

C

hina:

riesgos que enfrentan su

DESARROLLO Y ESTABILIDAD

CARLOS PEREYRA*

En su último examen sobre la economía china¹, el FMI señala que, para mantener su vigoroso crecimiento desde la crisis global, China ha dependido fuertemente del crédito y la inversión, lo cual ha tenido como resultado una acumulación de vulnerabilidades financieras y fiscales.

* Especialista senior en Economía Internacional del BCRP.
carlos.pereyra@bcrp.gob.pe

¹ Fondo Monetario Internacional, "People's Republic of China: 2013 Article IV Consultation", julio de 2013.

El desempeño económico de China ha sido uno de los acontecimientos globales más importantes de las últimas décadas. Con un crecimiento promedio de alrededor de 10 por ciento desde 1980, producto de importantes reformas de mercado iniciadas a fines de la década de los años setenta, China se ha convertido en la segunda economía más grande del mundo. Según el FMI, su PBI calculado por paridad del poder de compra representó 14,9 por ciento de la economía global en 2012, después del 18,7 por ciento de Estados Unidos y por encima del 13,7 por ciento de la Eurozona. En el proceso, aproximadamente 500 millones de personas han podido salir de la pobreza. El Banco Mundial sugiere que, incluso si el crecimiento se moderara, China probablemente se convertirá en la primera economía del mundo hacia 2030 (aunque su ingreso per cápita se mantendrá por debajo del promedio de las naciones avanzadas). Especialmente, China se ha convertido en uno de los principales motores de la economía mundial; sobre todo, desde la crisis financiera internacional ha compensado el deterioro de las economías desarrolladas mediante su alta demanda de bienes de capital y materias primas. En el caso del Perú, China pasó a ser el principal socio comercial en 2012 y explica el 16,5 por ciento de las exportaciones.

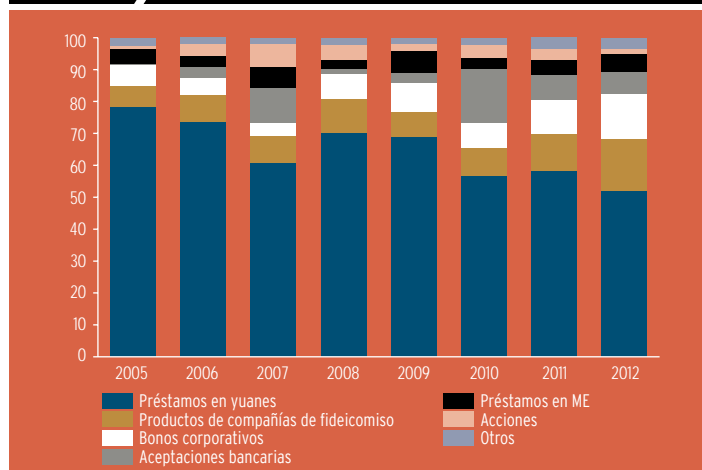
Como se mencionó, en el último examen realizado por el FMI, entre las vulnerabilidades financieras y fiscales de la economía china, destacan, en particular, el crecimiento del financiamiento fuera del sistema bancario y sujeto a menor regulación; el elevado endeudamiento de los gobiernos locales; y la posible formación de una burbuja inmobiliaria.

VULNERABILIDADES FINANCIERAS

Después de años de permanecer estable como porcentaje del PBI, el saldo del “financiamiento social total” (FST) de la actividad real ha aumentado abruptamente desde 2009 (un aumento equivalente al 60 por ciento del PBI en solo cuatro años, hasta aproximadamente 195 por ciento del PBI en el primer trimestre de 2013 según cálculos del FMI). El FST es una medida amplia del crédito usada por el banco central chino desde 2011 para reflejar el apoyo de las instituciones financieras a la economía real. Captura una variedad de canales de financiamiento: los préstamos bancarios, la emisión de bonos y acciones, así como algunos canales menos sujetos a supervisión, como los préstamos brindados por las compañías de fideicomiso. Así, el FST cubre lo que Consejo de Estabilidad Financiera define como la “banca en la sombra”, es decir, actividades crediticias que involucran a entidades y actividades fuera del sistema bancario regular. En términos de flujos anuales, según el Banco Popular Chino la importancia de estos instrumentos pasó del 21,5 por ciento en 2005 a cerca de la mitad en 2012 (ver Gráfico 1).

GRÁFICO 1

China: Flujos de financiamiento (Estructura porcentual, 2005-2012)



FUENTE: BANCO POPULAR CHINO.

