



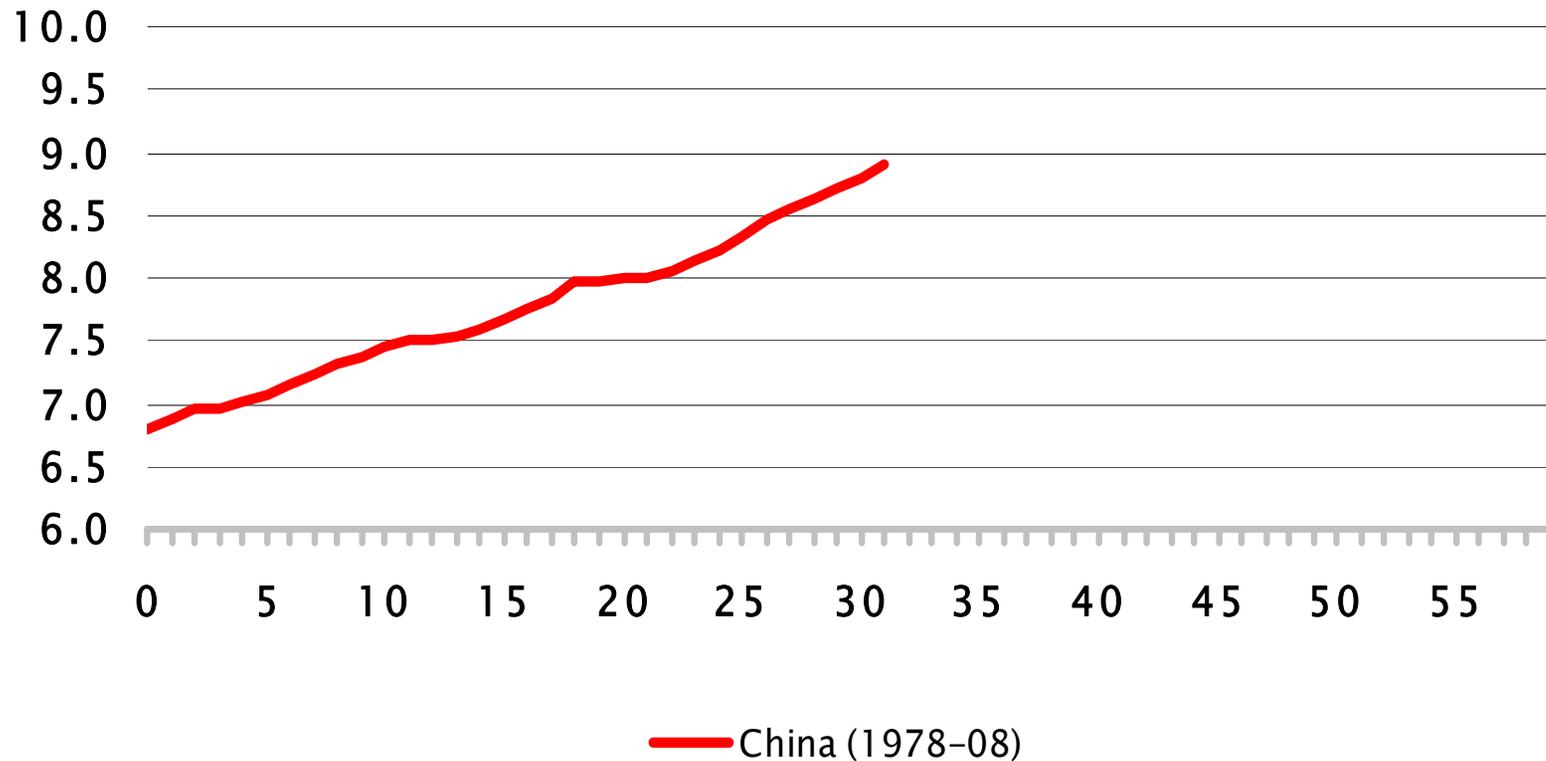
El Desafío del Crecimiento en China

Sebastián Claro
Consejero
Banco Central de Chile



China ha tenido un crecimiento muy alto en los últimos 30 años

PIB per capita (logs)

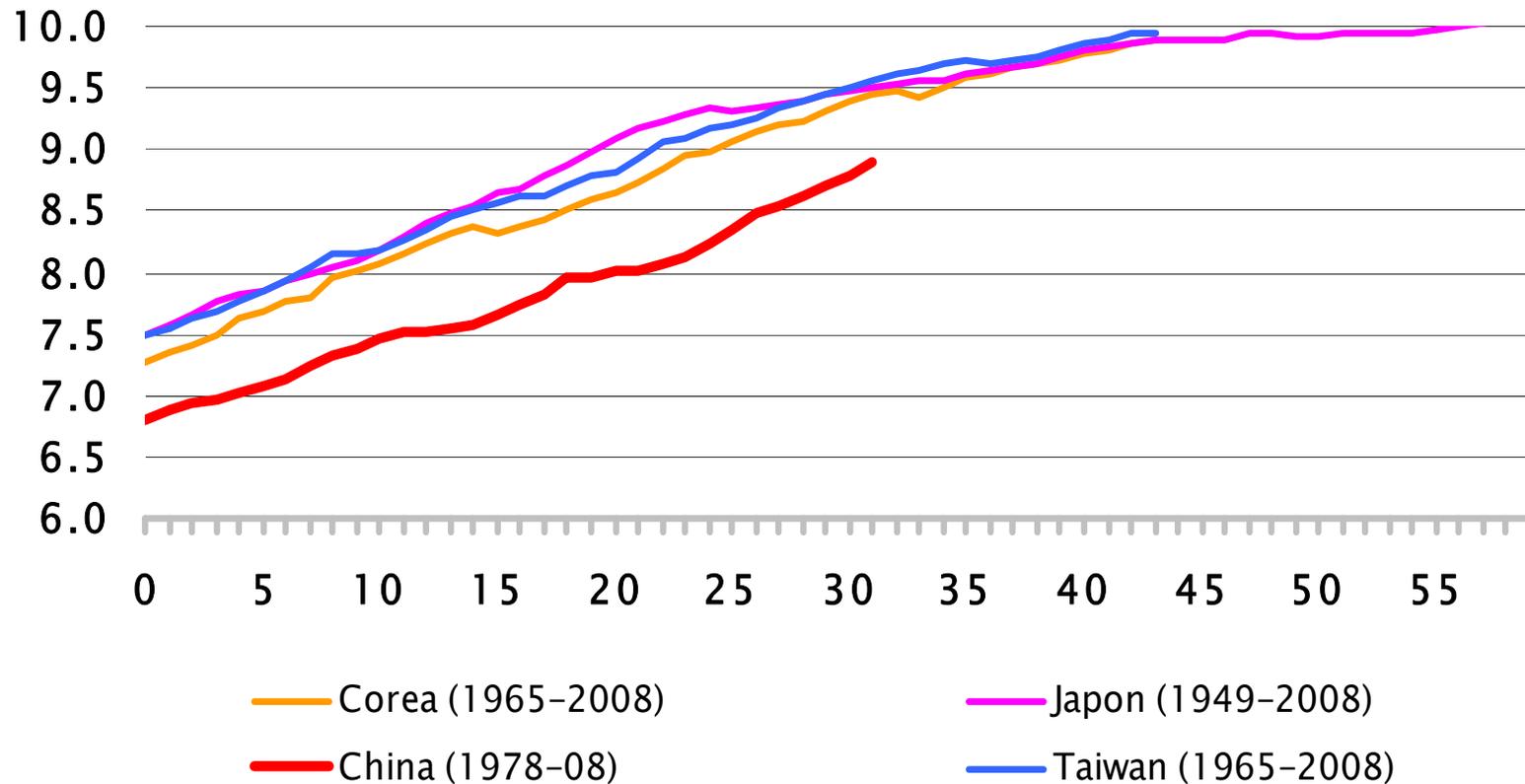


Fuente: Maddison (2009).



Pero su PIB per capita en China es un 50% del de otros países después de 3 décadas de crecimiento

PIB per capita (logs)

