

La nueva normalidad en China y en América Latina¹

Sebastián Claro

Vicepresidente, Banco Central de Chile

22 de septiembre de 2015

Agradezco sinceramente la invitación a este seminario. Por de pronto, la Pontificia Universidad Católica de Chile ha sido mi casa por varios años, y es siempre un agrado estar aquí. Por otro lado, el conjunto de expositores le otorga un realce especial a este debate. Quisiera destacar especialmente la presencia de destacados investigadores de UCSD que hoy nos acompañan, como Barry Naughton, de quién yo personalmente he aprendido mucho leyendo sus investigaciones. Finalmente, el tema que nos reúne no solo es de suma importancia, sino que a veces de suma ignorancia, por lo que una reunión como esta resulta muy valiosa.

El foco de mi presentación será el impacto sobre América Latina de la llamada “nueva normalidad” en China. Después de décadas de crecimiento muy alto, China se acerca a crecer a tasas en torno al 6% a fines de esta década y a un número más cercano al 5% en 10 años, con un menor impulso de la inversión y las exportaciones, y un mayor rol del consumo interno.² Este es un cambio muy relevante, y por cierto las noticias en los últimos meses dan cuenta de las dificultades de esta convergencia. La esencia de mi exposición es compartir con ustedes algunas ideas sobre por qué la nueva normalidad en China significa una nueva normalidad para América Latina. Para ello, he escogido tres aspectos que considero fundamentales.

El dividendo de China

Un primer aspecto lo he denominado el “dividendo de China”, y nace de la observación de la realidad regional a comienzos de los 2000s que he enfatizado con anterioridad.³ El año 2003 los economistas Carmen Reinhart, Ken Rogoff y Miguel Savastano publicaron un trabajo titulado “Debt Intolerance”⁴, donde analizaban los niveles de deuda externa-GDP que podían considerarse seguras o tolerables. En este trabajo, el nivel crítico de deuda dependía tanto de variables económicas fundamentales como del comportamiento histórico de pago de los países de sus compromisos financieros. La principal conclusión era que los niveles de deuda tolerables eran bajos, y que los países de la región tenían niveles de deuda que los acercaban peligrosamente al abismo. La respuesta a la crisis asiática había dejado los niveles de deuda en una zona peligrosa.

¹ Discurso preparado para el seminario “China y América Latina en el siglo Asiático”, organizado por el Centro UC de Estudios Asiáticos y la Universidad de California San Diego, realizado en Santiago de Chile, 22 de Septiembre de 2015. Los comentarios no representan necesariamente la visión del consejo del Banco Central de Chile.

² Ver S. Claro, 2012, “Economía China, ¿qué viene hacia adelante?”, *Economía y Administración UC* 72:8-12, publicado en base a la presentación en el V encuentro Empresarial Chile-China, junio de 2011, en honor a visita a Chile de Xi Jinping. Ver también Fand, C., y I. Roberts, 2015, “Potential Growth and rebalancing in China”, *Bulletin Reserve Bank of Australia*, June Quarter.

³ Ver discurso ante el UCLA Anderson Latin American Annual Conference 2010.

⁴ Reinhart, C., K. Rogoff y M. Savastano, 2003, “Debt Intolerance,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 34(1):1-74.

Naturalmente, el debate sobre las implicancias macroeconómicas de esta situación no se hizo esperar. De acuerdo a los autores: “Para los países con deuda intolerable, mantener acceso a los mercados financieros internacionales se hace problemático a no ser que los niveles de deuda bajen rápidamente. Para evaluar cómo este “desapalancamiento” puede ocurrir, examinamos como, históricamente, las economías emergentes han logrado bajar sus altos niveles de deuda. Analizamos episodios de grandes cambios en los niveles de deuda externa, cayendo más de 25 puntos porcentuales del PIB en tres años. De los 21 casos identificados en el grupo de países de ingreso medio desde 1970, casi dos tercios de los casos tuvieron alguna forma de default o reestructuración de la deuda. Solo en un caso -Swazilandia en 1985 – el país fue capaz de bajar sustancialmente los niveles de deuda externa como consecuencia de un crecimiento alto.” A comienzos de los 2000s, a menos que un milagro ocurriese, el default parecía estar a la vuelta de la esquina para un conjunto de países en la región.

