



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

GLOBAL MACRO SHIFTS

SEGUNDO TRIMESTRE 2015

**CHINA: EN BÚSQUEDA
DE UN NUEVO EQUILIBRIO**

con Michael Hasenstab, Ph.D.

Contenido

Síntesis	2
Entorno global	4
China: un juego de búsqueda de nuevos equilibrios	6
El ángulo contractivo de China	8
Convirtiendo un desafío en una oportunidad: el punto de inflexión de Lewis	15
Dinámica de más largo plazo	21
Perspectivas: ¿dónde nos dejan los shocks o embates positivos y negativos?	27
Riesgos	28
Conclusión	35

Global Macro Shifts

China: En búsqueda de un nuevo equilibrio

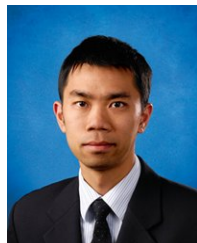


Michael Hasenstab, Ph.D.
Vicepresidente Ejecutivo, Administrador de Cartera,
Presidente Ejecutivo de Inversiones
Templeton Global Macro

Global Macro Shifts es una reseña informativa que se basa en la investigación sobre las economías del mundo que ofrece el análisis y las opiniones del Dr. Michael Hasenstab y de los principales miembros del equipo Macro Global de Templeton, El Dr. Hasenstab y su equipo administran las estrategias de bonos globales de Templeton, incluyendo renta fija sin restricciones, monedas y macro global. Este equipo de economía, formado en algunas de las principales universidades del mundo, integra el análisis macro-económico global con la investigación de campo en profundidad para identificar los desequilibrios a largo plazo que se traducen en oportunidades de inversión.



Sonal Desai, Ph.D.
Vicepresidente Senior,
Administrador de Cartera,
Director de Análisis
Templeton Global Macro



Calvin Ho, Ph.D.
Vicepresidente, Analista
Senior de Macro Global
Templeton Global Macro



Hyung C. Shin, Ph.D.
Vicepresidente, Analista
Senior de Macro Global
Templeton Global Macro



Kang Tan, Ph.D.
Vicepresidente, Analista
Senior de Macro Global
Templeton Global Macro



Diego Valderrama, Ph.D.
Vicepresidente, Analista
Senior de Macro Global
Templeton Global Macro



Attila Korpos, Ph.D.
Analista
Templeton Global Macro

Esta edición de **Global Macro Shifts** se sumerge en profundidad en China. Encontramos que la mayoría de los observadores tiende a caer en alguno de dos campos sobre China: los escépticos recalcitrantes y los eternos optimistas. Los escépticos están convencidos de que nada de China ---desde la información del sistema bancario hasta las estadísticas demográficas--- soporta una revisión cercana. Esta escuela de pensamiento sostiene que las cifras oficiales son muy poco fiables para ser tomadas en cuenta, y que los desequilibrios son demasiado grandes como para justificar un análisis profundo. Los escépticos imaginan una implosión de la economía china, resultado de una burbuja en el mercado de la vivienda, en las deudas de los gobiernos locales, o en el mercado de acciones ---o, con frecuencia en los tres. En su opinión, el colapso es inminente, y así ha sido durante los últimos 10 años. El grupo más pequeño de optimistas sobre China tiene una visión muy benigna sobre la transformación del país. Este grupo espera que el milagro de crecimiento de China continúe sin problemas, con una moderación que es sólo transitoria. Este campo suele hacer caso omiso a las preocupaciones sobre los desequilibrios, argumentando que China tiene dinero suficiente, políticas adecuadas y un control sin precedentes sobre su economía.

En este documento, tratamos de dar unos pasos hacia atrás y brindar una evaluación objetiva acerca del lugar en el que se encuentra la economía china, vemos hacia dónde se dirige y qué riesgos prevemos hacia el futuro.

Adoptamos una visión más matizada y equilibrada que la de los escépticos recalcitrantes o la de los eternos optimistas. En síntesis, seguimos siendo optimistas sobre las perspectivas de China, pero reconocemos que el país se enfrenta a retos políticos formidables y a riesgos sustanciales que merecen un seguimiento muy cercano.

Hoy, China ha llegado a un momento crucial de su profunda transformación económica. Sus tres motores tradicionales de crecimiento se han detenido al mismo tiempo: el sector inmobiliario se está contrayendo después de un auge prolongado; los gobiernos locales que necesitan reducir su endeudamiento han restringido sus inversiones; y muchos componentes del sector manufacturero se han venido achicando.