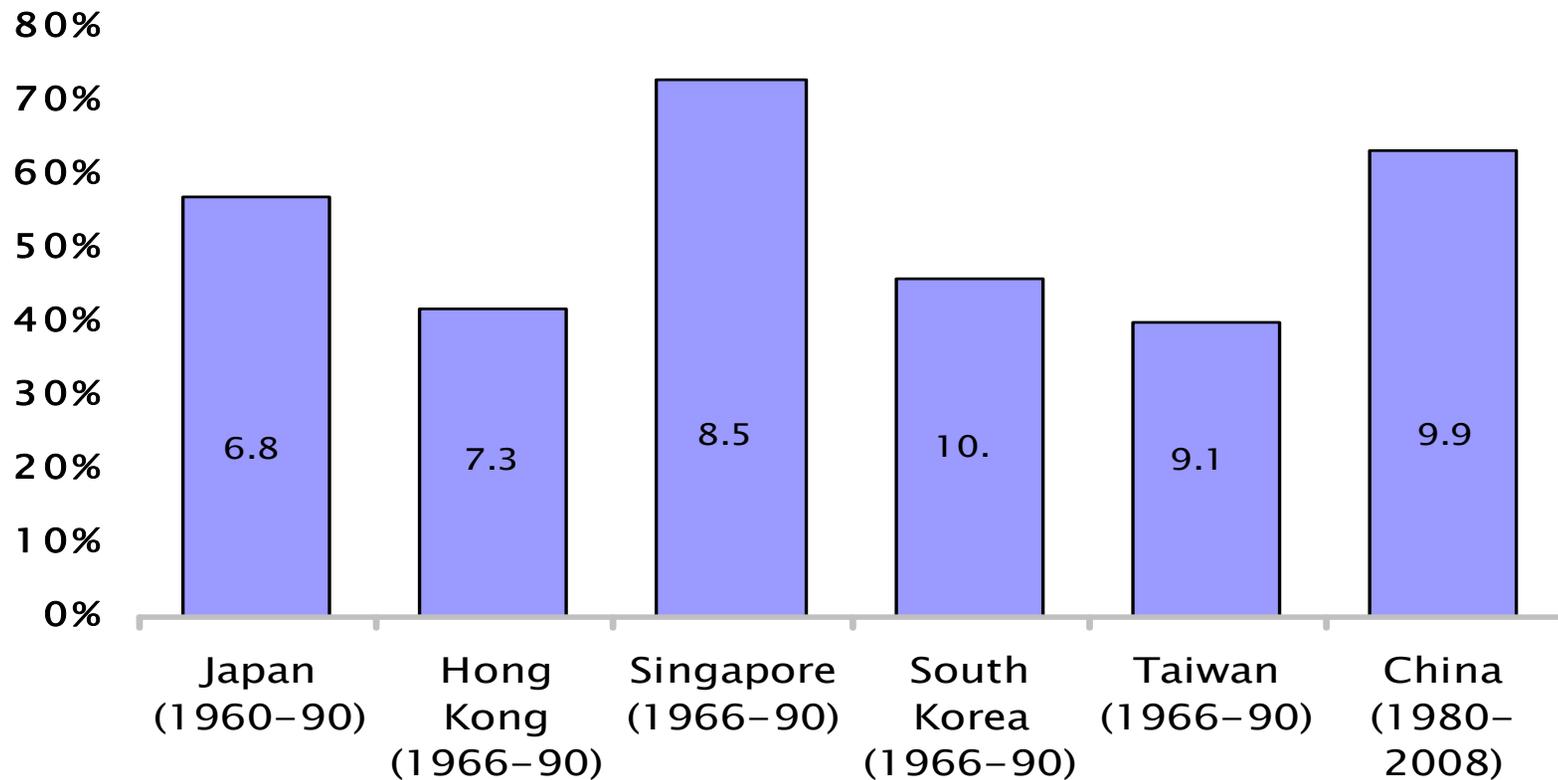


Fuente: Maddison (2009).



El crecimiento en China – al igual que en otros milagros asiáticos – se explica principalmente por la acumulación de capital.

Aporte de la inversión al crecimiento
(variación anual, porcentaje)





Plan

- Características del proceso de ahorro/inversión en China.
- Consideraciones Macroeconómicas
- China y la Crisis
- Desafíos
- Conclusiones

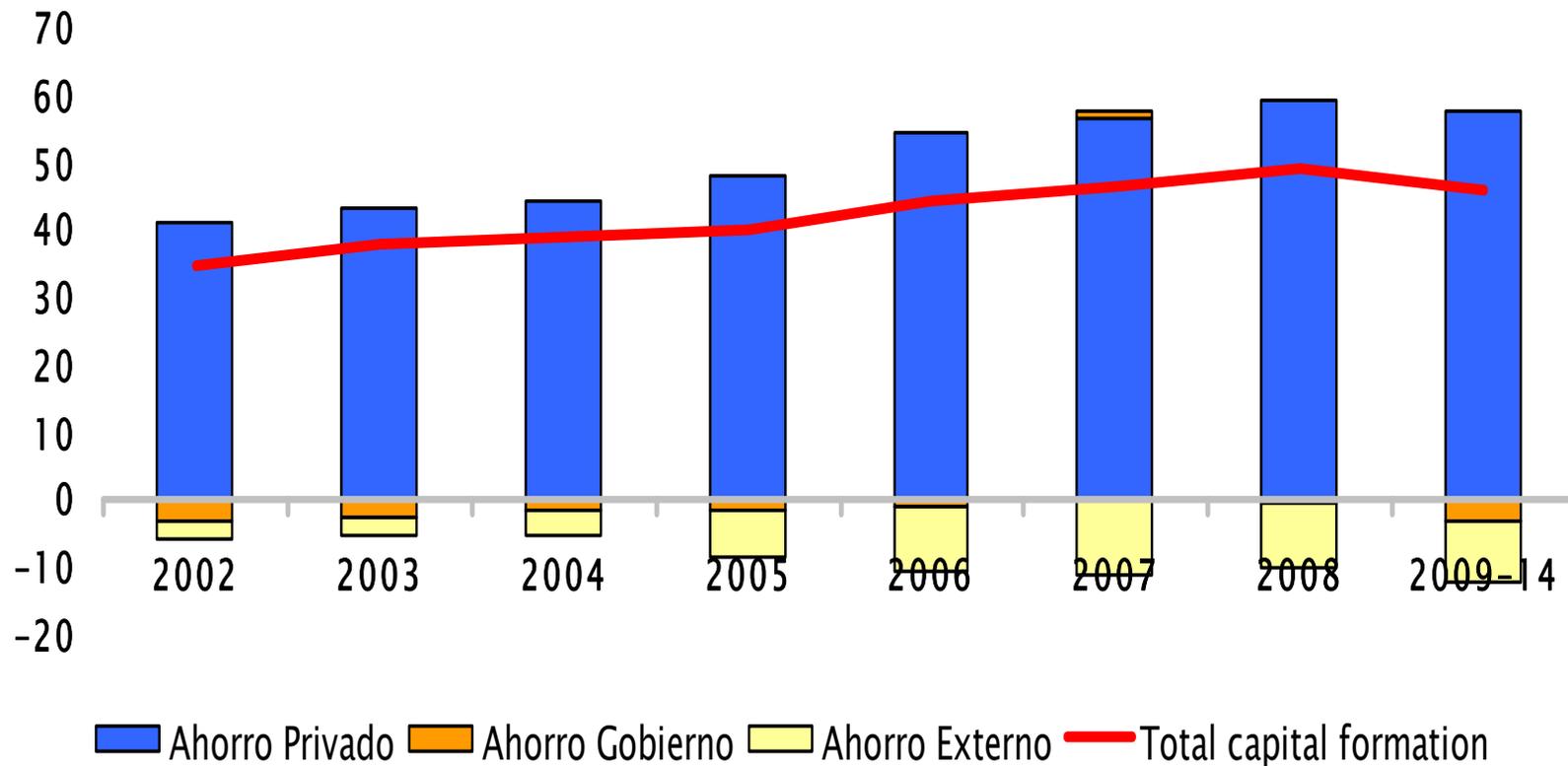


Ahorro & Inversión en China: ¿Mucha inversión, buena inversión, o ambas?



1. La tasa de inversión es alta y se financia principalmente con ahorro interno

Ahorro Privado/Gobierno/Externo
% PIB

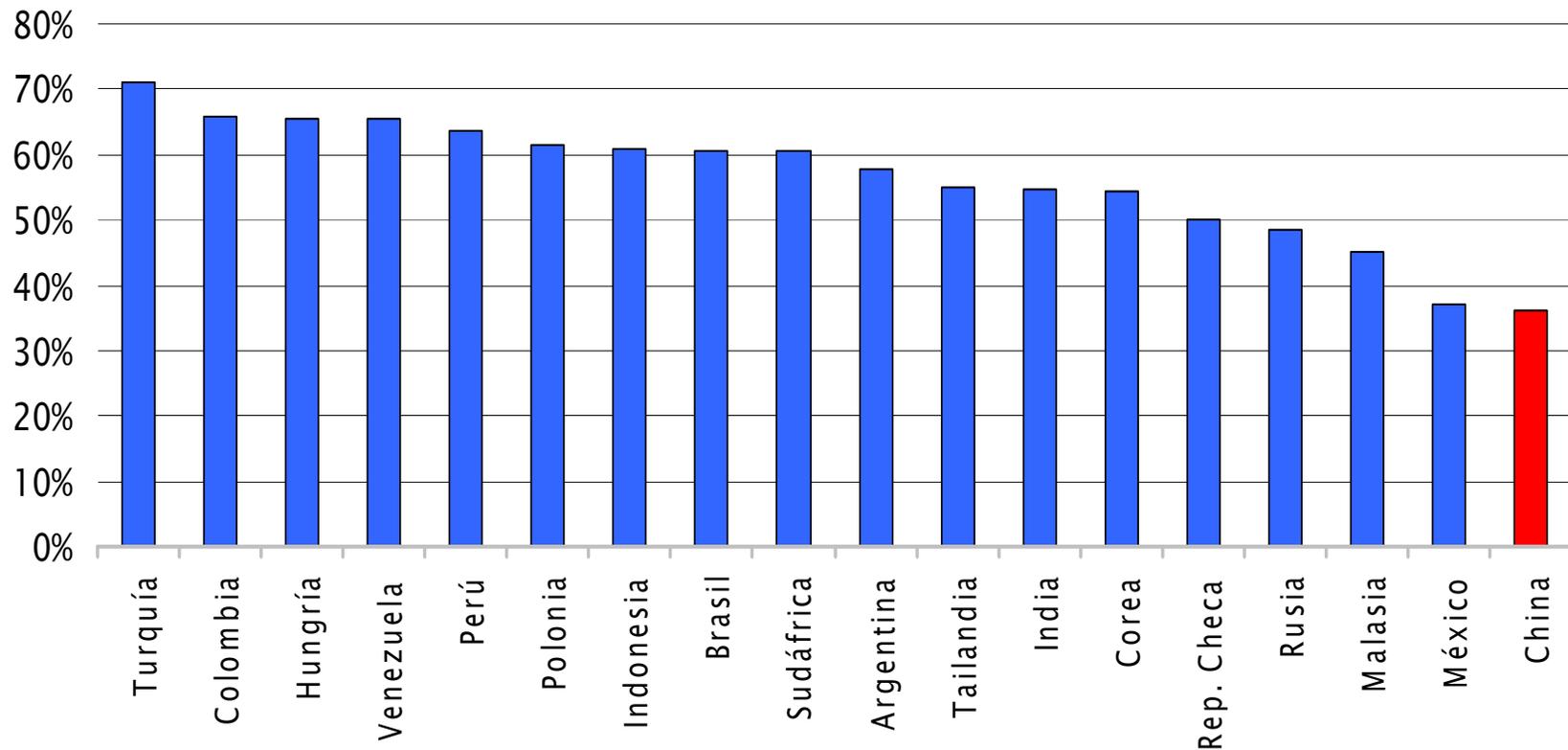


Fuente: Fondo Monetario Internacional.



