mediante la emisión de bonos colocados con tasas relativamente bajas, gracias a la abundante disponibilidad de liquidez de los bancos, pero el tercio restante pasó a engrosar la oferta monetaria básica.<sup>72</sup>

Justamente la disponibilidad de fondos líquidos en los bancos y la capacidad multiplicadora del dinero básico de estas instituciones son las que explican, junto con el relativamente atenuado impulso dado por el dinero primario, el gran crecimiento del crédito que se registra entre 2002 y 2004, con un máximo en 2003 donde crece 21%; en estos tres años el crédito crece unos 4 puntos porcentuales por encima del PIB nominal. Es bastante claro que el crédito se ha demostrado sumamente elástico a las variaciones de la base monetaria. La gran expansión crediticia, que constituye el aspecto financiero del dinamismo inversor que se describió en la sección anterior, resulta relativamente frenada por las medidas de control que comienzan a ejecutarse en abril de 2004. Pero esta contención de la demanda de crédito en medio de la euforia inversora se logra al precio de aumentar la liquidez bancaria a niveles extraordinariamente altos, como muestra el gráfico 32. Se presenta allí la evolución de un indicador de la liquidez bancaria definido como la relación entre los depósitos (a la vista, a plazo, cuentas de ahorro y otros depósitos) y los créditos otorgados a empresas no financieras, a los que se ha sumado, a partir de 2002 (cuando aparecen por primera vez) las colocaciones en empresas financieras no bancarias.<sup>73</sup> Una subida de este indicador muestra que los bancos están canalizando en menor grado parte de sus pasivos (depósitos) hacia el sector productivo y, en cambio, los mantienen en formas mucho más líquidas. El indicador muestra como, entre 2002 y 2003, la liquidez disminuyó como resultado de la gran expansión crediticia pero que en los dos años siguientes se elevó de forma anormal: a fines de 2005 la tenencia de depósitos era un 17% mayor que el agregado de créditos considerado. Si bien la liquidez es una condición casi estructural de la banca china (debido al elevado coeficiente de ahorro de la economía), la situación registrada en 2004 y 2005 aparece como un resultado de las restricciones al crédito impuestas por el gobierno para controlar el auge inversor. El efecto de estas fue, pues, la paralización de una enorme cantidad de fondos en los bancos lo cual, naturalmente, implica una reducción de la rentabilidad de estos intermediarios financieros que se vieron, por un lado, obligados a remunerar estos fondos y, por otro, impedidos de prestarlos, o prestarlos a tasas muy bajas. No es de extrañar entonces que a principios de 2006 se haya registrado una nueva explosión de crédito y de inversión, resultante, por una parte, de las necesidades de los bancos para colocar remunerativamente estos fondos y, por otro, de las grandes expectativas de rentabilidad de muchos agentes, o de las necesidades de autoridades locales para llevar a cabo proyectos de inversión. En estas condiciones, no puede decirse que las medidas de control de 2004 hayan sido del todo exitosas para encauzar el ciclo de acumulación de capital actualmente en curso en China, sino tan solo que han logrado suavizar una expansión que parecía explosiva.

<sup>71</sup> Hu, F., *Capital flows, overheating, and the nominal exchange rate regime in China*, Instituto Cato, abril, 2004.

<sup>72</sup> World Bank, *China Update*, noviembre 2004, Beijing, p. 7.

<sup>73</sup> El más reciente informe monetario del Banco del Pueblo sostiene que este tipo de indicador no sería muy adecuado para describir la liquidez de los bancos debido a que, entre otras razones, estos han diversificado su cartera, incorporando otros activos distintos a los préstamos, como determinados tipos de bonos. Sin embargo, si lo que se pretende es tener una idea de que proporción de los depósitos están efectivamente canalizados hacia la esfera no financiera, las observaciones del informe no son muy relevantes. Los bancos por ejemplo pueden haberse visto obligados (ante las restricciones para la concesión de créditos impuestas por el gobierno) a adquirir masivamente bonos que son activos, en todo caso, más líquidos (y probablemente menos rentables) que los préstamos concedidos al sector productivo. Obsérvese además que el indicador presentado incluye como parte de los activos a las colocaciones en "instituciones financieras no bancarias" que aparecen en las estadísticas a partir de 2002. Véase *China Monetary Policy Report, Quarter Four, 2005*, Banco del Pueblo de China, Beijing, pp. 4-6.