Sin embargo, el crecimiento en el consumo impulsado por el aumento de los salarios, el crecimiento del sector de servicios y las nuevas inversiones en infraestructura operan para compensar la mengua simultánea en los tres sectores tradicionales. La contracción manufacturera ha sido provocada por el punto de inflexión de Lewis: una desaceleración demográfica impulsada por el crecimiento en la fuerza laboral, que ha aumentado las presiones salariales, socavando la competitividad de la industria manufacturera impulsada tradicionalmente por las exportaciones.

La desaceleración en el crecimiento de la fuerza de trabajo, sin embargo, significa que se necesitan menos puestos de trabajo para mantener el pleno empleo: se estima en 3 millones por año en comparación con un máximo anterior de 12 millones. El crecimiento más rápido del sector de servicios, que ha desplazado a la industria como líder en la creación de empleo, es suficiente para generarlo. Por lo tanto, la contracción en el sector manufacturero, en el sector inmobiliario y de los gobiernos locales no ha provocado un aumento del desempleo, lo cual plantearía un espinoso problema social y político.

El aumento de los salarios y el empleo sostenido han posibilitado que el consumo de los hogares supere a la inversión como principal contribuyente al crecimiento del PIB, exactamente el tipo de re-equilibrio que necesita China. El sostenido crecimiento de los salarios, sin embargo, necesita un crecimiento más rápido de la productividad. Sin esto, una parte creciente de la economía se convertirá en poco competitiva, llevando a China hacia la "trampa de los ingresos medios". El crecimiento más rápido de la productividad requiere que la industria evolucione hacia una mayor tecnología y hacia sectores de mayor valor agregado.

El gobierno ha fomentado este proceso a través de una serie de políticas fundamentales: reforzar el sector de la educación, reformar a las empresas estatales (*State Owned Enterprises* = *SOEs*) para fomentar el crecimiento del sector privado e incentivar la innovación. La trampa de ingresos medios ha demostrado ser extremadamente difícil de evitar, como lo demuestran los pocos países que han logrado hacerlo con éxito -- desde luego ninguno tan grande como China. No obstante, China parece haber adoptado la estrategia correcta, y ha apoyado sus políticas con otras reformas a largo plazo, como la liberalización de la cuenta de capital y del mercado financiero, reformas orientadas a mejorar la intermediación del capital, canalizándolo hacia las partes más productivas de la economía. Mientras tanto, el gasto ambiental y de infraestructura ayudará a apoyar las perspectivas de crecimiento a largo plazo, tanto interna como para expandir el alcance global de China, sobre todo a través de la nueva iniciativa "Un Cinturón, Una Ruta".

Todavía existen riesgos significativos. En **primer** lugar, la política monetaria tiene que encontrar un delicado equilibrio: Hasta ahora el Banco Popular de China (BPCh) está brindando apoyo suficiente para atenuar la desaceleración económica; de desacelerarse el crecimiento económico aún más, las recientes medidas para permitir que la deuda de los gobiernos locales sean canjeadas por bonos municipales y provinciales podrían convertirse en un estímulo excesivo del tipo de expansión cuantitativa, que socavaría el proceso de reducción del endeudamiento preparando el escenario para una desaceleración brusca del crecimiento.

En **segundo** lugar, en la última década, China ha acumulado rápidamente un stock sustancial de deuda, en gran parte de operaciones poco transparentes entre los gobiernos locales y el sistema financiero informal. En nuestras estimaciones, ese stock podría representar 250% del PIB incluyendo todas las diferentes fuentes de los gobiernos (es decir, centrales y locales, familias, y corporaciones) dentro y fuera de los balances. Pero, a diferencia de muchos otros países, el estado de China tiene un enorme stock de activos, que comprende reservas de monedas extranjeras y, lo que es más importante, los activos de sus empresas estatales más fuertes. Además, el gobierno central no tiene deuda externa. Estos factores ayudan a minimizar el riesgo de una crisis clásica de sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, el proceso de reducción del endeudamiento podría no ser apacible, dado que podría provocar problemas en el sector bancario o empresarial, alterando el ritmo de crecimiento. Por otro lado, el proceso de des-apalancamiento podría revertirse, lo que podría conducir a una continua acumulación de deuda, convirtiéndose en una fuente de riesgo.

En **tercer** lugar, el mercado de valores podría derrumbarse --- sobre todo después de que los índices de acciones de China se han más que duplicado en los últimos 12 meses--- generando preocupación e incertidumbre. Aunque el mercado de valores de China sigue desempeñando un papel relativamente menor en su economía, tanto como fuente de capital para las empresas como un activo para las familias, su importancia ha aumentado. Una caída repentina podría dar lugar a un shock contractivo adicional al ritmo de crecimiento, y paralizar el proceso de fortalecimiento y diversificación del sector financiero.

