

## RECUADRO I.1

### RIESGOS GLOBALES PROVENIENTES DE CHINA

Durante las últimas tres décadas China creció, en promedio, cerca de 10% anual, de la mano de un modelo basado en la inversión y las exportaciones. Así, se convirtió en la segunda mayor economía del mundo, la mayor exportadora y un importante motor del crecimiento mundial. Sin embargo, en los últimos años su dinamismo se ha moderado. En este proceso, el rebalanceo en las fuentes de crecimiento, los repetidos esfuerzos por re-acelerar la economía y la creciente apertura financiera han ido incubado tensiones que implican riesgos para China y la economía global.

Este Recuadro da cuenta de los principales riesgos para la economía china. Estos pueden agruparse en tres: (i) incertidumbre sobre el manejo de políticas macroeconómicas; (ii) un alto endeudamiento y un eventual ajuste de los balances de las empresas y (iii) la posibilidad de un ajuste forzoso a un crecimiento menor. Esto, a su vez, se enmarca en el contexto de una economía con ciertas brechas institucionales y escasa transparencia, lo que podría dificultar la contención de dichos riesgos. La volatilidad observada en los mercados financieros desde agosto sugiere que, comparado con algunos trimestres atrás, la probabilidad de que alguno de estos eventos se materialice ha aumentado. No obstante, en lo más reciente las autoridades de ese país han dado muestra de una clara disposición a contener estos riesgos, aun a costa de retrasar el proceso de liberalización de mercados en que se encuentran inmersas. Además, es importante señalar que China mantiene una buena posición de stocks. Su nivel de reservas es elevado, su tasa de ahorro supera el 40% del PIB y mantiene un superávit de cuenta corriente en torno a 3% del PIB. Todo esto le permitirá sobrellevar los riesgos, al menos durante el horizonte de proyección.

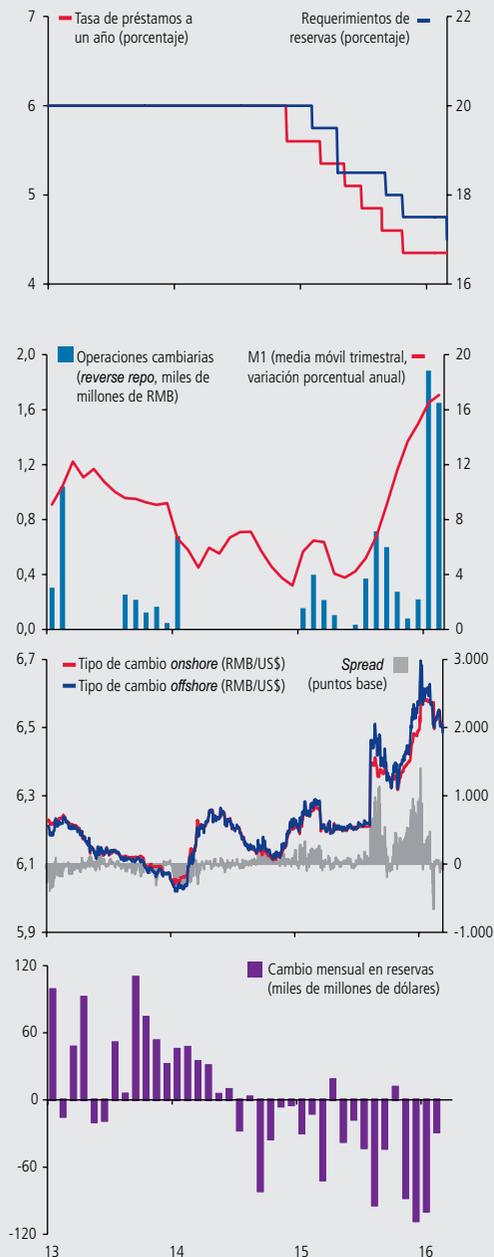
#### Riesgo 1: Dudas sobre el manejo macroeconómico

