POLITICA MONETARIA, BANCOS PUBLICOS Y FLUJOS DE CAPITALES EN CHINA

Un mercado financiero liderado por el Estado

Autor:

Juan Matías De Lucchi

Documento de Trabajo Nº 61 - Septiembre 2014

DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

FABIÁN AMICO

MARTÍN BURGOS ZEBALLOS

JUAN MATÍAS DE LUCCHI

JORGE GAGGERO

RODRIGO LÓPEZ

PABLO MARESO

ESTANISLAO MALIC

ANDREA MEDINA

MARÍA ANDREA URTURI

MARÍA SOL RIVAS

INVESTIGADORES INVITADOS

CLAUDIO CASPARRINO

NORBERTO E. CROVETTO

ALEJANDRO GAGGERO

VERÓNICA GRONDONA

GUILLERMO HANG

FERNANDO PORTA

ARIANA SACROISKY

JUAN SANTARCÁNGELO

DANIEL SCHTEINGART

CONSEJO ACADÉMICO

CECILIA CARMEN FERNÁNDEZ BUGNA

ROBERTO FRENKEL

ALFREDO T. GARCÍA

Las opiniones vertidas en el trabajo no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.

Para comentarios, favor dirigirse a: informacion@cefid-ar.org.ar

INDICE

1. Introducción 4
2. Algunos conceptos básicos y antecedentes históricos 8
3. Política monetaria 13
   3.1. El mercado interbancario 17
   3.2. Los mecanismos de esterilización 18
      3.2.1. Aumentando los depósitos del Gobierno 20
      3.2.2. Emitiendo letras de esterilización 21
      3.2.3. Aumentando los requerimientos de reservas 22
4. Mercado de bonos e impulso fiscal 26
5. Política financiera y bancos públicos 29
6. Política cambiaria, controles y flujos de capitales 35
7. Conclusiones 40

1. Introducción

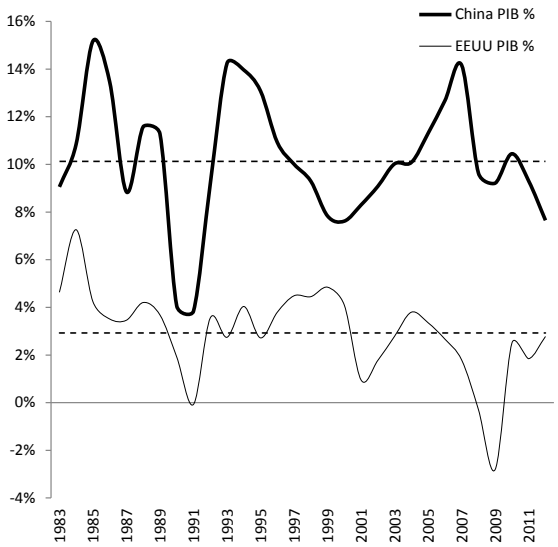
Este trabajo se propone indagar e intentar explicar algunos de los aspectos claves de la política monetaria china resaltando el contexto económico e institucional en el cual se enmarca. Por tal motivo, resulta de suma importancia retomar determinados antecedentes históricos de China y analizar, en lo posible, los determinantes de su extraordinario crecimiento. Asimismo, será necesario analizar las características institucionales de la economía china, particularmente, la de su sistema financiero.

Como ninguna otra economía en el mismo periodo, China ha crecido en promedio poco más de 10 por ciento anual durante los últimos treinta años. Además, previamente a las reformas, ya bajo la planificación centralizada de toda la economía la tasa media de crecimiento en el período 1965-1980 fue 6,8 por ciento (solo superada por los países del este asiático que crecieron en promedio 7,3 por ciento). Por esta razón, la participación del sector industrial en el PIB chino aumentó persistentemente en los últimos 60 años, representando el 10 por ciento en 1952, el 35 por ciento en 1978 y el 48 por ciento en 2006 (Medeiros, 2013).

En la década de 2000, China se transformó en el principal productor y exportador mundial de manufacturas y en un destacado importador, por un lado, de maquinarias y equipamientos de Europa y de los países asiáticos más desarrollados y, por otro lado, de materias primas provenientes de América Latina, África y de los países asiáticos menos desarrollados. Este proceso de trasformación de implicancias globales no solamente ha tenido determinaciones domésticas. Como también se ha observado en otras experiencias asiáticas, el crecimiento chino ha sido parte de un "desarrollo por invitación" de los EEUU en un contexto muy particular (recuérdese que en 1972 se produce en Pekín un encuentro de gran trascendencia pública entre el presidente americano Richard Nixon y el líder chino Mao Tse-Tung). Como sostiene Medeiros (1998), los aumentos de las inversiones norteamericanas en China y de las importaciones norteamericanas de origen chino estaban orientados, por un lado, a profundizar el aislamiento de la ex Unión Soviética y, por otro lado, a contener el déficit comercial norteamericano con Japón y demás "tigres" asiáticos.

También es cierto que luego de la disolución del bloque soviético y el fin de la Guerra Fría, la consolidación del Partido Comunista Chino en su rol dirigente no ha dejado de incomodar en algún aspecto a la hegemonía norteamericana. No obstante, la integración de China al orden mundial ha expresado más un proceso de asociación que de conflicto (entre otras cosas, China es el principal tenedor de bonos del Tesoro

norteamericano)[1]. Más allá de su extraordinario crecimiento (promedio de 10,1 por ciento entre 1983 y 2013) y velocidad de convergencia, China todavía está lejos de alcanzar un nivel de PIB per cápita (en paridad de poder de compra) propio de una potencia desarrollada (34 por ciento del norteamericano en 2013). Asimismo, el PIB chino (medido en dólares constantes de 2005) alcanza el 22 por ciento del americano en 2013. No obstante, también es cierto que el PIB chino (en paridad de poder de compra), que en 2013 alcanzaba el 96 por ciento del americano, estaría superando al de EEUU en 2014 (Figuras 1 y 2).



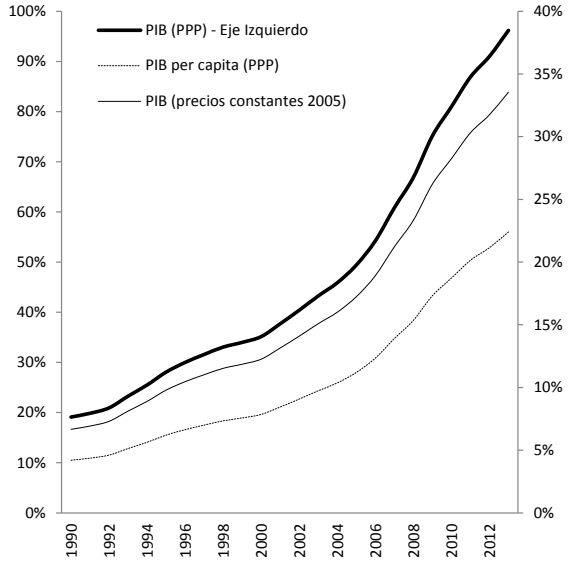


Figura 1 y 2: Tasas de crecimiento de China y EEUU y sus respectivos promedios. PIB (PPP), PIB per cápita (PPP) y PIB (precios constantes de 2005) de China como porcentaje de los respectivos indicadores de EEUU.
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

Además, no solo el patrón dólar flexible internacional no se encuentra bajo amenaza (Medeiros y Serrano, 1999, 2003), sino que ni siguiera China posee hoy una moneda internacional equiparable al euro, el yen, la libra esterlina, el franco suizo o los dólares canadienses y australianos. Esta situación coloca a China en una situación de potencial vulnerabilidad financiera relativa si eventualmente tuviese que incurrir en déficits de cuenta corriente. No obstante, el renminbi ("moneda del pueblo") va en camino a convertirse en una moneda internacional. Solo para tener una dimensión de sus perspectivas, además de los *swaps* cambiarios que China viene firmando con sus socios comerciales, o sea con todo el mundo (incluso con Argentina), recientemente el Gobierno británico ha emitido por primera vez un bono denominado en yuanes a fin de reforzar las reservas internacionales de yuanes del Banco de Inglaterra. Según Yide Quio de la *Shanghai Development Research Foundation*, el renminbi alcanzaría el grado

[1] Según Graeber (2012) "nunca queda claro si el sifón de dinero que viene de Asia para sostener la maquinaria de guerra de EEUU es mejor visto como 'prestamos' o como 'tributos'" (Graeber, 2012, p. 371, traducción del autor)

de moneda internacional en quince o veinte años ya que se trataría de un objetivo estratégico del Gobierno chino (http://ineteconomics.org).

El "socialismo con características chinas", como se autodenomina oficialmente, o mejor dicho, la economía de mercado liderada por el Estado como preferimos denominar en este trabajo, ha sin duda transformado la economía mundial. Esta es la razón por la cual el proceso chino se encuentra en permanente debate[2]. Muchos analistas, generalmente con cierta impronta ideológica, sostienen que el caso chino demostraría una vez más la superioridad organizativa del mercado privado sobre los proyectos colectivistas. Otros sostienen, con mayor realismo, que lo que en realidad triunfó en China es su Estado a través de sus grandes empresas públicas. De las 500 empresas más grandes de China, 316 se encuentran bajo el control mayoritario del Estado. Asimismo, éstas explican el 82,8 por ciento del total los ingresos, 90,4 por ciento del total de los activos y 81,8 por ciento del total de las ganancias de esas 500 empresas. Por otro lado, entre las 10 empresas estatales más rentables de China se incluyen tres petroleras y cinco bancos (www.chinascope.org).

China ha construido un gran conjunto de empresas públicas gigantes. Siguiendo su slogan "aferrarse a la grande, dejar de lado la pequeña", desde las reformas de los 90s el Gobierno ha venido privatizando las pequeñas empresas públicas y concentrando sus esfuerzos en transformar las grandes empresas en corporaciones de propiedad mayoritaria estatal con capacidad operativa internacional[3]. A partir de allí, China ha desarrollado un gran sistema de "compre nacional" a través de sus empresas públicas. Según Nolan (2012):

> "Estas pueden trabajar juntas como un solo equipo, compartiendo conocimiento, apoyándose unas a otras y comprándose entre ellas sus productos. Estas pueden cooperar en el desarrollo de nuevas tecnologías para satisfacer las necesidades de China de un desarrollo sustentable en transporte, edificios, generación y distribución de energía, y servicios de yacimientos petrolíferos (…) La expansión de la economía china ha estado basada en tasas de inversión extremadamente altas, las cuales han creado una intensa demanda por los productos de las industrias estratégicas del país. Ello ha implicado que los ingresos y las ganancias de las grandes empresas nacionales hayan crecido rápidamente (Nolan, 2012, p. 60, traducción del autor)

[2] Si bien no está dentro de los objetivos del trabajo debatir en profundidad las determinaciones del crecimiento económico chino, es importante aclarar que aquellos enfoques que sostienen que China sería un modelo *export-led* parecieran no contemplar un criterio básico de la contabilidad keynesiana. A pesar de que las exportaciones chinas representan alrededor del 40% del PBI, lo que importa analizar para observar su impacto en la demanda agregada son las exportaciones netas. Por ello, con exportaciones netas de alrededor de 8% difícilmente el crecimiento chino pueda ser liderado por las exportaciones (Medeiros, 2013, pp. 466).

[3] Este conjunto de grandes empresas se encuentran en sectores estratégicos para el desarrollo nacional: telecomunicaciones (*China Mobile*, *China Unicom* y *China Telecom*), petroquímica (*Sinopec*, *CNPC*, *CNOOC* y *Sinochem*); industria aeroespacial (*AVIC*, *COMAC* y *China Aerospace Science and Technology Corporation*); industria militar (*China North* y *China South*); automotrices (*Shanghai Auto*, *Yiqi* y *Dongfeng*), equipos de energía (*Shanghai Electric*, *Harbin Electric* y *Dongfang Electric*); metales y minería (*Baosteel*, *Wugang (Wisco)*, *Shenhua*, *China Minmetals* y *Aluminium Corporation of China*); generación y distribución eléctrica (*China Southern Power Grid*, *National Grid (Guodian)*, *Huaneng*, *Huadian* y *Datang*); construcción (*China State Construction*, *China Rail Construction* y *China Construction*), aerolíneas (*Air China*, *China Southern* y *China Eastern*) y, como profundizaremos más adelante, bancos (*ICBC*, *ABC*, *BOC*, *CCB* y *BOCOM*).

A pesar de haber enfrentado las últimas crisis internacionales (1997 y 2008) en un proceso de integración global creciente, China ha demostrado solidez en su ritmo de crecimiento. Sin embargo, en cierta forma, el desarrollo chino no presenta aspectos esencialmente novedosos ya que de alguna manera replica características de la planificación económica occidental de posguerra (ver Casparrino *et al*, 2011). Según Nolan (2012):

> "El cuerpo principal de las grandes empresas nacionales [chinas] consiste en 'industrias estratégicas'. Estas fueron en general las mismas industrias en las cuales muchos países de altos ingresos habían establecido sus propias grandes empresas estatales después de la Segunda Guerra Mundial. Aunque las empresas estatales occidentales fueron mayormente privatizadas después de los 70s, muchas de estas ya habían adquirido una escala significativa y el progreso técnico necesario que sentó las bases para su éxito internacional después de la privatización (Nolan, 2012, p. 59, traducción del autor).

En el mismo sentido, Arceo (2011) sostiene que:

> "la innovación tecnológica autóctona es considerada por el gobierno chino una necesidad ineludible para alcanzar el desarrollo, y expande sistemáticamente 'centros de innovación' en los que se articulan investigadores y empresarios a fin de transferir rápido y eficientemente los resultados de la investigación a la actividad económica" (Arceo, 2011, p. 190)

Sin embargo, desde otras miradas se alerta sobre la posibilidad de una crisis financiera que se estaría desarrollando sobre la base de un proceso de sobreinversión insustentable. Curiosamente, el sector más controlado por el Estado, el sector bancario, ha sido el flanco predilecto de la mayoría de las críticas occidentales y de los anuncios catastrofistas. Como veremos, estas advertencias parecen ser bastante alarmistas considerando la presencia económica del Estado chino y la denominación monetaria local de los contratos internos.

En la segunda sección se analizaran algunos conceptos claves con relación a determinados antecedentes históricos de la economía china contemporánea. En la tercera sección se explorará la política monetaria y los diferentes mecanismos de esterilización o compensación ante la acumulación de reservas internacionales. En la cuarta sección se presentará brevemente el mercado de bonos y algunos aspectos del impulso fiscal. En la quinta sección se analizará la política financiera sobre los bancos públicos y el conjunto del sector bancario. En la sexta sección, se estudiará el régimen cambiario y la determinación de los flujos de capitales, especialmente de corto plazo. Finalmente, las conclusiones.

2. Algunos conceptos básicos y antecedentes históricos

Posiblemente, en cualquier caso de un análisis aplicado sea pertinente tener una aproximación más o menos sólida de los antecedentes históricos del fenómeno que se quiere estudiar. Sin embargo, para un análisis de la realidad económica china, tal vez aquellos esfuerzos deban tomarse con mayor consideración. La economía china nunca fue, ni lo sigue siendo, una economía de mercado convencional. Aún antes de la instauración del sistema "maoísta" de planificación central, China estaba parcialmente organizada a través de relaciones mercantiles en un marco de escaso grado de industrialización y con una parte considerable de su producto interno destinada a la subsistencia campesina.

En el último siglo, China atravesó por dos tentativas de transiciones sistémicas de envergadura: primero, de una economía con características pre-capitalistas hacia un intento de industrialización nacional a partir de un sistema de planificación central. Segundo, de esta última tentativa hacia una economía industrial de mercado liderada por el Estado. Para comenzar a comprender mejor estos cambios sistémicos, particularmente el último, podríamos realizar la siguiente simplificación analítica.

A grandes rasgos, se podrían distinguir teóricamente dos sistemas de organización social y económica radicalmente opuestos, que de acuerdo a la literatura histórica, y particularmente a la tradición marxista, podríamos identificar como "modo de producción capitalista", por un lado, y "economía de transición al socialismo", por el otro. A partir de un enfoque clásico-keynesiano, un país "capitalista" podría ser pensado como un sistema se mercado donde los medios de producción están predominantemente en manos privadas y el producto determinado por la demanda efectiva. Asimismo, la distribución del excedente se determinaría en forma exógena a través de mecanismos de precios y salarios que reflejarían relaciones de poder (y conflicto) entre las clases sociales. Si pensásemos en un sistema monetario y bancario moderno (*asset-based economy*), asumimos la presencia de un Banco Central que determina la tasa de interés en el mercado interbancario a través de operaciones de mercado abierto, corredores de tasas o, simplemente, con anuncios y señalizaciones de política monetaria[4]. En cuanto al sector externo, aunque con grados diversos de regulación, se asumiría una moneda convertible.