Finalmente, las reformas esenciales de las empresas estatales necesitan superar poderosos intereses creados, y enfrentarse a considerables retrocesos, lo que aumenta las posibilidades de fracaso.

En general, sobre la base de nuestro análisis detallado, creemos que China seguirá el rumbo, con un crecimiento del PIB en moderada desaceleración hacia una meta del 6% en los próximos años, en tanto que la economía continuará inclinándose hacia el consumo, los servicios y manufactura de mayor valor agregado. Esto tiene importantes implicaciones para la economía global:

- Un crecimiento de más del 6% en China apoyará el crecimiento global, un factor importante dada la fragilidad estructural de la recuperación europea y la perspectiva de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de EEUU.
- Junto con la nueva ronda de inversión en infraestructura, esto proporcionará algún tipo de apoyo a los mercados de productos básicos. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que el reequilibrio de China de la inversión hacia el consumo también reducirá la demanda de la mayoría de los metales industriales. A fin de cuentas, por lo tanto, nuestra perspectiva sobre China debe ser consistente con precios estables de las materias primas en los próximos años.

- Reequilibrio de China también tiene un impacto diferencial en los flujos de comercio: Deberíamos ver más comercio con las economías avanzadas que producen bienes terminados e industriales, y relativamente menos con los productores de materias primas. Por otra parte, la iniciativa "Un Cinturón, Una Ruta" y las actividades del recientemente lanzado Banco de Inversión en Infraestructura de Asia también requieren un seguimiento estrecho debido a su potencial impacto en los flujos comerciales a largo plazo.
- Por último, el crecimiento salarial sostenido implica que China debería ser exportador de un envión inflacionario hacia el resto del mundo, reforzando nuestra opinión de que, a partir de los EEUU, las perspectivas siguen siendo de más altos índices de inflación y tasas de interés más elevadas.

El resto de este trabajo se estructura de la siguiente manera. En la Sección 1 se brinda una visión rápida del contexto externo, centrándose en las perspectivas para EEUU, Europa y Japón; la Sección 2 describe el reequilibrio de múltiples facetas que tiene lugar actualmente en la economía de China; en la Sección 3 se evalúa la actual recesión en la industria manufacturera, el sector inmobiliario y los gobiernos locales, y cuantifica las consecuencias potenciales en el crecimiento; la Sección 4 aborda el desafío del punto de inflexión de Lewis, y analiza cómo China puede sacar provecho de esta oportunidad; la Sección 5 se ocupa de la dinámica a largo plazo, en particular sobre la reforma de las empresas estatales (SOEs) y el creciente papel del sector privado, el nexo entre la liberalización de la cuenta de capital y la política cambiaria, y la continua necesidad de infraestructura; la Sección 6 resume el análisis de las secciones anteriores en nuestra perspectiva base para China; en la Sección 7 se discuten los riesgos clave: aplicación de la política monetaria, sostenibilidad de la deuda y precios de los activos de riesgo nacionales; y concluimos este documento con un resumen de nuestros puntos de vista.

1. Entorno Global

Antes de entrar en el análisis en profundidad de China, nos gustaría hacer un balance del estado de la economía mundial a mediados de 2015.

EEUU

Comenzando con la economía de EEUU, que inició el año con el pie izquierdo, creemos que la debilidad del primer trimestre es de naturaleza temporal, en su mayoría debido a factores excepcionales. Se informó que el PIB de EEUU se contrajo un 0,2% en el primer trimestre, aunque podría haber revisiones a esta estimación. El ritmo de la actividad se vio frenado por las duras condiciones invernales, las interrupciones de los puertos de la costa oeste, la reducción de la inversión en energía después de la caída de los precios del petróleo (que restó 0,5 puntos porcentuales al crecimiento del primer trimestre), y exportaciones más débiles frenadas por un dólar más fuerte. Por otra parte, las técnicas de ajuste estacional de las estadísticas oficiales se han traducido sistemáticamente en un crecimiento informado que ha resultado ser mucho más bajo que el promedio para todo el año.

Tanto los precios del petróleo como el USD se han estabilizado; en consecuencia, el ajuste de la oferta en los mercados de energía se ha desacelerado: El número de equipos de perforación en operación sigue disminuyendo, pero a un ritmo mucho más lento, y el arrastre de las exportaciones (equivalente a alrededor de 0,6 puntos porcentuales para cada apreciación real del 10%) debe haber completado ya gran parte de su camino. Entretanto, el mercado laboral sigue mejorando, con creación de empleos nuevos en el sector no agrícola a un ritmo medio mensual móvil de tres meses de 200.000 puestos netos; la tasa de desempleo se ha reducido hasta el 5,3%, cerca de estimación de la Oficina de Presupuesto del Congreso de la llamada tasa NAIRU (Non-accelerating Inflation Rate of Unemployment) o tasa de desempleo que no acelera la tasa de inflación.