Pero los milagros existen. Y China fue uno de ellos. El fuerte auge en los precios de las materias primas desde mediados de la década pasada les permitió a los países de la región tener persistentes superávits en la cuenta corriente en un plazo relativamente corto. Así, la fuerte expansión de China alivió significativamente las cuentas externas y fiscales en América Latina. Como botón de muestra, el año 2002 la deuda pública de Brasil superaba el 80% del PIB, y el año 2007 era casi 30 puntos porcentuales menor.

En otras épocas este milagro hubiese sido desperdiciado, pero en esta ocasión los países tuvieron marcos de políticas macroeconómicas más robustos, ahorrando parte de los ingresos extraordinarios, manejando prudentemente los flujos de capitales que inevitablemente llegaban a los sistemas financieros, y permitiendo la fluctuación de las monedas, que tanto problema había creado en el pasado. Así, una combinación de buena suerte y buenas políticas explica el alivio en las cuentas fiscales y externas en varios países de la región.

Más aún, cómo muestra la figura 1, desde mediados de los 2000s los países de América Latina, así como otros emergentes, tuvieron tasas de crecimiento muy superiores a las de principales economías desarrolladas, algo no observado desde mediados de los 1980s. Así, el súper ciclo de *commodities* no sólo alivió las pesadas mochilas de deuda sino también contribuyó a una fuerte expansión de la inversión y la actividad.

La “nueva normalidad” en China supone el fin del periodo de auge extraordinario de precios de materias primas, y por lo tanto levanta la pregunta sobre cuán preparadas están la economías de la región para enfrentarla. La región está enfrentando un fuerte ajuste de inversión y menores tasas de crecimiento, y surge naturalmente la inquietud sobre qué parte del crecimiento en los últimos 10 años obedeció a razones estructurales y qué parte podemos explicar como consecuencia del boom de las materias primas. Esta pregunta es fundamental porque en el contexto actual, una visión errada que enfatice sobremanera aspectos cíclicos en la desaceleración corre el riesgo de postergar agendas de productividad que potencien el crecimiento en el mediano plazo, y en cambio pueden contribuir a generar desequilibrios macroeconómicos y tensionar las cuentas fiscales. Y me atrevo a anticipar que esta vez otra China no aparecerá en el camino.

Patrones Comerciales

Un segundo aspecto a destacar dice relación con el cambio en la estructura productiva que este fenómeno exige. La penetración de China en los mercados mundiales en los últimos 20 años ha sido abrumadora, especialmente en sectores intensivos en trabajo menos calificado, donde China tiene naturales ventajas comparativas que además se han visto potenciadas por una política de atracción de inversión extranjera y subsidios al capital para empresas domésticas que han contribuido a sesgar aún más las exportaciones chinas hacia bienes intensivos en trabajo.⁵

La fuerte competencia de productos importados desde China a las industrias nacionales ha sido objeto de análisis en múltiples ocasiones.⁶ Su impacto ha sido heterogéneo. En países desarrollados, como en Estados Unidos, las industrias intensivas en trabajo de menor calificación representan un porcentaje menor del empleo y la producción manufacturera. Y aún en casos donde las empresas norteamericanas han enfrentado competencia directa desde exportadores chinos, la evidencia muestra que las primeras fueron capaces de “escapar” a la competencia desde China con aumentos de productividad, calidad de productos, exportación y movimientos hacia bienes más sofisticados.⁷

En América Latina existe un porcentaje mayor de empresas cuya producción tiene un grado de sustitución relevante con los productos chinos, por lo que el impacto de las importaciones chinas ha sido mayor. Esto es especialmente claro en América Central y México. El caso de Chile es interesante, y algo diferente del resto de los países, toda vez que el proceso de apertura y liberalización comercial en Chile comenzó a mediados de los 1970s, lo que significó que muchas industrias donde Chile no tenía ventajas comparativas disminuyeran su relevancia o simplemente desaparecieron durante los 1980s. Así, la expansión comercial en China desde mediados de los 1990s generó un impacto sobre un porcentaje bastante menor de la industria nacional, y la disponibilidad de productos más baratos fue en directo beneficio de los consumidores.