Por otro lado, un país "socialista" podría ser pensado como un sistema centralmente planificado por un Estado propietario de los medios de producción. A diferencia del caso anterior, en una primera aproximación, ya no operaria el principio de

[4] Un sistema interbancario moderno puede ser identificado como una *asset-based economy*, esto es, un sistema en donde el Banco Central se acomoda a la necesidad de reservas bancarias a través de la compra-venta de activos seguros (bonos o letras del Tesoro y/o del Banco Central) tanto en el mercado primario y secundario no garantizado como en los garantizados (repo market).

la demanda efectiva sino la "ley de Say" porque la demanda estaría determinada por las decisiones del planificador central. Sin embargo, a la luz de las experiencias del "socialismo real" esta afirmación puede ser algo extrema de no considerar los diversos grados de apertura y los aspectos monetarios de la planificación. Por ejemplo, excesos de demanda podrían generar desabastecimientos y aumentos de los depósitos bancarios (Garvy 1977). A pesar de que en una economía planificada el sistema monetario está destinado al cumplimiento del plan, el dinero puede no ser tan neutral como se presupone usualmente (Mazat, 2007) y hasta podría operar el "principio de la demanda efectiva" bajo determinadas circunstancias. Según Minsky (1975):

> "A principios de la década de 1930, los economistas con simpatías socialistas escribían sobre el socialismo de mercado y diversos sistemas mixtos en los cuales los principales aspectos de la economía eran socializados, mientras que el resto de la economía permanecía privada. Tal socialismo de mercado (…) es, en principio, consistente con la perspectiva de Keynes. Estas resoluciones por un sistema mixto al problema de la organización económica sería presumiblemente consistente con el suceso de alcanzar el doble objetivo de pleno empleo aproximado y eliminación o reducción radical de los ingresos privados de la propiedad de la riqueza" (Minsky, 1975, p. 155-156, traducción del autor)

En cuanto al sistema bancario, se podría simplificar en un sistema de banca única, donde un gran banco nacional podría funcionar simultáneamente como banco central (emisor de papel moneda), comercial y de desarrollo. De la misma manera, no altera el razonamiento si institucionalmente se dividen las operaciones entre un banco central y bancos públicos comerciales. En algún sentido, se podría entender este esquema en los términos de una *overdraft economy* o sistema de redescuentos: primero, las empresas públicas demandan créditos para inversión o capital de trabajo a fin de atender las metas del plan; luego, los bancos públicos se acomodan a dicha demanda; finalmente el Banco Central se acomoda a la demanda de reservas a través de redescuentos bancarios. Utilizando categorías post-keynesianas podríamos afirmar que, aún en una economía centralmente planificada, la oferta monetaria se tornaría endógena a la demanda de crédito bancario de las empresas (Nakamura, 2010)[5]. Sin embargo, como bajo estas condiciones todas las agencias y empresas públicas responden al planificador central, el término "endógeno" corre el riesgo de caer en el absurdo. Por último, se podría pensar en un régimen cambiario absolutamente administrado, con una moneda inconvertible y un mercado de capitales inexistente.

La presentación de ambos casos en abstracto nos podría ayudar a comprender la evolución de la economía china, particularmente la de su sistema financiero que es nuestro objetivo de estudio. El proceso de apertura habría creado las condiciones para

[5] Aquí, el termino endógeno (exógeno) se refiere a que la oferta monetaria está fuera del (bajo el) control de la autoridad monetaria.

avanzar hacia un esquema hibrido, inconcluso e indeterminado entre ambos sistemas. Por ello, China expresaría la transición de una economía "socialista" hacia una economía "capitalista" comandada o de mercado liderada por el Estado. El interrogante que surge, entonces, es si efectivamente se trata de una transición hacia alguna fase posterior o si el actual sistema hibrido es en sí mismo un objetivo del Gobierno. De hecho, más allá de las transformaciones económicas y políticas de los últimos 60 años, la presencia del Estado chino ha sido un factor determinante en el crecimiento económico. Según Medeiros (2013):

> "La principal locomotora del crecimiento chino desde 1950 ha sido la inversión doméstica y estatal, aunque diversos cambios en su composición, en sus efectos de encadenamiento e interacciones sobre el consumo, exportaciones e importaciones y en la dinámica macroeconómica, ocurrieron a lo largo del período" (Medeiros, 2013, pp. 440, traducción del autor)

De la misma manera, según Crespo (2013), el desarrollo del sector público no solo no ha causado efectos *crowding out* sobre el sector privado sino más bien lo contrario:

> "Exceptuando el caso de los recursos naturales, donde está en juego la apropiación de rentas, el ascenso de este capitalismo de Estado no coincide en esta ocasión con un asalto al sector privado. El avance de estas compañías [públicas], al contrario de lo que pregona el discurso dominante, impulsa la inversión y le da sustento a la innovación privada. En este "nuevo capitalismo", las firmas de particulares se integran en las redes que tienen por centro instituciones estatales como universidades, centros de investigación pública, fuerzas armadas" (Artículo publicado en Página 12, 19/05/2013)

Respecto a la conformación de su sistema monetario, el caso chino no parece presentar particularidades esencialmente originales con respecto a otras experiencias. Históricamente, la consolidación de los sistemas monetarios nacionales ha estado asociada a la consolidación de los propios Estado-Nación. En un sentido moderno, resultaría difícil identificar un Estado-Nación si todavía no posee el monopolio de la violencia legítima (Weber, 1964) y el monopolio del papel moneda (Knapp, 1924; Lerner, 1944)[6]. Históricamente, Graeber (2012) sostiene que:

> "el dinero moderno está basado en la deuda pública y (…) los gobiernos se endeudan para financiar guerras. La creación del banco central representa una institucionalización permanente del matrimonio entre guerreros y financistas" (Graeber, 2012, p. 364)

[6] Nótese que las modernas cajas de conversión, como fue la Convertibilidad argentina (1991-2001), o los recientes regímenes de dolarización han sido el resultado de decisiones soberanas de sus propios Estados y no la expresión evolutiva de un Estado prematuro. En todo caso, se tratarían de procesos de involución de los atributos de un Estado soberano.

Tal vez, la particularidad del caso chino radica en que "moneda y fusiles" se centralizan y se extienden a escala nacional recién al cabo del triunfo de la revolución de 1949 que instauró la República Popular China. Por ello, paradójicamente, la consolidación del Estado moderno adquiere en China la forma de un proyecto político cuyo objetivo último sería la extinción del Estado mismo (Lenin, 1918)

En 1905, durante la dinastía Qing se creó el *Bank of Revenue Board*, que luego en 1908 se renombró *Daqing Bank*, con una participación gubernamental del 50 por ciento. El *Daqing Bank* ejercía funciones de banca central (emisor de papel moneda) y comercial simultáneamente, aunque raramente acudía a cubrir el déficit fiscal de la Corte[7]. Con el colapso de la dinastía Qing en 1911, el *Daqing Bank* fue reorganizado por el Gobierno militar de los "señores de la guerra" (1912-1928) y renombrado *Bank of China* (BOC), nombre que aún conserva en la actualidad. Sin embargo, el BOC fue adquiriendo una mayor autonomía privada hasta deshacerse del control gubernamental.

Recién con el Gobierno Nacionalista (1928-1949), el Estado recuperó parcialmente el control del BOC y lo transformó, además de continuar siendo el emisor de papel moneda, en su agente fiscal para cubrir esencialmente gastos militares. Sin embargo, independientemente de la frecuencia con que el Gobierno se financiaba del BOC, muchas veces a fuerza de espada debido a la reticencia de los banqueros privados, la falta de un control público absoluto se tornaba en una limitación institucional de envergadura. La carencia de un Banco Central estatal moderno colocaba al Gobierno frente a potenciales estrangulamientos financieros internos similares a los problemas de balanza de pagos. Por ello, el Gobierno se veía obligado a realizar recaudaciones forzosas del público o simplemente incumplir sus compromisos. Fue entonces en 1935 cuando el Gobierno tomó el control absoluto del BOC y lo reorganizó como un Banco Central moderno, esto es, un prestador de última instancia[8]. Según Peng (2007), desde entonces:

> "… el gobierno tenía un completo dominio sobre el mundo financiero chino, y ya no había más obstáculos a la política de financiamiento del déficit. El gobierno continuó la emisión de bonos, y aumentaron rápidamente las tenencias de estos valores en el BOC después de 1935" (Peng, 2007, p. 71, traducción del autor)

Sin embargo, con la invasión japonesa y la guerra civil contra los comunistas liderados por Mao se hizo imposible para el Gobierno nacionalista avanzar hacia la

[7] Aunque la Corte Qing había atravesado por periodos financieros complicados, algunos historiadores afirman que su rechazo al endeudamiento tenía que ver con principios ideológicos: para la Corte "no hay nada bajo el cielo que no sea del emperador" (Cheng, 2003). Por lo tanto, sería una contradicción que el emperador se endeude de propios súbditos.

[8] Recuérdese que el Banco Central de la República Argentina también se crea en 1935. Por supuesto, más allá de las particularidades de cada caso, no es casual la cantidad de bancos centrales que se crean en aquel periodo posterior a la crisis del 30. Según un informe del BIS (2009), en el período 1925-1950 se crearon 24 bancos centrales, o sea, 3 bancos más que en los cien años anteriores. Además, en los periodos 1950-1975 y 1975-2000 se crearon 70 y 49 bancos centrales, respectivamente.

consolidación de una soberanía monetaria acabada. Solo posteriormente al triunfo de la revolución de 1949 se consolida un Estado-Nación moderno y, por ende, un sistema financiero nacional al servicio de la planificación central. Entre 1950 y 1978, el sistema financiero chino consistió en una banca única al estilo "soviético", el *People's Bank of China* (PBC), que poseía alrededor del 93% del total de los activos financieros y manejaba casi todas las transacciones financieras internas (Allen *et all*, 2012). A grandes rasgos, otorgaba créditos (creaba depósitos) para capital de trabajo e inversiones y emitía papel moneda para el pago de salarios.

En 1978 el sistema de planificación chino encara un proceso gradual de reformas. Hacia el final de 1979, el PBC se constituye como una entidad separada del Ministerio de Finanzas. Asimismo, tres entidades bancarias asumen el resto de las tareas de banca comercial: el BOC, creado originalmente como vimos en 1908, fue mandatado para especializarse en inversiones y comercio exterior; el *China Construction Bank* (CCB), creado en 1954, para especializarse en inversiones de capital fijo; y el *Agricultural Bank of China* (ABC), creado en 1979, para atender el crédito rural. Sin embargo, recién en 1984 el PBC es establecido exclusivamente como Banco Central, creándose al mismo tiempo un cuarto banco comercial para atender las tareas que aquel abandonaba: el *Industrial and Comercial Bank of China* (ICBC), actualmente, atravesando por una gran expansión global que incluye su presencia en Argentina[9]. Por último, se incorpora a los grandes bancos públicos el *Bank of Communications (*BOCOM).

De esta manera, desde mediados de los años 80 hasta la actualidad, el sistema financiero se ha sostenido principalmente en el Banco Central (PBC) y los "cinco grandes" bancos públicos comerciales (BOC, PCBC, ABC, ICBC y BOCOM). No obstante, en 1990 el sistema financiero se complejiza y se adapta al proceso de reformas económicas, sobre todo de las zonas costeras (las Zonas Económicas Especiales), cuando se crean dos mercado de valores: la bolsa de Shanghai (SHSE) y la de Shenzhen (SZSE). Aunque estos acontecimientos hayan sido presentados por algunos analistas como un triunfo del mercado privado, lo cierto es que gran parte de los volúmenes negociados han sido impulsados por el propio Gobierno chino. Muchas empresas y bancos públicos comienzan a cotizar en los mercados de capitales chinos como parte de una estrategia de diversificación y descentralización, aunque con el control mayoritario del Gobierno Central.

[9] En 2013 el ICBC adquirió el 80 por ciento del Standard Bank Argentina. Según Wierzba (Cefidar): "La compra del Standard Bank Argentina por parte del ICBC, el principal banco chino, es una operación que pone en evidencia la importancia que han adquirido las relaciones comerciales entre Argentina y ese país. No sólo eso, sino también las expectativas por su continuidad y profundización" (07/08/2011, http://spanish.news.cn/chinaiber/2011-08/07/c_131033760.htm)

Recién en 1997 se abandona el sistema de redescuentos bancarios y se crea un mercado interbancario en el cual el PBC comienza a determinar la política monetaria a través de un sistema de corredor de tasas. Al mismo tiempo, comienza un proceso de liberalización de las tasas bancarias como la reciente liberalización de la tasa de préstamos. De todas maneras, más allá de algunas cuestiones de forma, el PBC aún se constituye como un instrumento monetario y financiero del desarrollo industrial.

3. Política monetaria

Desde septiembre de 1983, el PBC ha asumido las funciones de banca central y, por ende, se ha convertido en la principal agencia pública por la cual la política monetaria se instrumenta. Según el propio PBC:

> "Con el mejoramiento del sistema económico socialista de mercado, el PBC, como banco central, jugará un rol aún más importante en el manejo de la macroeconomía de China" (www.pbc.gov.cn, traducción del autor)

Sin embargo, los criterios por el cual el PBC irá ganando participación en la política económica parecen diferir de los actuales postulados del pensamiento convencional de los bancos centrales.

> "Bajo la dirección del Consejo de Estado, el PBC implementa la política monetaria (…) de forma independiente de acuerdo a las leyes y sin la intervención de los Gobiernos Locales, los departamentos gubernamentales a distintos niveles, organismos públicos o cualquier individuo. El PBC tiene que informar al Consejo de Estado sus decisiones sobre el suministro anual de dinero, tasas de interés, tipos de cambio y otros temas importantes especificados por el Consejo de Estado para su aprobación antes de que se lleven a cabo. El PBC también está obligado a presentar el informe de trabajo del Comité Permanente del Congreso Nacional del Pueblo en la conducción de la política monetaria y el desempeño de la industria financiera. Todo el capital del PBC es propiedad del Estado" (www.pbc.gov.cn, traducción del autor)

Más allá de la independencia formal del PBC, dadas las características del sistema chino de partido único, que la política monetaria se encuentre "bajo la dirección del Consejo de Estado" significa total dependencia al poder político. En este sentido, a pesar de los eufemismos, el PBC es una institución que expresaría una visión diferente al postulado convencional de la independencia (formal, pero también política) del banco central. Según el PBC, sus objetivos múltiples son "mantener la estabilidad del valor de la moneda y promover el crecimiento económico" (Carta Orgánica del PBC, 1995, traducción del autor). Asimismo, se deja a libre interpretación la noción de "valor de la moneda", ya que podría implicar tanto la estabilidad de precios como la estabilidad del tipo de cambio. Según Lavoie y Rodriguez (2006):

> "Al contrario de los recientes bancos centrales independientes, el principal objetivo del PBC no es controlar la inflación sino el tipo de cambio. Así, en la ley, y de hecho, la economía china es un caso claro de régimen de tipo de cambio fijo" (Lavoie y Rodriguez, 2006, p. 10, traducción del autor)

Entre las funciones que establece la carta orgánica del PBC destacamos las siguientes:

> "1) La emisión del Renminbi y la administración de su circulación (…) 4) La regulación de los mercados financieros, incluyendo el mercado interbancario de préstamos, el mercado interbancario de bonos, el mercado de divisas y mercado de oro (…) 7) La gestión de la Tesorería del Estado como agente fiscal (…) (www.pbc.gov.cn, traducción del autor)

Efectivamente, el PBC define la unidad de cuenta, determina la tasa de interés y el tipo de cambio además de ser eventualmente un agente fiscal del Gobierno como en los orígenes de la banca central occidental (Goodhart, 2010). Sin embargo, también es cierto que, como veremos, existen algunas tensiones entre los instrumentos y objetivos de política que se desenvuelven en la práctica y aquellos que se establecen formalmente según se desprende de los documentos oficiales. No necesariamente debería sorprender la presencia de ciertos planteos teóricos forzados, como por ejemplo, la influencia monetarista en la formalización de la política monetaria china[10]. Casualmente, el mismo Milton Friedman sostenía que:

> "La supuesta asociación [del monetarismo a las ideas políticas conservadoras] no es inevitable (…) El Banco de China (China comunista) [refiriéndose al PBC] es monetarista. (...) El monetarismo, interpretado correctamente, es un conjunto de proposiciones objetivas sobre la relación entre los agregados monetarios y otras variables económicas. Conservadores, radicales, comunistas, socialistas, las autoridades que están en el poder, pueden sólo alcanzar sus objetivos si pueden predecir cuáles serán las consecuencias de sus acciones. Las proposiciones monetaristas son necesarias para todas las autoridades ya sean de un extremo o del otro" (Snowdon & Vane, 2005, p. 207, traducción del autor)

Efectivamente, la "contrarrevolución monetarista" ha tenido un impacto muy profundo hacia el interior de las más diversas estructuras políticas. Aun hoy, cuando el monetarismo ya ha dejado de ser la corriente de pensamiento dominante entre los principales banqueros centrales del mundo todavía se puede observar su presencia en los ámbitos de gobierno menos esperados. El PBC ha estado a lo largo de estos años definiendo metas cuantitativas para sus agregados monetarios M1 y M2[11]. Dichas metas

[10] Entre 2002 y 2010 en Argentina también se ha dado una situación similar, ya que, mientras formalmente se establecían metas cuantitativas de dinero el BCRA fijaba en la practica la tasa de interés (Ver De Lucchi 2012)
[11] En la nomenclatura china, los agregados M1 y M2 se definen como:
M1 = Circulante + Cuentas Corrientes
M2 = M1+ Cajas de Ahorros de Residentes + Depósitos a Plazos Fijos

monetarias, con objetivos sobre tasas de crecimiento monetario, estarían orientadas en teoría a mantener bajo control las supuestas presiones inflacionarias de una economía que crece aproximadamente al 10 por ciento anual en promedio en los últimos 30 años. Como parte de esta línea argumentativa, Zhang (2011) del PBC afirma lo siguiente:

> "Con la apertura del mercado financiero y la liberalización de las tasa de interés, la innovación financiera mejorará y nuevos productos financieros prosperaran. Esto aumentará la endogeneidad del dinero, planteando nuevos desafíos para la política monetaria y sus objetivos intermediarios" (Zhang, 2011, traducción del autor)

En otras palabras, lo que sugiere Zhang es que el PBC irá perdiendo el control de los agregados monetarios a medida que se desarrolle aún más el mercado financiero. Dicho de otro modo, como habría también ocurrido en las economías más desarrolladas, la tasa de interés se irá imponiendo por sobre los agregados monetarios como instrumento de política debido a una necesidad meramente práctica de los banqueros centrales.