Más aún, la reducción de la rentabilidad producida por estas medidas ocurre en el contexto de un sistema bancario que, como se ve en el gráfico 33, ha venido reduciendo su solidez con el paso de los años. De acuerdo con las cifras oficiales, en 2005 la relación entre el capital y los depósitos bancarios alcanzaba un 5% (9% diez años antes). El deterioro se ha producido a pesar de acciones puntuales de capitalización en 1998 y 2004, las cuales tuvieron un efecto importante sólo en el primero de estos años.<sup>74</sup> Adicionalmente, los bancos tienen una parte importante de su cartera clasificada como vencida, heredada en parte del auge de inversión de principios de los noventa y también del hecho de que han servido para subsidiar a las empresas estatales durante las reformas.<sup>75</sup> La cartera vencida implica que el capital efectivo de los bancos es menor que el estipulado, aunque ello no se ha reconocido contablemente. De acuerdo con la estimación oficial de la Comisión de Regulación Bancaria, a fines de 2004, a pesar de una reducción de 4,6 puntos porcentuales ese año, la cartera vencida representaba aún un 13,2% del total de créditos otorgados (unos 207 mil millones de dólares, alrededor de 12% del PIB).<sup>76</sup> El deterioro de la relación capital/pasivos y el peso de la cartera vencida son factores de fragilidad del sistema bancario que podrían agravarse en caso de que haya una reversión más definida de la fase alcista de este ciclo, con la consiguiente reducción de la rentabilidad de las empresas y las dificultades para pagar sus préstamos.

## D. Dinámica del comercio exterior

Como se vio en el capítulo III, la dinámica del comercio exterior en el presente auge ha sido muy distinta de la imperante a principios de los noventa (véase el gráfico 34). Mientras que en la situación precedente China mantuvo de forma consistente un déficit comercial durante 1993 y 1994, un saldo negativo sólo apareció de manera incidental durante los primeros meses de 2004, justo antes de que se tomaran medidas de control macroeconómico. A partir de esto, el saldo comercial crece de forma extraordinaria y cierra con un récord de 102 mil millones de dólares en 2005. A pesar de este resultado superavitario, el crecimiento de las importaciones ha sido muy relevante durante el auge, alrededor de 32% por año en el trienio 2003-2005. Esto ha favorecido a muchas economías y, entre ellas, a países de América Latina y el Caribe exportadores de materias primas. Cabe destacar también el efecto de desaceleración en el crecimiento de las importaciones que tuvieron las medidas de control puestas en vigencia en abril de 2004 (véase el gráfico 35) y la alta correlación que muestra la dinámica de las compras externas de China y los precios de algunos productos básicos exportados por economías de la región. De allí la importancia que la coyuntura macroeconómica de este país asiático reviste ahora para América Latina y el Caribe, un nuevo componente fundamental del escenario internacional en el que se inscribe el quehacer de la región.

---

<sup>74</sup> En 1998 se inyectaron 32.500 millones de dólares en los cuatro bancos estatales, fondos obtenidos mediante una emisión especial de fondos del tesoro, *Kaijing English Newsletter*, 20 de enero, 2004; en enero de 2004, el Banco de China y el Banco de la Construcción de China recibieron un capital adicional de 45.000 millones de dólares utilizando para ello reservas internacionales.

<sup>75</sup> La transición económica de China ha combinado la apertura con la protección de actividades ineficientes, aspecto este último en el que el subsidio financiero a las empresas ha jugado un papel relevante. Créditos con tasas preferenciales y la asignación arbitraria de fondos de los bancos son los que han permitido financiar el déficit de las empresas estatales garantizando una transición más ordenada. Véase, Claro, S., *Causas y consecuencias del milagro económico en China*, Documento de Trabajo No 272, Universidad Católica de Chile, agosto 2004, pp. 4-5.

<sup>76</sup> Fuentes no oficiales sitúan la proporción de la cartera vencida en cifras más altas incluso entre un 40% y un 50% del total. Véase: *Le système financier chinois*, Misiones Económicas del Ministerio de Finanzas de Francia, 6 de noviembre, 2003 y *The Economist*, *Time to hit the brakes*, 13 de mayo, 2004. La reducción en la cartera vencida se ha venido haciendo mediante la transferencia de paquetes de deudas a cuatro agencias del gobierno creadas con este fin en 1999. Estos organismos buscan la recuperación de los créditos y en algunos casos se han vendido parte de estos paquetes a inversionistas extranjeros a cambio de efectivo y comisiones sobre los cobros que realicen los adquirentes. Parte de la cartera vencida ha tendido a revalorizarse al mejorar la situación de empresas deudoras durante el auge (por ejemplo, en la minería del carbón). *The value of worthless assets*, Beijing Review, 2 de febrero, 2005.