2. La alta tasa de ahorro refleja una economía muy orientada al mercado externo

Consumo privado 2008
Porcentaje del PIB

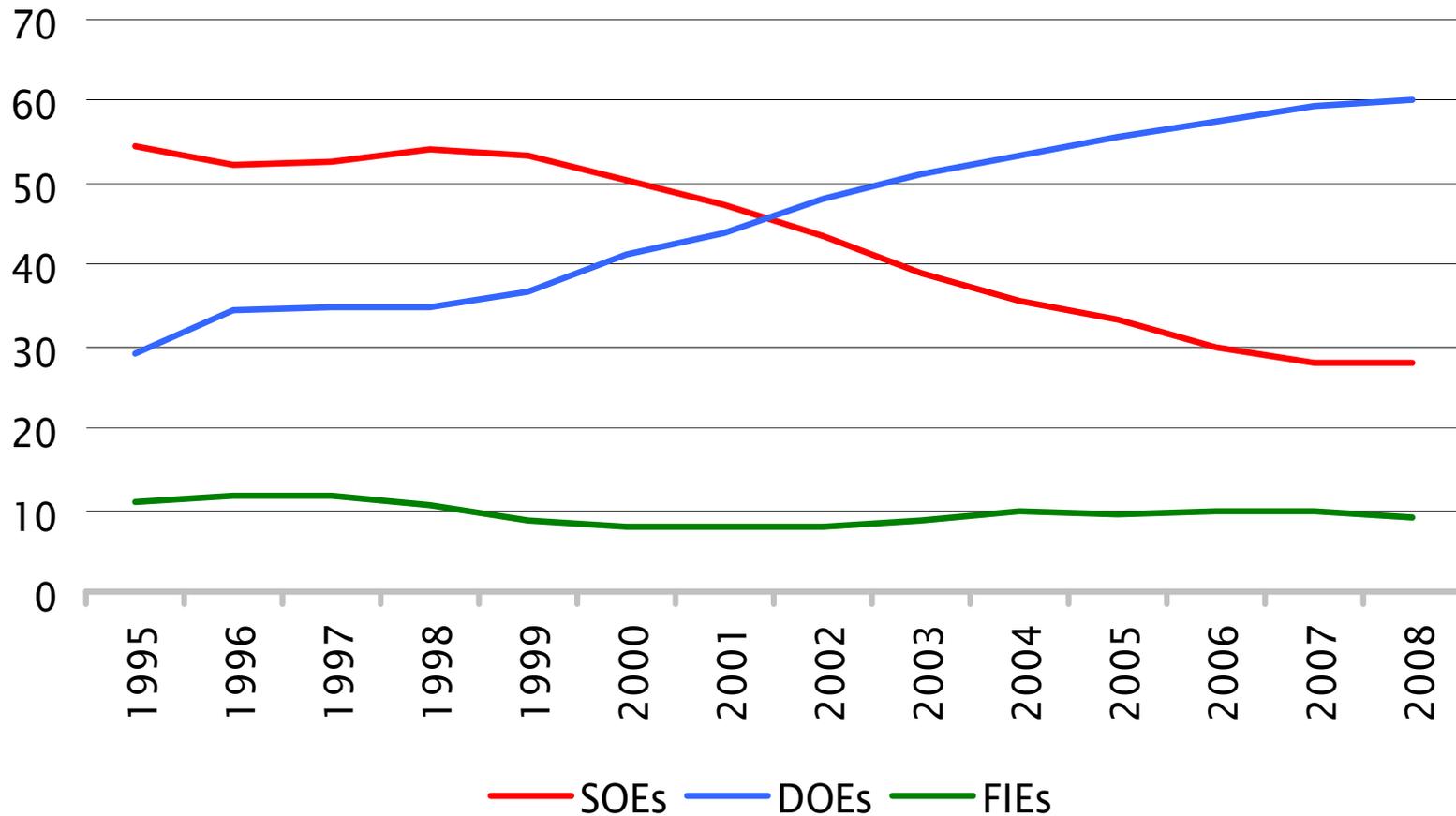


Fuente: Fondo Monetario Internacional



3. Creciente participación de empresas domésticas no estatales en la acumulación de capital

Participación en Inversión Total

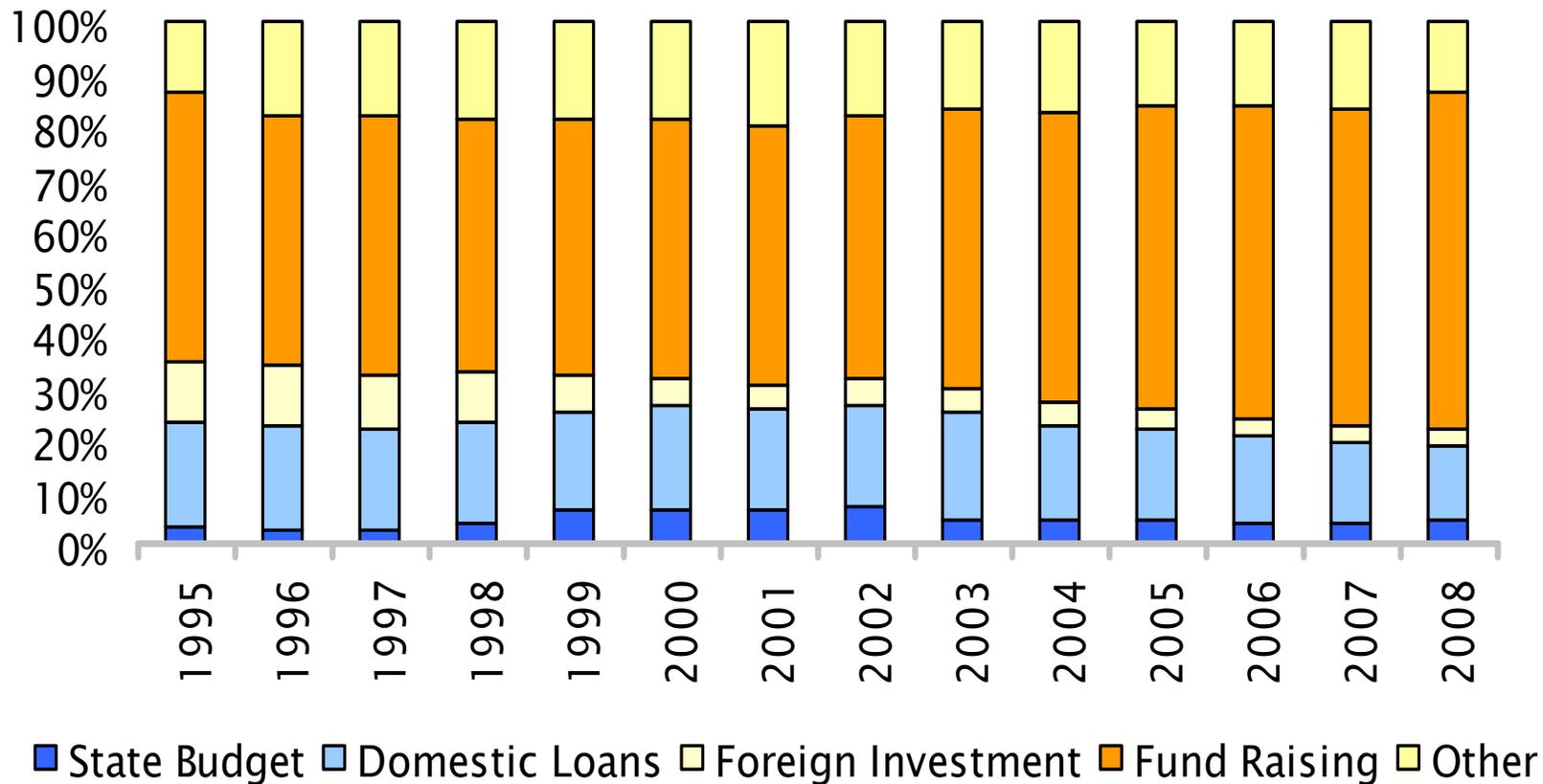


Fuente: CEIC.



4. La inversión es mayoritariamente financiada con utilidades retenidas

Fuentes de Financiamiento (%)

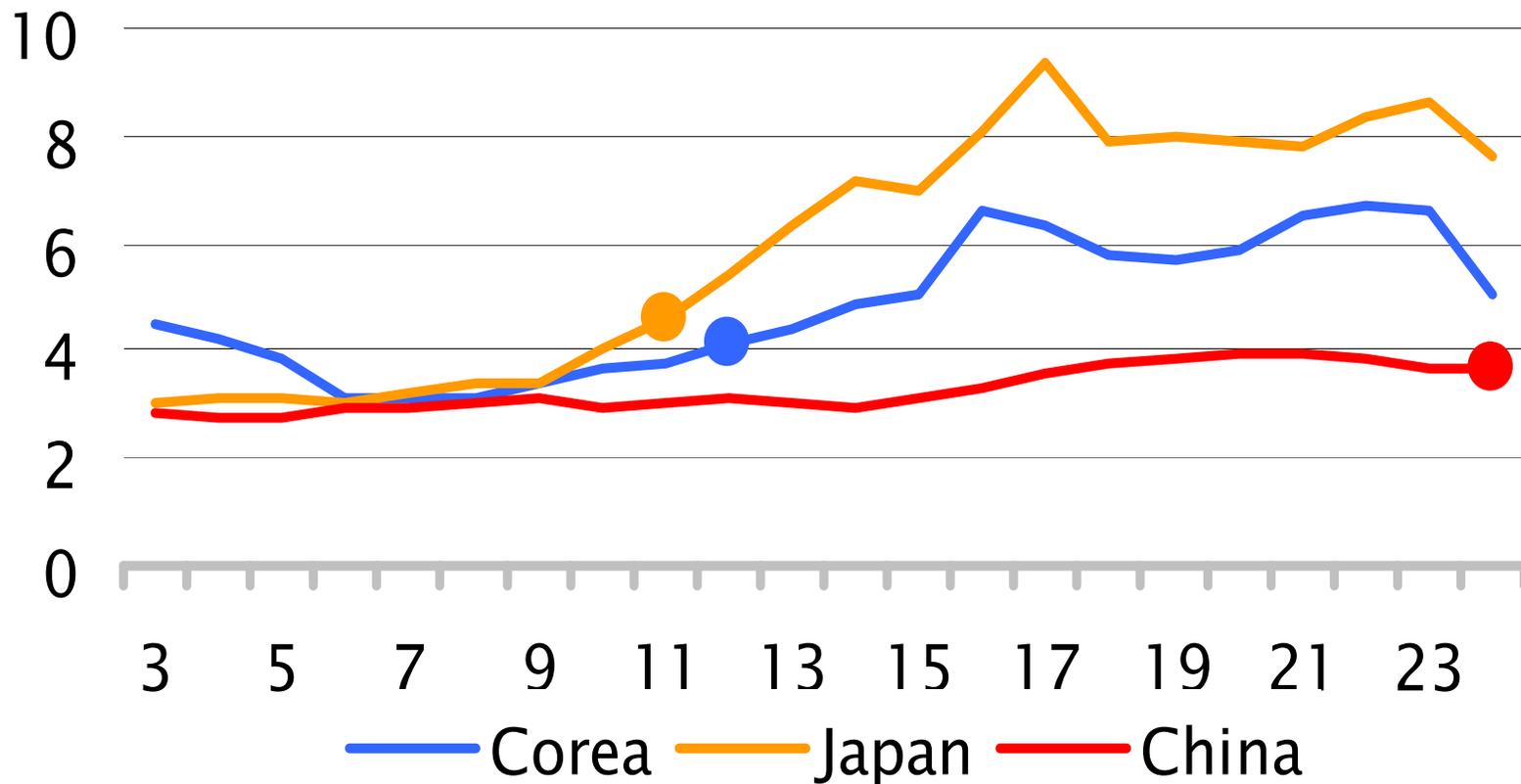


Fuente: CEIC.