Sin embargo, esta lectura no deja de presentar algunos inconvenientes. En primer lugar, como mencionamos más arriba, aún en el caso extremo de un sistema de planificación central, la oferta monetaria no es "exógena" en el sentido monetarista, pues en la práctica se trata de un residuo monetario de las decisiones del planificador central. En segundo lugar, si bien es importante considerar que, en economías de mercado con escaso grado de bancarización y mercados financieros precarios, la tasa de interés, a través del canal de crédito, tiene un impacto directo limitado (Damill y Frenkel, 2009, p.16); también es cierto que, aún en ese contexto, la tasa de interés continua operando como un costo de oportunidad del capital (Pivetti, 1991). Por lo tanto, aún desde el mero pragmatismo no deja de ser discutible el supuesto de que en economías subdesarrolladas el instrumento de política monetaria más adecuado sería la base monetaria (o los agregados monetarios) y en economías desarrolladas la tasa de interés (porque el canal de crédito es robusto).

De todas maneras, en los términos del mismo Zhang, la "endogeneidad del dinero" ya habría adquirido un grado considerable teniendo en cuenta que el crédito al sector privado como porcentaje del PIB para el promedio 2004-2013 fue 119 por ciento, cuando en EEUU fue 199 por ciento (data.worldbank.org)[12]. Por ello, resulta difícil suponer que el PBC consiga estimar correctamente el crecimiento de los agregados monetarios en todo momento. Como muestra la Tabla 1, son frecuentes los períodos en que las tasas de crecimiento de los agregados M1 y M2 se desvían de las metas, y por momentos, hasta se dirigen en sentidos contrarios.

Sin embargo, como afirma Conway (2010):

[12] Para el mismo periodo, en Argentina, el ratio crédito al sector privado sobre PIB fue 14 por ciento.

> "A pesar de la inestabilidad en el multiplicador monetario y el crecimiento impredecible de la liquidez, dado el régimen de tipo de cambio actual, el PBC ha sido razonablemente competente en acertar en los objetivos de oferta monetaria y de crédito bancario" (Conway *et al* 2012, p. 6, traducción del autor)

Eventuales cumplimientos de la meta no deberían ser necesariamente contradictorios con un escenario de "inestabilidad en el multiplicador monetario", o mejor dicho, con un enfoque de dinero endógeno desde el momento que las metas son meras estimaciones del crecimiento monetario. En ausencia de shocks persistentes y en presencia de parámetros estables sería posible estimar con cierta aproximación el crecimiento monetario (De Lucchi 2012, p. 67). Además, como veremos más adelante, las características del sistema financiero chino permitirían un mayor margen de maniobra si efectivamente se quisiese cumplir con las metas monetarias. La presencia dominante del sector público como acreedor (bancos públicos dominantes) y deudor (empresas públicas) al mismo tiempo aumenta las chances de realizar ajustes cuantitativos, sobre todo sobre a través de movimientos de depósitos de plazos fijos (Frenkel y Rapetti, 2007, p. 20).

	Tasa de crecimiento anual de M1		**Tasa de crecimiento anual de M2**	
	Meta	Observado	Meta	Observado
1994	21	26,2	24	34,5
1995	21-23	16,8	23-25	29,5
1996	18	18,9	25	25,3
1997	18	16,5	23	17,3
1998	17	11,9	16-18	15,3
1999	14	17,7	14-15	14,7
2000	15-17	16,0	14-15	13,99
2001	13-14	12,7	15-16	14,4
2002	13	16,8	13	16,78
2003	16	18,7	16	19,6
2004	17	13,6	17	14,6
2005	15	11,8	15	17,57
2006	14	17,5	16	16,94
2007	Sin meta	21,0	16	16,72
2008	Sin meta	9,1	16	17,82
2009	Sin meta	32,4	17	27,68
2010	Sin meta	21,2	17	19,72

Tabla 1: Metas monetarias de M1 y M2 (en billones de RMB) y sus respectivos valores observados en tasas de crecimiento anuales
Fuente: Elaboración propia en base a datos del PBC

Sin embargo, las metas monetarias chinas no parecen ser más que un objetivo formal de escasa trascendencia de política. El caso más paradigmático se observa a partir de la significativa intervención anti-cíclica de política fiscal, monetaria y financiera que el Gobierno Central, los Gobiernos Locales, el PBC y los bancos públicos instrumentaron para enfrentar la crisis global de 2008. Tal es así que, como respuesta a

la crisis, se eliminaron las metas sobre M1 (probablemente porque el agregado M1 se torna todavía más difícil de ajustar que el M2). El paquete de estímulos entre 2009-2010 implicó alrededor de 4 billones de yuanes, de los cuales un tercio fue desembolsado directamente por el Gobierno Central y los dos tercios restantes por las empresas públicas y los Gobiernos Locales, pero con el financiamiento de los bancos públicos nacionales.

No obstante, mas allá de que los incumplimientos de las metas monetarias demuestran en parte que los objetivos de política priorizaron el nivel de actividad y el empleo, también es cierto que en la práctica, en cualquier contexto, difícilmente el instrumento de política monetaria pueda ser a elección. Independientemente de su esquema formal, el PBC ha estado definiendo el grueso de la política monetaria a través de un corredor de tasas por el cual la tasa interbancaria fluctúa, estableciendo así una referencia para toda la economía.

3.1. El mercado interbancario

El mercado interbancario chino funciona a grandes rasgos como en cualquier economía de mercado. Los bancos superavitarios le prestan a los bancos deficitarios sus reservas excedentarias, entendidas éstas como las reservas bancarias que exceden los requerimientos de reservas que fija el PBC más los encajes voluntarios. Sin embargo, el PBC establece límites superiores e inferiores como forma de influenciar la tasa interbancaria, ya sea determinando los rendimientos de los títulos públicos o las Letras del PBC, interviniendo con pases activos o pasivos (*repo* o *reverse repo*), o directamente fijando la remuneración de las reservas excedentarias depositadas en el PBC (límite inferior) y la tasa de redescuentos o *discount window* (límite superior) como muestra la Figura 3:

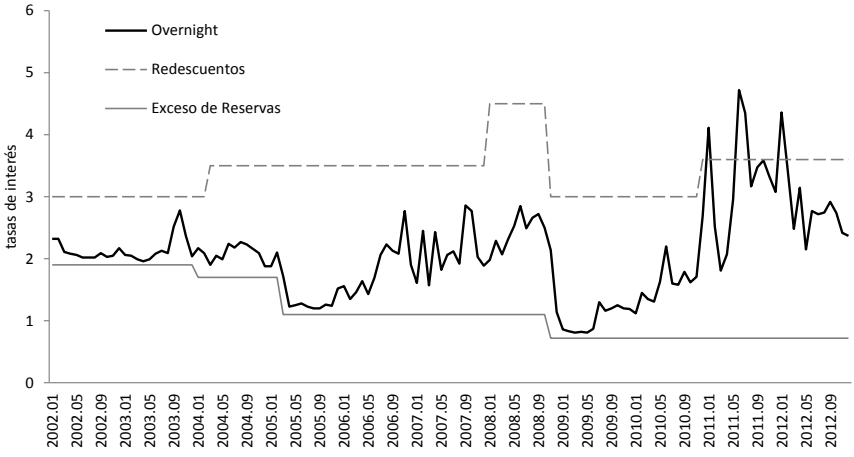


Figura 3: Corredor de tasas y tasa interbancaria overnight (promedios mensuales)
Fuente: Elaboración propia en base a datos del PBC

Por las características del esquema de las metas monetarias, el PBC no anuncia su tasa de objetivo para el mercado interbancario. Sin embargo, la fijación de un corredor establece implícitamente un objetivo de tasa o un rango de tolerancia para las fluctuaciones de la misma. De todas formas, según Conway *et al* (2010):

> "En principio, la tasa de referencia del PBC a la cual le presta a los bancos y a otras entidades financieras debería imponer un techo. En la práctica, sin embargo, el PBC no realiza préstamos a esta tasa y no ha habido redescuentos desde 2001. Como resultado, la tasa *overnight* ocasionalmente sobrepasa el techo cuando la liquidez escasea, como cuando han habido importantes IPOs [siglas en inglés para Oferta Pública Inicial] en el mercado de valores" (Conway *et al* 2010, p. 10, traducción del autor)

Aun con una banca pública comercial dominante, pero en permanente proceso de descentralización y en un marco de creciente regulación macro-prudencial, no debería descartarse la posibilidad de que las entidades financieras deficitarias sean algo reticentes a endeudarse con el PBC por motivos de reputación y para evitar el "efecto estigma" (Ennis & Weinberg, 2009). De todas maneras, es importante remarcar que los "cinco grandes" bancos públicos mantienen posiciones superavitarias estructurales en el mercado interbancario. Según datos que se desprenden del PBC para el II trimestre de 2013 los bancos públicos, que concentran el 44,19% de los pasivos de todo el sistema, cuentan con un crónico "exceso de depósitos" que lo canalizan hacia las entidades deficitarias. Por este motivo, aparentemente serían los bancos privados o extranjeros los que podrían estar evitando operar con el PBC. Dicho de otro modo, que la tasa interbancaria sobrepase eventualmente el "techo" del corredor no necesariamente significaría que el PBC no se está acomodando plenamente a la demanda por liquidez del sistema. Podría estar sucediendo que bancos deficitarios prefieren endeudarse contra bancos superavitarios a un costo financiero mayor de lo que lo haría con el PBC (el diferencial de costos sería el precio por mantener la buena reputación). Por supuesto, esto no significa necesariamente que los bancos públicos estén sustituyendo la función del PBC como proveedor de liquidez. Como se trata de un régimen cambiario de flotación fuertemente administrada, en realidad, el PBC crea liquidez previamente como consecuencia de su intervención en el mercado de cambios.

3.2. Los mecanismos de esterilización

Como se observa en la Figura 4, China presenta un sólido superávit de balanza de pagos. No solo goza de estructurales superávits de cuenta corriente sino también de persistentes entradas netas de capitales, básicamente, inversiones extranjeras directas. En este sentido, en una primera instancia, el sector externo tiene un efecto monetario directo en un régimen cambiario fijo o de flotación administrada.

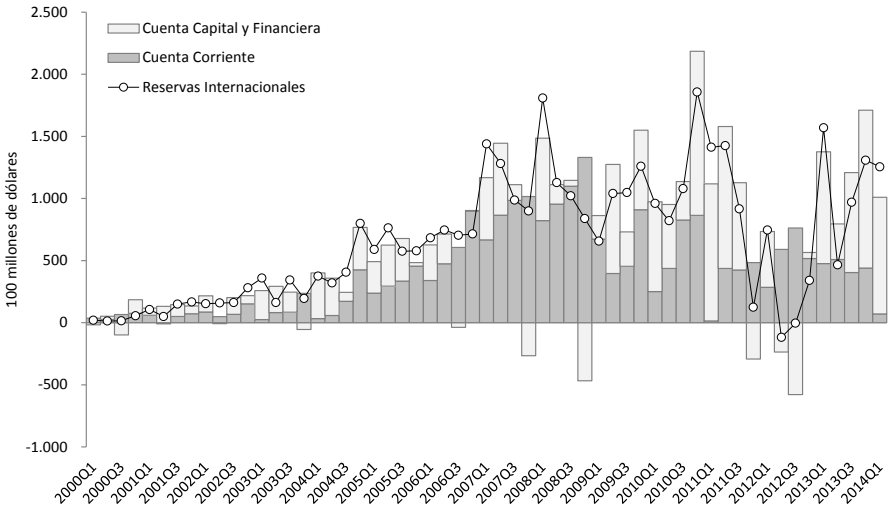


Figura 4: Balance de Pagos de China
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SAFE

En los modelos Mundell Fleming con regímenes cambiarios no flexibles se afirma que la oferta monetaria se ajusta automáticamente a la variación de las reservas internacionales. Sin embargo, la oferta monetaria china no está determinada "endógenamente" por el sector externo pues existen mecanismos de compensación o esterilización que neutralizan el efecto monetario (por lo menos sobre el circulante). Siguiendo la "tesis de la compensación" (Nurkse, 1944; Bloomfield, 1959; Berger, 1972 y Lavoie, 1992, 2001), efectivamente se pueden observar los cambios de composición del balance contable del PBC que neutralizan el efecto monetario del sector externo. Según Lavoie y Rodriguez (2008):

> "China parece ser un interesante caso para testear la validez de la tesis de la compensación contra las predicciones del estándar modelo Mundell-Fleming para regímenes con cambio fijo" (Lavoie y Rodriguez 2008, p.10, traducción del autor)

Básicamente son tres los mecanismos de compensación a la variación de reservas internacionales en China. Los dos más importantes son las operaciones de mercado abierto de emisión de letras del PBC y la política de elevación de los requerimientos de reservas bancarias. Con menos incidencia se encuentran los depósitos del Gobierno Central en el PBC.

Para analizar estos mecanismos en forma simplificada, asumamos un contexto de superávit de balanza de pagos donde la tasa de interés y el tipo de cambio están fijados

por el PBC. Así, podemos analizar los efectos monetarios expansivos de la acumulación de reservas internacionales y sus correspondientes mecanismos de compensación.

3.2.1. Aumentando los depósitos del Gobierno

Comenzando por el mecanismo menos significativo para el caso chino, el Gobierno puede esterilizar la expansión monetaria con aumentos de sus depósitos en el PBC, ya sea por medio de un superávit fiscal o simplemente transfiriendo sus depósitos del sistema bancario (Lavoie 2001, Frenkel y Rapetti 2007). Nótese que, a diferencia de los depósitos bancarios, los depósitos del Gobierno en el Banco Central no se computan en los agregados monetarios. Por lo tanto, un aumento de dichos depósitos produce una contracción de la base monetaria compensando así el aumento de las reservas internacionales[13] (Tabla 2)

Balance del PBC	
Activos	**Pasivos**
↑Reservas internacionales	Circulante
Redescuentos y pases netos[14]	Reservas Bancarias
Adelantos al Gobierno	Letras del PBC
	↑Depósitos del Gobierno

Tabla 2: Representación del balance del PBC

En el mismo sentido, por otro lado, el Gobierno podría participar directamente en el mercado cambiario para contraer el "exceso" de divisas y contribuir en la política cambiaria del Banco Central. Como afirma Frenkel (2008):

> "(…) la política fiscal también puede contribuir a la preservación del grado de autonomía [monetaria]. En condiciones de superávit fiscal el gobierno puede invertir parte de ese flujo en activos externos, reduciendo de esta manera las compras del Banco Central necesarias para sostener el tipo de cambio meta" (Frenkel 2008, p. 620-621)

En otras palabras, por un lado, aumentando los depósitos en moneda local el Gobierno esteriliza al disminuir del "exceso" de base monetaria. Por otro lado, aumentando los depósitos en moneda extranjera (que se computan como reservas internacionales) también esteriliza pero a través de la reducción del "exceso" de divisas en el mercado cambiario.

No es menor aclarar que un mecanismo similar podría operarse a través de depósitos del Gobierno en el sistema bancario y no ya en el PBC. En este caso, la

[13] Si el Gobierno aumenta sus depósitos en el sistema bancario allí sí habría un efecto monetario proporcional a los requerimientos de encajes (además de las reservas voluntarias de los bancos) por dichos depósitos.
[14] Desde el momento en que los pases netos son los pases activos (repo) menos los pasivos (reverse repo), si los pases netos fuesen negativos estarían restando en el lado de los activos del balance contable. Asimismo, en ese caso, también funcionarían como un mecanismo de esterilización.

esterilización de la base monetaria sería parcialmente determinada debido al aumento de las reservas bancarias (que sí forman parte de la base monetaria). No obstante, el Gobierno percibiría un interés por sus depósitos y, por ende, un beneficio fiscal.

3.2.2. Emitiendo letras de esterilización

Sin embargo, como dijimos, los depósitos del Gobierno chino no han sido los principales instrumentos de esterilización. Comenzando por las operaciones de mercado abierto, desde el 2002, el PBC ha emitido letras de esterilización destinadas a la absorción monetaria[15]. De esta manera, tanto las emisiones primarias de letras como las intervenciones vendedoras en el mercado secundario forman parte de un mecanismo de esterilización automático a partir de un objetivo de tasa de interés. Las operaciones de absorción del PBC que se derivan de este mecanismo son resultado de las decisiones de cartera de los bancos, dada la tasa de interés y los requerimientos de reservas (Lavoie 1992) (Tabla 3).

Balance del PBC	
Activos	**Pasivos**
↑Reservas internacionales	Circulante
Redescuentos y pases netos	Reservas Bancarias
Adelantos al Gobierno	↑Letras del PBC
	Depósitos del Gobierno

Tabla 3: Representación del balance del PBC

En cambio, en la mayoría de los países, el Banco Central no utiliza instrumentos de esterilización de su propia emisión sino que realiza operaciones de mercado abierto con letras o bonos del Tesoro. En este caso, dado el objetivo de política para la curva de rendimiento de los títulos públicos, la esterilización ocurre tanto en las operaciones primarias del Gobierno como las operaciones secundarias del Banco Central. Por ejemplo, se destruye base monetaria cuando el Gobierno emite un bono y deposita los fondos en el Banco Central, y/o cuando el Banco Central vende bonos en el mercado secundario (Tabla 4).

[15] Contemporáneamente, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) adopta un esquema similar de esterilización. Hasta la actualidad, el BCRA emite letras y notas de esterilización (Lebacs y Nobacs) para que los bancos apliquen sus excesos de reservas bancarias. Asimismo, las letras son utilizadas en el mercado interbancario de préstamos garantizados u operaciones de recompra (repo).

