

# CHINA:

## LA GRAN METAMORFOSIS

Carlos Jaramillo

El tamaño de la economía china hace inevitable evaluar la incorporación de sus títulos financieros a cualquier cartera medianamente diversificada. Pero las consideraciones de riesgo para entrar en ese mercado son mucho más complejas que las requeridas para incursionar en cualquier país desarrollado.

LA CONSOLIDACIÓN DE CHINA como la segunda economía del mundo, y eventualmente la primera a partir de 2030, será sin duda el proceso político-económico de mayor relevancia para las próximas dos décadas. El énfasis que se ponga en las distintas facetas de su transformación definirá, en buena medida, el panorama económico que deberán enfrentar individuos, organizaciones y naciones. Esto obliga a pensar cómo los cambios que se suceden al otro lado del mundo afectarán no solo las relaciones entre gobiernos y los flujos comerciales, sino también las carteras de productos y servicios de las empresas locales y hasta los planes de ahorro e inversión de las personas naturales.

### En busca de pistas

Las fuentes naturales de pistas de los pasos que seguirá la nación china son tanto el Congreso Quinquenal del Partido Comunista Chino (PCCh), el último de ellos o el número 18 ocurrido en noviembre de 2012, como la reunión anual del Congreso del Pueblo y la Conferencia Consultiva Política del Pueblo Chino (CCPPCh) que se realiza cada marzo.

Fue en la CCPPCh de marzo de 2015 cuando el Presidente Xi Jinping anunció la versión definitiva de sus lineamientos estratégicos, o «consignas» para la gran metamorfosis china, conocidos como «los cuatro exhaustivamente»: «exhaustivamente construir una sociedad moderadamente próspera, exhaustivamente profundizar en las reformas, exhaustivamente gobernar el país bajo el imperio de la ley y exhaustivamente gobernar con firmeza el partido». En otras palabras, hay que promover el crecimiento económico con los ajustes necesarios, mientras se mejora un sistema legal que funciona débilmente, mediante el combate a la corrupción y la neutralización de los embates de otros grupos dentro del partido que intentarán oponerse a los cambios como un mecanismo para acumular poder (Buckley, 2015). Estos lineamientos, según analistas que siguen el acontecer local (Xingdong, 2015), deben ser vistos como un señalamiento de los frentes en los que el presidente Xi está dispuesto a dar las batallas políticas para continuar el proceso de cambio decretado en el último congreso del PCCh, más que como una expresión de las consignas políticas acostumbradas por los líderes del Partido Comunista Chino.

### La transición

Para emprender el camino marcado por los lineamientos de Xi es necesario sortear tres factores que afectan el desempeño de la economía china: 1) la reducción de la tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB) por debajo del siete por ciento, 2) las distorsiones creadas por la masiva liquidez inyectada a la economía en la crisis de 2009 que se canalizó en una buena proporción hacia inversiones poco productivas y 3) los inconvenientes causados por el proceso de reestructuración de una economía que quiere abandonar el modelo de capitalismo de Estado por algo parecido al modelo que rigió a los

Carlos Jaramillo, profesor del IESA.

miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

En el año 2015 se publicará un documento que arrojará luces sobre el mediano plazo —el décimo tercer plan de crecimiento quinquenal que cubre el período 2016-2020— y, de cumplirse, duplicará el PIB que tenía China en 2010. También se espera que se terminen de dar los pasos para hacer totalmente convertible el renminbi; para lograrlo es necesario que haya libre movimiento de las tasas de interés en el mercado interno chino, lo que requiere la implantación de un fondo de garantía de depósitos al estilo de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés) o su equivalente de la eurozona.

En los próximos años se continuará ejecutando el gran proceso de mudanza de las zonas rurales a las ciudades, con el fin de crear un mercado más concentrado de consumidores. Para ello, las municipalidades urbanas necesitan mayor agilidad para otorgar la calificación de *hukou* a los inmigrantes internos calificados. Tal calificación permite a los habitantes legalmente establecidos en una región el acceso a los servicios públicos que ofrecen las municipalidades, tales como salud y educación básicas. La meta original de 2013 era otorgar esa calificación a 23 millones de personas por año.