Aun así, la evidencia muestra que en aquellas industrias donde se produjo un encuentro de empresas chilenas con competidores chinos, las primeras no fueron capaces de reaccionar como sus pares norteamericanos, sino más bien se afectó negativamente el empleo y aumentó su probabilidad de morir.⁸ La conjetura detrás de esta evidencia es que los menores niveles de productividad, capital humano e innovación en una economía como la chilena dificultan el proceso de *upgrading* o diferenciación requerido para enfrentar la competencia de productos chinos más baratos y de calidad creciente.

Esta discusión adquiere máxima importancia hacia adelante, ya que el fin del ciclo de las materias primas induce, y exige, un movimiento de recursos desde sectores de recursos naturales hacia

⁵ Claro, S., 2009, “FDI Liberalization as a Source of Comparative Advantage in China”, *Review of Development Economics* 13(4): 740-753.

⁶ Ver artículos sobre América Latina y China en la revista *Integration and Trade* Nº 24, 2006.

⁷ A.B. Bernard, A., J.B. Jensen y P.K. Schott, 2006, “Survival of the best fit: Exposure to low-wage countries and the (uneven) growth of U.S. manufacturing plants”, *Journal of International Economics* 68(1): 219–237.

⁸ Álvarez, R., y S. Claro, 2009, “David Versus Goliath: The Impact of Chinese Competition on Developing Countries”, *World Development* 37(3):560–571

otros sectores. En Chile, el último ciclo de materias primas se tradujo en un aumento muy sustancial en la participación de la inversión minera en el PIB en un contexto donde la inversión no minera tuvo una tendencia declinante sobre el PIB (figura 2). Coherente con ello, desde mediados de los 2000s – con la excepción del año marcado por la crisis financiera internacional-, las economías de la región tuvieron una fuerte valorización real de sus monedas. En Chile, ello elevó fuertemente los costos laborales unitarios en dólares, como se aprecia en la figura 3, impulsando el movimiento de recursos hacia la minería.

Este fenómeno, que se asocia al concepto de enfermedad holandesa discutido en la literatura,⁹ debe ser revertido en los próximos años, potenciando la producción y exportación en industrias diferentes de las materias primas. La depreciación de las monedas en los países de la región contribuye efectivamente a la caída de los costos en dólares, aumentando así su competitividad.

Surgen aquí dos observaciones sobre las cuáles quisiera profundizar brevemente. Por una parte, este proceso requiere movilidad de empleo y reasignación de inversión, entre otros. Estos procesos son lentos y a veces costosos de lograr, y resulta por tanto clave establecer condiciones adecuadas para facilitarlos y no entorpecerlos. Especialmente en un contexto donde la competencia de productos chinos en amplios sectores industriales es cada vez más intensa, la flexibilidad de la industria nacional para adecuarse a ello, innovar y reinventarse resulta crucial a la luz de la evidencia antes mencionada.

Por otro lado, la idea más tradicional de industrialización queda de alguna manera obsoleta con el advenimiento del *outsourcing* como método de producción, y con la posibilidad de exportar tecnologías y servicios. El fundamento principal de por qué la enfermedad holandesa es una enfermedad descansa en la idea que las industrias transables perjudicadas con el boom de los recursos naturales tienen economías de escala o mayor crecimiento de la productividad, mientras que la expansión de los sectores de servicios - presumiblemente con menor potencial de crecimiento de la productividad -, no constituiría una fuente de crecimiento.