## Bibliografía

---

- Allen, M. y otros (2002), *A Balance Sheet Approach to Financial Crises*, IMF Working Paper WP/02/210, diciembre.
- Asia Times On Line (2005), *China in reverse gear*, 24 de febrero.
- Baker, D., Rosnic, D. (2005), *Will a Bubble Trouble Ben Bernanke? The evidence of a Housing Bubble*, Center for Economic Policy Research, CEPR, noviembre.
- Banco del Pueblo de China (2005), *China Monetary Policy Report, Quarter Four*, Beijing.
- Beijing Review (2005), *The value of worthless assets*, 2 de febrero.
- Bergsten, Fred (2004), *The risks ahead for the world economy*, The Economist, septiembre 9.
- Bernanke B. (2002), *Deflation: Make sure 'it' doesn't happen here*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the National Economists Club, Washington D.C., 21 de noviembre.
- Brenner, Robert (2004) *¿Nueva Expansión o Nueva Burbuja?* New Left Review, Enero-Febrero.
- Business Week (2004), *Hot money hiking property prices?* 2 de diciembre.
- \_\_\_ (2003), *Is China's boom in danger?*, 3 de noviembre.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), (2005), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile.
- Channelnewsasia (2005a), *China technically ready on yuan move: IMF*, 15 de marzo.
- \_\_\_(2005b), *China forex chief warns of "excessive speculation" amid huge fund inflow*, 20 de marzo.
- \_\_\_(2005c), *China's industrial output up 16,9% in the first two months of 2005*, 15 de marzo.
- \_\_\_(2005d), *China fixed asset investment up sharply, raises concern on overheating*, 16 de marzo.

- China Business Weekly (2004a), *World elite hope for economy "soft landing"*, 24 de septiembre.
- \_\_\_\_\_ (2004b), *China's oil demand unlikely to decline*, 7 de octubre.
- China Daily (2005a), *Fears rise over property bubble*, 23 de febrero.
- \_\_\_\_\_ (2005b), *Investment growth to slow down*, 8 de marzo.
- \_\_\_\_\_ (2005c), *US move on RMB 'contraproductive'*, 5 de febrero.
- \_\_\_\_\_ (2004a), *Macro measures taking effect*, 5 de noviembre.
- \_\_\_\_\_ (2004b), *Sharp steel price increase expected to continue*, 10 de marzo;
- \_\_\_\_\_ (2004c), *China's economy soars 9.7% amid overheating signs*, 15 de abril.
- \_\_\_\_\_ (2003), *Stable renminbi exchange rate crucial*, 22 de septiembre.
- China Economic Net (2004), *China's housing price hike reasonable?*, 19 de diciembre.
- \_\_\_\_(2005a), *When will hot money get back from China?*, 18 de enero.
- \_\_\_\_(2005b), *China to enhance domestic auto exports*, 15 de marzo.
- China Economic Quarterly*, (2003), [www.theceq.info/ceq2003q1\\_sec3\\_01gdp.pdf](http://www.theceq.info/ceq2003q1_sec3_01gdp.pdf).
- Claro, S. (2004), *Causas y consecuencias del milagro económico en China*, Documento de Trabajo N° 272, Universidad Católica de Chile, agosto.