La reforma de la regulación sobre el uso de la tierra debería acelerarse en los próximos años, para dar a los campesinos la posibilidad de transferir a terceros sus derechos a arrendar tierras cultivables y construir viviendas en las zonas rurales, luego de permanecer largos períodos en las ciudades y obtener el *hukou*. Esta reforma tendría el doble beneficio de aumentar el poder adquisitivo de los que migran a las ciudades y permitir una industria agrícola más avanzada, gracias al uso de tecnologías más modernas en bloques de terrenos cultivables más grandes.

#### La apertura del sistema financiero chino

Durante las últimas tres décadas el modelo económico imperante le permitía a un gobierno fuerte movilizar recursos a su antojo para alcanzar altas tasas de crecimiento, lo que facilitó reducir las brechas existentes entre la economía china y los países de la OCDE. No obstante, China pagó un alto precio para convertirse en una economía industrial: una excesiva presencia del Estado, reflejada en los monopolios creados alrededor de las empresas públicas; corrupción y tráfico de influencias, que condujeron a un capitalismo clientelar; excesiva dependencia de la exportación e inadecuadas inversiones de capital, que causaron exceso de capacidad instalada en industrias básicas; una enorme oferta monetaria y un alto grado de apalancamiento financiero, tanto del sector público como del privado; y, en el plano social, desigualdad de ingresos que deprimió el consumo. Si a todo esto se suma un alto grado de contaminación ambiental se encuentra, simplemente, un modelo de crecimiento inviable.

El reconocimiento de la inviabilidad del modelo actual ha obligado a las autoridades chinas a pensar seriamente en



Vista de Shanghai.

acciones para cambiar de rumbo. La respuesta ha sido permitir que el mercado comience a llenar espacios hasta ahora ocupados totalmente por el Estado.

Es fácil imaginar que esta redefinición del papel del Estado estará asociada con cambios en las relaciones de poder entre distintos grupos de funcionarios públicos, ejecutivos de empresas del Estado y miembros del partido. Un ejemplo de las tensiones que surgirán se encuentra en la actitud del Banco del Pueblo de China (banco central) al implantar la política de fluctuación del renminbi con respecto a las monedas de los socios comerciales. Los funcionarios de esta institución temen que el hecho de ejercer mayor discrecionalidad en la administración de la banda de fluctuación del renminbi frente al dólar —lo cual puede ser muy conveniente, si se desea que las fuerzas del mercado tengan mayor impacto en la paridad cambiaria— sea visto como un aumento de la cuota de poder de este regulador y cause molestias entre algunos grupos de interés.

Para mejorar la asignación de recursos en la economía china se ha planteado reiteradamente la necesidad de transferir las actividades que generen riesgo al sector privado; así

**Dado el tamaño de la economía china es inevitable evaluar la incorporación de sus títulos financieros en cualquier cartera medianamente diversificada. Lamentablemente, las consideraciones de riesgo para entrar en este mercado son mucho más complejas que las requeridas para entrar en cualquier mercado financiero de los países miembros de la OCDE**

se minimiza el papel del Estado como garante último del resultado de las pérdidas económicas en que pudieran incurrir las empresas públicas. En las empresas públicas se está produciendo un cambio de paradigma: en lugar del énfasis en la producción se está privilegiando la creación de valor económico, y en ello le va la vida a estas empresas, pues su supervivencia de largo plazo depende de su capacidad para captar recursos en el mercado internacional. En este contexto, las palabras rentabilidad y buen gobierno empresarial son clave, porque nadie está dispuesto a invertir en instituciones opacas. Buena parte de estos cambios comienzan a ser vistos

en la zona económica especial de Shanghái, conocida como el «laboratorio de capitalismo chino», cuyas autoridades anunciaron que a partir de 2015 no exigirán a las empresas que allí operan cumplir metas de contribución al PIB. Que el mercado determine cuánto, cómo y cuándo producir.