La evidencia en Chile muestra que el sector servicios ha tenido un fuerte impulso en los últimos años, no sólo en términos de su tamaño – algo esperable dado el crecimiento del país –, sino también por su fuerte crecimiento en productividad. Por ejemplo, la productividad media del trabajo en los sectores de comercio y servicios financieros ha aumentado más del doble que en el agregado (ver figura 4), y evidencia similar puede ser encontrada en los sectores de construcción y servicios de comunicaciones. La exportación de servicios y tecnología – ya sea directamente o a través de flujos de inversión extranjera directa – ha sido un patrón distintivo de crecimiento en Chile en la última década, y en mi opinión otorga una ventana de posibilidades importante hacia adelante, toda vez que el sector de servicios es un nicho sin mayor competencia desde China y con un fuerte déficit en América Latina.

⁹ Corden, W. M., 1984, "Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation", *Oxford Economic Papers* 36(3):359-380

Ejemplo de ello es un libro editado por el BID en 2010,¹⁰ que muestra que la intermediación minorista y mayorista explica una parte significativa de la brecha de productividad entre los países de América Latina y el mundo desarrollado. Así, la baja productividad en los sectores de distribución e infraestructura es un cuello de botella para el desarrollo de la región. Este fenómeno no es exclusivo de países emergentes. De acuerdo a un libro publicado por el presidente del Banco Central de India, Raghuram Rajan,¹¹ muchas estrategias de desarrollo de exportaciones seguidas por países desarrollados -como Japón – han terminado protegiendo a sectores de servicios domésticos muy ineficientes. Esta ineficiencia en la provisión de servicios representa una barrera al crecimiento de largo plazo en la región, y Chile tiene ventajas y potencialidad para exportar conocimiento en estos sectores.

Apertura financiera en China

Un tercer aspecto clave de la “nueva normalidad” en China está relacionado con su impacto en las condiciones macroeconómicas globales. Aunque la presencia de China se ha sentido con más fuerza en los mercados de bienes manufactureros y de materias primas, la “nueva normalidad” implica un cambio importante en el rol de China en el sistema financiero global.

Desde un punto de vista financiero, el flujo de ahorro externo de China derivado del masivo superávit de la cuenta corriente desde comienzos de la década de los 2000 ha llevado a una fuerte acumulación de reservas internacionales y títulos de deuda del Tesoro norteamericano por parte del PBoC, con un impacto bajista en las tasas de interés de largo plazo en la economía mundial. Por cierto que la tendencia a la baja en tasas de largo plazo tiene diversas causas y es anterior a la apertura en China, pero su acumulación de activos financieros externos ha contribuido a ello.¹²

En los últimos años el superávit de cuenta corriente en China ha disminuido fuertemente, así como también se han detenido sus compras de reservas internacionales. En el último año, el PBoC ha vendido reservas masivamente para hacer frente a salidas de capitales. Con todo, el flujo de ahorro chino en el exterior ha disminuido y seguirá haciéndolo en los próximos años, como resultado de un rebalanceo hacia una mayor demanda interna.

Pero la dimensión más relevante de la apertura no dice relación con el cambio en el flujo de ahorro externo de la economía China sino con el efecto sobre la asignación del stock de ahorro. Es bien sabido que el stock de ahorro en China es muy significativo, y los mecanismos para ahorrar para empresas y personas han estado muy restringidos. Para los hogares, los principales medios de ahorro han sido los depósitos bancarios y bienes raíces, y sólo en el último tiempo otros vehículos de inversión domésticos han aparecido.¹³ En lo fundamental, el tremendo stock de

¹⁰ Inter-American Development Bank, 2010, *La era de la productividad: Cómo transformar las economías desde sus cimientos*, Carmen Pagés-Serra, editora.

¹¹ Rajan, R., 2010, *Fault Lines*, Princeton University Press.

¹² Ver Bernanke, B., 2005, “The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit”, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia.