Un mercado laboral menos flexible ha comenzado a ejercer presión sobre los salarios. El Índice de Costo de Empleo se aceleró a 2,6% año contra año en el primer trimestre, el ritmo más elevado desde 2008; en Mayo, los sueldos y salarios subieron un 5,0% año con año. La inflación subyacente se ha mantenido estable cerca de 1,5%; los efectos de la baja en los precios del petróleo comenzarán a desaparecer en Agosto, y su reciente repunte alentarán gradualmente a la inflación general a acercarse a la inflación subyacente; es probable que las presiones salariales se traduzcan en aumentos de precios más significativos durante el resto de este año y en el año 2016.

Estos factores nos hacen confiar en que la recuperación de EEUU sigue en camino. Esto, a su vez, debería inducir a la Reserva Federal a elevar las tasas de interés a finales de este año, muy probablemente, a fines del tercer trimestre o en el cuarto.

Los mercados financieros han empezado a anticipar esa decisión, los rendimientos de los bonos del Tesoro de 10 años aumentaron de 1,64% a fines de Enero a casi 2,35% a fines de Junio. Sin embargo, están descontando un menor ritmo de endurecimiento de la política monetaria que la que la propia Reserva Federal ha sugerido. Mientras que el banco central --probablemente-- comience la normalización a un ritmo lento, puede que tenga que moverse más rápido una vez que las presiones inflacionarias se acumulan; esto implicaría una desconexión aún mayor con las expectativas actuales de los operadores del mercado.

Europa

El crecimiento de la Euro-zona ha sorprendido positivamente en el primer trimestre, como habíamos sugerido en nuestro número anterior de **Global Macro Shifts**. El +0,4%, del primer trimestre marcó el octavo trimestre consecutivo de crecimiento positivo con respecto al trimestre previo. El repunte de la actividad económica se ha estimulado, sobre todo, por el debilitamiento del EUR, que ha impulsado la competitividad de los exportadores de la Euro-zona. La expansión cuantitativa del Banco Central Europeo (BCE) también ayudó, a través de la reducción de los costos de financiamiento e inyectando más liquidez en el sistema bancario. Los indicadores recientes sugieren que el impulso positivo persiste: el índice de gerentes de compras del sector manufacturero, las ventas minoristas y los indicadores de préstamos continúan con una tendencia ascendente.

Aunque la mayor parte de la Euro-zona ha disfrutado de un repunte amplio en el nivel de actividad, la sostenibilidad de esto varía según los países. España, ha mostrado crecimientos relativos superiores debido a sus reformas y a los esfuerzos realizados para poner las finanzas públicas en un sendero más saludable. Alemania retiene una sólida competitividad internacional, reforzada por una demanda interna más saludable. El superávit comercial de Alemania se ubica alrededor del 7% del PIB, prueba de su persistente destreza exportadora. En Francia e Italia, la aceleración parece más cíclica en su naturaleza; ambos países necesitan esfuerzos más decididos de reforma para acelerar el crecimiento sobre bases más sostenibles.

El programa de expansión cuantitativa ha comenzado revirtiendo la contracción previa del balance del Banco Central Europeo, que se redujo a un tercio de su nivel máximo. Junto con los programas existentes para la compra de bonos y de instrumentos de deuda con garantía de activos,¹ la expansión cuantitativa ha ampliado el balance del banco central en cerca de €200 mil millones, frente a un objetivo de alrededor de €1,1 billón al 30 de junio. Algunos analistas y agentes del mercado han especulado que el Banco Central Europeo podría abandonar su programa de expansión cuantitativa en un futuro próximo, considerando que el ritmo de crecimiento es más fuerte que lo esperado.

El presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, sin embargo, ha subrayado en repetidas ocasiones que el banco tiene la intención de llevar a cabo su programa al menos hasta Septiembre de 2016, y que en cualquier caso se necesitarían pruebas convincentes de que la inflación está convergiendo a su objetivo del 2% de una manera sostenible antes de considerar un cambio de política.