- Cogley, T. (1999), *Monetary Policy and the Great Crash of 1929: A Bursting Bubble or Collapsing Fundamentals?*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter 99-10, March.
- Council of Economic Advisers (2001), *Economic Report of the President*, febrero.
- \_\_\_\_\_ (2002), *Economic Report of the President*, febrero.
- \_\_\_\_\_ (2003), *Economic Report of the President*, febrero.
- CRI (2005), *China to enhance domestic auto exports*, China Economic Net, 15 de marzo.
- Crotty, J. (2002), *Why there is chronic excess capacity*, Challenge, November-December.
- Dashan, X. (2004), *Expansive fiscal policy fading out*, China Daily, 15 de marzo.
- Dooley M.P., Folkerts-Landau D., Garber P. (2003), *An essay on the revived Bretton Woods system*, NBER Working Paper 9971, septiembre.
- Financial Times (2006a), *Baosteel*, 2 de mayo.
- \_\_\_\_(2006b), *China's monetary policy change of tack surprises economists*, 28 de abril.
- \_\_\_\_(2006c), *Honda takes lead with exports from Guangzhou*, 17 de abril.
- Fisher I, (1933) *The debt-deflation theory of great depressions*, *Econometrica*, Vol. 1, N° 4, octubre, pp. 337-357.
- \_\_\_\_(1932), *Booms and Depressions*, New York.
- Forney, M. (2004), *Moving too fast?*, Time, 23 de febrero.
- Goldstein, M. (2004), *Adjusting China's exchange rate policies*, Institute for International Economics, junio.
- Greenspan, A. (2005), *Remarks by Chairman Alan Greenspan to the International Monetary Conference*, Beijing, República Popular China, 6 de junio.
- Hu, F.(2004), *Capital flows, overheating, and the nominal exchange rate regime in China*, Instituto Cato, abril.
- Icard, A. (2003), *Capital account liberalisation in China: international perspectives*, BIS Papers, N° 15, Bank of International Settlements, abril.
- Kaijing English Newsletter (2004), 20 de enero.
- Keynes, J.M. (1936), *General Theory of Employment, Interest and Money*, MacMillan and Co., London.
- Kindleberger, C. P. (1996), *Manias, panics and crashes. A history of financial crises*, John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Koo, R.C. (2003), *Balance Sheet Recession, Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, John Wiley & Sons (Asia), Singapore.
- Lee T. C.(2005) *China: Deciphering the official GDP release for 2004*, Global Insight, enero.
- Lettre de CEPII (2004), *Les Banques Centrales Asiatiques et le dollar*, N° 230, enero.
- \_\_\_\_(2003), *Le Yuan doit-il être revalué*, no 227 octubre.
- Ma G. y McCauley, R. (2003), *Opening China's capital account amid ample dollar liquidity*, BIS Papers, N° 15, Bank of International Settlements, abril.
- MacKinnon, R., Schnabl G. (2004), *The Asian Standard, Fear of Floating and Original Sin*, Working Papers, Stanford University, febrero 27.
- Makin, John H. (2004), *Listen to the Markets*, American Enterprise Institute for Public Research, AEI noviembre.