Balance del Gobierno		Balance del Banco Central	
Activos	**Pasivos**	**Activos**	**Pasivos**
↑Depósitos en el BC	↑Títulos Públicos	↑Reservas inter.	Circulante
		↓Títulos Públicos	Reservas Bancarias
		Redescuentos y PN	Letras del PBC
		Adelantos al Gobierno	↑Depósitos Gob.

Tabla 4: Representación de los balances de un Gobierno y un Banco Central convencional

3.2.3. Aumentando los requerimientos de reservas

Por último, se encuentra el mecanismo que opera a través de incrementos en el ratio de requerimientos de reservas bancarias (RRR). Desde mediados de los años 2000, China ha incrementado la utilización del RRR. Mientras que entre los años 1984 y junio de 2003 los RRR fueron alterados solo seis veces, entre julio de 2006 y junio de 2011 fueron alterados 35 veces (Tabla 5).

Período	RRR		Observaciones
1984 – 1985	20% - 40%		Dependiendo del tipo de depósito
1985 – 1987	10%		Unificación de RRR
1987 – 1988	10% a 13%		2 incrementos
1988 – 1998	13%		
1998	8%		
1999 – 2003	6%		
2003 – 2006	6% a 9%		5 incrementos
2007 - Ago 08	9% a 17,5%		16 incrementos
	Bancos grandes	**Bancos chicos**	Sistema de dos tipos de RRR
Sep 08 - Dic 08	17,5% a 15,5%	17,5% a 13,5%	3 cortes
2009	15,5%	13,5%	
Ene 10 – Jun 11	15,5% a 21,5%	13,5% a 19,5%	12 incrementos con RRR diferenciales

Tabla 5: Ratios de Requerimientos de Reservas (RRR) por periodos
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ma et al (2011)

Observando la tendencia global en cuanto a la política de requerimientos de reservas en la mayoría de los países, la política china ha estado dirigiéndose en un sentido opuesto (Montoro y Moreno, 2011). Mientras que actualmente los RRR de China representan aproximadamente el 19 por ciento de los depósitos, en Turquía, India, Rusia, Sudáfrica y en la Eurozona están en el orden del 5-9, 5-6; 2,5; 2,5 y 1 por ciento, respectivamente. Asimismo, en países como Gran Bretaña y Canadá directamente ya se ha eliminado el RRR. Por otro lado, aunque existen casos aislados como el brasileño con un RRR del 20 por ciento en promedio, China supera en reservas bancarias como porcentaje del PIB (Ma *et al,* 2011)

Desde un enfoque monetarista, los requerimientos de reservas estarían destinados a regular la oferta monetaria, pues se asume un multiplicador monetario estable. Así, aumentando (disminuyendo) el RRR caería (aumentaría) la oferta monetaria. Sin embargo, desde que los principales banqueros centrales del mundo han reconocido que no controlan la oferta monetaria, y sí la tasa de interés, lógicamente han estado abandonando el uso del RRR. En un contexto en donde la oferta monetaria es endógena a la demanda crediticia interna y las tasas bancarias se determinan a partir de un *markup* sobre la tasa interbancaria que fija el Banco Central, el uso del RRR carecería de sentido. Además, como el RRR actúa como un costo financiero más para los bancos, podría interferir con la política monetaria (Clinton, 1997). Según Borio y Disyatat (2009):

> "con el fin de evitar una volatilidad extrema en la tasa de interés, los bancos centrales ofertan las reservas que el sistema demanda. Desde esta perspectiva, los requerimientos de reservas, dependiendo de su remuneración, afectan el costo de la intermediación y de los préstamos, pero no limita la expansión del crédito cuantitativamente. La principal restricción exógena en la expansión del crédito son los requisitos mínimos de capital" (Borio y Disyatat, 2009, p. 19, traducción del autor)

En el mismo sentido, Lavoie y Godley (2006), a partir de una simulación en el marco de un modelo de stock y flujos, sostienen:

> "En nuestro modelo, el incremento en el ratio de reservas compulsivas no reduce la oferta monetaria; éste solo aumenta las tasas de depósitos y préstamos con relación al supuesto de una tasa de interés de las letras del Tesoro constante. Debería afirmarse que, incluso, este efecto habría sido evitado si los bancos no hubiesen respondido ante la caída del ratio letras del Tesoro sobre depósitos. En otras palabras, en un mundo donde los bancos no se preocupan, o se preocupan poco, con el ratio de liquidez de letras las tasas de depósitos podrían mantenerse en un *markup* constante sobre la tasa de letras del Tesoro (o, en términos modernos, sobre el objetivo de tasa *overnight* fijada por el Banco Central). Como mecanismo alternativo, los bancos podrían decidir aumentar el *spread* entre las tasas de depósitos y préstamos, en un esfuerzo por aumentar la rentabilidad y cubrir la alta probabilidad de incurrir en pérdidas sobre préstamos riesgosos" (Lavoie & Godley 2006, p. 262, traducción del autor)

No obstante, también es cierto que actualmente existen casos en donde se combina una "moderna" regla de Taylor con una "anticuada" política de encajes bancarios. El caso brasileño parece elocuente ya que, a pesar de haber entrado en la serie de países que adoptaron sistemas de metas de inflación ha reforzado el uso del RRR. A diferencia de lo que postulan los modelos Nuevo-Keynesianos, en Brasil (y en otras experiencias sudamericanas) los desvíos de la meta se han corregido a través de apreciaciones cambiarias nominales: subiendo la tasa de interés (aumentando el

diferencial de tasas de interés), el Banco Central induce la entrada neta de capitales y, por esa vía, aprecia el tipo de cambio nominal, retroalimentando así aun mas las entradas de capitales. Por lo tanto, en un marco de "inflación de costos" la apreciación cambiaria nominal tiene efectos antiinflacionarios (Barbosa-Filho, 2007; Serrano 2010; Abeles y Borzel 2010; Serrano y Summa 2011). Asimismo, en este contexto de acumulación de reservas internacionales también aumenta la carga de intereses de los instrumentos de esterilización (Frenkel, 2007). Por ello, a fin de mitigar el costo de la esterilización algunos países que acumulan reservas internacionales han comenzado a incrementar el RRR en un sentido diferente a los postulados monetaristas.

En este sentido, aunque en un contexto macroeconómico diferente, el aumento del stock de letras de esterilización del PBC también aumenta la carga de intereses que éste debe desembolsar (a menos que la tasa de interés baje lo suficiente). Sin embargo, obligando a los bancos a encajar más reservas (que de lo contrario las aplicarían en letras de esterilización), el PBC reduce el costo cuasi fiscal que deviene de sus compromisos. China se ha destacado en el uso del RRR, no para intentar controlar la oferta monetaria, sino para "abaratar" los mecanismos de compensación.

A modo de ejemplo, imaginemos que estamos ante dos casos (Figuras 5 y 6) en donde, dada la tasa de interés, los depósitos bancarios crecen a una tasa constante del 10 por ciento, por ejemplo. Para facilitar el análisis, asumamos que estos depósitos provienen sólo de las operaciones de comercio exterior. Sin embargo, mientras que en el primer caso el RRR se mantiene constante en el 10 por ciento de los depósitos, en el segundo caso aumenta progresivamente hasta alcanzar el 30 por ciento de los depósitos. Así, en términos relativos al primer caso, en el segundo caso aumentan más las reservas bancarias y aumentan menos las letras de esterilización para un mismo flujo de fondos provenientes del sector externo. De esta manera, se reduce relativamente la carga de intereses y, por lo tanto, se "abarata" la compensación.

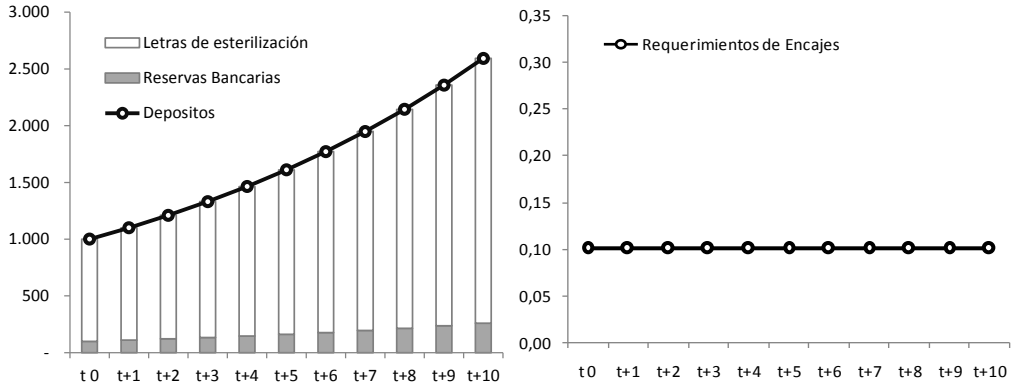


Figura 5: RRR constante (caso 1)

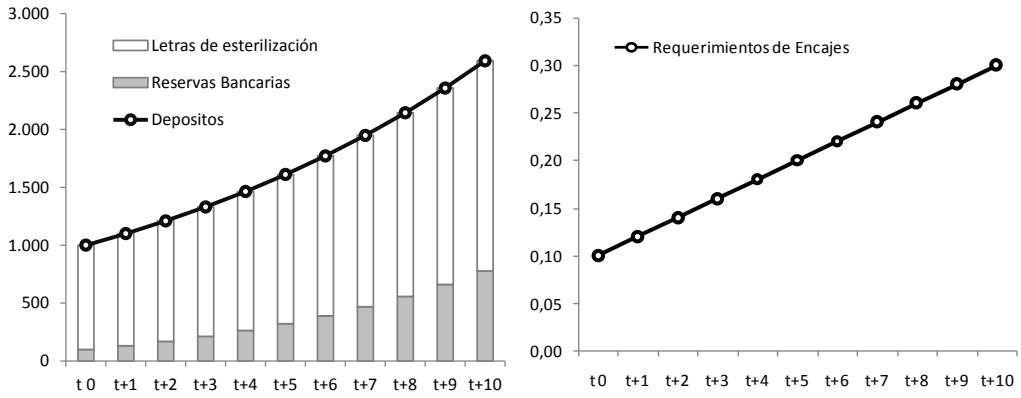


Figura 6: RRR creciente (caso 2)

La evolución de los tres mecanismos de esterilización en China se puede apreciar en la siguiente Figura 7. Ante la acumulación de reservas internacionales, las letras del PBC, los depósitos del Gobierno y las reservas bancarias crecen mientras el circulante se mantiene relativamente estable.

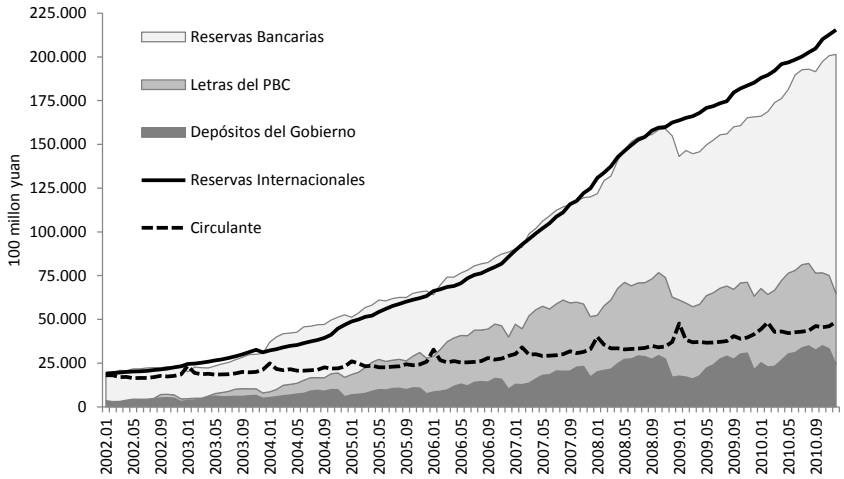


Figura 7: Reservas internacionales, circulante e instrumentos de compensación
Fuente: Elaboración propia en base a datos del PBC

Asimismo, en cuanto a la distribución de estos mecanismos de esterilización se puede observar cómo hasta 2007 la emisión de letras ha sido el principal instrumento. Sin embargo, a partir de 2007, el PBC ha preferido los aumentos del RRR para reducir los costos cuasi fiscales (Ma *et al* 2011) (Figura 8).

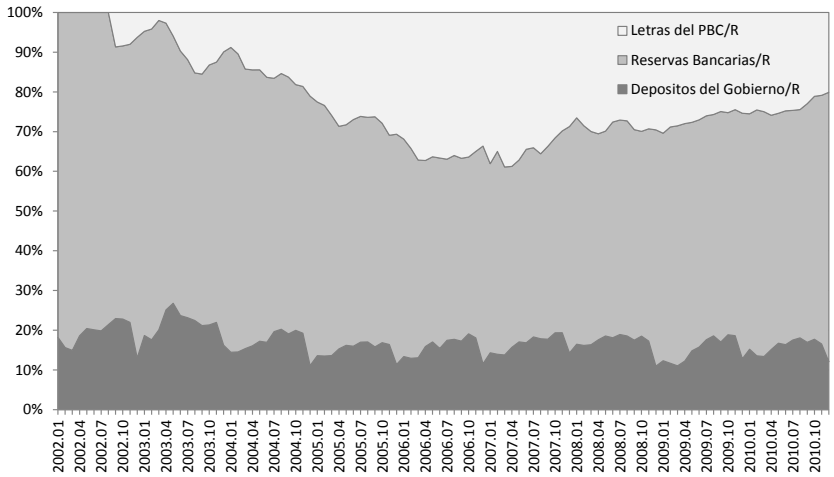


Figura 8: Distribución de los mecanismos de esterilización en términos de las reservas internacionales
Fuente: Elaboración propia en base a datos del PBC

La preferencia por el uso del RRR parece ser razonable por los motivos señalados. Sin embargo, surgen nuevos interrogantes en cuanto a la concepción monetaria del gobierno chino. A las metas cuantitativas de dinero se suman ahora preocupaciones cuasi fiscales. Siempre que se considere que la baja inflación china está vinculada a un fenómeno de costos (Cavallo y Díaz, 2011), y no a un exceso de demanda, analíticamente no queda claro por qué el déficit publico podría tener efectos inflacionarios o distorsivos de otra índole y, por ende, ser una preocupación del Gobierno chino. Asimismo, considerando la macroeconomía de la deuda pública china tampoco ésta presenta riesgos de descalce de monedas, que de existir, por supuesto que sí deberían ser un motivo de preocupación (De Lucchi, 2014).

4. Mercado de bonos e impulso fiscal

La política fiscal china puede analizarse en cuatro períodos (Lin, 2011). Entre 1949-1957, si bien no existía una política fiscal acabada en un sentido keynesiano (como mecanismo de estímulo de la demanda agregada), el gobierno financiaba sus desbalances a través de la emisión de deuda interna y externa. Contrariamente, entre 1958-1978 China no emitió ni deuda externa ni interna. No obstante, entre 1979-1993 el Gobierno emitió limitadamente deuda interna y externa. En otras palabras, hasta los años noventa no se había desarrollado un mercado de bonos públicos y corporativos porque el Gobierno principalmente monetizaba su déficit fiscal a través del PBC. Sin embargo, en 1994 el Gobierno limitó por ley la monetización del déficit fiscal. Así, a partir de ese año comenzó a registrarse un crecimiento de la deuda pública y un

mercado creciente de bonos públicos y corporativos para cubrir el déficit fiscal (sobre todo como respuesta a las crisis financieras internacionales de 1997 y 2008)

Una de las características notorias de la reciente política fiscal china ha sido la combinación de la moderación del Gobierno Central y el expansionismo creciente de los Gobiernos Locales. Como vemos en la Figura 9, mientras el Gobierno Central ha registrado crecientes superávits, los Gobiernos Locales han registrado déficits crecientes. Sin embargo, el resultado total del Gobierno General (consolidado de los Gobiernos Central y Locales) ha sido deficitario, sobre todo como respuesta a las crisis de 1997 y 2008 (exceptuando 2007).

