

Comité Latino Americano de Asuntos Financieros
Latin American Shadow Financial Regulatory Committee
Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros

Declaración No. 31

Riesgos de la desaceleración de China para América Latina

Uno de los objetivos permanentes del Comité es monitorear y evaluar los riesgos para América Latina, derivados de cambios en el escenario económico mundial. En su [declaración anterior](#), el Comité examinó las implicaciones que tiene para la región el ajuste de la política monetaria por parte de la Reserva Federal de EE.UU. En la presente declaración, el Comité analiza las implicaciones de una desaceleración importante en el crecimiento económico de China, un factor que podría empeorar el contexto externo de la región.

I. Cambio en las perspectivas de crecimiento de China

Desde el estallido de la crisis financiera mundial 2007/2008, el crecimiento económico de China ha pasado de ser principalmente impulsado por las exportaciones, a ser crecientemente impulsado por la inversión. Como resultado, la inversión de China se ha elevado a cerca del 50 por ciento del PIB.

A pesar de su alta tasa de inversión, existen varias razones de peso por las cuales China podría estar enfrentando una desaceleración significativa del crecimiento. En primer lugar, la calidad de la inversión ha sido desigual, ya que dio lugar a un exceso de capacidad en el sector de bienes raíces y a un aumento en el gasto por parte de los gobiernos locales en proyectos de infraestructura ambiciosos, pero de baja productividad. A su vez, la decreciente calidad de los proyectos, aunada a un endeudamiento significativo por parte del sector empresarial y los gobiernos locales, podría conducir a tasas de inversión más bajas y perspectivas de menor crecimiento.

En segundo lugar, el rápido aumento de la inversión de China ha estado asociado al aumento, igualmente rápido, del crédito interno. El financiamiento social total se incrementó de cerca de 120 por ciento del PIB en 2008, a más de 200 por ciento del PIB en 2014.¹ Si bien una parte importante de la expansión del crédito ha tenido lugar a través del sistema bancario regulado, el crédito se ha canalizado crecientemente a través de fideicomisos y otros instrumentos no regulados, que habitualmente se conocen como “*shadow banking*” (literalmente, “sistema

¹ El financiamiento social es definido por el Banco Central de China como un barómetro económico que agrega el financiamiento total por parte de entidades chinas no estatales, incluyendo individuos y empresas no financieras, tales como bonos corporativos, préstamos bancarios y fiduciarios, y aceptaciones bancarias.

bancario en la sombra”). Los activos en el sistema *shadow banking* se estiman actualmente en 30 por ciento de los activos del sistema bancario tradicional. La combinación de un auge de crédito con inversiones de baja productividad ha aumentado la fragilidad del sector financiero en China.

En cuanto a los pasivos, la existencia de tope a las tasas de interés de los bancos ha estimulado la expansión de instituciones financieras no reguladas. En un intento por fomentar la competencia en el sector financiero y reducir el crecimiento del *shadow banking*, las autoridades chinas están considerando la eliminación de dichos tope a las tasas de interés de los depósitos. Las tasas de interés activas fueron liberalizadas en 2013. Sin embargo, un aumento en los costos de financiamiento puede resultar en un mayor deterioro de la hoja de balance del sector financiero.

El Comité considera que las fragilidades financieras actuales podrían resultar en una rápida contracción de los préstamos, contribuyendo a desacelerar el crecimiento del PIB chino. La contracción del crédito puede estar ocurriendo en un momento en que las autoridades chinas están endureciendo las regulaciones, en un intento por contener la expansión del *shadow banking*. Por otra parte, si la resolución de las fragilidades financieras se prolonga en el tiempo, el escenario de menor crecimiento descrito anteriormente también podría tornarse persistente.

II. Canales de Transmisión hacia Latinoamérica

Un escenario en el que el crecimiento económico de China se ralentice significativamente, tendría importantes implicaciones para América Latina. La Comisión ha identificado los principales canales de transmisión hacia la región, aunque la importancia relativa de dichos canales varía significativamente entre países:

a) Precios de los productos primarios

Históricamente, los países de América del Sur han sido exportadores netos de productos primarios. En 2012, por ejemplo, la suma de las exportaciones agrícolas, de combustibles y minerales representó el 97, 84, 78, 64, y 62 por ciento de las exportaciones totales de Venezuela, Chile, Colombia, Argentina y Brasil, respectivamente. Con la excepción de Brasil, las exportaciones de los demás países se concentran en uno o dos productos primarios.