5. La rentabilidad de la inversión en China es similar a la de otros países en igual etapa de desarrollo

ICOR: Incremental Capital-Output Ratio

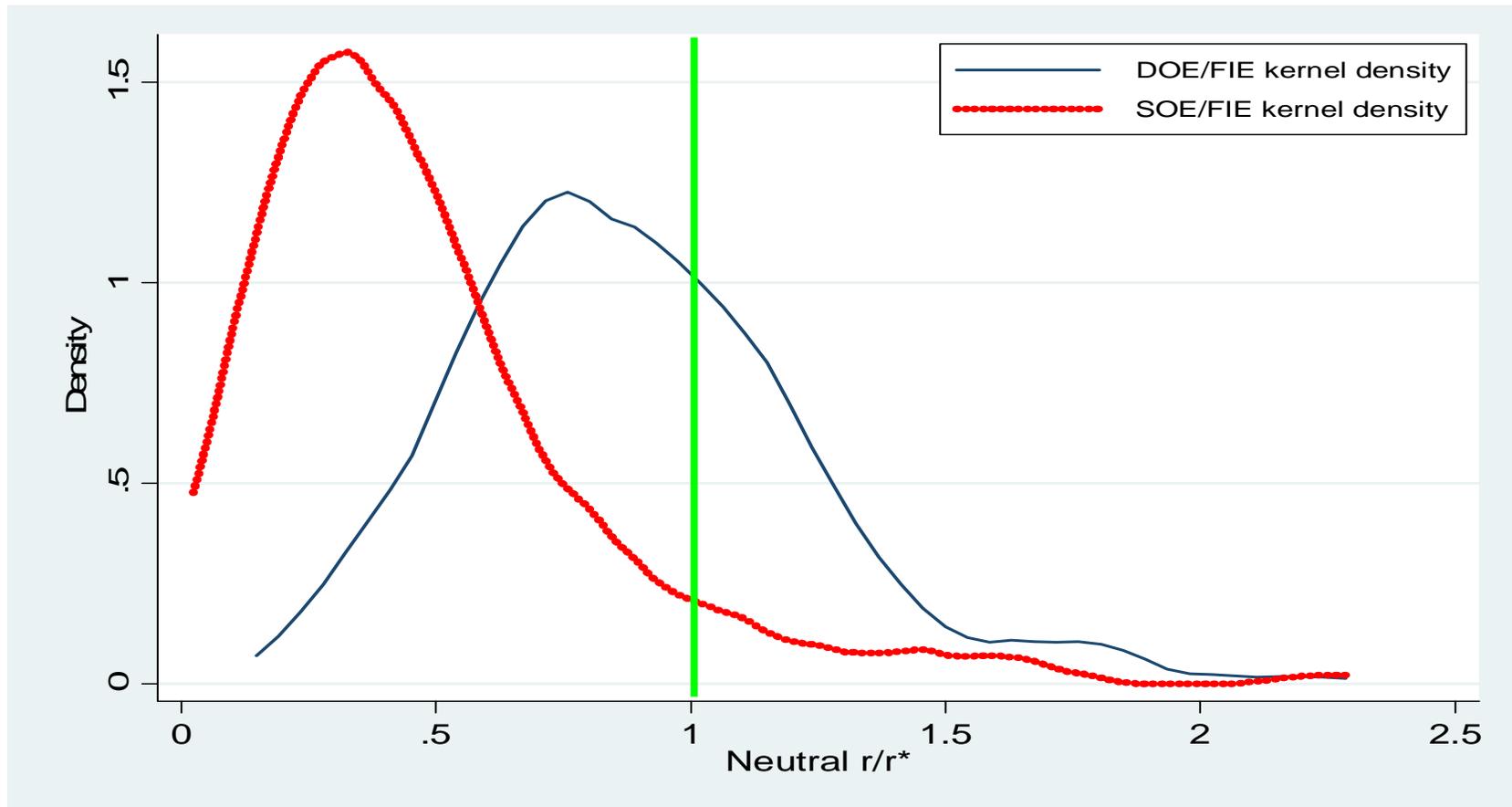


Fuente:..



6. Existen grandes diferencias en la rentabilidad del capital entre FIEs, DOEs y SOEs.

Rentabilidad del capital (razón)



Fuente: Claro (2007).



Resumen

- China tiene una alta tasa de inversión, financiada con ahorro interno
- En promedio la rentabilidad de la inversión es razonable, pero existen bolsones de inversión ineficientes
- La principal fuente de financiamiento son las utilidades retenidas
- El sistema financiero cumple un rol clave en otorgar crédito a empresas con baja rentabilidad



La Macroeconomía en China: Ahorro, Tipo de cambio, y Sistema financiero



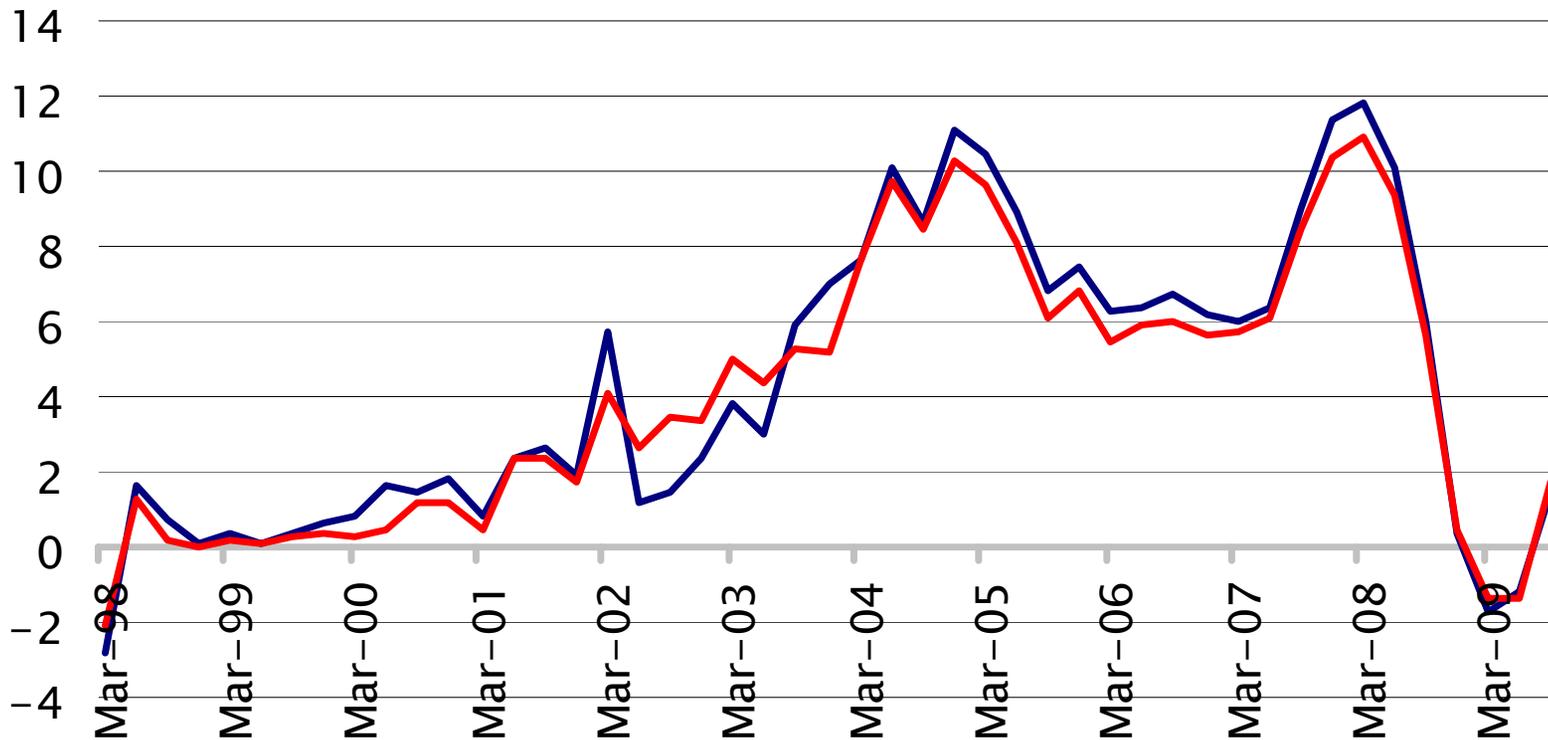
¿Por qué China ahorra tanto?