La apertura de la cuenta de capitales en que se encuentra comprometida China, impone ciertos límites a la capacidad del Banco Central (PBOC) para fijar el valor del renminbi si a la vez desea mantener su autonomía monetaria<sup>1/</sup>. Desde comienzos del 2015 las autoridades han recortado sus tasas de referencia y han expandido la oferta monetaria con el objetivo de estimular la demanda (gráfico I.9). Al mismo tiempo, el PBOC fija diariamente una referencia para su moneda, y no permite su libre fluctuación. Sin embargo, la mayor liquidez y el menor dinamismo del sector transable podrían traducirse en crecientes expectativas de depreciación, complicando la mantención de su política cambiaria. Durante el 2015 el PBOC perdió reservas por US\$512 mil millones, en parte por sus operaciones para defender la cotización del renminbi. Esta es la primera vez, en los últimos veinte años, que las reservas se contraen en un año calendario (gráfico I.9). ¿Qué opciones se abren en caso de que estas presiones se profundicen? Por una parte, el PBOC podría dejar flotar la moneda. Si bien esta luce como una salida muy razonable, una fuerte depreciación acarrea riesgos para aquellos agentes que presenten descalces en sus balances. La depreciación en China también tendría efectos deflacionarios globales, afectando negativamente a los precios de las materias primas. Una segunda opción es limitar la expansividad de la política monetaria. Esto presionaría los costos financieros del altamente endeudado sector corporativo (ver Riesgo 2). Por último, las autoridades podrían revertir las medidas de apertura de la cuenta de capitales. Este curso de acción fue incluso propuesto por el Gobernador del Banco de Japón, Haruhiko Kuroda, en el último Foro de Davos. Sin embargo, al margen de los costos que podría tener para China y otros mercados, no es evidente que sea posible reintroducir los controles de capitales de un modo efectivo.

<sup>1/</sup> Este dilema es conocido como "trinidad imposible".

**GRÁFICO I.9**

China: Tasas de referencia, liquidez, tipo de cambio y cambio en reservas (\*)



(\*) Tasas de referencia y tipo de cambio con datos hasta el cierre estadístico. Operaciones cambiarias, M1 y reservas, de frecuencia mensual, con último dato disponible a febrero 2016.

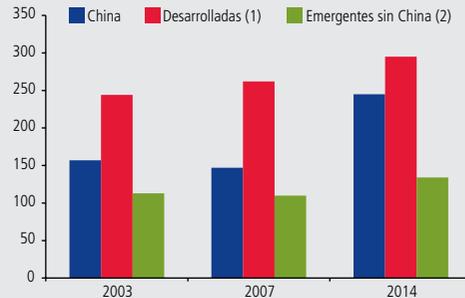
Fuente: Bloomberg.

**Riesgo 2: Nivel de endeudamiento y eventual ajuste**

El actual nivel de endeudamiento en China es elevado en términos absolutos y su crecimiento habría sido significativo en los últimos años. Según Morgan Stanley, entre el 2007 y 2014 la deuda total en China creció desde 157 a 245% del PIB. Estos guarismos son similares a los de las economías desarrolladas y están por sobre los de otras emergentes (gráfico I.10). La consultora Mckinsey da cuenta de niveles que son aún mayores: 283% del PIB a mediados del 2014 (tabla I.2).

**GRÁFICO I.10**

Deuda total (porcentaje del PIB)



(1) Incluye Estados Unidos, Alemania, Reino Unido, Francia, Italia, España, Canadá, Australia y Holanda.

(2) Incluye India, Rusia, Brasil, Indonesia, México, Rep. Corea, Turquía, Taiwán y Tailandia.

Fuente: Morgan Stanley (2015).

**TABLA I.2**

China: deuda (porcentaje del PIB)

	2000	2007	2T 2014
<b>Gobierno</b>	<b>23</b>	<b>42</b>	<b>55</b>
Instituciones financieras	7	24	65
Empresas	83	72	125
Hogares	8	20	38
Deuda total	121	158	283
Shadow Banking (% de deuda total)			30
Shadow Banking (% del PIB)			65
Sector inmobiliario (% de deuda total)			40-45

Fuente: McKinsey (2015).

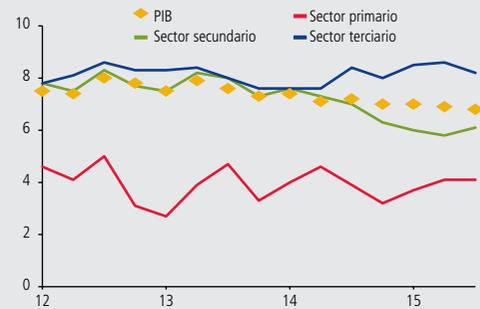
En el caso chino, la deuda estaría principalmente en el sector corporativo. Según los datos de McKinsey, el gobierno tendría un endeudamiento de 55% del PIB al segundo trimestre del 2014<sup>27</sup>, mayoritariamente denominado en moneda local (tabla I.2). Algunos riesgos asociados a este elemento derivan de, por una parte, que la economía ya no crece a tasas nominales que permitan licuar sin mayor sacrificio parte de la deuda. Por otra, cada vez son más las empresas que se encuentran haciendo *roll-over* de su deuda. Un informe de Deutsche Bank sitúa el porcentaje de deuda en esta categoría entre 10 y 15% del total del segmento corporativo. Se suma que, según el citado informe de McKinsey, un volumen de créditos equivalente a cerca de 65% del PIB habría sido otorgado por instituciones en la sombra (*shadow banking*). En general, estas estarían excluidas de los marcos regulatorios convencionales. A su vez, según esta última fuente, casi la mitad de la deuda está vinculada a operaciones relacionadas con el mercado inmobiliario, el cual ha dado señales de sobre oferta en varias regiones del país. De hecho, durante el 2015, más de la mitad de las regiones observaron caídas de los precios de sus viviendas. Si fuera necesario recomponer los balances en un lapso breve de tiempo podría requerirse un ajuste en ciertos agentes que gatille un ciclo recesivo y deflacionario en China.