Las importaciones de productos primarios por parte de China aumentaron durante la última década, ejerciendo significativas presiones al alza sobre los precios internacionales de dichos productos. Para la mayoría de los países, esto se tradujo en mejoras de los términos de intercambio. Desde los valores mínimos alcanzados en el año 2000, hasta el máximo alcanzado en 2012, los términos de intercambio aumentaron, por ejemplo, en 82 por ciento en Chile, 63 por ciento en Perú y 51 por ciento en Colombia.

El entorno internacional favorable que los exportadores de productos básicos disfrutaron durante este período contribuyó de manera importante a su rápido crecimiento. **Desde mediados de 2011**

la mayoría de los precios de los productos básicos han disminuido, y el Comité considera que una desaceleración acentuada de China podría exacerbar esta tendencia.

La magnitud del shock adverso derivado de la desaceleración de China será diferente en cada país, en función de una serie de factores tales como el grado de apertura y dependencia al comercio exterior, la composición de las exportaciones, y la sensibilidad de los precios de las materias primas a los cambios en el crecimiento chino.

Cualquiera que sea el resultado específico en cada caso, la desaceleración y recuperación del equilibrio en China supondrá desafíos fiscales para América Latina, en algunos casos sustanciales. En primer lugar, los gobiernos que dependen de ingresos provenientes de las materias primas podrían verse obligados a implementar ajustes, a fin de garantizar la sostenibilidad de sus cuentas fiscales. En segundo lugar, las autoridades tendrán que lidiar con presiones para subsidiar a los sectores productores de productos básicos que se vean afectados. En tercer lugar, los gobiernos tendrán que reevaluar sus pasivos contingentes, asociados a la deuda de los productores de materias primas.

El alto volumen de flujos de capital hacia la región y la inversión extranjera directa hasta 2013 fue consecuencia tanto del auge de precios de las materias primas, como de la alta liquidez mundial (y a partir de 2008, derivó de las perspectivas de bajo crecimiento en los países industrializados). Un debilitamiento adicional de los términos de intercambio puede, por sí solo, conducir a una reducción o reversión de los flujos de capitales y a mayores costos de endeudamiento.

b) Reevaluación de riesgo en los mercados emergentes

Para los mercados fuera de Europa del Este, la década 2004-2013 estuvo relativamente libre de crisis. En general, a pesar de la aguda interrupción asociada a la crisis *subprime* y sus efectos a nivel mundial durante el período 2008-2009, los mercados emergentes como un “asset class” se revalorizaron gracias a sus fundamentos relativamente fuertes, en particular vis-à-vis las economías avanzadas con grandes niveles de endeudamiento. Este período de relativa prosperidad, aumento de calificaciones de crédito soberano y sustanciales entradas de capitales contrastó significativamente con la turbulencia económica de la década previa, cuando tuvo lugar la crisis del peso mexicano de 1994-1995 y sus efectos secundarios, la crisis asiática de 1997-1998, las crisis rusa y de *Long Term Capital Management (LTCM)* en el otoño de 1998, y el default argentino y posterior contagio al Uruguay, durante el período 2001-2003.

Factores externos, notablemente las bajas y decrecientes tasas de interés en los Estados Unidos y otras economías avanzadas, los altos precios de las materias primas y el robusto crecimiento de China habían favorecido notablemente a los mercados emergentes, en un periodo en que las calificaciones crediticias de las economías avanzadas (de manera más acentuada en la periferia europea) estaban cayendo, en algunos casos por debajo del grado de inversión.