Si bien el desarrollo de las finanzas no tradicionales representa una evolución hacia una intermediación basada en el mercado, la migración de la actividad financiera hacia partes menos reguladas del sistema crea un riesgo para la estabilidad financiera. Cabe destacar el caso de las compañías de fideicomiso, que invierten los fondos de clientes (individuos ricos y compañías con disponibilidad de liquidez) en activos financieros o préstamos a empresas. Estos últimos tienden a tener un riesgo crediticio elevado, porque suelen ser concedidos a prestatarios que no cumplen con los estándares que habitualmente aplican las entidades bancarias. Industrias con flujos de caja volátiles, a pesar de sus altas tasas de crecimiento (constructoras inmobiliarias, compañías mineras y manufactureras) toman con frecuencia este tipo de préstamos.

Adicionalmente, los bancos manejan “productos de administración de riqueza” (PAR) y los venden a inversionistas. El principal problema de los PAR es que la composición de sus activos subyacentes suele ser poco transparente, los descargos de plazos crean riesgos de liquidez y los inversionistas creen que la mayoría de ellos tiene una garantía implícita. Los activos que subyacen a los PAR incluyen, entre otros, productos de las compañías de fideicomiso, por lo cual los bancos terminan expuestos a los riesgos implícitos en este tipo de instrumentos. La información disponible indica que las hojas de balance de los bancos son sólidas y las carteras de crédito muestran solo un modesto deterioro en la calidad de los activos. Sin embargo, los bancos son vulnerables a un brusco empeoramiento del desempeño financiero del sector corporativo.

El FMI enfatiza que, si bien es posible que el reciente endurecimiento de la regulación financiera reduzca algunos de estos riesgos, no resuelve la inquietud creada por la insuficiente transparencia y el riesgo moral. Así, los PAR y los productos de las

compañías de fideicomiso pueden llegar a convertirse en una amenaza sistémica para la estabilidad financiera, especialmente si una súbita pérdida de confianza desencadena una corrida. Un riesgo asociado es que el rápido crecimiento de las fuentes no tradicionales de crédito cause un empeoramiento de la calidad de los activos, que eventualmente lleve a una severa restricción de liquidez y a una mayor carga fiscal. En este contexto, en abril la agencia calificadora de riesgo Fitch redujo la calificación de China y destaca el crecimiento del endeudamiento y de la “banca en la sombra”.

GOBIERNOS LOCALES

En una encuesta a 43 académicos y altos funcionarios chinos, publicada en agosto de 2013, el 63 por ciento opinó que el principal reto que enfrenta el país es el endeudamiento de los gobiernos locales.

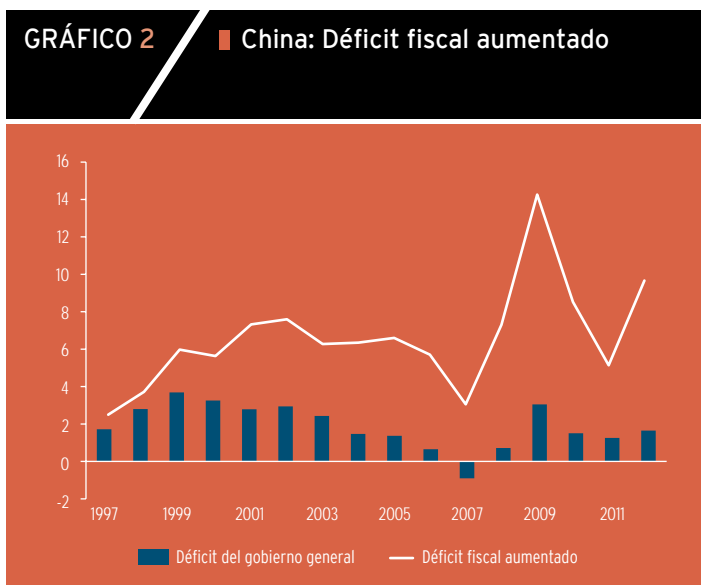
Estos llevan a cabo una considerable actividad extrapresupuestal, la cual ha cobrado mayor importancia como medio para sustentar la actividad económica después del estallido de la crisis. Dado que los gobiernos locales enfrentan limitaciones legales para gestionar créditos directamente, han recurrido a actividades como la venta masiva de terrenos y, especialmente, la formación de miles de “vehículos de financiamiento” para ayudar a financiar su gasto social y de infraestructura. Al ser establecidos como compañías, los “vehículos de financiamiento” de los gobiernos locales pueden obtener crédito, el cual ha aumentado significativamente desde 2009.