La saga griega sigue siendo la principal nube en el horizonte de la recuperación europea. Los votantes griegos rechazaron la última propuesta de los acreedores en un referéndum celebrado el 5 de julio. El referéndum pidió a los votantes aceptar o rechazar el último programa económico resultado de seis meses de difíciles negociaciones con la Unión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Los líderes de la Eurozona habían advertido que el resultado más probable de un voto por el "no" sería la salida de Grecia de la Euro-zona. Aunque se espera que las negociaciones se reanuden, el riesgo de "la salida de Grecia" ha aumentado sustancialmente. En lugar de predecir el resultado de estos debates, preferimos centrarnos en las posibles consecuencias del peor de los casos. En caso de que Grecia deje el euro, creemos que esto podría causar un shock temporal a los mercados financieros, con una ampliación de los diferenciales de crédito de la deuda de los países periféricos de la Euro zona, y un aumento en la aversión al riesgo global. También estamos seguros de que los mecanismos de protección de la Euro zona son lo suficientemente fuertes como para limitar el contagio, por lo que el impacto adverso debería ser limitado y temporal en su alcance.

Japón

Finalmente, parece que Japón está teniendo éxito en su lucha contra la deflación. El IPC subyacente está en marcas cercanas al 2%, incluso restando el impacto de los aumentos de impuestos. El colapso de los precios del petróleo no ha sido suficiente para llevar al país de nuevo en la deflación, y el crecimiento del PIB nominal permanece en una tendencia ascendente saludable. El éxito de Japón en mantener la inflación en terreno positivo es especialmente notable dado el entorno externo extremadamente adverso, donde muchos países han experimentado presiones deflacionarias. Esto constituye una prueba muy alentadora de que la "primera flecha" de Abenomics, a saber, el decisivo envión de la expansión cuantitativa, ha resultado ser eficaz.

El efecto positivo de la Abenomics se puede ver en el crecimiento del producto: el PIB se expandió más rápido de lo esperado en el primer trimestre, más de un 2% en tasa anualizada contra el trimestre previo. La acumulación de inventarios jugó un papel importante, pero también hubo señales alentadoras de un repunte en los gastos privados de consumo y de capital. Por otra parte, los precios de producción han estado evolucionando muy por encima de los precios de los insumos, lo que indica que la rentabilidad es probable que mejore, apoyando así a las perspectivas de un repunte en la inversión adicional.

El aumento de impuestos del año pasado, por lo tanto, no ha detenido la recuperación, al contrario de lo que varios analistas temían, sobre todo teniendo en cuenta que un aumento de impuestos echó por tierra con el intento de Japón para salir de la deflación en 1997. Este aumento de impuestos, piedra angular de la estrategia fiscal, por lo tanto, fue una apuesta calculada pero riesgosa que ha dado sus frutos. Esto debe ser considerado como un éxito muy importante de la política del gobierno: La "segunda flecha," una política fiscal prudente, promueve la confianza en la sostenibilidad de la deuda a largo plazo.

La "tercera flecha," las reformas estructurales, sigue siendo la parte más importante de la ecuación, y ha sido el foco de la mayoría de las preguntas y del escepticismo desde el lanzamiento de Abenomics. En esta zona, ya se han logrado algunos avances importantes. En el aspecto financiero, el rebalanceo de la cartera del Fondo de Inversiones de Pensiones del Gobierno ha comenzado a extenderse a otras instituciones, como el Correo de Japón y los fondos de pensiones de los empleados públicos. Probablemente lo más importante sean los esfuerzos para fortalecer la administración de las compañías privadas a través de mejorar la transparencia fomentando un papel más activo de los accionistas y de los consejos de administración.

La productividad de Japón, después de anotar tasas cercanas al 3% en los años 1980 y del 2% en la década de 1990, ahora languidece en un mero 1%. Las débiles prácticas de administración corporativa y las ineficiencias resultantes son los principales culpables de esta desaceleración de la productividad. Japón debe impulsar el crecimiento nominal del PIB sobre una base duradera para garantizar la sostenibilidad de su masiva deuda. Además de un aumento permanente en la tasa de inflación, esto requiere un mayor crecimiento global del PIB real.

Esto debe lograrse frente a una intensificación de las presiones demográficas, dado que la población de Japón continuará envejeciendo rápidamente en las próximas décadas. Los programas gubernamentales para impulsar el crecimiento de la fuerza de trabajo, en particular mediante el aumento de la participación femenina, puede ayudar, pero no compensarán totalmente los efectos del envejecimiento. Para lograr un mayor crecimiento del PIB real, por lo tanto, Japón debe lograr un crecimiento más rápido de la productividad, y lo más importante es que requiere un fortalecimiento de la gobernabilidad corporativa. Por lo tanto, Japón ha adoptado un nuevo código de gobernabilidad corporativa, que formaliza responsabilidades explícitas de los consejos de administración para examinar la gestión y comunicar la información a los accionistas, y requiere que cada consejo tenga, por lo menos, dos consejeros externos. Se necesitará mucho más trabajo para aumentar la flexibilidad e impulsar la productividad, pero las medidas ya adoptadas confirman que el gobierno se da cuenta de que debe tratar de abordar las reformas más duras, incluso si esto significa enfrentarse con poderosos intereses creados..

