

MEMORANDO OPEX N° 101/2008

AUTOR: LEILA FERNÁNDEZ-STEMBRIDGE, Economista, Pekín. Miembro del Panel de Expertos Opex Asia-Pacífico

PARA: OPEX **FECHA:** 15/10/2008

ASUNTO: CRISIS FINANCIERA: ¿ES CHINA ENDEBLE?

Coordinador del Panel Asia-Pacífico: Mario Esteban

www.falternativas.org/opex



Director: Nicolás Sartorius

Subdirector: Vicente Palacio

Coordinadores de Área: Ángeles Sánchez (América Latina); Mario Esteban (Asia-Pacífico); Rafael Bustos (Magreb-Oriente Medio); Alfonso Egea de Haro (Unión Europea); Manuel de la Rocha Vázquez (África Subsahariana); Vicente Palacio (Relaciones Transatlánticas); Borja Lasheras (Seguridad y Defensa); Katty Cascante (Cooperación al desarrollo)

CONTEXTO

No cabe duda que la crisis desencadenada por las subprimas, seguida por la quiebra de *Lehman Brothers*, ha contribuido a alimentar la depresión bursátil china, iniciada ya a principios de 2007. Igualmente, las recientes decisiones de emergencia tomadas por las autoridades americanas tendrán cierta influencia sobre la política económica china, que verá como se reducen sus exportaciones, su inversión extranjera directa y su consumo, lo que todo redundará en un incremento del desempleo. Además, es posible que la crisis financiera y la consecuente desaceleración económica global muestren la fragilidad y la no sostenibilidad del modelo económico actual chino.

Sin embargo, **es más probable que el impacto real sobre China sea limitado a priori y que la actual situación de incertidumbre se convierta en una oportunidad para el gobierno chino** de poner en práctica la nueva orientación en su política económica anunciada ya en junio, relajando (moderadamente) la política monetaria; así como de apoyar de forma más activa su propio mercado bursátil; e incluso de repensar seriamente su responsabilidad económica internacional.

ANÁLISIS

- **Más volatilidad en el mercado chino**

El índice de Shanghai se encuentra hoy por hoy en los niveles anteriores a la burbuja especulativa de 2006-2007, lo que sin embargo no basta para predecir una estabilización próxima del mercado, máxime teniendo en cuenta las incertidumbres que pesan todavía sobre el sector financiero chino y sobre la coyuntura internacional. Efectivamente, el anuncio de la quiebra de *Lehman Brothers* se tradujo en tres días consecutivos de baja en la Bolsa de Shanghai, alcanzando el índice compuesto una reducción del 9%. Sin embargo, todas las pérdidas de aquella semana del 15 de septiembre fueron borradas en un solo día, el viernes 19 de septiembre, al reaccionar el mercado de forma muy positiva a las medidas tomadas por las autoridades chinas. En primer lugar, *Huijin* (la agencia perteneciente al fondo soberano China Investment Corporation (CIC) y encargada de la gestión de las participaciones del Estado en los bancos públicos) intervino en el mercado para re-comprar las acciones de los tres bancos comerciales principales chinos y limitar de este modo un efecto dominó incontrolable. Además, se produjo una intervención coordinada de los principales bancos centrales mundiales para inyectar la liquidez necesaria. Como consecuencia de ello, el índice compuesto de Shanghai progresó en un 9,5% en pocas horas, obligando asimismo a las autoridades a suspender todas las cotizaciones a mitad de la jornada, con el fin de no sobrepasar el límite de variación cotidiano de $\pm 10\%$. Los acontecimientos de aquella semana no modificaron tanto el sistema de corrección del mercado bursátil chino, pero sí introdujeron una mayor volatilidad en el mercado.

Por otro lado, cinco bancos comerciales chinos (Industrial and Comercial Bank of China, Bank of China, China Merchants Bank, Industrial Bank, Bank of Communications) lanzaron OPAs a *Lehman Brothers*, por un montante consolidado de aproximadamente 455 millones USD, es decir una cifra apenas representativa con respecto al activo total de estos bancos (menos del 0,02%), por lo que la quiebra de *Lehman* no supuso en sí un daño irreparable para los cinco. Además conviene destacar que este montante no afectó más que a los instrumentos simples, de los cuales *Lehman* era la contraparte directa.