A principios de 2013, a raíz de una de las bonanzas de flujos de capitales más prolongadas en la historia, los signos de vulnerabilidad ya habían resurgido en varios países. Los países conocidos como los “cinco frágiles”, o “Fragile Five” (Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía) entre otros, estaban mostrando un debilitamiento en sus fundamentos macroeconómicos, que incluyeron, en distinta medida, la reaparición de déficits en la cuenta corriente, auges de crédito doméstico, sobrevaluación de las monedas, y altos precios de bienes inmobiliarios. El crecimiento había comenzado a disminuir y en algunos casos la inflación había reaparecido como preocupación adicional. Complejos problemas internos en Argentina y Venezuela empeoraban el escenario. En ese entorno, en mayo de 2013 se anunció la disminución del programa de flexibilización cuantitativa (“Quantitative Easing”, o QE), lo cual marcó la primera reevaluación de riesgo significativa para los mercados emergentes como “asset class” en la post-bonanza. La tendencia hacia la convergencia entre calificaciones crediticias de mercados desarrollados y emergentes se ha detenido, al menos por ahora.

A pesar de la menor preocupación respecto a una inminente contracción de la política monetaria de EE.UU, otros cambios surgidos en el contexto externo representan un riesgo para los mercados emergentes en general, y para los productores de bienes primarios en particular. **El Comité considera que la desaceleración china y los signos de estabilización de la periferia europea (que fue afectada por una masiva salida de capitales y pérdida de acceso a los mercados de capitales hasta el 2013) han comenzado a afectar adversamente la evaluación de riesgo en los mercados emergentes por parte de los mercados financieros.**

En el pasado, como en el período posterior a la crisis asiática, este menor apetito por los activos de los mercados emergentes se asoció con una marcada desaceleración de las entradas de capitales, y en algunos casos con interrupciones súbitas de los flujos de capitales (fenómeno conocido como *sudden stop*), con consecuencias perjudiciales para el crecimiento. **El Comité considera que estas condiciones colocan a los mercados emergentes en una posición vulnerable que, como demuestran episodios pasados, podría generar un efecto contagio.** Por lo tanto, una crisis en un mercado emergente importante podría propagarse rápidamente a muchos otros países emergentes. Además, como demostró la crisis de 1998, el contagio podría exacerbarse si participantes de los mercados de capitales desarrollados sufren una crisis de liquidez a raíz de la crisis en los mercados emergentes. La evidencia reciente muestra que los inversionistas extranjeros han aumentado su exposición a China de manera significativa en los últimos años, lo cual podría aumentar los riesgos de un contagio “rápido y furioso”.

c) Inversión Extranjera Directa

En los últimos años, la inversión extranjera directa de China ha crecido considerablemente y ha dado un impulso adicional al crecimiento de la región. La inversión se ha dirigido principalmente a Argentina, Brasil y Perú y, en menor medida, a Ecuador y México. Las inversiones se han concentrado principalmente en agricultura, energía, minería y, en menor medida, en telecomunicaciones, automóviles y ferrocarriles. Más recientemente, las inversiones chinas

también han comenzado a verse en el sector bancario a través de la compra de bancos medianos en Argentina y Brasil por parte de ICBC y CCBC, dos importantes bancos chinos.

En un entorno de incertidumbre respecto al crecimiento de China, no está tan claro si la inversión extranjera directa de China a América Latina seguirá siendo fuerte. Un escenario posible es que una desaceleración de la inversión nacional en China podría llevar a un aumento de la cuenta corriente. En ese caso, la inversión extranjera directa de China en sectores estratégicos de la región podría aumentar. Este sería el caso especialmente si la inversión en agricultura, minería y energía llegase a ser relativamente más atractiva en un contexto de menores precios de materias primas.

Por otra parte, la disminución de la inversión podría ser más generalizada, afectando la inversión tanto nacional como extranjera. En este escenario, es probable que la transmisión internacional de la desaceleración china añada presión hacia la recesión de la economía global.

d) Nuevos canales financieros a través de los bancos chinos

Como se mencionó anteriormente, los bancos chinos han comenzado recientemente a entrar a los mercados financieros de América Latina. Hasta el momento, la magnitud de estas inversiones ha sido relativamente pequeña, pero se espera que su presencia en la región aumente en el futuro. La presencia de los bancos chinos podría ser positiva para la región, en términos de su rol en el financiamiento al comercio, apoyando así el crecimiento de los flujos de comercio entre América Latina y China.

Además, la presencia de bancos chinos en la región puede reflejar una estrategia por parte de China para aumentar el financiamiento a empresas chinas operando en la región, a la vez que permite realizar cobertura de riesgo de tipo de cambio y de riesgo político.