¹³ De acuerdo al último Informe de Estabilidad Financiera publicado en agosto de 2015 por el PBoC, en 2014 el ahorro financiero de los hogares era de cerca de 102 trillones de yuan, equivalentes a 161% del PIB. De esos, los depósitos bancarios representaban cerca de

ahorro ha estado encapsulado en China, financiando principalmente su sistema bancario. La necesaria apertura de la cuenta de capitales va a transformar esto en las próximas décadas.

Este es un proceso bi-direccional. Así como existe un apetito en el resto del mundo por activos chinos, también existe una potencial demanda importante de activos en el exterior por parte de los ahorristas chinos. Aunque el sesgo doméstico o *home bias* en la tenencia de activos financieros es un fenómeno ampliamente documentado¹⁴, la apertura de la cuenta de capitales en China tendrá implicancias importantes sobre la asignación del ahorro en el mundo.

Para Chile, y el resto de la región, este proceso profundizará el acceso a financiamiento en un mercado que hasta hoy no ha sido relevante, salvo para aquellos países agobiados por las deudas y excluidos de mercados formales. En los últimos años, tanto el sector corporativo como el sector financiero en Chile han diversificado fuentes de financiamiento. Y la posibilidad de acceder a financiamiento en China en condiciones competitivas requerirá profundizar mercados de monedas y de derivados para permitir un adecuado manejo de riesgos.

A su vez, el desarrollo y apertura del mercado financiero chino a capitales extranjeros constituye una fuente atractiva de retornos y diversificación para el ahorro doméstico. Chile tiene un sector financiero bastante desarrollado y profundo en relación a otros países de la región, con una exposición importante a activos externos. Como muestra la tabla 1 la exposición a China en los portafolios de los Fondos de Pensiones está sub-representado respecto de otros países grandes. Por cierto, este déficit es más acentuado en otros países de la región.

La apertura en China constituye así un desafío inmenso desde un punto de vista financiero, tanto por la posibilidad de atraer financiamiento e inversión extranjera en condiciones competitivas como para diversificar los riesgos de los residentes chilenos. Esto exigirá un desarrollo del mercado local de RMB, así como una apertura mental y cultural por nuestra parte para lograr un mejor conocimiento de las posibilidades en China.

Quisiera terminar con una reflexión muy breve. El término “nueva normalidad” en China ha sido acuñado por sus propias autoridades como reconocimiento a la necesidad de profundizar el rol del mercado en su economía y entrar en una etapa de crecimiento más moderado. Ello es valioso, ya que Chile y América Latina se benefician de una senda de crecimiento más realista y estable en China, más allá de los vaivenes de corto plazo. Sin embargo, la tremenda ganancia de ingresos en la última década ha terminado, por lo que la “nueva normalidad” en China necesariamente implica una “nueva normalidad” en América Latina, Chile incluido. Esto va a exigir disciplina en los gastos y flexibilidad para adecuarse.

Muchas gracias.

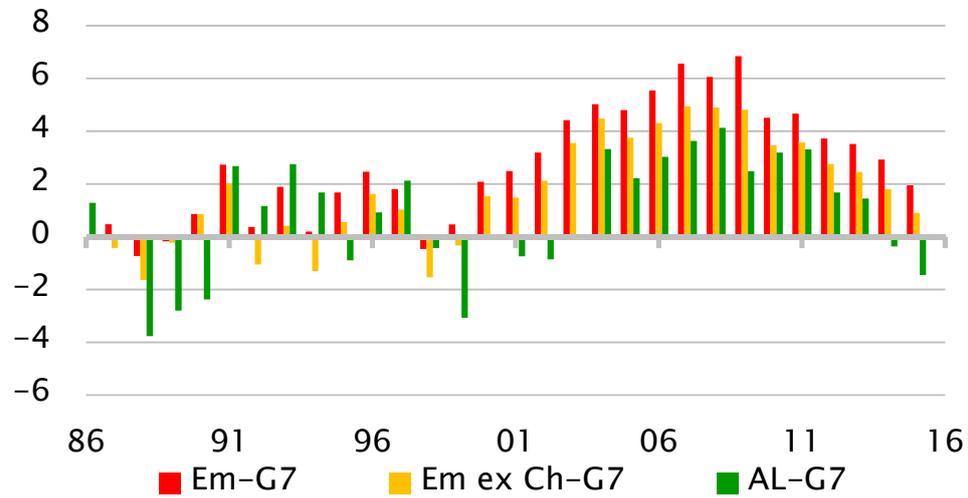
80% del PIB, mientras que la participación en acciones tipo A en la bolsa equivalía a 12,4% del PIB. En tanto, los depósitos totales en las instituciones financieras representaban 185% del PIB, equivalentes a casi 19 trillones de USD.