Como un primer paso hacia el cambio de modelo de crecimiento se ha comenzado a trabajar en el proceso de apertura del sistema financiero. Con tal apertura se busca, simultáneamente, que el capital fluya más eficientemente,

**Para mejorar la asignación de recursos en la economía china se ha planteado reiteradamente la necesidad de transferir las actividades que generen riesgo al sector privado; así se minimiza el papel del Estado como garante último del resultado de las pérdidas económicas en que pudieran incurrir las empresas públicas**

que aumente la participación privada en el financiamiento de la economía, mediante una amplia oferta de instrumentos de captación de fondos (acciones, bonos corporativos y municipales, títulos hipotecarios) y que el renminbi ocupe el lugar que debería tener la moneda de la segunda economía del mundo; en otras palabras, que el mercado financiero se haga cónsono con el desarrollo alcanzado por la economía del país.

Este proceso de apertura financiera es una tarea atrasada de muchos años, a la cual se le ha dado largas por diversas circunstancias de naturaleza política y por la crisis financiera internacional de 2009. El proceso arrancó en el año 1996, cuando se comenzó a hablar de la liberalización de las tasas de interés de los depósitos emitidos por la banca nacional, y se espera que tal liberalización se produzca finalmente en el segundo semestre de 2016.

**La creación de un fondo de garantías de depósitos**

La creación de un fondo de garantías de depósitos siempre ha tenido el propósito de proteger al débil jurídico —léase: pequeño ahorrista— frente a la quiebra de una institución bancaria. China ha llegado tarde, comparada con el resto de las grandes economías del mundo, a la adopción de un esquema de esta naturaleza, pues siempre ha habido la garantía implícita de que el Estado rescatará a las instituciones financieras con problemas, en cualquier circunstancia. No ha habido quiebras de bancos de importancia en China desde 1998.

Con la adopción de este esquema de garantías se intenta, primordialmente, eliminar esa garantía abierta del Estado, y proteger los haberes de ahorristas hasta un monto máximo de 500.000 renminbi (alrededor de 81.000 dólares), lo cual ampara el 99,6 por ciento de los depósitos bancarios. La garantía implícita del Estado chino al sector bancario se ha extendido tradicionalmente a operaciones fuera de balance, como son los productos de banca de inversión que dirigen dinero a actividades especulativas; la inversión en desarrollos inmobiliarios es un buen ejemplo del uso de estos fondos.

Se calcula que en los últimos seis años se captó por esta vía un equivalente al catorce por ciento de los depósitos convencionales de la banca. Con una mejor definición de los riesgos cubiertos en casos de crisis bancarias se esperaba que los ahorristas comenzasen a poner más atención al perfil

de riesgo de las instituciones financieras. Sin embargo, la prudencia de los ahorristas que se pretende inculcar puede tener un efecto negativo a corto plazo, si se producen migraciones masivas de depósitos de cooperativas de crédito rurales a los grandes bancos nacionales, a partir de la entrada en vigencia del esquema de seguro de depósitos en enero de 2015 (*The Economist*, 2014).

Entre los retos que enfrenta el Estado para reducir su garantía implícita de cobertura del sistema bancario se encuentra el tiempo necesario —más de una década— para que el fondo de protección tenga un volumen de recursos suficiente para cubrir la quiebra de un banco importante. Además, el 0,4 por ciento de los depósitos no cubiertos por el fondo de garantías representa poco menos de la mitad del monto de los depósitos bancarios y pertenece a empresas del Estado a las cuales, en el capitalismo de Estado imperante en China, había que proteger (*The Financial Times*, 2014).

**El renminbi como moneda de reserva**

En 2015, el Fondo Monetario Internacional realizará una de sus dos revisiones de la década, en la que evaluará si la moneda china tiene suficiente peso para incorporarla como moneda de cuenta dentro de los llamados «derechos especiales de giro», los aportes de capital de los países miembros de la institución, que hasta ahora se aceptan en dólares, euros, yenes y libras esterlinas.

El renminbi se transa en dos mercados independientes: 1) un mercado interno regulado por el Banco del Pueblo de China, que permite flotar la moneda dentro de un sistema de bandas frente al dólar, el euro, el yen, la libra y otras monedas relevantes; y 2) un mercado denominado extra-territorial u *offshore*, de libre flotación. Para ampliar la circulación global del renminbi, el gobierno chino ha creado catorce cámaras de compensación de su moneda fuera del territorio nacional y firmado convenios cambiarios con 28 bancos centrales. Estos dos mercados se terminarán fusionando en unos años, cuando el gobierno chino permita la libre flotación de su moneda.