- Misiones Económicas del Ministerio de Finanzas de Francia (2003), *Le système financier chinois*, 6 de noviembre.
- Ngo, N.N. (2004) *The chinese cycle: between overheating and overcapacities*, Conjoncture, Paribas, abril-mayo, N° 4, p. 23.
- Oficina Nacional de Estadísticas de la República Popular China (2006), *Announcement on Revised Result about Historical Data of China's Gross Domestic Products*, 20 de enero.
- \_\_\_\_ (2005a), *Key Achievements of the First National Economic Census with New Changes of China's GDP Aggregates and its Structure*, 20 de diciembre.
- \_\_\_\_ (2005b), *The real estate climate index declined in December 2004*, 8 de marzo.
- \_\_\_\_ (2005c), *China The real estate climate index declined in December 2004*, 8 de marzo.
- Palazuelos, E. (2002), *Estados Unidos: Esplendor y Oropel de la Nueva Economía. Del auge a la recesión*, en Palazuelos E., y Vara, M.J. (editores), "Grandes áreas de la economía mundial", Ariel Economía, Barcelona.
- Pasek, W. (2006), *Japan boom may explode yen-carry trade*, Bloomberg, 22 de febrero.
- People's Daily Online (2004), *Car industry needs renovation*, 1 de octubre.
- Renfeng, Z. (2004), *Speculative money: A hot potato for China*, China Business Weekly, 5 de diciembre.
- Reserve Bank of Australia Bulletin (2004), *Asian Capital Flows*, agosto.
- RGE Monitor (2005), *Trade and Capital Flows Monitor*, www.rgemonitor.com.
- Roubini N., Setser B. (2005), *Will the BW2 Regime Unravel Soon? The risk of a hardlanding in 2005-2006*, www.stern.nyu.edu/globalmacro, febrero.
- Ryd, G., (2003), *Estados Unidos: ¿Una nueva economía o más de lo mismo?* CEPAL, Serie de Estudios Estadísticos y Prospectivos no 26, diciembre.
- Rzepkowi, B. (2004), *Speculation sur le yuan*, La Lettre du CEPIL, N° 234, mayo.
- Shaoguang, W. (1997), *China's 1994 fiscal reform: An initial assessment*, Asian Survey, setiembre.
- Shenzen Daily (2005a), *Carmakers cut prices to boost sales*, China Economic Net, 17 de enero.
- \_\_\_\_ (2005a), *China urged to curb excess steel growth*, www.chinaview.cn, 10 de marzo.
- Simon, B. y Mackintosh J. (2006), *Delphi seeks to void labour contracts*, Financial Times, 31 de marzo.
- Stern, G.H. (1987), *Achieving Economic Stability: Lessons From the Crash of 1929*, Annual Report, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- The Economist (2005), *Enjoy it while it lasts*, 4 de marzo.
- \_\_\_\_ (2004a) *The hungry dragon*, 30 de septiembre.
- \_\_\_\_ (2004b), *Ah, there's the brake pedal*, 29 de octubre.
- \_\_\_\_ (2004c), *China: No right to work*, 11 de septiembre.
- \_\_\_\_ (2004d), *Time to hit the brakes*, 13 de mayo.
- \_\_\_\_ (2004e), *China's insatiable appetite for raw materials*, 19 de febrero.
- \_\_\_\_ (2002), *A dragon out of puff*, 13 de junio.
- The Standard (2005a), *Expect unexpected in yuan reform: Wen*, 15 de marzo.
- \_\_\_\_ (2005b), *Import growth shrinks to 8,3%*, 11 de marzo.
- \_\_\_\_ (2005c), *Forex rules for traders eased*, 22 de febrero.
- Time (2004), *Moving too fast?*, 23 de febrero.
- UNDESA (1999), *World Economic and Social Survey 1999*.
- United Nations Economic and Social Comisión for Africa and the Pacific (UNESCAP) (2003), *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific*.
- \_\_\_\_ (2002), *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific*.
- \_\_\_\_ (1995), *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific, 1995*.
- \_\_\_\_ (1990), *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific, 1990*.
- www.steelonthenet.com (2005), *Industry Commentary*, febrero.
- www.wintonsworld.com (2004), *China's excess capacity threatens global industry prices*, 16 de junio.
- World Bank Office (2006), *China Quaterly Update*, febrero, Beijing.
- \_\_\_\_ (2005), *China Quaterly Update*, febrero, Beijing.
- \_\_\_\_ (2004), *China Update*, noviembre, Beijing.
- Wu, T. (2005), *The long-term interest rate conundrum: not unraveled yet?*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 29 de abril.
- Xiamong, Li y Yuping, Lan (1999), *Implications of the Asian Financial Crisis for China: Is devaluation the only way out?*, artículo presentado en la Conferencia de la Asian Studies of the Pacific Coast, San Diego.