- Escasez de seguros salud y pensiones
- Modigliani: One-child policy
- Restricciones a los flujos de capitales y tipo de cambio fijo



1. La demanda por activos crece a altas tasas: fuerte crecimiento en precios de propiedades

Tasa de crecimiento de propiedades comerciales y residenciales
(var. % 12 meses)

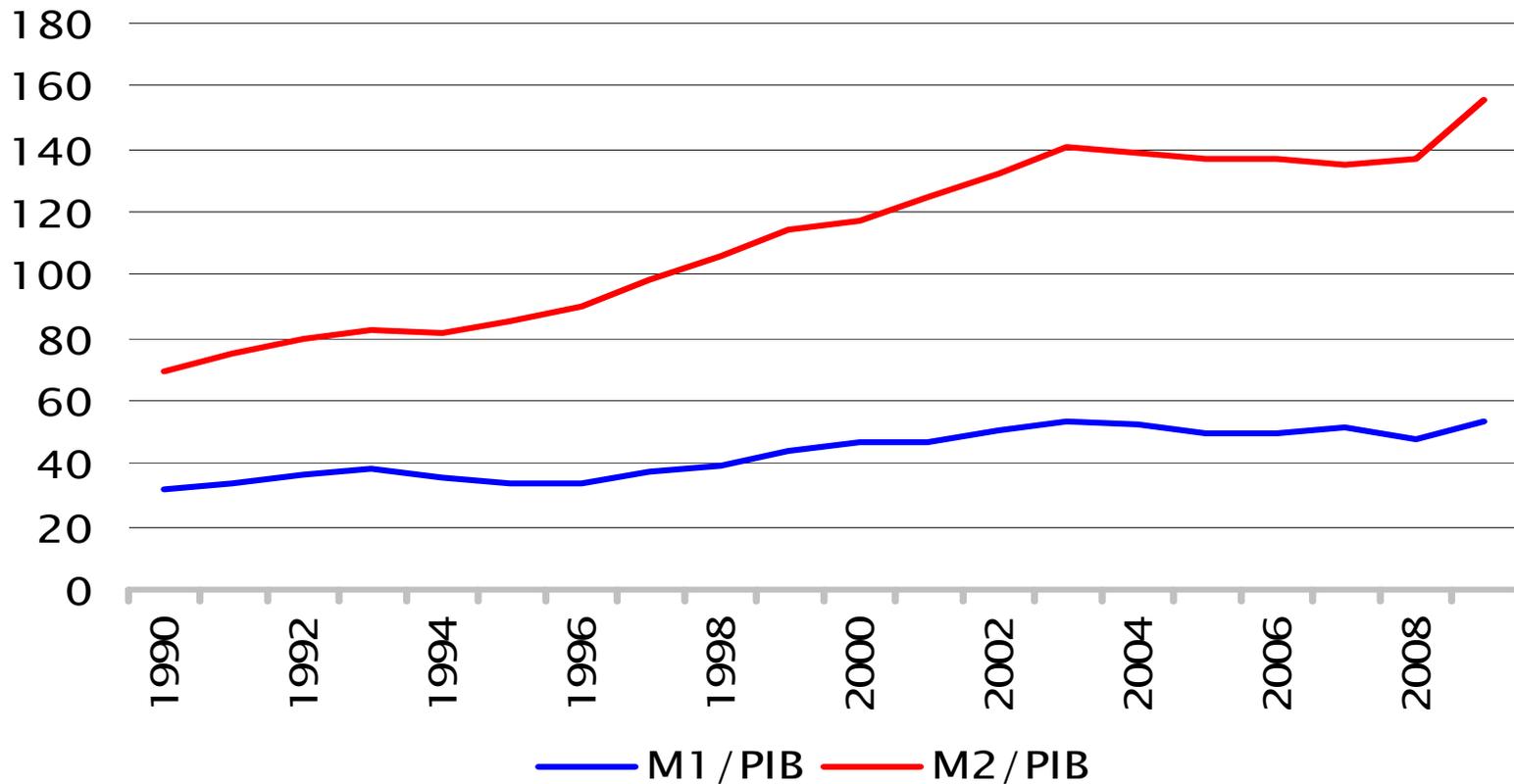


Fuente: Bloomberg.



2. ... y fuerte crecimiento en demanda por dinero.

Dinero como % del PIB

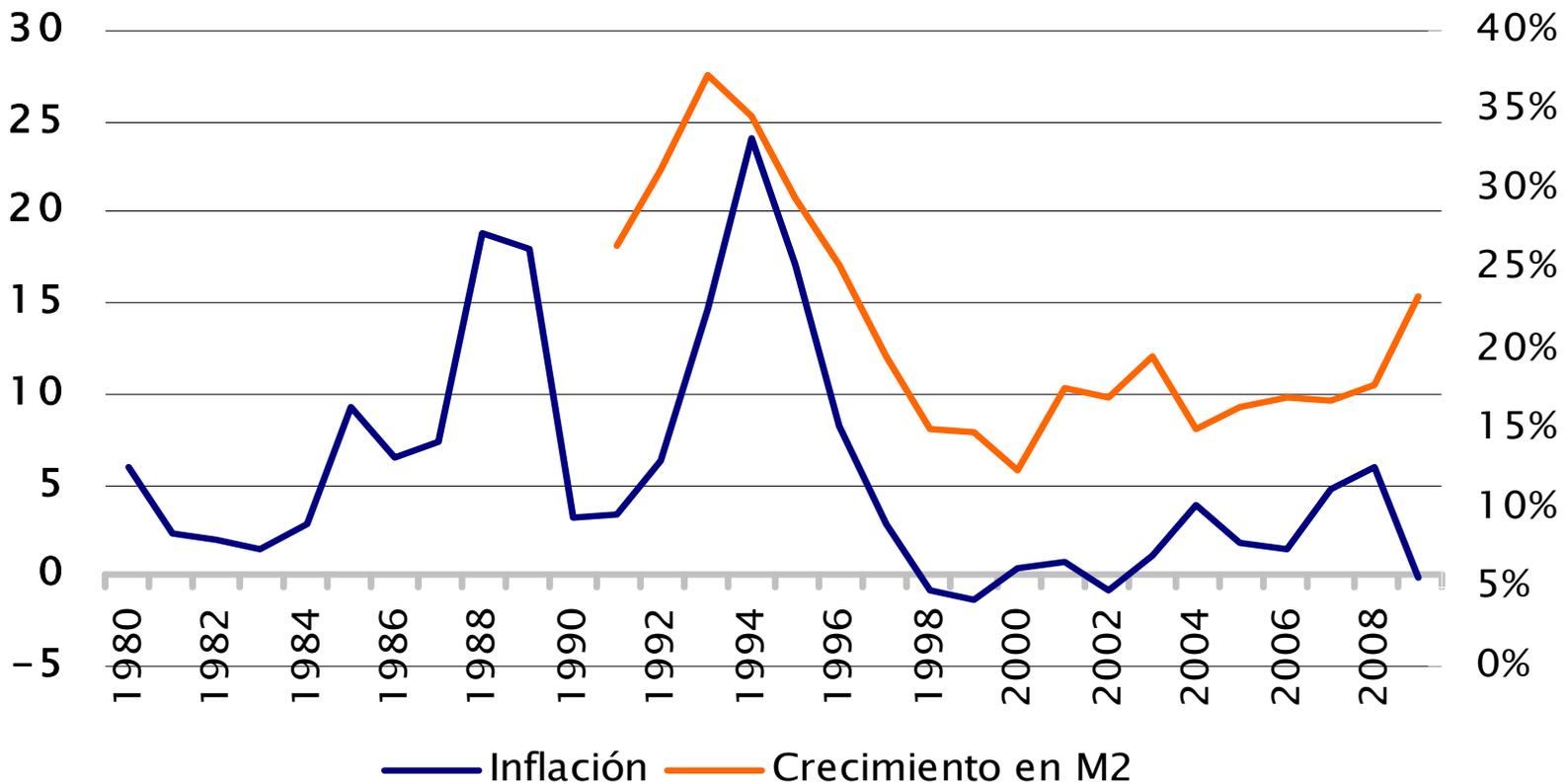


Fuente: The People's Bank of China.



3. Con TCF esto se traduce en un aumento no inflacionario de la cantidad de dinero

- Tasa de inflación y Dinero (%)

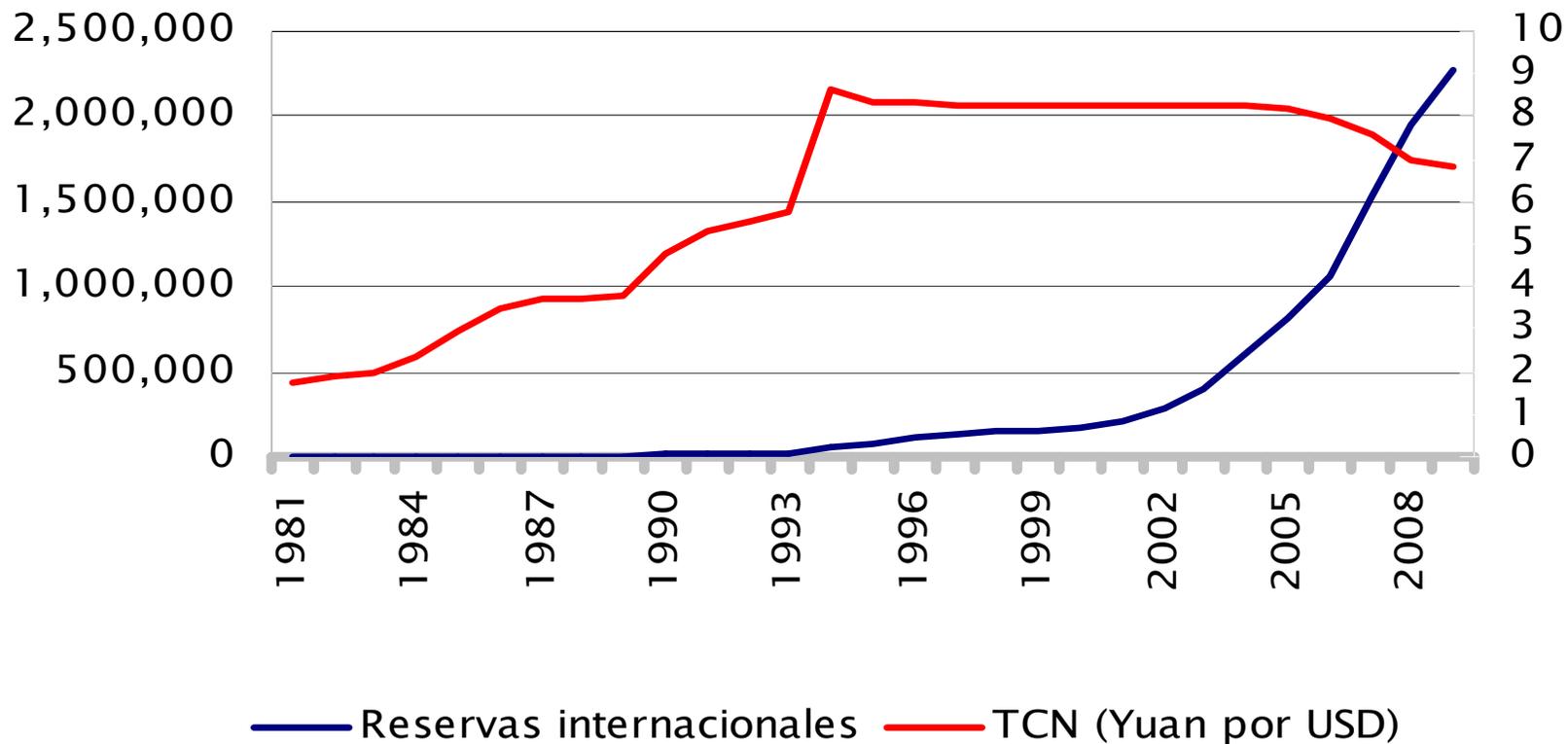


Fuente: The People's Bank of China.