Los cálculos del Banco de Basilea de 2013 (se actualizan cada tres años) colocaban la moneda china en la novena posición dentro de la jerarquía de monedas más transadas, con promedio de rotación diaria de 120 millardos. En enero de 2015 ocupaba el quinto lugar como medio de pago y el segundo en transacciones financieras, según las estadísticas de la Sociedad para la Telecomunicación Financiera Interbancaria Mundial (SWIFT, por sus siglas en inglés).

A finales de 2014 el 22 por ciento del comercio global de China utilizó como moneda de cuenta la moneda local y se espera llegar al cincuenta 50 por ciento en 2020, gracias a las estrategias dirigidas a aumentar las transacciones comerciales con economías emergentes. En ese momento el renminbi será, en términos transaccionales, la quinta moneda del mundo.

En opinión de economistas de la banca internacional que siguen de cerca la economía de China existe un fuerte compromiso del presidente Xi de aumentar el peso político del país en el ámbito internacional; de allí la necesidad de posicionar el renminbi como medio de pago. Un ejemplo claro de este esfuerzo es el llamado Plan de la Nueva Ruta de la Seda, que consiste en invertir 16,3 millardos de dólares para desarrollar una red de infraestructura de comunicaciones y comercio que una el este de Asia con Europa. Este plan implicará inversiones no solo en regiones depauperadas del país, sino también en otros países que formaban parte de la

ruta original de la seda, como son Tayikistán, Indonesia y Sri Lanka (Tiezzi, 2014).

Uno de los grandes retos del renminbi para convertirse en moneda de reserva de valor será balancear las presiones de devaluación para hacer más competitiva la economía nacional y la expectativa de mantener su fortaleza relativa frente a otras monedas, si realmente quiere ser considerada reserva de valor. Aunque, gracias a las llamadas devaluaciones competitivas que promueven las economías desarrolladas, este es un dilema en el que le acompañan el euro y el dólar.

### ¿Cómo entrar en la vorágine china?

El grado de apertura financiera de China es uno de los menores del mundo, lo que puede inferirse gracias al índice de inversión internacional, que se calcula como el cociente del valor monetario de tal inversión entre el PIB. El de China es 107 por ciento, mientras que el de Estados Unidos es 315 por ciento, 408 por ciento en la eurozona y más de 1.000 por ciento en centros financieros internacionales como Inglaterra o Suiza. Es evidente que el camino por recorrer es muy largo.

Pero el tamaño del mercado financiero chino es muy grande y basta con mencionar algunas cifras para mostrarlo. Las bolsas de valores de Shanghái y Shenzhen, en conjunto, representan el tercer mercado accionario del mundo.

### **A finales de 2014 el 22 por ciento del comercio global de China utilizó como moneda de cuenta la moneda local y se espera llegar al cincuenta 50 por ciento en 2020, gracias a las estrategias dirigidas a aumentar las transacciones comerciales con economías emergentes. En ese momento el renminbi será, en términos transaccionales, la quinta moneda del mundo**

El mercado de bonos es también el tercero del mundo, por montos en circulación. El sistema bancario de China es el más grande del mundo, por volumen tanto de activos como de pasivos.

Hasta finales de 2014 los extranjeros registrados como Inversionistas Institucionales Extranjeros Calificados e Inversionistas Institucionales Extranjeros Calificados Renminbi (QFII y RQFII, respectivamente, por sus siglas en inglés), podían comprar por medio de un sistema de cuotas las llamadas acciones «Tipo A» en las bolsas de Shanghái y Shenzhen. El monto agregado de inversión permitido a los inversionistas calificados fue veinte millardos de dólares en 2007, y ha ido en aumento con los años para ubicarse en 105 millardos al comienzo de 2015, equivalente al 58 por ciento del PIB. A finales de 2014, gracias a la interconexión de las bolsas de Hong Kong y Shanghái, se creó la posibilidad de que tanto los accionistas de China continental como los extranjeros pudieran comprar acciones dentro y fuera de China, lo que permite a los extranjeros acceder a un conjunto de acciones con capitalización bursátil del orden de dos billones de dólares.