En muchos casos, la expansión fiscal a nivel de los gobiernos locales ha apuntalado el crecimiento mediante la expansión inmobiliaria. El patrón se ha repetido a lo largo de todo el país: los gobiernos locales venden terrenos de su propiedad a empresas inmobiliarias para la construcción de masivos conjuntos habitacionales. Con los ingresos por la venta de tierras, los gobiernos locales financian obras de infraestructura, como carreteras y sistemas de agua y desagüe para facilitar el desarrollo inmobiliario. Otra porción del gasto es financiada con flujos creadores de deuda obtenidos por los “vehículos de financiamiento” (crédito bancario y endeudamiento con la “banca en la sombra”).

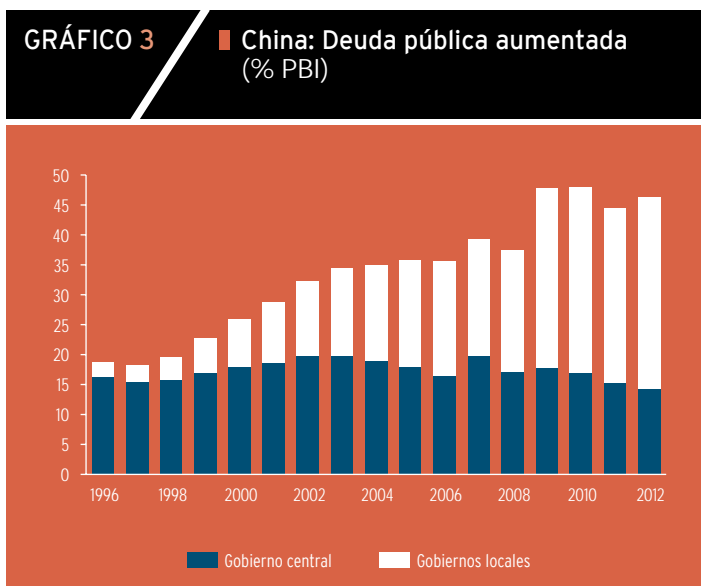
Por su carácter extrapresupuestal, estas actividades, cuya relevancia fiscal es crucial, no están incluidas en la información oficial sobre el gobierno general. Para tener una visión integral de la contribución de la política fiscal a la estabilización del producto y del aumento concomitante del endeudamiento, el FMI ha ampliado la definición del gobierno y construido datos fiscales aumentados que incluyan el endeudamiento de los “vehículos de financiamiento” y los ingresos por venta de tierras. Así, los cálculos del FMI sugieren que déficit aumentado del gobierno general se incrementó abruptamente en 2009 (ver Gráfico 2). Desde entonces se ha ido moderándose hasta alrededor del 10 por ciento en 2012 (por debajo de 2 por ciento según fuentes oficiales).

Sobre esta base, según el FMI, en 2012 la deuda pública total estuvo por encima de 45 por ciento (alrededor de 23 por ciento según la definición convencional). Como se muestra en el Gráfico 3, destaca sobre todo la dramática expansión de la deuda de los gobiernos locales, especialmente por parte de los “vehículos de financiamiento” (créditos bancarios, emisión de bonos corporativos y los préstamos de las compañías de fideicomiso).

Estos cálculos son semejantes a los llevados a cabo por otras instituciones. La Oficina Nacional de Auditoría de China reportó que a fines de 2010, la deuda de los gobiernos locales ascendía a 10,7 billones de yuanes (US\$ 1,75 billones). De acuerdo con la Comisión de Regulación Bancaria de China, en dicho



FUENTE: FONDO MONETARIO INTERNACIONAL.



FUENTE: FONDO MONETARIO INTERNACIONAL.

año los gobiernos locales absorbieron hasta el 80 por ciento del crédito bancario. Posteriormente, el gobierno sugirió en abril de 2013 que la cifra se acerca a los 20 billones de yuanes (US\$ 3,3 billones), señalando los riesgos que entraña en un contexto de moderación del crecimiento. Reflejando esta preocupación, recientemente la Oficina Nacional de Auditoría estableció agencias en todo el país para llevar a cabo una nueva auditoría de la deuda de los gobiernos locales.