3. Las reservas internacionales han crecido sostenidamente

- Tipo de Cambio Nominal y Reservas en China

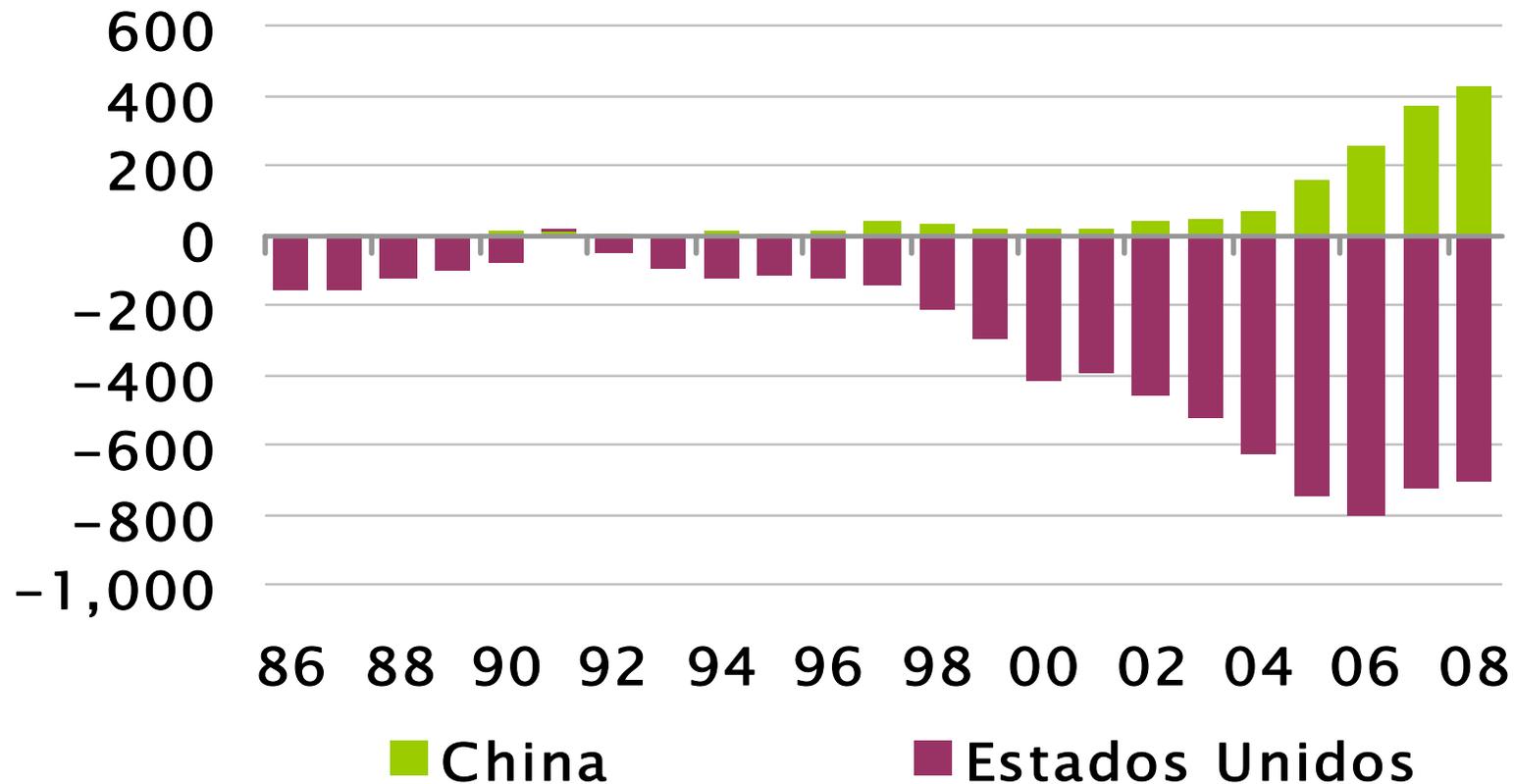


Fuente: The People's Bank of China.



4. El superavit Comercial refleja en parte esta alta demanda por activos

- Saldo en Cuenta Corriente
- Billones de USD



Fuente: WEO, Octubre 2009, FMI.



-
- La flexibilidad cambiaria evitaría la acumulación de reservas y contribuiría a reducir el ahorro en China.
 - Esto no sugiere la existencia de un tipo de cambio real desalineado. Un tipo de cambio flexible fomentaría el consumo doméstico a costa de las exportaciones netas.
 - Una mayor apertura financiera reduciría la presión cambiaria y evitaría la necesidad de ahorrar para acumular activos financieros domésticos.



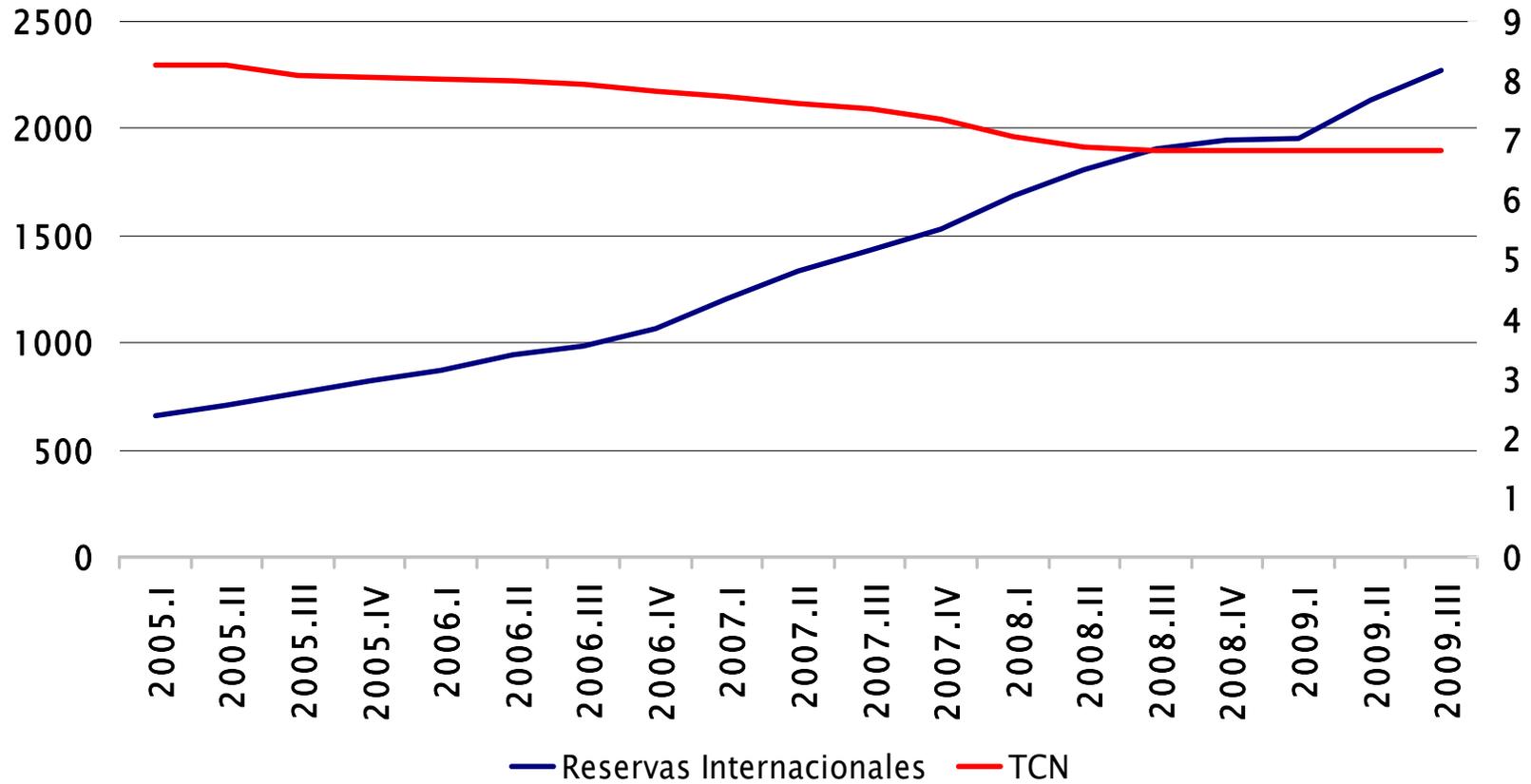
¿Por qué las autoridades mantienen el TCF y las restricciones a los flujos de capital?

- EL TCF permite acumular reservas internacionales como un seguro (caro) ante restricciones financieras internacionales.
- Los bancos tienen una buena cantidad de activos de dudosa valoración. Los depósitos son un pasivo contingente del fisco, y la acumulación de reservas puede ser un seguro.
- Con restricciones financieras, el alto ahorro doméstico es una fuente abundante y barata de financiamiento de los bancos, cuya injerencia estatal es muy alta.
- La apertura financiera, más allá de su impacto en el ahorro, dificulta el financiamiento de los bancos, puede desestabilizar el sistema bancario al provocar una salida de capitales.