China: Un juego de búsqueda de nuevos equilibrios

La economía de China ha bajado un cambio en su marcha. La desaceleración de tasas de crecimiento superiores al 10% que mantuvo durante tres décadas a aproximadamente el 7% se alinea con los propios planes del gobierno. Las autoridades reconocen que la desaceleración es inevitable y saludable, y en consonancia con un reequilibrio de los motores de crecimiento de China que se apartan de la inversión y se acercan al consumo.

Recientemente, sin embargo, han surgido indicios de desaceleración del crecimiento por debajo del objetivo del gobierno. Esto ha dado lugar a renovadas advertencias de que la economía pronto podría sufrir un aterrizaje forzoso o una drástica declinación del crecimiento, debido a desequilibrios y debilidades acumuladas en sectores clave de la economía.

Tenemos una visión diferente. Tres sectores importantes de la economía de China, sin duda, están sufriendo de una contracción grave: la manufactura tradicional, el sector inmobiliario/construcción, y las finanzas de los gobiernos locales/gasto en infraestructura. En conjunto, estos tres sectores --probablemente-- estén experimentando una verdadera recesión.

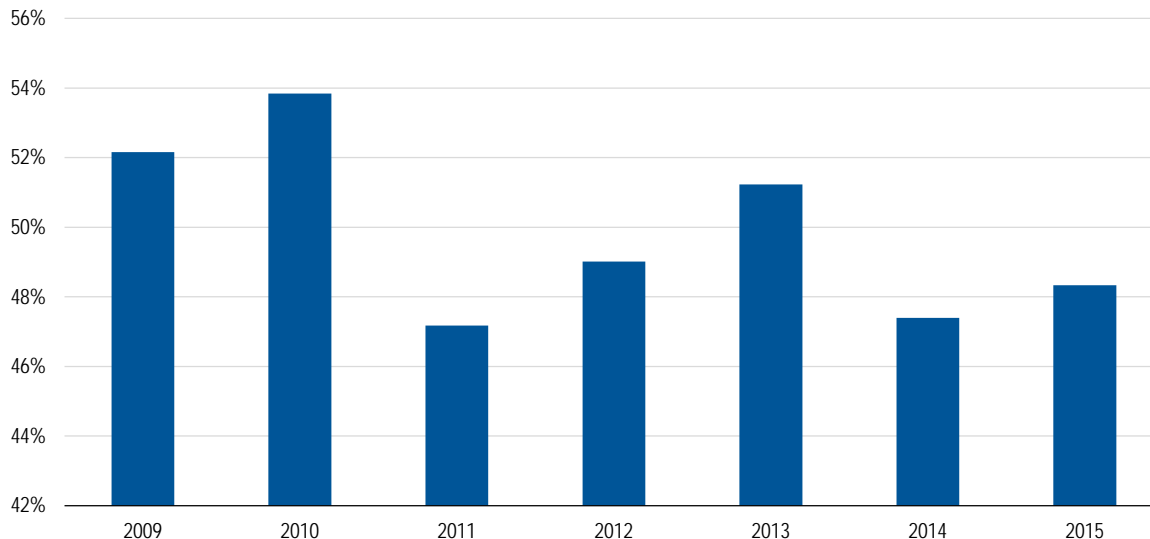
La contracción simultánea de estos tres sectores clave es, paradójicamente, fortuita. A pesar de que se producen estas contracciones, el reequilibrio económico de China permitirá que nuevos motores de crecimiento se pongan en marcha:

- El aumento de los salarios, empujado también por el envejecimiento de la población y la desaceleración del crecimiento de la fuerza laboral, apoyan sólidamente al consumo privado por el lado de la demanda.

- La manufactura ha comenzado a cambiar hacia sectores caracterizados por un mayor contenido tecnológico y un mayor valor agregado. Esto puede impulsar un crecimiento más rápido de la productividad en la industria, que a su vez apoya un crecimiento salarial más sólido salvaguardando al mismo tiempo la competitividad global. China ya se había convertido en el mayor mercado de robots industriales en el año 2013 según la Federación Internacional de Robótica.
- El sector de servicios ha comenzado a dar cuenta de una mayor parte de la economía. Esto tiene dos ventajas. En primer lugar, un sector de servicios en expansión puede apoyar la creación de empleo, compensando la contracción en la construcción y la desaceleración en el sector manufacturero. En segundo lugar, algunos servicios pueden apoyar a un crecimiento más acelerado de la productividad.
- A pesar de que se diluye el auge de la construcción residencial en forma paulatina, existe una gran necesidad de infraestructura en carreteras, vías férreas y protección del medio ambiente. A pesar del rápido ritmo de la construcción en los últimos años, China sólo tiene 112.000 kilómetros de líneas ferroviarias, cerca de la mitad de lo que tiene EEUU, mientras que los países son más o menos del mismo tamaño. Más de 133 ciudades chinas tienen una población de más de 1 millón de dólares, pero sólo 22 tienen sistemas de metro o de tránsito rápido. Las instalaciones de protección del medio ambiente muestran un masivo grado de subdesarrollo, tal como lo muestra cualquier estadística sobre contaminación. Se requerirán nuevas inversiones para disminuir la contaminación en el agua, el aire y la tierra.