¹⁴ French, K., y J. Poterba, 1991, “Investor diversification and international equity markets”, *American Economic Review* 81(May):222-226.

Figura 1

Diferencia de crecimiento entre Países Emergentes y G7: 1986-2015e

(puntos porcentuales)



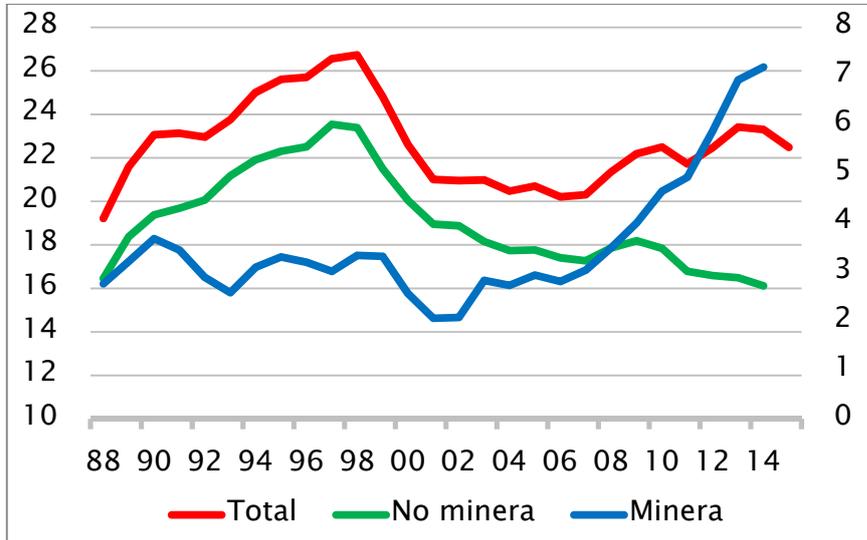
Nota: Cada barra corresponde a la diferencia en la tasa de crecimiento de diferentes grupos de países emergentes y el promedio de G7 cada año desde 1986. Em se refiere a un conjunto de países emergentes, Em ex Ch se refiere a países emergentes excluyendo China, y AL se refiere a países de América Latina.

Fuentes: WEO, Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Chile.

Figura 2

Inversión en Chile: 1986-2015e

(porcentaje del PIB nominal)



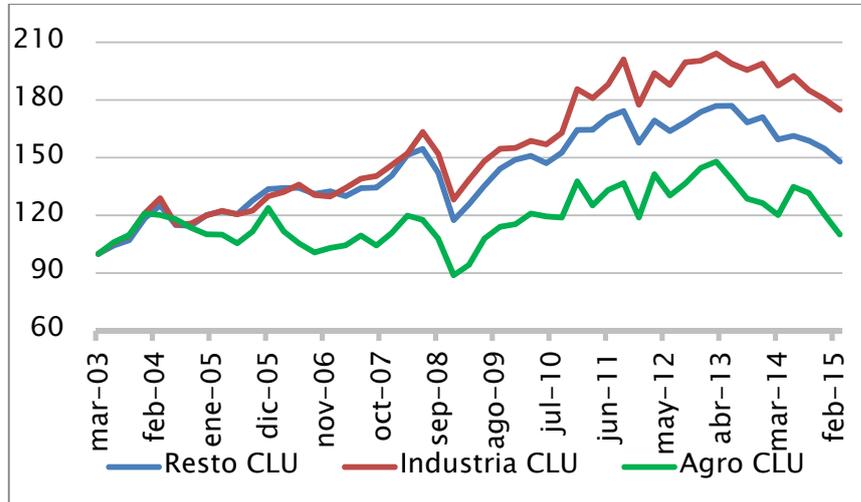
Nota: La línea roja mide la razón FBKF total/PIB nominal. La línea verde mide la porción no minera, mientras que la línea azul (eje derecho) mide la porción en minería. Cada serie se calcula como el promedio móvil de los tres años anteriores.