- Xiaopu, Z. (2003), *Capital account management and its outlook in China*, BIS Papers, N° 15, Bank of International Settlements, abril.
- Xie A. (2004), *Asia Pacific: Sharing the burden of fixing the world*, “Looking to 2005: How to fix the world”, Morgan Stanley Global Economic Forum, diciembre.
- Ye, Miao (2003), *China’s property bubble*, Asian Times On Line.
- Ying, L. y Bin, W. (2004), *Alarm sounds on savings slide*, China Daily, 18 de octubre.
- Zhang Dingmin (2004), *Foreign debt rises due to policy changes*, China Daily, 30 de septiembre.
- Zhengzheng G. (2004), China Daily, *Overcapacity causes concern*, 9 de junio.



NACIONES UNIDAS

Serie

CEPAL

macroeconomía del desarrollo

### Números publicados\*

1. The impact of structural reforms on growth in Latin America and the Caribbean: An empirical estimation, Hubert Escaith and Samuel Morley (LC/L.1446-P), Sales N° E.00.II.G.123 (US\$10.00), 2000. [www](#)
2. Modernización económica y empleo en América Latina. Propuestas para un desarrollo incluyente, Tilman Altenburg, Regine Qualmann y Jürgen Weller (LC/L.1512-P), N° de venta S.01.II.G.55 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
3. Exportaciones de manufacturas de América Latina: ¿Desarme unilateral o integración regional?, José Miguel Benavente (LC/L.1523-P), N° de venta S.01.II.G.66 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
4. Globalization and liberalization: The impact on developing countries, Barbara Stallings (LC/L.1571-P), Sales N° E.01.II.G.114 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
5. Job creation in Latin America in the 1990s: The foundation for social policy, Barbara Stallings and Jürgen Weller (LC/L.1572-P), Sales N° E.01.II.G.115 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
6. Procesos de exclusión e inclusión laboral: la expansión del empleo en el sector terciario, Jürgen Weller (LC/L.1649-P), N° de venta S.01.II.G.187 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
7. Tributación ambiental, macroeconomía y medio ambiente en América Latina: aspectos conceptuales y el caso de Brasil, Ronaldo Seroa da Motta (LC/L.1650-P), N° de venta S.01.II.G.188 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
8. Long run economic development in Latin America in a comparative perspective: Proximate and ultimate causes, André A. Hofman (LC/L.1665-P), Sales N° E.01.II.G.199 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
9. Financial regulation and supervision in emerging markets: The experience of Latin America since the Tequila Crisis, Barbara Stallings and Rogerio Studart (LC/L.1670-P), Sales N° E.01.II.G.205 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
10. La problemática de la coordinación de políticas económicas, Christian Ghymers (LC/L.1674-P), N° de venta S.01.II.G.209 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
11. The evolution of world income inequality: Assessing the impact of globalization, Andrés Solimano (LC/L.1686-P), Sales N° E.01.II.G.124 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
12. ¿Cuán dinámicas son las exportaciones intrarregionales latinoamericanas?, José Miguel Benavente (LC/L.1669-P), N° de venta S.02.II.G.10 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
13. Euro and the financial relations between Latin America and Europe: Medium and long-term implications, Luis Miotti, Dominique Plihon y Carlos Quenan (LC/L.1716-P), Sales N° E.02.II.G.27 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
14. Regional integration and the issue of choosing an appropriate exchange-rate regime in Latin America, Hubert Escaith, Christian Ghymers and Rogerio Studart (LC/L.1732-P), Sales N° E.02.II.G.86 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
15. Globalizing talent and human capital: Implications for developing countries, Andrés Solimano (LC/L.1773-P), Sales N° E.02.II.G.87 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
16. Las políticas de mercado de trabajo y su evaluación en Brasil, Carlos Alberto Ramos (LC/L.1814-P), N° de venta S.02.II.G.128 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
17. Las políticas de mercado de trabajo y sus evaluaciones en Chile, Guillermo García-Huidobro (LC/L.1833-P), N° de venta S.02.II.G.139 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
18. Las políticas de mercado de trabajo en México y su evaluación, Norma Samaniego (LC/L.1834-P), N° de venta S.02.II.G.140 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
19. Las políticas de mercado de trabajo y su evaluación en América Latina, Norma Samaniego (LC/L.1836-P), N° de venta S.02.II.G.142 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
20. Emergencia del euro y sus implicaciones para América Latina y el Caribe, Hubert Escaith y Carlos Quenan (coordinadores) (LC/L.1842-P), N° de venta S.03.II.G.7 (US\$ 10.00), 2003. [www](#)
21. Estudio de las experiencias europeas de instrumentos de evaluación de las políticas del mercado de trabajo, Francisco Mato (LC/L.1846-P), N° de venta S.03.II.G.13 (US\$ 10.00), 2003. [www](#)
22. Development cycles, political regimes and international migration: Argentina in the twentieth century, Andrés Solimano (LC/L.1847-P), Sales N° E.03.II.G.14 (US\$10.00), 2003. [www](#)
23. Governance crisis and the Andean region: A political economy analysis, Andrés Solimano (LC/L.1860-P), Sales N° E.03.II.G.33 (US\$ 10.00), 2003. [www](#)
24. Regional integration in Latin America and dynamic gains from macroeconomic cooperation, Hubert Escaith and Igor Paunovic (LC/L.1933-P), Sales N° E.03.II.G.92 (US\$10.00), 2003. [www](#)