El sector financiero chino se encuentra sin duda mucho más expuesto en los productos estructurados (contabilizados fuera de balance), cuya medición resulta más problemática. Así, el fondo de inversiones *Hua An* (10.600 millones USD) ya anunció en su momento estar seriamente afectado por la quiebra de *Lehman*, siendo el banco norteamericano uno de sus socios principales en las actividades ligadas a los productos estructurados. Teniendo en cuenta la buena fama que tenía *Lehman Brothers* en este ámbito, cabe preguntarse sobre la vulnerabilidad posible de los fondos públicos chinos, fundamentalmente el Fondo Nacional de Seguridad Social, el fondo soberano CIC o el gestor de reservas de divisas SAFE (State Administration of Foreign Exchange). Al sumar los tres organismos un total de aproximadamente 300.000 millones USD, su posible bancarrota conjunta podría tener efectos perniciosos sobre las reformas del sistema de pensiones; la inversión china en el extranjero; y la efectiva gestión de divisas extranjeras.

Es evidente que el potencial financiero de los bancos chinos enmascara todavía importantes fragilidades: mientras que su internacionalización no ha hecho más que empezar y la crisis internacional puede todavía agravarse, sería sin duda prematuro para los bancos chinos lanzarse en adquisiciones de envergadura en el extranjero. Lo mismo ocurre con respecto al fondo soberano CIC: una participación representativa en una institución norteamericana sería contraria a la estrategia que ha llevado hasta ahora en inversiones de cartera con objetivo de aumentar la rentabilidad y no de establecer un control estratégico.

Lo que sí puede ocurrir es que la crisis internacional provoque una crispación generalizada de las autoridades chinas. Por ejemplo, el CBRC (China Banking Regulatory Commission, el regulador bancario chino) ya ha dado informalmente la instrucción a los bancos chinos de reducir sus transacciones con establecimientos extranjeros, especialmente con los americanos. Según operadores del mercado interbancario, parece que es prácticamente imposible para cualquier banco extranjero realizar operaciones de *swap* de tipos o de divisas con su contraparte china. Además, el CBRC ha anunciado un freno al desarrollo de productos derivados, en los que el mercado es todavía embrionario en China y que son vistos como amenaza a la estabilidad financiera.

- **Impacto limitado sobre China, a priori**

En cualquier caso, existen dos elementos que limitan en principio el impacto de la crisis sobre la economía china:

1. Cierre relativo de la cuenta de capital. Por un lado, existe una fuerte regulación y control de la salida de capital, mediante el esquema QDII (actualmente la inversión china en el extranjero está contabilizada en alrededor de 50.000 millones USD). Por otro lado, desde un punto de vista macroeconómico, la vulnerabilidad externa de China es bastante débil: su deuda externa total no representa más que el 11,4% del PIB, mientras que los activos netos extranjeros de los bancos chinos fueron de 190.000 millones USD a finales de 2007 (aproximadamente el 6% PIB).

2. Masiva entrada de capital. La política de apreciación del yuan con respecto al dólar desde 2005, junto con un diferencial de tipos favorable para China, han hecho de ésta un objetivo privilegiado para la especulación: la coyuntura internacional degradada desde el verano de 2007 constituye en sí una débil incitación para los inversores chinos en poner su capital en el extranjero; al contrario, en el contexto de la crisis internacional actual, China se ha convertido ahora en destino refugio.

- **Una razón añadida para fortalecer el nuevo modelo de crecimiento**

Con el anuncio de la quiebra de *Lehman Brothers* hace unas semanas, las decisiones monetarias se centraron en la disminución del tipo de interés anual para préstamos en 27 puntos básicos (a 7,20%, la primera reducción de tipos desde 2002) y la bajada de 100 puntos básicos en la tasa de reserva obligatoria para los pequeños bancos comerciales, pasando a ser un 16,5%. A pesar del impacto relativamente neutro de estas medidas sobre el sector bancario (estas decisiones estuvieron realmente destinadas a aligerar las dificultades vividas por las Pymes y las empresas exportadoras), prevalece un simbolismo que confirma la nueva orientación económica. Esto ha lanzado una clara señal a los mercados de la zona que ha impedido su desmoronamiento.