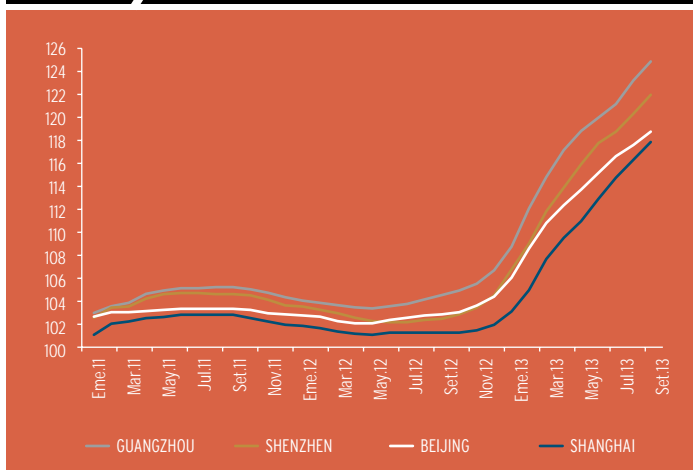
Considerando los estimadores aumentados, el FMI concluye que el espacio fiscal es considerablemente más limitado de lo que sugieren los datos oficiales. Los déficits fiscales aumentados también generan incertidumbre sobre la capacidad de los gobiernos locales de continuar financiando el actual nivel de gasto y honrar sus deudas. A ello contribuye de manera importante la moderación del ritmo de crecimiento previsto para el mediano plazo y el bajo retorno financiero de los gastos de inversión de los gobiernos locales. Esto tiene implicancias serias para la calidad de los activos del sistema financiero y puede generar una necesidad de ayuda por parte del gobierno central.

Si bien el tamaño de la deuda pública aumentada aún puede resultar manejable, un mayor crecimiento de la deuda podría aumentar el riesgo de un posterior ajuste desordenado en el gasto de los gobiernos locales. Esto podría afectar el crecimiento, crear efectos de derrame adversos a nivel global, y potencialmente llevar a problemas en la provisión de gasto social (puesto que la mayor parte del gasto en educación, salud y beneficios sociales es implementada por los gobiernos locales). Estos problemas ameritan políticas urgentes por parte de las autoridades para mejorar el manejo de deuda a nivel de los gobiernos locales.

MERCADO INMOBILIARIO

El FMI destaca una tercera fuente importante de riesgo sistémico: el mercado inmobiliario (ver Gráfico 4). Como se sugirió anteriormente, este ha sido un elemento crucial para mantener el crecimiento y el empleo desde la crisis financiera global. Sin embargo, las distorsiones existentes hacen que sea susceptible a considerables oscilaciones cíclicas. Por el lado de la oferta, la dependencia de los gobiernos locales respecto de las ventas de terrenos para obtener financiamiento y del desarrollo inmobiliario para mantener el crecimiento tiende a crear un exceso de oferta. Fuentes periodísticas mencionan la creciente dificultad de colocar los extensos proyectos inmobiliarios desarrollados a lo largo del país. Por el lado de la demanda, el mercado es propenso a las burbujas, puesto que las propiedades representan una buena oportunidad de inversión, en vista de las tasas de interés reales cercanas a cero para los depósitos, las restricciones existentes en el mercado de capitales, una historia de fuertes ganancias de capital y un tratamiento tributario favorable.

GRÁFICO 4 ■ China: Mercado inmobiliario (Índices, nuevas construcciones residenciales)



FUENTE: CHINA, OFICINA NACIONAL DE ESTADÍSTICAS.

Las medidas para limitar el crédito hipotecario y la demanda especulativa introducidas por el gobierno en los últimos años han ayudado, aunque el aumento de los precios se ha vuelto a acelerar desde la segunda mitad de 2012. Asimismo, una expansión de la construcción para fines sociales ha contribuido a sostener la inversión y resolver las necesidades de vivienda de bajo costo.

Sin embargo, en el mediano plazo el desarrollo inmobiliario deberá desacelerarse a un ritmo más sostenible a medida que el mercado madure, lo cual tendrá un efecto desfavorable en el crecimiento. El reto es evitar un exceso de oferta o errores de política que puedan desencadenar una corrección abrupta de precios.

CONSIDERACIONES FINALES

La dependencia respecto del endeudamiento ha puesto a China en una difícil encrucijada. Por un lado, endurecer marcadamente la supervisión para contener los riesgos financieros y fiscales puede tener implicancias en el nivel de actividad económica. Sin embargo, las perspectivas son aún más riesgosas en caso de no ejercer un control firme, es decir, que la burbuja del endeudamiento se expanda fuera de control y genere un ajuste desordenado con serias implicancias globales. Por otro lado, es alentador que las autoridades que asumieron el poder en marzo de 2013 hayan expresado su compromiso de implementar con decisión un programa de reformas estructurales orientado a modificar el patrón de crecimiento, de un modelo impulsado por la inversión y el crédito hacia otro más sostenible, basado en el consumo y una asignación más eficiente de los recursos financieros y reales. Ello proveerá un entorno económico más favorable a una resolución ordenada de los importantes riesgos que enfrenta la economía china.