Fuentes: WEO, Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Chile.

Figura 3

Costos Laborales Unitarios en Dólares

(Índice 2003.I=100)



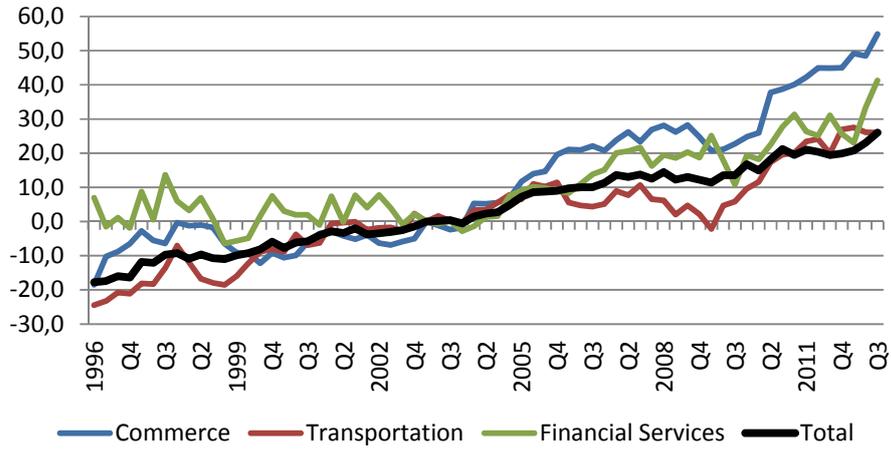
Nota: Costos laborales unitarios en dólares medidos como el costo unitario de la mano de obra en cada sector en dólares dividido por la productividad media de las horas trabajadas. Para el sector agro se considera el costo de mano de obra del sector resto.

Fuentes: Banco Central de Chile, INE.

Figura 4

Crecimiento de la productividad media del trabajo en servicios: 1996-2012q3

Crecimiento acumulado respecto de 2003



Fuente: Banco Central de Chile

Tabla 1

Inversiones de los Fondos de Pensiones a diciembre 2014

| | MMUSD | % Inversión | % Activos |
|---------------------------|----------------|-------------|------------|
| Inversión Nacional | 92.682 | 100% | 56% |
| Inversión Exterior | 72.750 | 100% | 44% |
| Estados Unidos | 26.457 | 36,4% | 16,0% |
| Hong Kong | 5.015 | 6,9% | 3,0% |
| Japón | 4.453 | 6,1% | 2,7% |
| China | 4.135 | 5,7% | 2,5% |
| India | 3.546 | 4,9% | 2,1% |
| Brasil | 2.629 | 3,6% | 1,6% |
| México | 2.234 | 3,1% | 1,4% |
| Alemania | 2.213 | 3,0% | 1,3% |
| Luxemburgo | 1.927 | 2,6% | 1,2% |
| Taiwan | 1.700 | 2,3% | 1,0% |
| Islas Cayman | 1.494 | 2,1% | 0,9% |
| Reino Unido | 1.282 | 1,8% | 0,8% |
| Otros | 15.665 | 21,5% | 9,5% |
| Activos totales | 165.432 | | |

Fuente: Superintendencia de Pensiones