La crisis financiera internacional ha reafirmado además a las autoridades chinas en su miedo a una desaceleración del crecimiento – sentimiento que ya había justificado el cambio de tono del gobierno este verano, pasando de una política de “las dos contenciones” (del crecimiento económico y de la inflación) a una política de “mantener (el crecimiento económico) y de controlar (la inflación)”. Se confirma asimismo la necesidad de reorientar el modelo de crecimiento económico, pasando de un modelo basado en las exportaciones a un modelo fundamentado más en la demanda interna. El Tercer Pleno del Partido reunido el 9-12 de octubre ilustra en parte esta tendencia, a través de la voluntad de **reformar el sistema de la propiedad de la tierra** en las zonas rurales. Se pretende añadir al actual sistema de responsabilidad familiar contractual (*baochan daohu*), en el que la tierra agrícola es propiedad por un leasing de 30 años, uno en el que se garantice una protección legal para los campesinos que quieran arrendar o vender el derecho sobre sus tierras. Esta iniciativa constituye en cierto sentido una transición hacia la privatización de la tierra agrícola y más economías de escala en la gestión de la misma; pero también supone sin duda una clara señal para aumentar los ingresos de los campesinos y reforzar por tanto su capacidad de consumo. En cualquier caso, el Pleno ha constituido tan sólo una declaración de principios, mientras que los resultados no serán visibles de aquí a unos meses, fundamentalmente después de reunirse la Asamblea Popular (máxima institución legislativa) en febrero-marzo del año que viene, momento en el que se aprueban las leyes pertinentes.

- **¿Quién financiará el aumento de la deuda pública americana?**

Todos se preguntan estos días en Pekín sobre lo que China debería hacer con sus reservas de divisas. Después de todo, **China es el mayor comprador de deuda americana, con un 60-70% de sus 1,8 trillones USD en bonos norteamericanos**. ¿Debería China “salvar” o no a Estados Unidos comprando un pedazo importante del Plan (de Deuda-Generada de) Paulson?

En primer lugar, China ya está prestando a Estados Unidos alrededor de un trillón USD a través de la compra de sus bonos del Tesoro. ¿Es de suponer entonces que Pekín venda sus holdings en Euros para comprar más deuda americana? Esta idea resulta absurda, máxime teniendo en cuenta cómo China ha mantenido sus *holdings* en USD a pesar de la debilidad creciente del dólar en los últimos años. Una opción más realista sería prestar sus bonos a través de *swaps* en divisas a otros bancos centrales de la región.

En segundo lugar, ahora que la economía europea también se está viendo afectada por la crisis, no está tan claro que a China le interese invertir más en Europa que en Estados Unidos. Por tanto, **es enteramente probable que China siga comprando deuda norteamericana**, simplemente porque no le queda más remedio.

Es evidente que la crisis financiera fuerza a China a enfrentarse a numerosos retos, dado el lazo indiscutible entre su economía, la americana y la europea, también dañada por la crisis actual. Aunque Estados Unidos es capaz de soportar a corto plazo el coste fiscal de la crisis, a largo plazo existen más dudas sobre el dólar. Mientras el dólar siga debilitándose y el Euro no sea lo suficientemente fuerte, es muy probable que el resto del mundo lo sufra directamente. Además, la demanda de Estados Unidos y Europa seguirá siendo moderada, por falta de crédito, lo que sin duda afectará a las exportaciones de China. Los efectos sobre su economía real y su sistema financiero no serán visibles a corto plazo y serán probablemente más bien indirectos. Pero el terremoto financiero podría seguir extendiéndose, con lo que la desaceleración global afectaría igualmente a China.

Dicho esto, y con una mirada más optimista, **al financiar China la deuda norteamericana, China disfrutaría de dos ventajas**: en primer lugar, cumpliría su interés económico general, ayudando a rescatar el sistema financiero norteamericano, contribuyendo a frenar de este modo una recesión económica, protegiendo asimismo sus exportaciones, que después de todo siguen constituyendo su motor de crecimiento; pero lo que quizás es más importante, respaldar a Estados Unidos, y por defecto a Europa, en salir de esta situación extrema, daría la oportunidad a China de aparecer como una súper potencia responsable, con la voluntad genuina de utilizar sus recursos para proteger la economía mundial.

Aunque con numerosos matices, la historia parece repetirse: como en la crisis asiática de 1997-1998, la crisis financiera de ahora parece estar en manos de China. Mientras que en aquel entonces China evitó devaluar su moneda, apoyando con ello a sus primos asiáticos, y ganando credibilidad como actor responsable; hoy quizá no cuente todavía con un sistema financiero lo suficientemente fuerte para socorrer a las instituciones americanas, pero sí puede al menos desempeñar un **rol macroeconómico fundamental** en el apoyo a la economía occidental, y por defecto a la economía mundial.