Entre 2005 y 2008 hay un cambio en esta tendencia, pero la crisis del 2008 detiene este proceso

Tipo de Cambio Nominal y Reservas en China



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

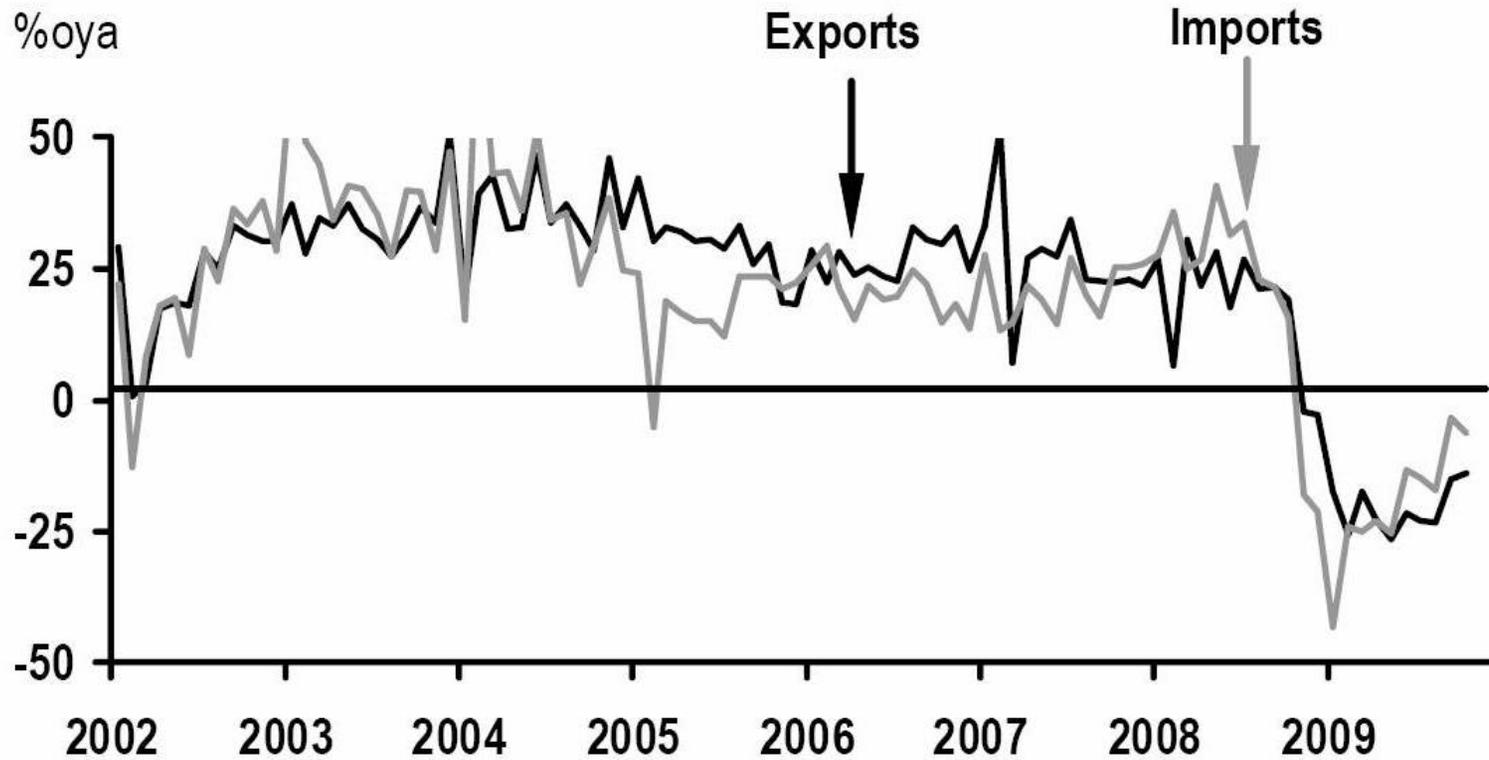


China, la Crisis y sus lecciones



1. China sufrió una fuerte contracción en la demanda externa

China: merchandise trade growth



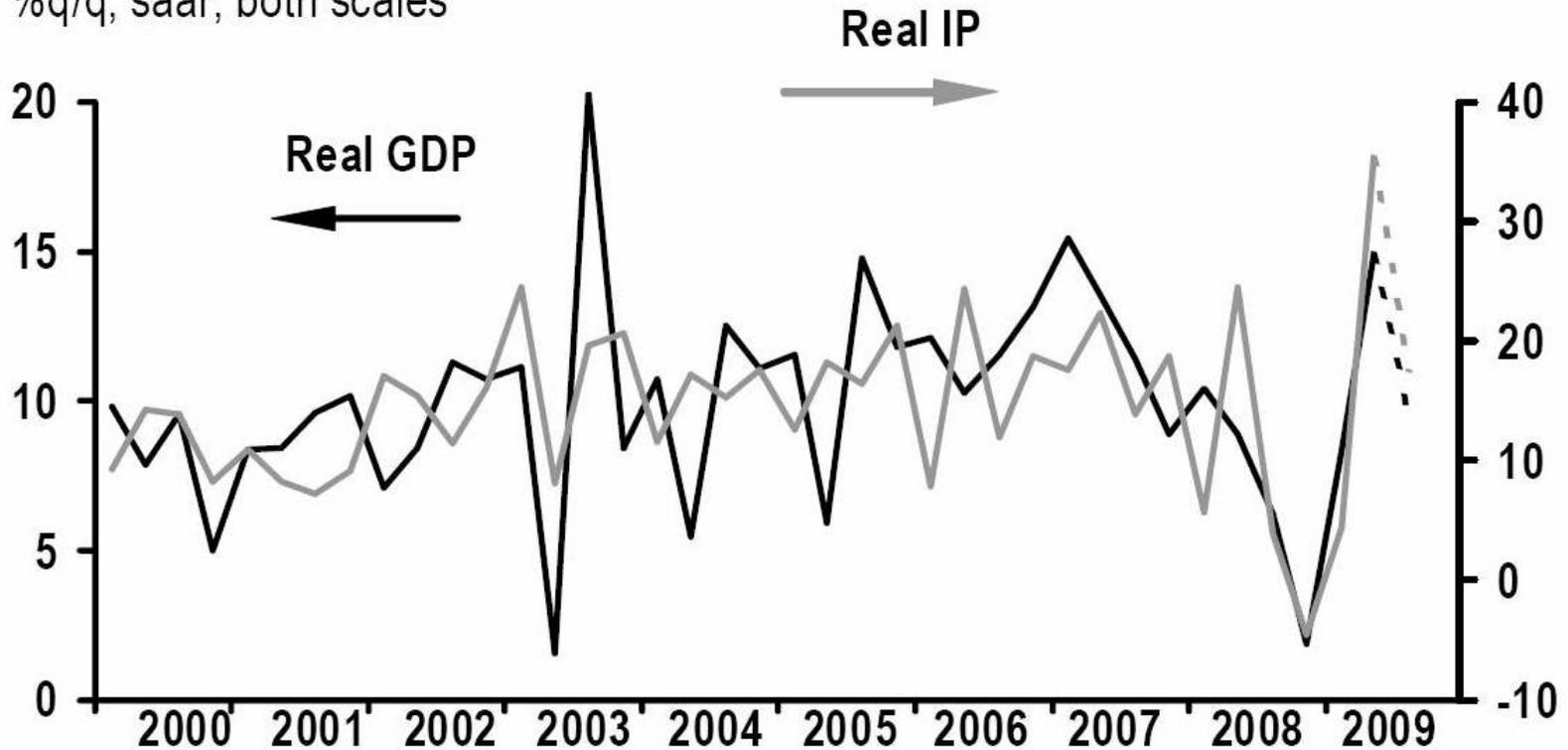
Fuente: JP Morgan, Global Data Watch 13.11.09.



2. Caída en actividad industrial y PIB

China: real GDP and industrial production

%q/q, saar, both scales

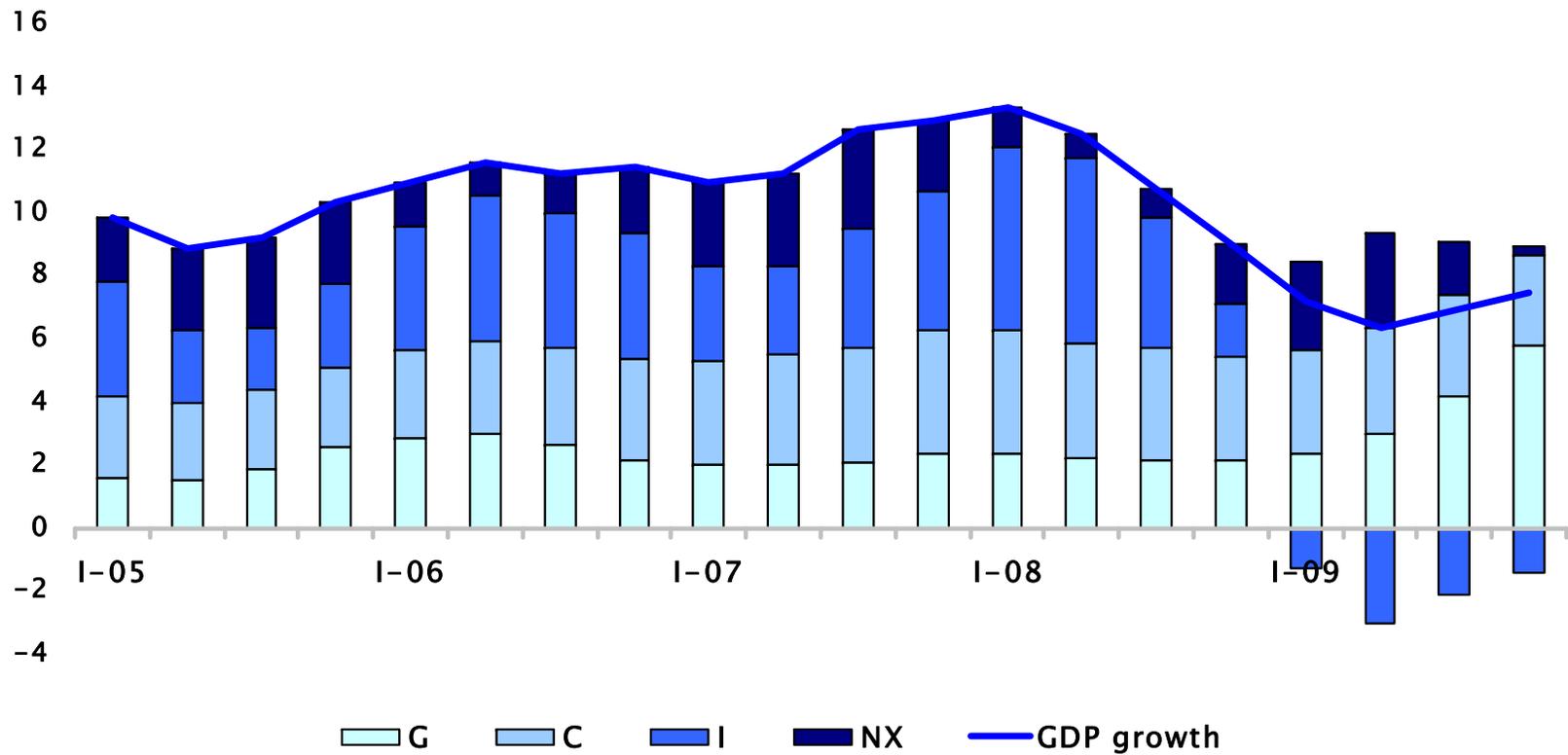


Fuente: JP Morgan, Global Data Watch 02.10.09.