25. Balance estructural del Gobierno central de Chile: análisis y propuestas, Heriberto Tapia (LC/L.1938-P), N° de venta S.03.II.G.97 (US\$ 10.00), 2003. [www](#)
26. Remittances by emigrants: Issues and evidence, Andrés Solimano (LC/L.1990-P), Sales N° E.03.II.G.152 (US\$ 10.00), 2003. [www](#)
27. Prevention and insurance of conflict and terrorism: Issues and evidence for Latin America, Andrés Solimano (LC/L.2005-P), Sales N° E.03.II.G.166 (US\$ 10.00), 2003. [www](#)
28. La problemática inserción laboral de los y las jóvenes, Jürgen Weller (LC/L.2029-P), N° de venta S.03.II.G.192 (US\$ 10.00), 2003. [www](#)
29. Towards development in landlocked economies, Rodrigo Cárcamo-Díaz (LC/L.2075-P), Sales N°E.04.II.G.18 (US\$ 10.00), 2004. [www](#)
30. Political violence and economic development in Latin America: Issues and evidence, Andrés Solimano (LC/L.2194-P), Sales N°E.04.II.G.121 (US\$ 10.00), 2004. [www](#)
31. La inversión para la provisión de servicios públicos y su financiamiento en América Latina y el Caribe: evolución reciente, situación actual y políticas, Luis Lucioni (LC/L.2213-P), Sales N° S.04.II.G.135 (US\$ 10.00), 2004. [www](#)
32. El papel del poder legislativo en el proceso presupuestario: la experiencia argentina, Jesús Rodríguez y Alejandro Bonvecchi (LC/L.2225-P), N° de venta S.04.II.G.144 (US\$ 10.00), 2004. [www](#)
33. Economic growth in Latin America in the late 20<sup>th</sup> century: Evidence and interpretation, Andrés Solimano and Raimundo Soto (LC/L.2236-P), Sales N°E.04.II.G.156 (US\$ 10.00), 2005. [www](#)
34. Andean exchange-rate regimes, 1994-2003: A brief for “stable but flexible” regimes, Paul Beckerman (LC/L.2237-P), Sales N°E.04.II.G.157 (US\$ 10.00), 2004. [www](#)
35. International migration, capital flows and the global economy: A long run view, Andrés Solimano and Nathalie Watts (LC/L.2259-P), Sales N°E.05.II.G.16 (US\$ 10.00), 2005. [www](#)
36. Economic growth in Latin America: The role of investment and other growth sources, Mario A. Gutiérrez (LC/L.2341-P), Sales N° E.05.II.G.84 (US\$ 10.00), 2005. [www](#)
37. La tributación a la renta en el Istmo Centroamericano: análisis comparativo y agenda de reformas, Juan Carlos Gómez Sabaini (LC/L.2359-P), N° de venta S.05.II.G.100 (US\$ 10.00), 2005. [www](#)
38. Reestructuración sectorial y cambios en las pautas de la demanda laboral, Andreas Raitelhuber y Jürgen Weller (LC/L.2372-P), N° de venta S.05.II.G.112 (US\$ 10.00), 2005. [www](#)
39. Foundations of macroeconomic policy coordination.: Fostering dialogue as a policy in Latin America, Rodrigo Cárcamo (LC/L. 2420-P), Sales N° E.05.II.G.167 (US\$ 10.00), 2005. [www](#)
40. Problemas de empleo, tendencias subregionales y políticas para mejorar la inserción laboral, Jurgen Weller (LC/L.2409-P), N° de venta S.05.II.G.195 (US\$ 10.00), 2005. [www](#)
41. Competitividad y mercado laboral, Perú 1990-2004, Norberto García (LC/L.2440-P), N° de venta S.05.II.186 (US\$ 10.00), 2005. [www](#)
42. Entendiendo las volatilidades cíclicas de la cuenta de capitales y el PIB. Un estudio de panel para países latinoamericanos., Guillermo Le Fort y Carlos Budnevich (LC/L.2452-P), N° de venta S.05.II.G.198 (US\$ 10.00), 2005. [www](#)
43. El rol del tipo de cambio real y la inversión en la diversificación de exportaciones en América Latina y el Caribe, Roberto Iglesias (LC/L.2460-P), N° de venta S.05.II.G.207 (US\$ 10.00), 2005. [www](#)
44. Estados Unidos y China: ciclos económicos y políticas en un capitalismo maduro y uno naciente, Alejandro Ramos y Gunilla Ryd (LC/L.2461-P), N° de venta S.05.II.G.208 (US\$ 10.00), 2005. [www](#)

- Readers wishing to obtain the listed issues can do so by writing to : Distribution Unit, ECLAC, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, E-mail: [publications@cepal.org](mailto:publications@cepal.org).

[www](#) These publications are also available on the Internet: <http://www.cepal.org/> and <http://www.eclac.org>

Name:..... Activity:..... Address:..... Postal code, city,country:..... Tel.:.....Fax:.....E.mail:.....
---