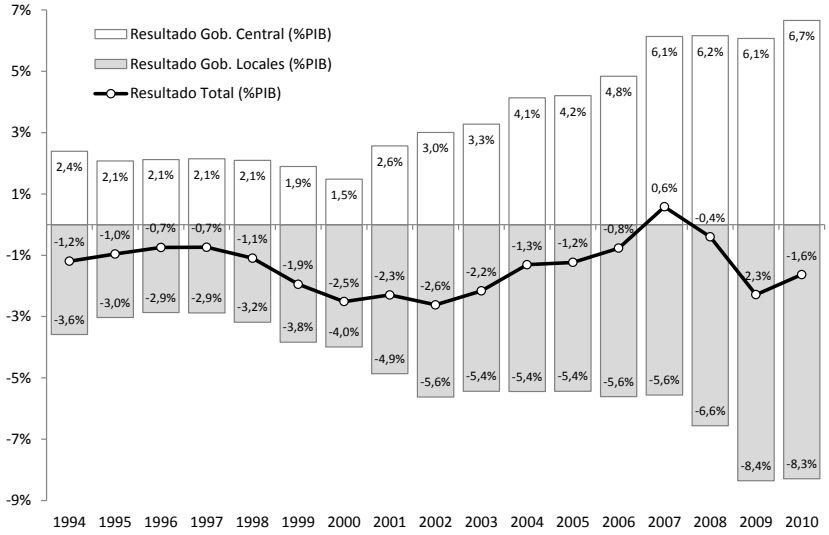
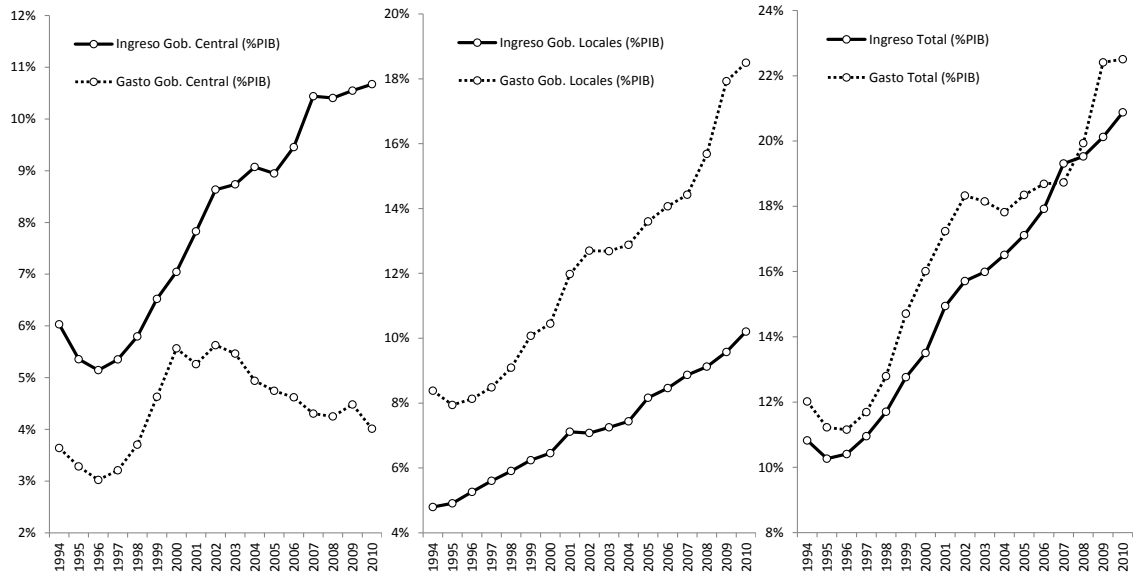


Figura 9: Resultado fiscal de los Gobiernos Local, Central y General en términos del PBI
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Lin (2011)

Sin embargo, el déficit financiero del Gobierno General no necesariamente prueba el expansionismo fiscal ya que el resultado financiero puede ser pro-cíclico desde el momento en que la recaudación tributaria depende largamente del nivel de actividad (Vernengo, 2006; Amico, 2014). Por ello, en las Figuras 10, 11 y 12 observamos la evolución de los ingresos y gastos de los Gobiernos Central, Locales y General en términos del PBI. Si bien en los últimos 15 años el Gobierno Central ha sido estructuralmente superavitario y los Gobiernos Locales deficitarios, por el lado de los ingresos parecería haber un estancamiento en el caso del Gobierno Central desde la crisis del 2008. Sin embargo, las diferencias más notorias se presentan por el lado de los gastos. La política fiscal anti-cíclica ante la crisis de 1997 parece haberse instrumentada a través del Gobierno Central, aunque durante la década de los 2000s su gasto ha decrecido tendencialmente. En contraposición, el activismo fiscal chino, sobre todo ante la crisis de 2008, se ha desplazado hacia los Gobiernos Locales. Mientras que

en 1980 el ingreso de los Gobiernos Locales representaba el 75 por ciento del ingreso total, en 2010 era el 49 por ciento. Por otro lado, mientras que en 1980 el gasto de los Gobiernos Locales representaba el 46 por ciento, en 2010 era el 82 por ciento.



Figuras 10, 11 y 12: Evolución de los ingresos y gastos de los Gobiernos Central, Local y General (o total consolidado) en términos del PBI
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Lin (2011)

Por otro lado, dado que no se pudo conseguir la información referida al gasto primario no debería perderse de vista que la parte del gasto referida a los servicios de la deuda deberían tener bajo o nulo impacto en la demanda agregada. Sin embargo, en un contexto de bajas tasas de interés y fuerte crecimiento, la participación de los servicios de la deuda en el gasto total debería ser relativamente baja. Efectivamente, según Lin (2011), de los 8.957,5 trillones de yuanes de gasto en 2010 solo 2,06 por ciento fue destinado al pago de intereses de la deuda pública[16].

Dentro del análisis del impacto fiscal, es importante remarcar también que el Gobierno chino también cuenta con un presupuesto "paralelo" que incluye ingresos de agencias públicas y empresas estatales e ingresos no tributarios recaudados por Gobiernos Locales, como los vehículos de financiamiento de los gobierno locales (LGFVs) o los fondos administrados por los gobiernos (GMFs). Estos ingresos extra-presupuestarios son utilizados mayormente para inversión en capital fijo que, por supuesto, potencian aún más el impulso fiscal. Según Zhang y Barnett (2014), si bien la sustentabilidad de la dinámica de los pasivos soberanos de China no se encuentra comprometida, el déficit fiscal "aumentado" del Gobierno General ascendería a casi 10 por ciento del PIB.

[16] El resto de las partidas se distribuyen de la siguiente manera: 13.9 por ciento para educación, 10,44 para servicios públicos generales, 10,14 para seguridad social y empleo, 6,68 para asuntos urbanos y rurales, 6,12 para seguridad pública, 5.3 para la salud, 3,9 para exploración de recursos naturales, energía eléctrica e información, 3,6 para ciencia y tecnología, 2,71 para agricultura y 2.63 para viviendas de sectores de bajos ingresos.

Una característica del mercado de capitales en China es que el Estado es el principal acreedor y deudor. Particularmente nos referimos a tenencias de bonos del Gobierno y de los *policy banks* por parte de los bancos públicos. Hacia junio de 2012, el stock de bonos gubernamentales ascendía 6,67 billones de yuanes, de los cuales el 66 por ciento de los mismos se encontraban fundamentalmente en la cartera de los bancos públicos. Asimismo, el 23 por ciento se encontraban en manos de agencias públicas no financieras. Por otro lado, el stock de bonos de los *policy banks* ascendía a 7,25 billones de yuanes, de los cuales el 84 por ciento se encontraba en las carteras de los bancos. Por último, el stock de bonos corporativos se elevaba a solo 1,98 billones de yuanes, de los cuales solo el 35 por ciento estaban en manos de los bancos.

Por lo tanto, el sector bancario y particularmente los bancos públicos comerciales son los principales acreedores en el mercado de bonos públicos, de *policy banks* y corporativos, aunque claramente se destaca su presencia en los dos primeros segmentos. Estos datos refuerzan la idea de un Estado que lidera el sector bancario y el mercado de capitales desde ambos lados del mostrador.

5. Política financiera y bancos públicos

Según la clasificación de la *China Banking Regulatory Comission* (CBRC), el ente regulador del sistema bancario, existen básicamente las siguientes categorías dentro del sector bancario: “bancos de política” (*policy banks*), “bancos comerciales estatales” (*state-owned commercial banks*), “bancos comerciales de sociedades anónimas” (*joint-stock commercial banks*), “bancos comerciales de ciudad” (*city commercial banks*), “bancos comerciales rurales”, “bancos comerciales extranjeros”, “instituciones financieras no bancarias” y “cooperativas de crédito urbanas y rurales”.

Sin embargo, como estas categorías pueden prestarse a confusiones, valen las siguientes aclaraciones. Los *policy banks* son tres bancos de desarrollo destinados a financiar proyectos del sector público: *Agricultural Development Bank of China (ADBC)*, *China Development Bank (CDB)* y *Export Import Bank of China (China Exim Bank)*. Desde un punto de vista estrictamente jurídico, son los únicos de propiedad exclusiva del Estado. Desde 2005, los “cinco grandes” bancos comerciales estatales (ICBC, ABC, BOC, CCB y BOCOM) han estado sujetos a “ofertas públicas iniciales” impulsadas por el propio Gobierno. A través de la *Central Huijin Investment Company*, la compañía del Gobierno que posee la propiedad mayoritaria y el control de los “cinco grandes” (menos el BOCOM) se ha operado la apertura al capital privado (Tabla 6). En este sentido, podría ser confusa la categoría de “bancos de sociedad anónima” pues allí no se incluyen los “cinco grandes” controlados por el Gobierno. Por ello, a los “cinco grandes”

también se los denomina oficialmente como *equitized banks* para enfatizar que no se tratan jurídicamente de sociedades de Estado.

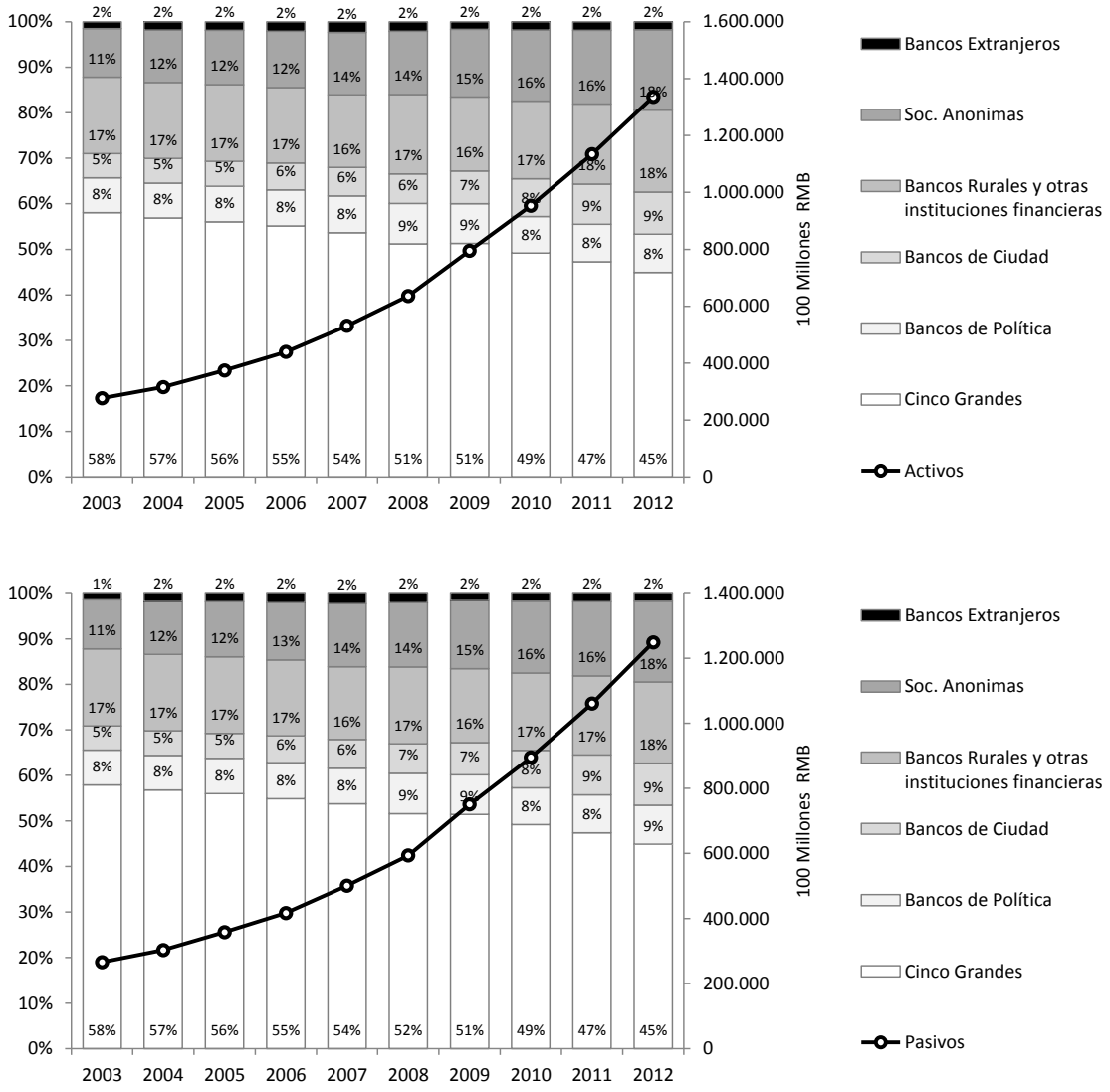
Los cinco grandes	Participación estatal china	Participación privada norteamericana
Agricultural Bank of China (ABC)	83,1%	NO
Bank of China (BOC)	67,5%	NO
Bank of Communications (BOCOM)	26,5%	NO
China Construction Bank (CCB)	57,0%	Bank of America (10,9%)
Industrial and Commercial Bank of China (ICBC)	70,7%	American Express (0,2%) y Goldman Sachs (4,9%)

Tabla 6: Participación estatal en la propiedad de los cinco grandes en 2009
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Martin (2012)

En realidad, la categoría de bancos de sociedades anónimas se refieren básicamente a 12 bancos comerciales "privados" nacionales (siendo el *China Minsheng Bank* el más grande), esto es, bancos con participación mayoritaria de capital privado[17]. Por otro lado, se encuentran los bancos comerciales "locales", siendo los *city commercial banks* o "bancos de ciudad" los más destacados. Durante años, algunas provincias y municipios crearon sus propios bancos para financiar proyectos y programas de gobierno. Sin embargo, enmarcados en la misma tendencia que atravesaron los grandes bancos públicos, fueron abriéndose a la participación del capital privado aunque conservando en general la propiedad estatal mayoritaria. Hacia 2009, la participación promedio de los Gobiernos Locales en la propiedad de estos bancos era del 18.5%. Asimismo, los bancos rurales también son bancos locales y han estado atravesando el mismo proceso de privatizaciones parciales.

Por estos motivos, no es fácil determinar con precisión la participación estatal en la propiedad de los bancos y entidades financieras chinas, aunque sí resulta más perceptible el alcance del Gobierno Central y Gobiernos Locales en el control del sistema bancario. En las siguientes Figuras 13 y 14 podemos observar el stock de activos y pasivos del sistema bancario según el tipo de banco.

[17] La totalidad de bancos que se incluyen en la categoría de "sociedades anónimas" son: CITIC Industrial Bank, Everbright Bank of China, Huaxia Bank, Guangdong Development Bank, Shenzhen Development Bank, China Merchants Bank, Shanghai Pudong Development Bank, Industrial Bank, China Minsheng Banking Co. , Evergrowing Bank, China Zheshang Bank y China Bohai Bank.



Figuras 13 y 14: Composición de activos y pasivos por categoría de entidades
Fuente: Elaboración propia en base a datos del CBRC Annual Report 2012

Como se observa, en los últimos diez años, mientras los "cinco grandes" han perdido participación en el mercado, los bancos "privados" y, en menor grado, los bancos locales (de ciudad) han ganado. Esta tendencia expresa el proceso de apertura a la participación del capital privado y un cambio de estrategia en la administración del sistema bancario. No obstante, esto no significa que el Gobierno esté perdiendo el control sobre sistema bancario, o mejor dicho, sobre el directorio de los bancos. Con mayor o menor intensidad según el tipo de banco, el Estado controla alrededor del 80 por ciento del mercado, y solo el Gobierno Central, aproximadamente el 55 por ciento del mismo.

Por otro lado, según el ranking FT Global 500 (2013) el Gobierno chino controla los dos bancos comerciales más grandes del mundo en términos de capitalización bursátil (ICBC y CCB), los cuales ocupan a su vez los puestos 11 y 19,

respectivamente, entre todas las corporaciones del mundo. Sin embargo, según Nolan (2012):

> "(…) la estructura y los mecanismos operacionales de los grandes bancos chinos es muy diferente de la de los grandes bancos globales. La principal fuente de ingresos de los grandes bancos chinos son los préstamos a las empresas estatales. La participación de los ingresos no vinculados al interés bancario es extremadamente pequeño comparado con los bancos globales. Sus operaciones internacionales son muy limitadas y ellos brindan servicios financieros mínimos para los clientes globales fuera de China" (Nolan 2012, p. 117, traducción del autor)

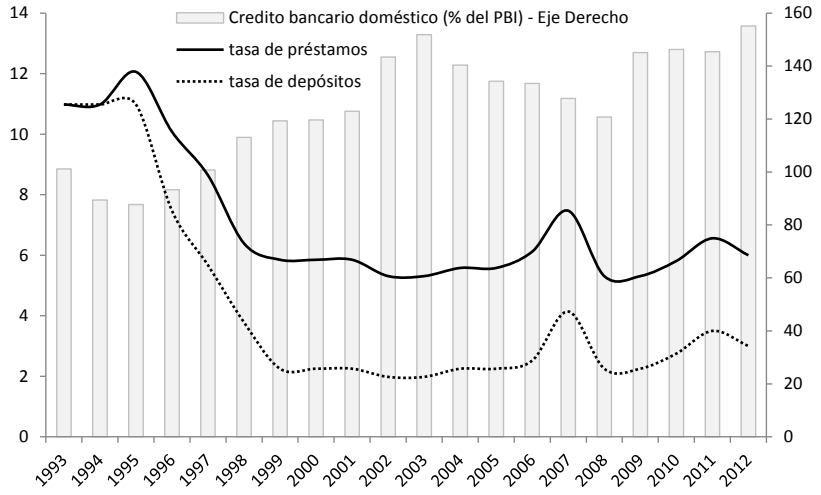
La política financiera o bancaria puede analizarse tanto por el lado de las tasas bancarias como por el lado de la cantidad de crédito. Hasta el año pasado, el PBC ha regulado completamente las tasas bancarias estableciendo un límite inferior o "piso" para las tasas de préstamos y un límite superior o "techo" para las tasas de depósitos. O sea, más allá de su influencia sobre toda la estructura de tasas de la económica a través de la fijación de un corredor en el mercado interbancario, el PBC ha venido regulando directamente las tasas activas y pasivas del sistema bancario. Como afirma Conway *et al* (2010):

> "Mientras hay una creciente evidencia que el PBC influencia las tasas de interés de mercado a través de operaciones de mercado abierto, el principal canal de comunicación para su política de tasas de interés es a través de cambios en las reguladas tasas de depósitos y préstamos bancarios. El PBC progresivamente amplió el margen entre la tasa de préstamos y depósitos de cero al comienzo de los 90s para 350 puntos básicos al comienzo de este siglo" (Conway *et al* 2010, p. 77-78, traducción del autor)

Desde el punto de vista del sector publico bancario, la regulación de tasas se presenta como un esquema de protección a su posición dominante dentro del sistema. Los bancos controlados por el Gobierno podrían asimilar tasas de depósitos más bajas que las deseadas por los bancos privados. Por un lado, es probable que los bancos públicos chinos no se preocupen demasiado con los niveles liquidez bancaria porque son instrumentos de política económica (Kampel y Rozje 2004), además de ser instituciones *too big to fail* (demasiado grandes para quebrar) sin poner en riesgo a todo el sistema.