3. Fuerte Impulso Fiscal

Contribución al crecimiento del PIB
(puntos porcentuales)

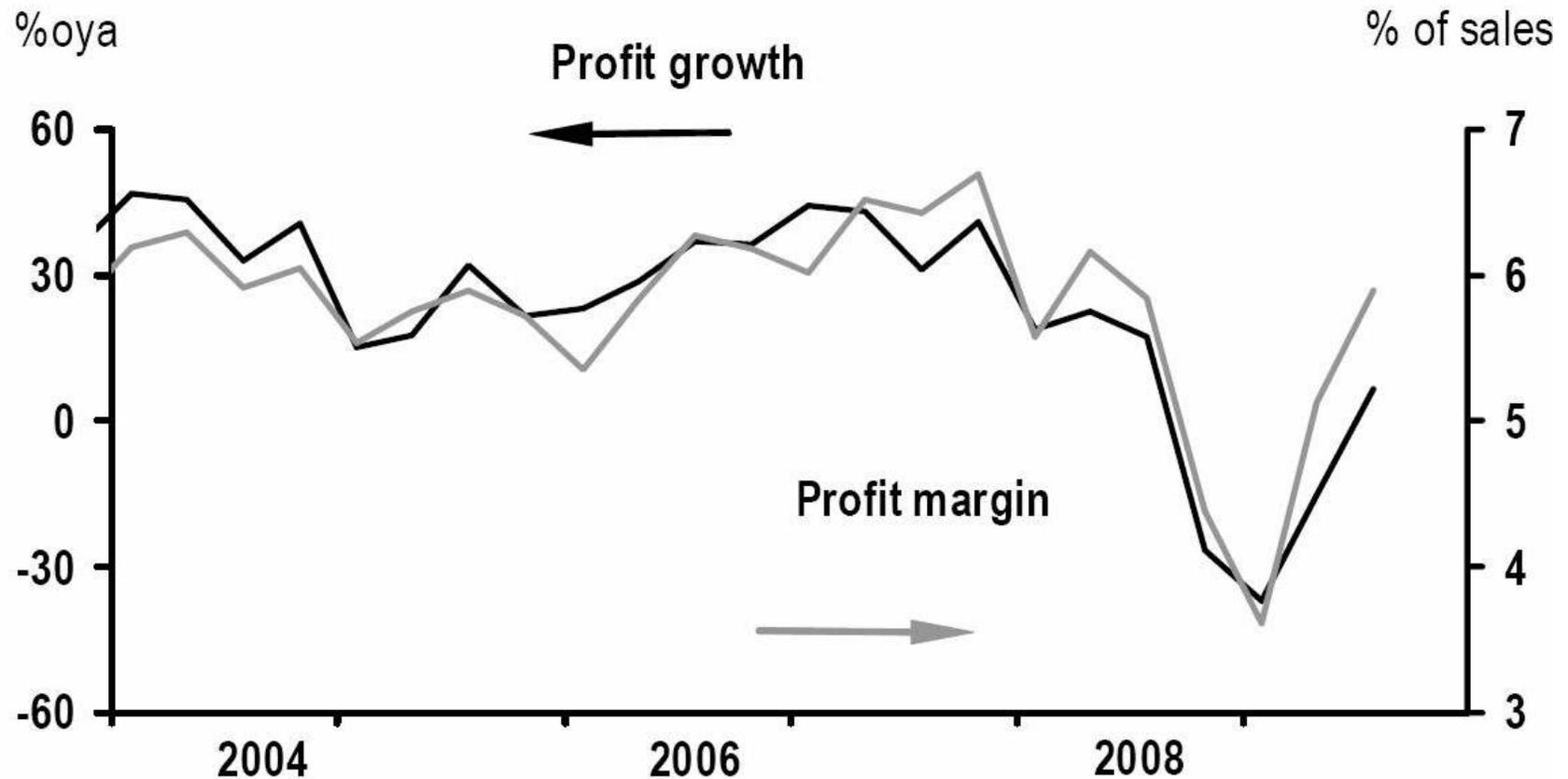


Fuente: Fondo Monetario Internacional.



4. Contracción en utilidades y márgenes, fuente principal de financiamiento de inversión

China: industrial enterprise profit growth and profit margin



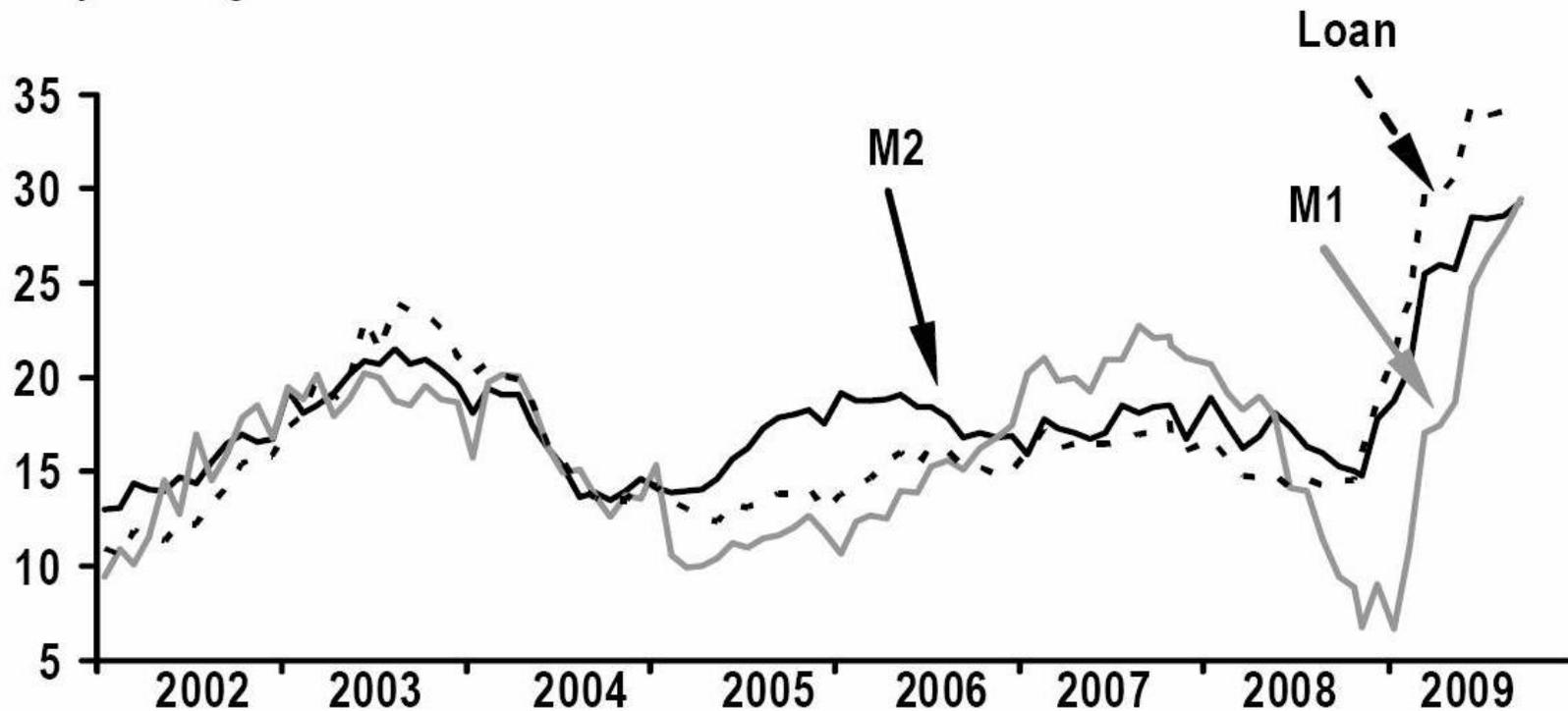
Fuente: JP Morgan, Global Data Watch 02.10.09.



5. Expansión de préstamos para inversión en infraestructura y de empresas estatales

China: money supply and loan growth

% oya change



Fuente: JP Morgan, Global Data Watch 16.10.09.



-
- El fuerte impulso a los préstamos de los bancos es una reacción centralizada.
 - Reemplazo de utilidades retenidas por préstamos bancarios como fuente de financiamiento de la inversión.
 - Dudoso efecto de mediano plazo sobre la situación patrimonial de los bancos.



Desafíos



-
- Los incentivos en China para flexibilizar su política de tipo de cambio fijo y continuar gradualmente con la apertura financiera han caído.
 - Esto es especialmente cierto en la medida que la demanda de Estados Unidos y Europa no retomen un fuerte dinamismo.
 - Aún si esto sucediera, el impacto sobre el consumo en China podría ser acotado dados los otros determinantes del ahorro.
 - La apertura a los flujos de capital y la pérdida de control del sistema financiero por parte de las autoridades se ve un poco más lejana.



Conclusiones



-
- Mantener las actuales altas tasas de ahorro a mediano plazo es difícil, pero todo indica que una caída significativa en el ahorro en China es poco probable.
 - Una reforma que permita las salidas de capitales tiene un impacto sobre la estabilidad de los bancos y de las finanzas públicas, por lo que solamente será gradual.
 - Sin mayor apertura y una reforma profunda en el sistema financiero no será fácil incrementar o mantener la rentabilidad de la inversión.



生長在中國的挑戰

Sebastián Claro
Consejero
Banco Central de Chile