Desde 2009. Los niveles diarios de polución han estado en niveles insalubres o aún peores el 50% del tiempo

Gráfico 1: Pekín: Porcentaje de Días con Calidad de Aire Insalubre (AQI >150) 2009–2015

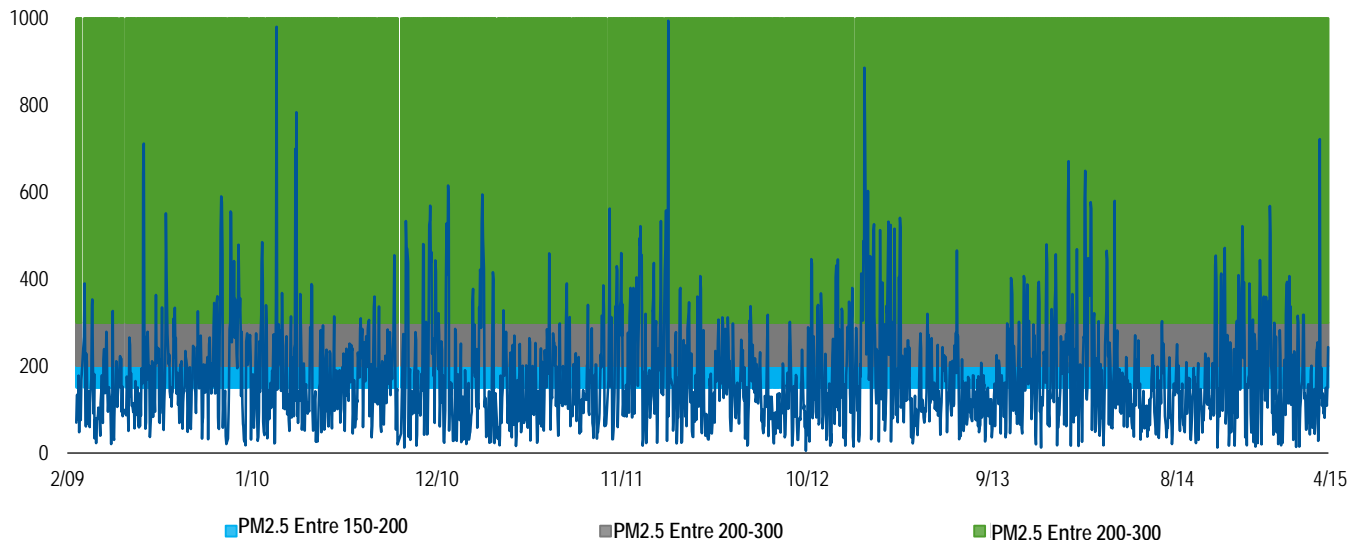


Fuente: Cálculos de Templeton Global Macro con información provista por el US Department of State, US Embassy, Pekín, China. La información sobre la observación del estado del aire no ha sido totalmente verificada ni validada; esta información está sujeta a cambios, errores y correcciones.

Los niveles de polución de China muestran que el país necesita medios para preservar el medio ambiente: Niveles de calidad del aire que superan 200 son considerados muy insalubres

Gráfico 2: Pekín: Índice de Calidad del Aire
Febrero 2009–Abril 2015

Pekín – Índice de Calidad del Aire (PM2.5 Diario)



Fuente: Información provista por el US Department of State, US Embassy, Pekín, China. La información sobre la observación del estado del aire no ha sido totalmente verificada ni validada; esta información está sujeta a cambios, errores y correcciones.

En particular, el crecimiento más rápido del sector de servicios --- apoyado en un consumo doméstico más fuerte--- está creando suficientes puestos de trabajo para cubrir el (cada vez más lento) crecimiento de la oferta laboral. La contracción en el sector manufacturero, sector inmobiliario y en los gobiernos locales, por tanto, no da lugar a un mayor desempleo.