Las previsiones del grupo de estrategia bursátil del banco HSBC para el mercado asiático colocan la participación de inversionistas extranjeros en China en el orden de diez por ciento para el año 2020, lo que equivale a un monto de un billón de dólares. Existe también un mercado de bonos denominado en las dos variantes de renminbi en circulación

y se esperan acuerdos institucionales para interconectar tales mercados en 2015 (Hongbin y otros, 2015).

A partir del sistema de cuotas los inversionistas calificados han creado fondos mutuales y fondos intercambiados electrónicamente (ETF, por sus siglas en inglés) para comercializar títulos de renta fija y variable. Clásicos ejemplos de este tipo de productos son el iShares China Large-CAP ETF patrocinado por el banco de inversión Black Rock, que permite invertir en las cincuenta empresas más grandes de China que cotizan en la bolsa de Hong Kong, y el Deutsche Bank X-Trackers China CSI 300 (ASHR), un ETF que se especializa en acciones «Tipo A» de alta liquidez, cotizado en renminbi.

Dado el tamaño de la economía china es inevitable evaluar la incorporación de sus títulos financieros en cualquier cartera medianamente diversificada. Lamentablemente, las consideraciones de riesgo para entrar en este mercado son mucho más complejas que las requeridas para entrar en cualquier mercado financiero de los países miembros de la OCDE. Existe un gran retraso en la aplicación de estándares contables de aceptación universal, el desarrollo del gobierno empresarial es incipiente y los organismos reguladores están sometidos a fuertes presiones políticas. La calificación de corrupción de China, según el índice de Transparencia Internacional, es 40, lo que la ubica en el mismo lote de Rusia y por debajo de países como Brasil o Ghana. Adicionalmente, la cultura nacional, muy propensa a apalancarse en relaciones personales, es terreno fértil para el uso de información preferencial sobre las empresas a expensas de los accionistas minoritarios. Hay una gran participación de pequeños inversionistas con un perfil especulativo que, en un entorno poco transparente, alimentan burbujas sobre los precios de las acciones de algunas compañías y causan episodios indeseados de volatilidad bursátil (Stuart, 2014).

Parece haber un fuerte compromiso para hacer los cambios que lleven al mercado financiero chino a cumplir los estándares de eficiencia y transparencia esperables en la segunda economía del mundo. En abril de 2015, las autoridades de China y Hong Kong firmaron un acuerdo para evitar la doble tributación para quienes transen acciones en las bolsas integradas de Hong Kong y Shanghái, con el objeto de promover la participación de inversionistas foráneos en el mercado accionario de China continental.

Para muchos el dilema no es entrar o no en el mercado financiero chino, sino cuándo. Para los madrugadores muchos serán los peligros, pero también las recompensas. Si se logran concretar «los cuatro exhaustivamente» del presidente Xi, invertir en China será más sencillo, justo y predecible. Lo que debe quedar claro para todos es que China es inevitable. ■

### REFERENCIAS

- Buckley, C. (2015): «Xi Jinping's "four comprehensives" give shape to a crowded agenda». *Sinosphere*, 1 de marzo.
- Hongbin, Q., Mackel, P., Wang, J., Zhu, J., Wang, J., Bunning, D., Chew, J. (2015): «The rise of the redback IV». A HSBC report, Hong Kong
- Stuart, H. G. (2014): «Foreign investors line up as China opens stock market door». *The Wall Street Journal*, 12 de noviembre.
- *The Economist* (2014): «A premium for risk». 6 de diciembre.
- *The Financial Times* (2014): «China set to launch deposit insurance», 28 de noviembre.
- Tiezzi, S. (2014): «The new silk road: China's Marshall plan?». *The Diplomat*, 6 de noviembre.
- Xingdong, C. (2015): «China: growth under the new normal». Macro Research Department, BNP Paribas (China) Ltd. París.