Por otro lado, por una cuestión de escala y porque mantienen posiciones superavitarias en el mercado interbancario, los bancos públicos podrían operar con tasas pasivas menores a las de la banca privada. Por lo tanto, la regulación de tasas se realizaría en función de la rentabilidad de los bancos públicos y de la política monetaria y financiera. Esta es la razón por la cual desde julio de 2013 el PBC ha liberado las tasas de préstamos pero no existen señales de que vaya a proceder en el mismo sentido con las tasas de depósitos. Si el "techo" de tasas de depósitos fuera removido,

los bancos privados podrían expandirse aumentando las tasas pasivas y pasando los costos a las tasas activas en determinados segmentos.



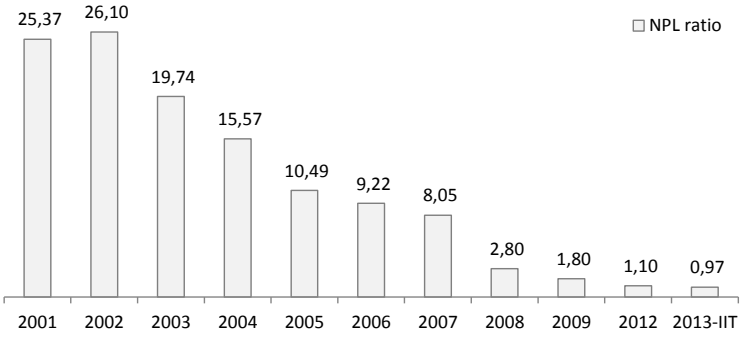
Figuras 15: Tasas bancarias y stock de crédito bancario como porcentaje del PBI
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

En cuanto al análisis del stock de crédito se podría decir que el sector bancario estatal o controlado por el Gobierno se comporta como una gran banca de desarrollo. Con respecto a una economía bancaria convencional, la particularidad del caso chino es que, por un lado, la mayoría de los bancos están bajo el control directo o indirecto del Gobierno, y por el otro, una porción importante de la demanda crediticia es del sector público no financiero. En otras palabras, como el Estado se encuentra en ambos lados del mostrador, cuestiones relacionadas con la calificación crediticia del prestatario pierden importancia. O sea, a una dada demanda crediticia, la administración pública determina si el cliente (que puede ser el mismo Estado) es sujeto de crédito (creditworthy) o no[18]. Por eso, mas allá de la regulación de tasas, los bancos públicos deciden prestar donde la banca privada difícilmente lo haga.

Por este compromiso con el crecimiento económico que se expresa en la tasa de morosidad de los bancos públicos, el sistema bancario chino ha sido criticado desde la ortodoxia. Demás está decir que un banco público orientado a financiar el desarrollo nunca podría presentar mejores indicadores de morosidad que un banco privado que tiene por objetivo de mínima mantener la rentabilidad normal. De acuerdo a los últimos datos publicados por la CBRC que corresponden al II Trimestre de 2013 los ratios NPL (*non-performing loans ratio*) o tasas de morosidad por tipo de banco han sido las siguientes: 0,6% para los bancos extranjeros, 0,8% para los bancos "privados"

[18] Esta parece ser una característica de los sistemas de planificación central. Por ejemplo, Mazat (2007) sostiene que "el concepto de quiebra [de empresas] no existía en la URSS. Las empresas podían siempre obtener préstamos del Banco Central. En este contexto, la distinción de Nicolas Kaldor entre empresas "creditworthy" (dignas de recibir créditos) e "non creditworthy" no existía más. Las empresas soviéticas podían disfrutar de la "soft budget constraint"(…)" (Mazat, 2007, p. 37)

nacionales, 0,86% para los bancos locales (de ciudad), 0,97% para los “cinco grandes” y 1,63% para los bancos comerciales rurales. Sin embargo, de acuerdo con Lin (2003) los niveles de endeudamiento son manejables ya que en los últimos diez años la reducción de la morosidad ha sido muy fuerte en los “cinco grandes” (Figura 16)



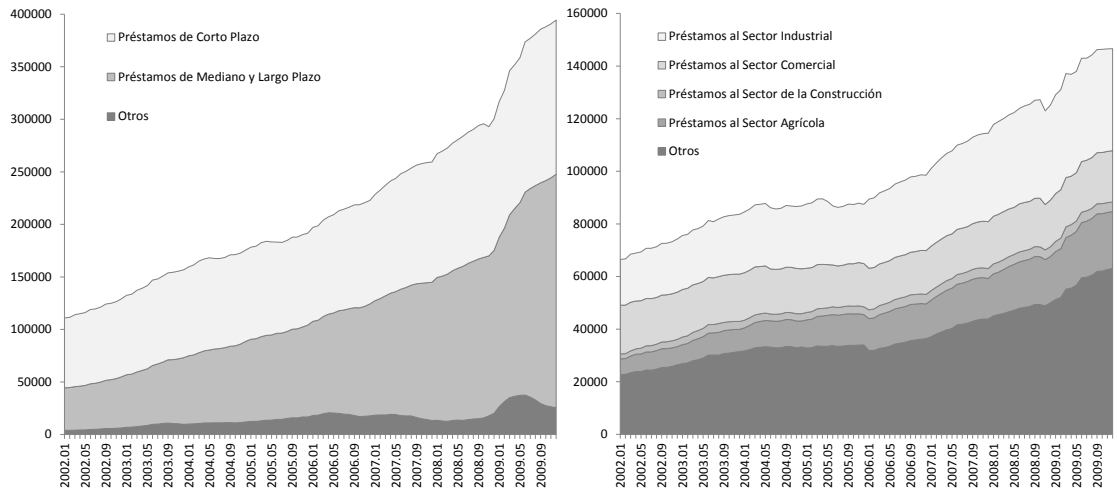
Figuras 16: NPL ratio de los Cinco Grandes (sin dato para 2010 y 2011)
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Elliott y Yan (2013) y CBRC

Por otro lado, desde la crisis *subprime* las críticas a la morosidad bancaria en China han perdido consistencia en términos comparativos. Según Allen *et al* (2012), en 2010, la relación NPL sobre PIB de China (1,1%) era superada por EEUU (2,9%), Japón (3,8%), Corea del Sur (2,6%) y la India (1,2%). Como decíamos, dado que el sistema bancario está apoyado en los grandes conglomerados financieros estatales resulta difícil imaginar una quiebra generalizada de un sistema de bancos públicos *too big to fail*. En realidad, ya hay evidencia o antecedentes de que esto no podría suceder. Desde el 2003, a través de la *Central Huijing Investment Company*, el Gobierno ha realizado reiteradas capitalizaciones a los “cinco grandes” para mejorar sus balances (Allen *et al* 2012). Paradójicamente, hasta el mismo Alan Greenspan, conocido defensor de la “hipótesis de los mercados eficientes” ha sostenido que las exitosas ofertas públicas iniciales de los bancos públicos chinos en las bolsas de valores se basan en el respaldo del Estado:

> “EL Banco Industrial y Comercial de China, controlado por el Estado, recaudó 22.000 millones de dólares en 2006, la oferta pública de venta de acciones más grande de la historia. Otros bancos controlados por el Estado también obtuvieron OPV abultadas y acciones cotizadas en el extranjero. Sin embargo, gran parte de la avalancha sobre las instituciones controladas por el Estado chino refleja la suposición de los inversores de que el Gobierno de China en efecto garantiza el pasivo de esos bancos. Ya los ha recapitalizado con 60.000 millones de dólares de las enormes reservas chinas de moneda extranjera, y en el proceso ha eliminado muchos de los préstamos morosos de las instituciones” (Greenspan, 2008 p 345)

Finalmente, en las siguientes Figuras 17 y 18 podemos observar la estructura de los préstamos bancarios desagregada por plazo y sectores. En términos generales se visualiza que los préstamos de mediano y largo plazo se han expandido mucho más que

los de corto plazo y, dentro de estos últimos se destacan los préstamos al sector industrial, comercial y agrícola.



Figuras 17 y 18: Préstamos de corto, mediano y largo plazo. Distribución de préstamos de corto plazo por sectores de la economía (en 100 millones de yuanes) Fuente: Elaboración propia en base a datos del PBC

6. Política cambiaria, controles y flujos de capitales

Desde final de los años 70s, el régimen cambiario chino atravesó diversas modificaciones. Inicialmente, conforme al sistema de planificación centralizada, el tipo de cambio había sido "pegado" administrativamente al dólar. Entre 1988 y 1993, existió un desdoblamiento cambiario de hecho, pues el tipo de cambio oficial coexistió con un tipo de cambio paralelo "alto" determinado en un mercado negro. Sin embargo, a partir de 1994, con la unificación cambiaria y la resolución de las tensiones del período anterior, China ha mantenido formalmente un régimen de "flotación administrada". En realidad, en la práctica, el PBC ha mantenido un régimen de cambio fijo entre 1996 y 2005. A partir del 21 de julio del 2005, el PBC comenzó un proceso gradual de apreciación nominal delimitado por un corredor. Desde entonces, el tipo de cambio ha podido fluctuar en un margen de +/- 0,3 por ciento (que se ha extendido a +/- 0,5 por ciento en octubre de 2007) por arriba y por abajo del objetivo anunciado diariamente por el PBC.

Como se observa en la Figura 19, durante los últimos veinte años el tipo de cambio real y efectivo se ha mantenido en niveles relativamente estables luego de un largo periodo depreciación nominal y real. Asimismo, más allá de las presiones internacionales, el tipo de cambio nominal ha estado fuertemente controlado por el Gobierno. Incluso, durante la fase de la "flotación administrada" desde 2005 las apreciaciones nominales han estado fuertemente controladas por el PBC.

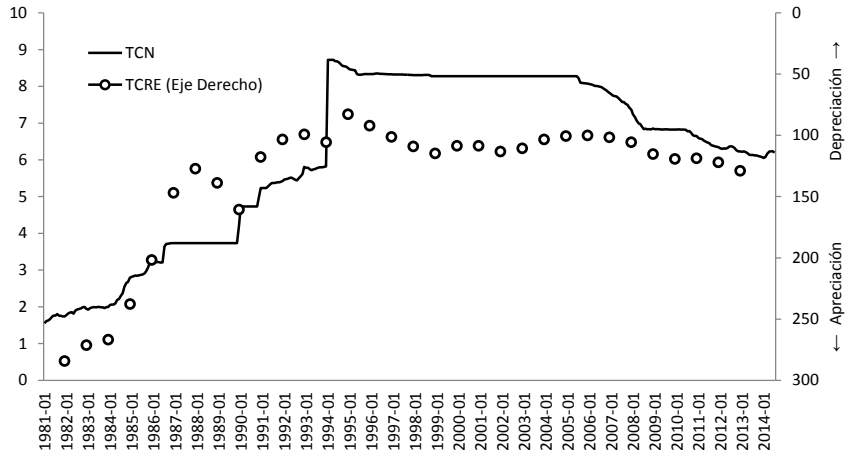


Figura 19: Tipo de cambio nominal y tipo de cambio real efectivo
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial y de la Reserva Federal de los Estados Unidos

Quizás, la evidencia más concreta del grado de administración del tipo de cambio se puede verificar durante la crisis de 2008. En el contexto de una "fuga a la calidad" global (corrida hacia el dólar americano), el PBC, haciendo uso de su extenso margen externo, fijó totalmente el tipo de cambio a fin de neutralizar rápidamente las expectativas devaluatorias y desarticular eventuales corridas contra el renminbi[19].

Una parte importante de la política cambiaria se ha basado en controles a los flujos de capitales. Parece haber cierto consenso sobre la efectividad de los controles chinos, sobre todo en el mercado de cambios (Chen, 2010). Sobre el final de 1996 existían varios controles sobre el mercado financiero. Por un lado, no residentes no tenían permiso para operar en el mercado cambiario, de bonos y derivativos domésticos, y podían comprar apenas algunas modalidades de acciones de empresas. Por otro lado, los residentes podían operar en esos mercados solo con la autorización previa del PBC y de la SAFE (*State Administration of Foreign Exchange*), sujeta en algunas operaciones a límites cuantitativos (Ferrari Filho y de Paula, 2006).

Generalmente, este tipo de intervenciones responden a un intento por desconectar las condiciones monetarias domesticas del contexto financiero internacional o, dicho de otro modo, responden a una tentativa por recrear las condiciones de una economía financieramente cerrada. Por supuesto que existe un abanico de instrumentos que forman parte de los llamados controles de capitales. Por

[19] Según Greenspan (2008): "A menudo se cita la hiperinflación de China de finales de los 40 como causa de los levantamientos que llevaron al poder a los comunistas en 1949, una lección que aprendieron bien. De modo que es compresible que el mayor temor económico de los comunistas sea una inflación que desestabilice a la sociedad (…) Ven un tipo de cambio estable como algo necesario para evitar la temida inestabilidad en el mercado laboral (Greenspan, 2008, p.343)

un lado, existen los controles administrativos o medidas de restricción cuantitativa directa (total o parcial) a determinados tipos de flujos de capital (de acuerdo al origen, plazo, destino, etc.). Por otro lado, existen instrumentos inductores de mercado como la aplicación de impuestos a ciertas operaciones financieras o la constitución de depósitos compulsivos, entre otros ejemplos. Por último, también existen instrumentos de regulación financiera como la imposición de determinados límites sobre las posiciones cambiarias de los bancos o restricciones a la capacidad de endeudamiento externo de las empresas privadas, entre otros (Borzel 2005; Carvalho 2006).

Convencionalmente se ha instaurado la idea de que existirían controles "buenos", como aquellos que desestimulan la entrada de capitales de cortísimo plazo (y que son los que el FMI incluso ha defendido), y controles "malos", como aquellos que restringen la salida de capitales e interfieren en la dinámica de los mercados financieros. En este sentido, los controles chinos se enmarcarían dentro de los "malos", y de allí también las presiones internacionales para que China abra su cuenta capital.

El caso chino se caracteriza primordialmente por restricciones cuantitativas y determinados instrumentos de regulación financiera. Tanto en materia cambiaria como bancaria se puede vislumbrar cómo China ha tomado serios recaudos en cuanto a la formación de pasivos denominados en moneda extranjera. En un sentido amplio, podríamos decir que China ha sido conservadora en moneda extranjera y agresiva en moneda local, consistente con la idea de que los Estados pueden quebrar en moneda extranjera pero no en la propia.

También es cierto que estos estrictos controles han estado transitando un proceso de relajación gradual y las transacciones cambiarias relativas a la cuenta corriente han sido permitidas a partir de 1997. Asimismo, los aranceles y restricciones a las importaciones han sido reducidos o levantados. No obstante, existirían elementos para sospechar que este proceso de apertura de la cuenta capital sería lo suficientemente lento como para que nunca termine de concretarse completamente[20].

No obstante, lo interesante del caso chino es que, a pesar de la regulación, la inversión extranjera directa hacia China no se ha visto obstaculizada en absoluto y tampoco sus residentes han estado dolarizando sus carteras. Por ello, la dicotomía liberalización-regulación por momentos se torna en un debate ideológico aislado de un análisis concreto. Que la regulación china haya contribuido a la estabilidad de su

[20] Ver *http://nakedkeynesianism.blogspot.ca/2012/03/is-china-really-opening-capital-account.html*. En general, la secuencia de los procesos de apertura de la cuenta capital en casi todos los países ha sido desde los flujos de capital de largo plazo a los de corto plazo, o sea, desde las inversiones extranjeras directas a las inversiones de cartera (BIS papers Nro. 5 2003). Por el momento, no podríamos afirmar que China esté siguiendo estrictamente esta regla pues parece bastante lejana la posibilidad de que el mercado de bonos chinos se abra al capital financiero internacional.

sistema financiero no significa que siempre cualquier control sea necesario y efectivo, aun asumiendo que los mercados financieros no son eficientes. Según Carvalho (2006):

> "La mera identificación de fallas de mercado no es suficiente para justificar la intervención, ya que ésta, si es realizada por medio de instrumentos inadecuados puede acabar por agravar más que mejorar la situación" (Carvalho 2006, p. 255)

Por ello es importante identificar el contexto en el cual los controles de implementan. En el marco de un orden mundial determinado por el patrón dólar-flexible, la acumulación de reservas internacionales en China ha sido el resultado de una combinación de factores que incluye, entre otros, su industrialización sustitutiva, sus bajos costos en dólares, su tipo de inserción internacional y, por supuesto, su régimen cambiario (de los cuales los controles son solo una parte). Así, la regulación china ha jugado un efectivo rol complementario en el marco de una política monetaria y cambiaria más general.

Como se observa en la Figura 20, en 2012, el stock de reservas provenientes tanto de la cuenta corriente como de la cuenta capital representaban el 450 por ciento de la deuda externa total marcando un proceso envidiable de desendeudamiento en moneda extranjera[21].