Sin embargo, los reguladores de América Latina deben ser cada vez más conscientes del potencial de propagación de las fragilidades financieras en China. En la reciente crisis, algunos bancos internacionales han utilizado sus sucursales y filiales en la región para canalizar fondos hacia sus casas matriz, con el fin de mitigar los efectos de la crisis crediticia en las economías avanzadas. Una situación similar puede surgir también en este contexto, a pesar de que la presencia de los bancos chinos es aún muy limitada en tamaño. La falta de convertibilidad del renminbi limita significativamente la importancia de este canal.

Los vínculos financieros entre China y América Latina también han aumentado recientemente a nivel oficial. En septiembre de 2013 se ha acordó la creación, en 2015, de un Fondo de Liquidez de USD 100 mil millones para los países BRICS. Se espera que la contribución de China sea de USD 41 mil millones, en comparación a la de Brasil, India y Rusia, por USD 18 mil millones, y la de Sudáfrica, por USD 5 mil millones. Además, los bancos centrales de Argentina y Brasil han establecido acuerdos de *swaps* en moneda nacional con el Banco Popular de China. El objetivo principal de estos acuerdos es complementar el papel de otros organismos multilaterales en

mejorar el acceso a financiamiento externo durante episodios sistémicos de turbulencia en los mercados internacionales de capital, así como reducir la probabilidad de que el financiamiento al comercio se interrumpa. Aunque aún no han sido puestas a prueba, estas iniciativas pueden llegar a tener un papel beneficioso en la reducción de la vulnerabilidad de la región a los shocks externos.

III. Recomendaciones de Política

Con el fin de ayudar a los países a adoptar políticas preventivas y a las instituciones financieras internacionales (IFI) a estar preparadas para brindar el apoyo adecuado de ser necesario, **el Comité recomienda adoptar un enfoque de dos etapas para cuantificar los riesgos de contagio identificados anteriormente. En el corto plazo, los países deben realizar y publicar, de forma creíble y transparente, una serie de pruebas de stress de las vulnerabilidades financieras, fiscales y externas, que se derivarían de una caída de precios de las materias primas y de perturbaciones financieras, causadas por diferentes combinaciones de una potencial desaceleración de China y una contracción de la liquidez global.**

En el mediano plazo, **el Comité recomienda que dichas pruebas de estrés se realicen de forma coordinada, con un marco común, y con el apoyo de las instituciones financieras internacionales globales y regionales, en particular el Fondo Monetario Internacional (FMI).** Los resultados deben ser publicados, obedeciendo a estrictos principios de transparencia.

El Comité considera que, a la luz de los riesgos discutidos, el FMI debe fortalecer sus esfuerzos para incrementar su capacidad de actuación como prestamista internacional de última instancia. El momento para atender el llamado a la recapitalización del FMI es ahora, cuando los riesgos evaluados en ésta y en declaraciones anteriores de CLAAF no se han materializado por completo. Esta recapitalización es esencial para hacer creíble el recurso automático a líneas de financiamiento de emergencia por parte de los miembros elegibles, sin comprometer la capacidad del FMI para aprovechar al máximo sus otros instrumentos.

En tanto el FMI no se convierta en prestamista internacional de última instancia, **el Comité considera que es fundamental que los países acumulen o mantengan reservas de liquidez externa, acordes con estos riesgos.** Una institución regional, como el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) podría desempeñar un importante papel complementario en el fortalecimiento de la liquidez regional.

Con el fin de tener suficiente margen de maniobra para responder al deterioro de las condiciones externas, y para facilitar la absorción adecuada de shocks potenciales, los países necesitan tener políticas fiscales y monetarias sólidas, y permitir la flexibilidad del tipo de cambio. Es alentador que algunos de los países de la región que tienen mayor exposición a una desaceleración de China, son precisamente aquellos que están mejor preparados para lidiar con ello (tales como Chile y Perú).

El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) agradece el apoyo financiero del Centro para el Desarrollo Global (CGD), el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), el Banco Central de Chile y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por financiar sus actividades durante el 2014. El Comité agradece a María Cecilia Ramírez por su apoyo en la elaboración de esta declaración. El Comité es completamente independiente y autónomo en la emisión de sus declaraciones.