### Riesgo 3: Aterrizaje forzoso a menor crecimiento

En los años de alto crecimiento, China acumuló excesos de capacidad en varios sectores industriales y exportadores. Para construir esta capacidad, se embarcó en una potente dinámica de inversión, que se nutrió de altas tasas de ahorro de las familias. Ello producto de un sistema financiero y de seguridad social muy distorsionado. En este contexto, el consumo y los sectores que lo proveen de bienes y servicios tuvieron un bajo crecimiento. Con el tiempo, la estrategia se volvió difícil de mantener, por una parte el exceso de capacidad en sectores poco productivos se volvió una carga para el crecimiento. Por otra, a medida que una economía crece hasta transformarse en el principal exportador mundial, es cada vez más difícil sostener un dinamismo significativamente superior al de sus socios en base a un modelo de exportación de manufacturas. Finalmente, en un contexto de una gran represión financiera, aparecieron excesos en distintos mercados financieros en la medida que familias y empresas buscaban mayor retorno y nuevas fuentes de financiamiento. Así, aunque las autoridades han favorecido la recomposición sectorial del crecimiento (gráfico

I.11), existen dudas respecto de si la suavidad de este proceso es sostenible en el tiempo, tanto por los usuales costos asociados a los procesos de reasignación de recursos, como por dudas respecto de la verdadera capacidad de las autoridades para apoyar a la economía con su política fiscal y monetaria.

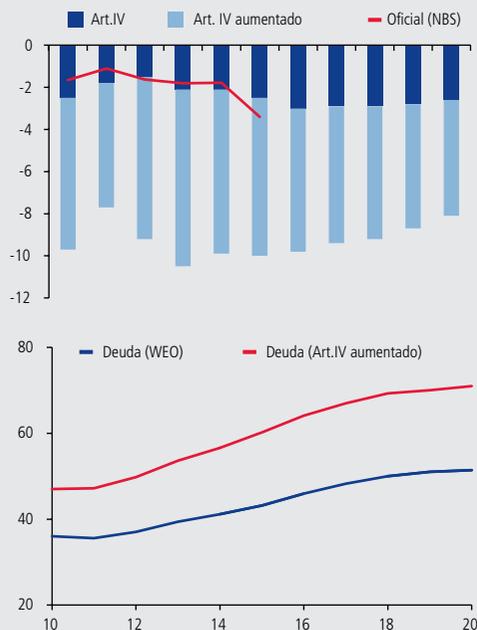
**GRÁFICO I.11**  
China: Crecimiento económico  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

En lo más reciente, las autoridades han fijado como meta un crecimiento entre 6,5 y 7% para este año y aproximadamente 6,5% para el promedio de los próximos cinco. Para ello, se proponen medidas de estímulo, que reconocen tienen efectos sobre las finanzas públicas. Tomando en consideración las medidas oficiales, China aún tendría espacio para realizar una política fiscal expansiva (su déficit está bajo el 3% del PIB). No obstante, medidas alternativas del FMI, que incorporan a los gobiernos locales, muestran una situación fiscal más delicada, tanto en flujos como en stock (gráfico I.12). Asimismo, debe considerarse que luego de la implementación de ambiciosos planes de inversión en el 2009, la productividad de la inversión en infraestructura ya no sería tan elevada.

<sup>27</sup> Diversas fuentes dan cuenta de distintos niveles para esta deuda. Por ejemplo, el WEO muestra que en el 2014 alcanzó a 41% del PIB. Sin embargo, la evolución de las tendencias comentadas es la misma.

**GRÁFICO 1.12**China: Déficit fiscal y deuda (\*)  
(porcentaje del PIB)

(\*) Proyecciones del FMI desde el 2014 para la deuda y desde el 2015 para el déficit fiscal.

Fuente: Bloomberg y FMI.

**Conclusiones**

El tamaño que ha alcanzado la economía china y su relevancia para el resto del mundo, hace que sus noticias tengan una gran relevancia para el devenir del escenario económico global, especialmente, para países exportadores de materias primas como Chile. Este proceso de crecimiento ha incubado riesgos, respecto de los que el mercado parece estar más preocupado, como lo muestra la elevada sensibilidad de los mercados financieros a dudas sobre la fortaleza de China.

Este Recuadro ha descrito tres importantes fuentes de riesgo para la economía china que, de materializarse, significarían desvíos sustanciales respecto del escenario base, el que supone que las autoridades Chinas podrán administrar su proceso de ajuste de forma gradual.