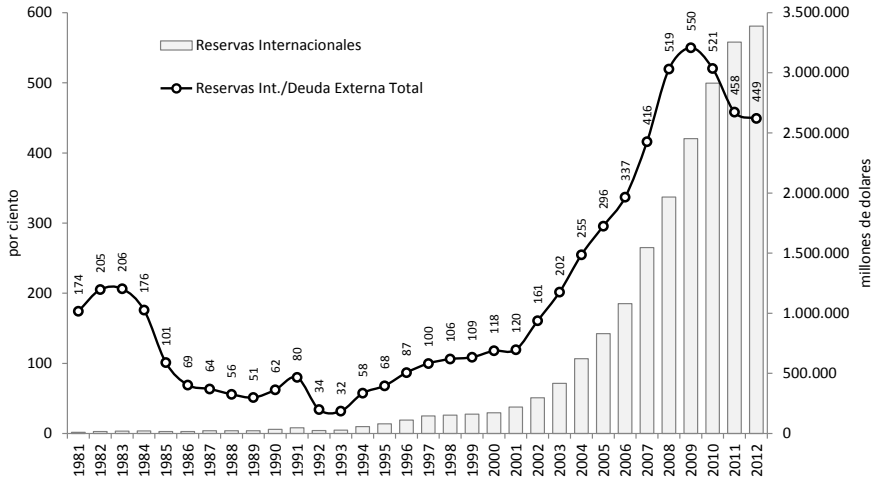
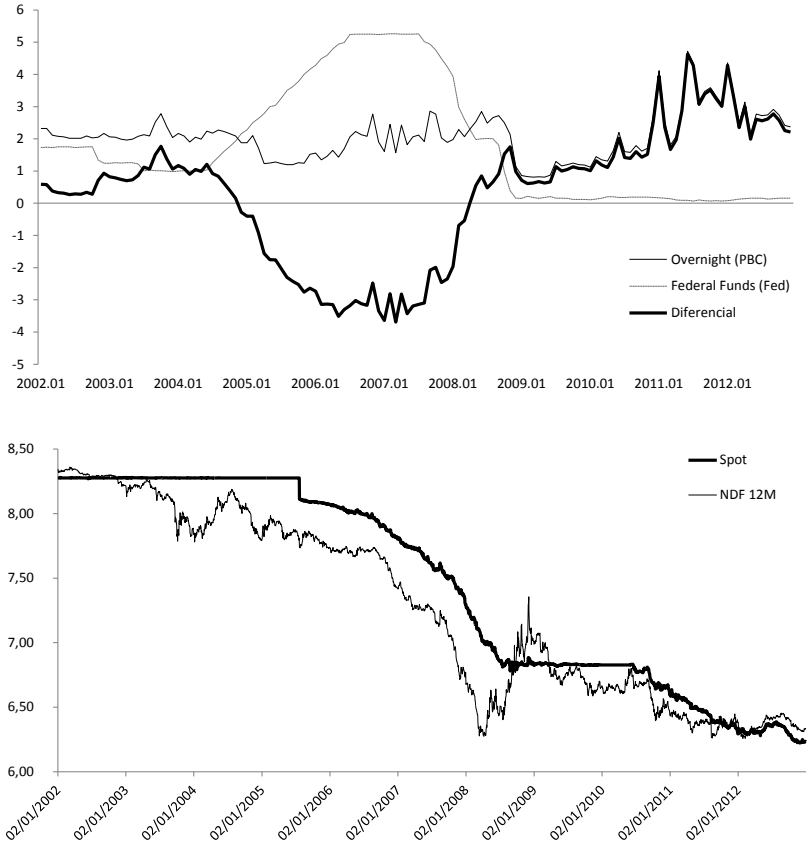


Figura 20: Stock de reservas internacionales y relación reservas-deuda externa
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

Con este nivel relativo de reservas internacionales se torna difícil imaginar una corrida contra el renminbi. Sin embargo, no solo se trata de poder de fuego cambiario y regulación sino también de condiciones de arbitraje financiero favorables o neutrales hacia los activos chinos. Si bien es cierto que en determinados momentos la tasa de

[21] Como China no permite que los no residentes accedan al mercado de deuda en moneda local y a su vez China no emite deuda en moneda extranjera con residentes, prácticamente la deuda externa es toda la deuda denominada en moneda extranjera.

interés local ha sido fijada en niveles inferiores a la tasa internacional, también es cierto que el tipo de cambio nominal se ha mantenido entre estable, fijo y/o apreciándose durante los últimos veinte años. En un contexto de superávits persistentes de cuenta corriente y acumulación de reservas, la estabilidad y/o apreciación cambiaria nominal refuerza las expectativas de apreciación nominal (en este mismo marco, los contratos cambiarios a plazo, *Non-Deliverable Forward*, podrían reflejar la evolución del mercado *spot*). Así, aún con un diferencial negativo de tasas de interés, los rendimientos esperados en dólares podrían tornarse positivos, o eventualmente lo suficientemente negativos (considerando las barreras a la salida que imponen los controles) como para evitar una corrida cambiaria (Figuras 20 y 21). Incluso, algunos analistas se aventuran en afirmar que si China relajara su barrera a la entrada intensificaría la entrada neta de capitales, sobre todo para aplicaciones en títulos públicos (Deutsche Bank Research 2011), aunque de ser así, seguramente a costa de una mayor volatilidad en el mercado financiero y cambiario.[22]



Figuras 21 y 22: Diferencial de tasas de interés, tipo de cambio spot y forward a 12 meses.
Fuente: Elaboración propia en base a datos del PBC, de la Reserva Federal de los Estados Unidos y de Bloomberg.

[22] Vale aclarar que en este análisis no se contemplan los flujos financieros ilícitos que puedan estar operando al mismo tiempo, es decir, movimientos transfronterizo de dinero ilegalmente obtenido, transferido o utilizado. Para una investigación al respecto ver Gaggero *et al* (2010).

Por ello, la actual reunificación cambiaria no estaría sujeta simplemente a la efectividad policial en la aplicación de la ley penal cambiaria. La experiencia global sugiere por lo general que los residentes que atesoran moneda extranjera le temen más a las devaluaciones que al garrote de la ley. Según Ding (1998), hasta mediados de los años 80s el dólar informal se había mantenido relativamente estable, acompañando la evolución del tipo de cambio oficial. Incluso, entre el tercer trimestre de 1984 y el tercero 1985 se produjo la primera convergencia entre ambos tipo de cambio. Sin embargo, entre el cuarto trimestre de 1987 y el salto devaluatorio oficial de enero de 1994 el tipo de cambio informal adquirió una dinámica peligrosa y de gran volatilidad. Desde el inicio del proceso de reformas, el primer salto se verifica hacia finales de 1988 y el primer semestre de 1989, alcanzando brechas cambiarias de casi el 200 por ciento. El segundo salto ocurre durante el primer trimestre de 1993 cuando se alcanzó una brecha del 80 por ciento aproximadamente[23].

En un contexto de devaluaciones nominales periódicas, bajas tasas de interés, controles de cambios, fuerte crecimiento económico, la formación de activos externos por parte de los residentes es una forma de preservar el valor de la riqueza líquida medida en moneda internacional. Como contrapartida, el tipo de cambio informal se torna en una variable que se determina por fuera del control de la política monetaria y cambiaria.

Sin embargo, factores políticos de envergadura parecen haber influido también en el mismo sentido. Los picos en donde el dólar paralelo se dispara también son contemporáneos al derrumbe del bloque soviético y a las protestas de la Plaza Tiananmen en 1989. Asimismo, las expectativas sobre el eventual ingreso de China al GATT habrían reforzado las expectativas de devaluación ya que aquello supondría la liberalización del tipo de cambio y, en consecuencia, la convalidación de una brusca devaluación (Ding, 1998).

7. Conclusiones

Efectivamente, la política económica china y su sistema financiero presentan "características chinas". Por supuesto, cualquier experiencia económica adquiere su propia dinámica y, por ende, sus propias características. Sin embargo, aquel slogan oficial, más que una obviedad se trata de un consigna descriptiva con cierto contenido. Más allá de sus características sobresalientes (especialmente su tamaño demográfico), la economía china se caracteriza por la coexistencia de relaciones de propiedad pública y privada bajo el comando de un Gobierno que no reniega de la apertura al capital

[23] La base de datos de Reinhart y Rogoff presenta algunas diferencias con relación a Ding (1998) en lo que respecta a la evolución del tipo de cambio paralelo.

privado ni del mercado, sino que es su principal impulsor. La economía china es el resultado de una combinación de tentativas de cambios sistémicos que ha arribado a un modelo hibrido de Estado y mercado de gran efectividad a la hora de "cazar ratones"[24].

De cualquier manera, la experiencia china no necesariamente condensa una mágica reconciliación de las tensiones sistémicas del siglo XX sino también plantea grandes desafíos en torno a la conflictividad social. Al ritmo del crecimiento económico también ha emergido una "burguesía" local y se han ampliado las desigualdades sociales (a pasar de la mejora de los salarios reales). Así, estas tendencias desafían la legitimidad de la liturgia comunista entre los sectores populares y aumentan las aspiraciones civiles y democráticas de las elites sociales emergentes.

Por este motivo, aparentemente consciente de la complejidad de la economía política de la apertura el Gobierno ha conservado el control de los principales bancos y del sistema financiero en su conjunto. El sector bancario ha sido identificado por los planificadores chinos como un sector estratégico para el crecimiento económico. Estas son algunas de las razones por las cuales podríamos visualizar en el conjunto de las entidades financieras chinas la articulación de una gran banca de desarrollo orientada a acompañar la política económica.

De todas maneras, a pesar de las "características chinas", son varias las lecciones que se pueden tomar de esta experiencia en pleno curso. En primer lugar, es de central importancia para una economía (grande o pequeña) que no emite moneda internacional absoluta responsabilidad en el cuidado de la divisas y en la conformación de modelos de crecimiento sustentables en el largo plazo. En China, la acumulación de reservas internacionales ha sido un recurso estratégico clave para sostener su expansión económica, en un contexto de integración financiera gradual al sistema monetario internacional.

En segundo lugar, China ha sido conservadora en moneda extranjera pero expansiva en moneda doméstica. El sector público en su conjunto, a través del Gobierno Central, los Gobiernos Locales, las empresas públicas y los bancos públicos, ha sido un potente factor de demanda autónoma que ha liderado el crecimiento económico.

Por último, China demuestra que es posible acumular reservas internacionales, provenientes tanto de la cuenta corriente como de la cuenta capital aun con una extensa regulación financiera y con estrictos controles de capitales. Sin embargo, los controles y la regulación china no han sido medidas aisladas ni autónomas sino complementarias a una política cambiaria y monetaria consistente con el costo de oportunidad externo. La

[24] Conocida es la frase de Deng Xiaoping orientada a justificar la apertura económica china: "No importa si un gato es negro o blanco, mientras cace ratones"

efectividad del “cepo” cambiario chino no se debe a cuestiones culturales o idiosincráticas sino a décadas de estabilidad cambiaria. Los rendimientos locales esperados en moneda extranjera se han mantenido en niveles razonables con los externos, evitando que se propaguen mercados ilegales y tensiones cambiarias.

El Gobierno chino y su burocracia estatal se han integrado plenamente orden mundial con una posición autónoma bien definida. En algún sentido, el “comunismo” chino ha aprendido a hacer grandes negocios capitalistas pero sin los prejuicios ideológicos del “capitalismo”. El desafío de alimentar, vestir y “proletarizar” a cientos de millones de seres humanos que se integran al sistema hace, afortunadamente, que la ideología de la “austeridad fiscal” no tenga asidero entre la dirigencia china.

Bibliografía

Abeles, M. & M. Borzel (2010) “El régimen bajo presión: Los esquemas de metas de inflasion en Brasil, Chile, Colombia y Perú durante el boom en los precios internacionales de materias primas” CEFID-AR, Documento de Trabajo Nro. 31 Septiembre 2010.

Allen, F.; J. Qian; C. Zhang & M. Zhao (2012) “China’s financial system: opportunities and challenges” NBER Working Paper 17828 http://www.nber.org/papers/w17828

Amico, F. (2013) “La politica fiscal en el enfoque de Haavelmo y Kalecki. El caso argentino reciente”, CEFID-AR, Documento de Trabajo Nro. 51, Noviembre 2013.

Arceo, E. (2011) “El largo camino a la crisis. Centro, periferia y transformaciones de la economía mundial”, Buenos Aires: Cara o Ceca.

Barbosa-Filho, N. (2007) “Inflation targeting in Brazil: 1999-2006”. www.networkideas.org.

Borzel, M. (2005) “El manejo de la cuenta capital: Enseñanzas recientes y desafíos para Argentina”, CEFID-AR, Documento de Trabajo Nro.7, Diciembre 2005.

Borio, C. & P. Disyatat (2009) “Unconventional monetary policies: an appraisal” BIS Working Papers No 292

Carvalho, F. C. (2006) “Controles de capitais: uma agenda de pesquisa”. In: Sicsú, J. & Ferrari Filho, F. (2006) “Câmbio e Controle de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconómicos” Rio de Janeiro: Campus

Casparrino, C.; A. Briner y C. Rossi (2011) “Planifical el desarrollo. Apuntes para retomar el debate”, CEFID-AR, Documento de Trabajo Nº 38, Julio de 2011

Cavallo, D. & F. Díaz (2011) “How to curb China’s current inflation without reduction growth” www.cavallo.com.ar

Chen, J. (2010) “Crisis, Capital Controls and Covered Interest Parity: Evidence from China in Transformation” University of Paris West - Nanterre la D´efense, Version 3.0: November 19, 2010

Clinton, K. (1997) “Implementation of Monetary Policy in a Regime with Zero Reserve Requirements”, Bank of Canada.

Conway, P.; R. Herd & T. Chalaux (2010) “Reforming China's Monetary Policy Framework to Meet Domestic Objectives”, OECD Economics Department Working Papers, No. 822, OECD Publishing.

Crespo, E. (2013) “El auge…”, Artículo publicado en el diario Página 12, 19 de Mayo de 2013.

Damill, M & R. Frenkel (2009) “Las políticas económicas de la evolución reciente de la economía argentina”, Documento Nro. 65, CEDES

De Lucchi, J. M. (2012) “El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena. Reflexiones sobre la convertibilidad y la pos-convertibilidad argentina” CEFID-AR, Documento de Trabajo Nro. 44, Junio 2012.

De Lucchi, J.M; S. Guaita & N. Guaita (2013) “Hacia una explicación alternativa a la “Formación de Activos Externos” en Argentina”, Revista Circus, http://grupolujan-circus.blogspot.ca/2013/11/una-explicacion-alternativa-la.html

De Lucchi, J.M, (2014) “Macroeconomía de la deuda pública. El Desendeudamiento Argentino (2003-2012)”, CEFID-AR, Documento de Trabajo Nro 53.

Deutsche Bank Research (2011) “China’s financial integration into the world economy. Scrutinising China‘s international investment position”November 2011.

Ding, J. (1998) “China’s foreign Exchange black market and Exchange flight: Analysis of Exchange rate policy” The Developing Economies, XXXVI-1 (March 1998): 24–44

Elliott, D.J. & K. Yan “The Chinese Financial System. An Introduction and Overview”, John L. Thornton China Center Monograph Series, Number 6, July 2013

Ennis, H.M. & J.A. Weinberg (2009) “A model of stigma in the Fed Funds Market” Working Paper 09-59, Universidad Carlos III de Madrid.

Ferrari-Filho, F. & L.F. de Paula (2006) “Regime cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China”. In: Sicsú, J. & Ferrari Filho, F. (2006) “Câmbio e Controle de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconómicos” Rio de Janeiro: Campus.

Frenkel, R. (2007) “La sostenibilidad de la política de esterilización”, CEFID-AR, Documento de Trabajo Nro. 17, Agosto de 2007)

Frenkel, R. (2008) “Las políticas monetaria y fiscal en un régimen de tipo de cambio competitivo” Economia e Sociedade, Campinas, v. 17, Número especial, p. 611-628, dez. 2008.

Frenkel, R. & M. Rapetti (2007) “Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad”, Centro de Investigación Económica y de Políticas, Abril 2007

Gaggero, J., R. Kupelian y M. Zelada (2010) “La Fuga de Capitales II. Argentina en el escenario global (2002-2009), CEFID-AR, Documento de Trabajo Nro. 29, Julio de 2010.

Gallagher, K.P. (2013) “Should China Deregulate Finance?”, The Globalist 17/07/2014, http://www.theglobalist.com/should-china-deregulate-finance/

Gang, Y. (2008) “The monetary policy transmission mechanism in China” in “Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies”, BIS Papers No 35

Garcia-Herrero, A. & D. Santabárbara (2011) “China’s banking system risks after the 2008-10 stimulus package and the housing boom”, BBVA Research, May 2011.

Garvy, G. (1977) “Money, Financial Flows, and Credit in the Soviet Union” NBER.

Goodhart, C.A.E. (2010) “The changing rol of central banks”, Working Paper 326, BIS, November 2010

Graeber, D. (2012) “Debt. The first 5000 years”, New York: Melville House Publishing.

Greenspan, A. (2008) “La era de las turbulencias”, Ediciones B.

Kampel, D. & A. Rojze (2004) “Algunas reflexiones sobre el rol de la banca pública” CEFIDAR, Documento de Trabajo Nro. 2.

Lavoie, M. (1992) “Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis”, Edward Elgar, Aldershot.

Lavoie, M. (2001) “The reflux mechanism and the open economy,” in Rochon, L.P. and Vernengo, M. (eds), Credit, interest rate and the Open Economy: Essays on Horizontalism, Cheltenhan, UK: Edward Elgar, pp. 185-20

Lavoie, M. & G. Rodriguez (2006) “The ‘compensation’ thesis, as exemplified by the case of the Chinese central bank”, April 2006.