Memorandos Opex publicados en 2008

- 67/2008. **Participación española en la enseñanza militar de China.** Pedro Baños Bajo
- 68/2008. **El largo camino hacia el CAFTA en Costa Rica: enseñanzas para España.** Diego Sánchez Ancochea
- 69/2008. **La crisis nuclear iraní en 2008: posibles escenarios y propuestas.** Luciano Zaccara
- 70/2008. **El conflicto entre Turquía y el PKK en territorio iraquí.** Carmen Rodríguez López
- 71/2008. **La crisis de Kenia tras las elecciones y la búsqueda de un acuerdo político entre las partes.** Roman Bautista
- 72/2008. **Estados Unidos ante la Cuba de Raúl.** Joaquín Roy
- 73/2008. **Diez cuestiones sobre la independencia de Kosovo.** Ruth Ferrero, con la colaboración de Nicolás Sartorius y Vicente Palacio
- 74/2008. **Darfur: Peacemaking, Peacekeeping and Recommendations for Spain.** Borja Lasheras
- 75/2008. **La política armamentística de Brasil: implicaciones internacionales y para España.** Javier Chinchón.
- 76/2008. **La cumbre franco-británica de marzo: la importancia de las cumbres bilaterales para la futura agenda política de la UE post-Lisboa.** Borja Lasheras y Alfonso Egea.
- 77/2008. **España, Tíbet y Pekín 2008.** Mario Esteban
- 78/2008. **El Líbano: estado de la situación.** Marco Calamai
- 79/2008. **Cómo apoyar el proceso de democratización en Tailandia. Oportunidades para España.** Javier Gil
- 80/2008. **La PESH en Bosnia y Herzegovina.** Xira Ruiz Campillo
- 81/2008. **¿Cómo influirán los Lobbies de la industria de defensa en la política de los candidatos a la presidencia de EEUU?** Paulina Correa Burrows
- 82/2008. **Reacción de España ante la crisis alimentaria mundial.** Katty Cascante y Angeles Sánchez
- 83/2008. **¿Qué Presidente para la Unión Europea?** Alfonso Egea de Haro y Ana Mar Fernández Pasarín
- 84/2008. **Zimbabue: Inestabilidad política y crisis humanitaria. Recomendaciones para España.** Carmen Sánchez-Miranda Gallego
- 85/2008. **Cambio de Gobierno en Paraguay: desafíos, perspectivas y recomendaciones para España.** Carmen Sánchez-Miranda Gallego
- 86/2008. **El norte de Kosovo: misiones internacionales y posición de España.** Antonio Ortiz
- 87/2008. **The Irish Referendum on the Lisbon Treaty - Will Irish eyes be smiling?** Raj Chari
- 88/2008. **Las FARC: implicaciones regionales y posición de España.** Diego Portuga
- 89/2008. **Los Acuerdos de Asociación Económica (EPA) entre la Unión Europea y África Subsahariana: entrada en vigor y segunda fase de las negociaciones. Recomendaciones para España.** Ainhoa Marín Egoscozabal
- 90/2008. **La situación en Guinea Ecuatorial tras la parodia de elecciones legislativas y municipales: recomendaciones para España.** Iñaki Gorozpe
- 91/2008. **La propuesta de directiva sobre retorno de inmigrantes ilegales: ¿El comienzo de una política comunitaria?** Alfonso Egea de Haro
- 92/2008. **El Consejo de Defensa Sudamericano: reflexiones e implicaciones.** Rafael Moreno Izquierdo
- 93/2008. **Valoración de la Declaración de Lima, V Cumbre UE-América Latina y Caribe.** José Manuel García de la Cruz.
- 94/2008. **El proyecto de Liga de Democracias de McCain: implicaciones para la política exterior española.** Manuel Iglesias Cavicchioli y Vicente Palacio.
- 95/2008. **Las capacidades de la Unión Africana en misiones de gestión de crisis y recomendaciones para España.** Manuel de la Rocha Vázquez y Borja Lasheras.
- 96/2008. **El papel de España en el ámbito multilateral de la cooperación al desarrollo.** Jose Manuel Domínguez y Katty Cascante Hernández.
- 97/2008. **Sudáfrica, un socio imprescindible para España en África. Propuestas de acción ante la Cumbre UE-Sudáfrica.** Manal Warde.
- 98/2008. **Tras la Cumbre de Janty-Mansiysk: perspectivas de las relaciones entre Europa y Rusia.** Javier Morales Hernández.
- 99/2008. **XXXV Cumbre del MERCOSUR: Avances, desencuentros y recomendaciones.** Carmen Sánchez-Miranda.
- 100/2008. **España ante la situación de Bolivia.** José Manuel García de la Cruz.

Para consultar los memorandos anteriores en pdf, pueden visitar nuestra página web <http://www.falternativas.org/opex>