Lavoie, M. & W. Godley (2006) “Features of a realistic banking system within a post-Keynesian stock-flow consistent model”, in Mark Setterfield (ed.), Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory: Essays in Honour of Basil J. Moore, Edward Elgar: Cheltenham, pp. 251-268

Lenin, V.I. (1918) “El Estado y la Revolución”, Siglo Veintidós Editora, Marzo 2000.

Lerner, A.P. (1944) “Economía del Control”, Fondo de Cultura Económica, 1951

Lin, S. (2003) “China's Government Debt: How Serious?” *China: An International Journal*, 1(1), pp. 73-98.

Lin, S. (2011) “China’s Fiscal Policy and Fiscal Sustainability”, in Ito, T. and F. Parulian (eds.), *Assessment on the Impact of Stimulus, Fiscal Transparency and Fiscal Risk*. ERIA Research Project Report 2010-01, pp.77-116.

Ma, G., Y. Xiandong & L. Xi (2011) “China’s evolving reserve requirements” BIS Working Papers No 360.

Martin, M.F. (2012) “China’s Banking System: Issues for Congress” Congressional Research Service, Report for Congress. February 20, 2012

Mazat, N. (2007) “Um estudo heterodoxo da trajetória econômica contemporânea da Rússia” Dissertação de Mestrado, IE-UFRJ.

Medeiros, C. (2013) “Padrões de investimento, mudança institucional e transformação estrutural na economia chinesa” en: *Padrões de Desenvolvimento Econômico (1950–2008): América Latina, Ásia e Rússia*, Volumen 2, Capitulo 9, CGEE, Brasilia, 2013.

Medeiros, C. (1998) “Notas sobre o Desenvolvimento Econômico Recente na China” IEA/USP

Medeiros, C. y Serrano, F. (1999) "Padrões Monetários Internacionais e Crescimento" in Fiori, J. "Estados e Moedas", Ed. Vozes, 1999.

Medeiros , C y Serrano F. (2003) "Capital Flows to Emerging Markets Under the Floating Dollar Standard: a critical view based on the Brazilian experience" in L. Rochon & M. Vernengo (eds.) "Monetary and Financial Integration", forthcoming, Edgar Elgar, 2003

Minsky, H.P. (1975[2008]) “John Maynard Keynes”, McGraw-Hill.

Montoro, C. & R. Moreno (2011) “The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America” BIS Quarterly Review, March 2011

Nakamura, Y. (2010) “Money in the Soviet Administrative Command Economy: A Quantitative Analysis” Global COE Hi-Stat Discussion Paper Series, February 2010

Nolan, P. (2012) “Is China buying the world?”, Polity Press, Cambridge, UK.

OECD (2013) “Economic Surveys China”, March 2013People’s Bank of China (2012) “Monetary policy, fiscal policy and public debt management” BIS Papers No 67.

Peng, Y. (2007) “The Chinese banking industry. Lessons from history for today’s challenges” Routledge.

Pivetti, M. (1991) “An Essay on Money and Distribution”, London, Macmillan.

Ríos, X. (2014) “Una China híbrida”, El País 11/02/2014 http://elpais.com/elpais/2014/02/01/opinion/1391288242_726640.html

Serrano, F. (2010) “Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no BrasilRevista de Economia Politica, vol. 30, no 1 (117), pp. 63-72, janeiro-marco/2010

Serrano, F. & R. Summa (2011) “Mundell-Fleming without the LM curve: the exogenous interest rate in an open economy”, Rio de Janeiro: IE-UFRJ

Snowdon, B. & H.R. Vane (2005) “Modern Macroeconomics. Its origins, development and current state” Edward Elgar: Cheltenham, UK • Northampton, MA, USA

Vernengo, M. (2006) “Globalization and Endogenous Fiscal Crisis.” In P. Berglund and M. Vernengo. (eds.) The Means to Prosperity: Fiscal policy reconsidered. London Routledge.

Vernengo, M. (2012) “Is China really opening the capital account?” http://nakedkeynesianism.blogspot.ca/2012/03/is-china-really-opening-capital-account.html

Weber, M. (1964) “Economia y Sociedad”, Fondo de Cultura Economica.

Xiaopu, Z. (2011) “Capital account management and its outlook in China”, BIS Papers No 15.

Zhang, X. (2011) “Intermediary Targets of Chinese Monetary Policy: Selection and Efficiency” Power Point Presentation, People’s Bank of China.

Zhang, Y.S. and S. Barnett (2014) “Fiscal Vulnerabilities and Risks from Local Government Finance in China”, Working Paper 14/4, International Monetary Fund, January 2014.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL CEFID-AR:

N° 1 – "METAS DE INFLACIÓN: IMPLICANCIAS PARA EL DESARROLLO". Martín Abeles y Mariano Borzel. Junio 2004

N° 2 – "ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL ROL DE LA BANCA PÚBLICA". Daniel Kampel y Adrian Rojze. Noviembre 2004

N° 3 – "REGULACIÓN BANCARIA EN ARGENTINA DURANTE LA DÉCADA DEL 90". Guillermo Wierzba y Jorge Golla. Marzo 2005

N° 4 – "BANCA COOPERATIVA EN FRANCIA. UN ESTUDIO DE CASO". Mariano Borzel. Junio 2005

N° 5 – "LA CUESTIÓN TRIBUTARIA EN ARGENTINA. LA HISTORIA, LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE Y UNA PROPUESTA DE REFORMA". Jorge Gaggero y Federico Grasso. Julio 2005

N° 6 – "SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA. UNA HERRAMIENTA PARA EL DESARROLLO DEL CRÉDITO PYME". Alejandro Banzas. Octubre 2005

N° 7 – "EL MANEJO DE LA CUENTA CAPITAL: ENSEÑANZAS RECIENTES Y DESAFÍOS PARA ARGENTINA" Autor: Mariano Borzel, Colaborador: Emiliano Libman. Diciembre 2005

N° 8 – "FINANCIAMIENTO A PYMES EN LA BANCA PÚBLICA. ESTUDIO DE CASO: DESARROLLO DE MODELOS DE SCORING DE RIESGO CREDITICIO EN EL BANCO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES". César Marcelo Ciappa. Enero 2006

N° 9 – "LA CRISIS ARGENTINA DE 2001. ALGUNOS TÓPICOS SOBRE SU IMPACTO EN EL PORTAFOLIO Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO". Máximo Sangiácomo. Febrero 2006

N° 10 – "DIMENSIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO" Autor: Jorge Golla Colaborador: Lorena E. Fernández. Mayo 2006

N° 11 – "EL SPREAD BANCARIO EN LA ARGENTINA. UN ANÁLISIS DE SU COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN (1995-2005)". Federico Grasso y Alejandro Banzas. Agosto 2006

N° 12 – "LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LA POST-CONVERTIBILIDAD. PRINCIPALES TENDENCIAS EN UN NUEVO PATRÓN DE CRECIMIENTO" Ariana Sacroisky Octubre 2006

N° 13 – "ESTRUCTURA PRODUCTIVA Y DETERMINACIÓN DE PRECIOS. UN ABORDAJE SECTORIAL (2002-2005)" Mariano Borzel y Esteban Kiper. Noviembre 2006

N° 14 – "LA FUGA DE CAPITALES. HISTORIA, PRESENTE Y PERSPECTIVAS". Jorge Gaggero, Claudio Casparrino y Emiliano Libman. Mayo 2007

N° 15 – "LA INVERSIÓN Y SU PROMOCIÓN FISCAL ARGENTINA, 1974 – 2006" Jorge Gaggero y Emiliano Libman, Junio 2007

N° 16 – "DESAFÍOS DE LA RECONFIGURACIÓN PRODUCTIVA EN ARGENTINA. APORTES PARA EL DEBATE ACTUAL". María Agustina Briner, Ariana Sacroisky y Magdalena Bustos Zavala. Julio 2007

N° 17 – "LA SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA DE ESTERILIZACIÓN". Roberto Frenkel. Agosto 2007

N° 18 – "EL FINANCIAMIENTO A LA VIVIENDA EN ARGENTINA. HISTORIA RECIENTE, SITUACIÓN ACTUAL Y DESAFÍOS". Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Septiembre 2007

N° 19 – "NUEVAS ARQUITECTURAS FINANCIERAS REGIONALES. SU INSTITUCIONALIDAD Y CARACTERÍSTICAS". Guillermo Wierzba. Diciembre 2007

N° 20 – "UN ESTUDIO DE CASOS SOBRE BANCA DE DESARROLLO Y AGENCIAS DE FOMENTO" Claudio Golonbek y Emiliano Sevilla. Mayo de 2008

N° 21 – "BANCA DE DESARROLLO EN ARGENTINA. BREVE HISTORIA Y AGENDA PARA EL DEBATE" Claudio Golonbek, Septiembre 2008

N° 22 - "LA REGULACIÓN FINANCIERA BASILEA II. LA CRISIS Y LOS DESAFÍOS PARA UN CAMBIO DE PARADIGMA" Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez, Romina Kupelian y Rodrigo López. Noviembre 2008

N° 23 – "LA PROGRESIVIDAD TRIBUTARIA. SU ORIGEN, APOGEO Y EXTRAVÍO (Y LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE)" Jorge Gaggero. Diciembre 2008

N° 24 – "LAS ESTRATEGIAS DE FOCALIZACIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA. LECCIONES PARA LA ARGENTINA DE LAS EXPERIENCIAS DE SINGAPUR, MALASIA Y LA REPÚBLICA CHECA" Ariana Sacroisky. Abril 2009

N° 25 – "DESIGUALDAD Y CRECIMIENTO. LA LITERATURA, LOS DEBATES Y SU MEDICIÓN" Autor: Federico Grasso Colaboración: María José Castells. Mayo 2009.

N° 26 – "CRISIS MUNDIAL. ELEMENTOS PARA SU ANÁLISIS". Enrique Arceo, Claudio Golonbek y Romina Kupelian. Julio 2009

N° 27 – "TITULIZACIÓN HIPOTECARIA EL INSTRUMENTO. RESEÑA DE EXPERIENCIAS. ENSEÑANZAS Y DESAFIOS POST-CRISIS PARA SU USO EN LA ARGENTINA". Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Agosto 2009

N°28 – "BANCA DE DESARROLLO UN ESTUDIO DE CASO: BNDES, DISEÑO INSTITUCIONAL Y ROL CONTRACICLICO". Claudio Golonbek y Andrea Urturi. Marzo de 2010.

N°29- "LA *FUGA* DE CAPITALES II. ARGENTINA EN EL ESCENARIO GLOBAL (2002-2009). Jorge Gaggero, Romina Kupelian y María Agustina Zelada. Julio de 2010.

N°30- "CENTRO, PERIFERIA Y TRANSFORMACIONES EN LA ECONOMIA MUNDIAL". Enrique Arceo y María Andrea Urturi. Agosto de 2010.

N°31- "EL REGIMEN BAJO PRESION: LOS ESQUEMAS DE METAS DE INFLACION EN BRASIL, CHILE, COLOMBIA Y PERU DURANTE EL BOOM EN LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE MATERIA PRIMA". Martin Abeles y Mariano Borzel. Septiembre de 2010.

N°32- "LOS DESAFÍOS PARA SOSTENER EL CRECIMIENTO. EL BALANCE DE PAGOS A TRAVÉS DE LOS ENFOQUES DE RESTRICCIÓN EXTERNA". Rodrigo López y Emiliano Sevilla. Octubre de 2010.

N°33- "EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO. LA EVOLUCIÓN DE SU REGIMEN REGULATORIA DESDE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA. IMPACTOS RELEVANTES SOBRE EL CRÉDITO Y LA ECONOMÍA REAL". Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez y Romina Kupelian. Noviembre de 2010

N°34 - "AMERICA LATINA: EXPANSIÓN, CRISIS Y DESPUÉS. UN ESTUDIO DE CASO SOBRE LA POLÍTICA CONTRACÍCLICA EN ARGENTINA". Guillermo Wierzba y Pablo Mareso. Diciembre 2010.

N°35 - "PRODUCTO POTENCIAL Y DEMANDA EN EL LARGO PLAZO: HECHOS ESTILIZADOS Y REFLEXIONES SOBRE EL CASO ARGENTINO RECIENTE". Fabián Amico, Alejandro Fiorito y Guillermo Hang. Enero 2011.

N°36 - "SECTOR FINANCIERO ARGENTINO 2007/2010. NORMALIZACIÓN, EVOLUCIÓN RECIENTE Y PRINCIPALES TENDENCIAS". Claudio Golonbek y Pablo Mareso. Marzo 2011.

N°37 - "LA REGULACIÓN DE LA BANCA EN ARGENTINA (1810-2010). DEBTAES, LECCIONES Y PROPUESTAS". Guillermo Wierzba y Rodrigo López. Junio 2011.

N°38 - "PLANIFICAR EL DESARROLLO. APUNTES PARA RETOMAR EL DEBATE". Claudio Casparrino, Agustina Briner y Cecilia Rossi. Julio 2011.

N°39 - "MÁRGENES UNITARIOS FLEXIBLES, CICLO ECONÓMICO, E INFLACIÓN". Gustavo A. Murga y María Agustina Zelada. Agosto 2011.

N°40 - "IMPACTO DEL PRESUPUESTO SOBRE LA EQUIDAD. CUADRO DE SITUACIÓN (ARGENTINA 2010)". Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2011.

N°41 - "DIMENSIÓN Y REGULACIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO". Romina Kupelian y María Sol Rivas. Diciembre 2011.

N° 42 "GLOBALIZACION FINANCIERA Y CRISIS. LOS LÍMITES QUE IMPONE LA OMC PARA LA REGULACIÓN ESTATAL". Ariana Sacroisky y María Sol Rivas. Abril 2012

N° 43 – “ESTRATEGIAS DE DESARROLLO Y REGÍMENES LEGALES PARA LA INVERSIÓN EXTRANJERA”. Enrique Arceo y Juan Matias De Lucchi. Mayo 2012.

N° 44 – “EL ENFOQUE DE DINERO ENDÓGENO Y TASA DE INTERÉS EXÓGENA”. Juan Matías De Lucchi. Junio 2012.

N° 45 – “EXPANSIÓN ECONÓMICA Y SECTOR EXTERNO EN LA ARGENTINA DE LOS AÑOS 2000” Fabián Amico, Alejandro Fiorito y María Agustina Zelada. Julio 2012.

N° 46 – “IMPACTO SOBRE LA EQUIDAD II. SIMULACIÓN DE LOS EFECTOS DISTRIBUTIVOS DE CAMBIOS EN EL GASTO PÚBLICO Y LOS IMPUESTOS. (ARGENTINA, 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2012.

Nº 47 – “IMPACTO SOBRE LA EQUIDAD III. FISCALIDAD Y EQUIDAD EN LA ARGENTINA: UN ENFOQUE DE EQUILIBRIO GENERAL”. María Priscila Ramos y Leandro Antonio Serino. Con el asesoramiento de Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Octubre 2012.

Nº 48 “SECTOR EXTERNO Y POLÍTICA FISCAL EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO. LA EXPERIENCIA DE AMÉRICA LATINA ANTE LA CRISIS INTERNACIONAL DE 2008-2009. Martin Abeles, Juan Cuattromo, Pablo Mareso y Fernando Toledo. Marzo 2013.

Nº 49 “FONDOS BUITRE. EL JUICIO CONTRA ARGENTINA Y LA DIFICULTAD QUE REPRESENTAN EN LA ECONOMÍA MUNDIAL” Romina Kupelian y Maria Sol Rivas. Septiembre 2013.

Nº 50 “LA UNIDAD Y LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA DE AMÉRICA LATINA: SU HISTORIA, EL PRESENTE Y UN ENFOQUE SOBRE UNA OPORTUNIDAD INÉDITA”. Guillermo Wierzba, Jorge Marchini, Romina Kupelian y María Andrea Urturi. Octubre 2013.

N° 51 “LA POLÍTICA FISCAL EN EL ENFOQUE DE HAAVELMO Y KALECKI. EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico. Noviembre 2013.

Nº 52 “LA FUGA DE CAPITALES III. ARGENTINA (2002-2012). MAGNITUDES,EVOLUCIÓN, POLÍTICAS PÚBLICAS Y CUESTIONES FISCALES RELEVANTES. Jorge Gaggero. Magdalena Rua, Alejandro Gaggero. Diciembre 2013.

Nº 53 “MACROECONOMÍA DE LA DEUDA PÚBLICA. EL DESENDEUDAMIENTO ARGENTINO (2003-2012) Juan Matías De Lucchi. Enero 2014.

Nº 54 “CRECIMIENTO Y BRECHA DE INFRAESTRUCTURA”. Norberto E. Crovetto, Guillermo Hang, Claudio Casparrino. Febrero 2014.

N° 55 “RACIONAMIENTO DE CREDITO EN UN MARCO DE DINERO PASIVO Y REFERNCIA POR LA LIQUIDEZ DE LOS BANCOS” Rodrigo López y Pablo Mareso. Marzo 2014.

Nº 56 “ CRÉDITO Y COMUNIDAD. DEBATES, ESQUEMAS Y EXPERIENCIAS EN EL CAMPO DE LAS FINANZAS SOLIDARIAS” Ariana Sacroisky y Andrea Urturi. Abril 2014

Nº 57 “SOSTENIBILIDAD E IMPLICANCIAS DEL DESACOPLE ENTRE EL CENTRO Y LA PERIFERIA EN EL CONTEXTO LATINOAMERICANO” Fabián Amico. Mayo 2014

Nº58 “FUGA DE CAPITALES IV. ARGENTINA, 2014. LA MANIPULACIÓN DE LOS PRECIOS DE TRANSFERENCIA” Verónica Grondona con la supervisión de Jorge Gaggero.