Este re-equilibrio aprovecha el cambio en las condiciones demográficas, tratando de transformar el desafío del punto de inflexión de Lewis en una oportunidad. Tres conjuntos de acciones de política apoyan este esfuerzo:

1. Las reformas encaminadas a mejorar la competitividad de la industria manufacturera de China. Estas incluyen la reforma gradual de las empresas estatales, reforzar el sistema educativo, con énfasis en ciencia e ingeniería, e incentivar la innovación y el desarrollo económico propio.
2. Las reformas destinadas a apoyar el consumo incluyen el fortalecimiento del sistema de pensiones y el sistema de atención de salud con cobertura ya extendidas al 95% de la población con el fin de reducir la necesidad de ahorro precautorio mientras que aumenta los niveles de vida.
3. La inversión del gobierno central en la próxima ola de la infraestructura, destinada a acelerar el crecimiento en las regiones menos desarrolladas de China y a extender el alcance y la integración global del país en la economía mundial--- la iniciativa "Un Cinturón, Una Ruta".

3. El ángulo contractivo de China

Como se señaló anteriormente, la condición de tres sectores muy importantes y grandes de la economía china parece grave. Estos son también los sectores que tienen --tal vez-- la mayor visibilidad en los mercados internacionales, ya que han sido los principales motores del crecimiento en la última década: la manufactura, el sector inmobiliario/construcción y los gobiernos locales. A continuación nos detendremos en cada uno de ellos para analizar la dimensión de su debilidad, y el impacto potencial de cada uno en el crecimiento general de la economía.

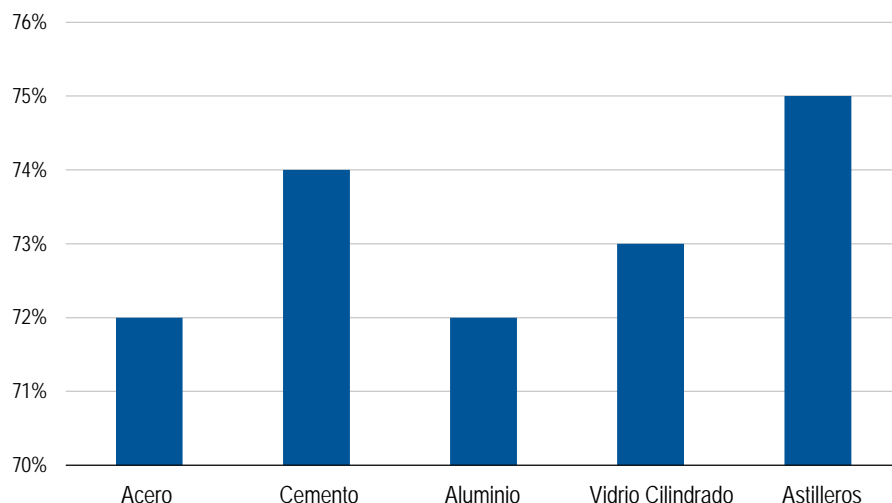
Manufactura

La industria manufacturera ha sido un motor clave del crecimiento en China, impulsado por tasas de inversión excepcionalmente altas. En las últimas décadas, la industria manufacturera tradicional ha absorbido la enorme fuerza de trabajo que fluía desde el campo, y ha aprovechado esta fuente aparentemente inagotable de trabajo para obtener una ventaja competitiva global en la producción a bajo costo. Como el principal motor en la creación de empleo, se benefició de inversiones extremadamente importantes.

China Tiene planes para reducir el exceso de capacidad instalada en las principales industrias

Gráfico 3: China: Utilización de Capacidad en Industrias con Excesos Severos de Capacidad Instalada

A 2012



Fuente: National Bureau of Statistics, China.

Con el tiempo, sin embargo, las preocupaciones sobre el grado de exceso de capacidad instalada han aumentado, sobre todo considerando que el aumento de los salarios y un menor crecimiento mundial han reducido las perspectivas de la demanda. Como parte del 11er. Plan Quinquenal (PQ), el Consejo de Estado estableció metas y plazos para la eliminación de la capacidad de producción en 18 industrias principales. En particular, los reguladores se centraron en las empresas intensivas en el uso de energía y altamente contaminantes de industrias tales como materias primas, productos químicos y productos industriales para cumplir con la reducción en el uso de la energía y los objetivos de emisiones. Las industrias específicas se muestran en el gráfico que se encuentra más abajo.

Si bien los responsables de política se han preocupado por el exceso de capacidad instalada desde el año 2005, el problema ha empeorado en los últimos años. Como lo muestran los gráficos de la próxima página, los inventarios han seguido aumentando en el sector industrial. El problema se ha profundizado en los últimos 18 meses: el crecimiento real de inventarios se ha acelerado desde principios de 2014 y sólo ha comenzado a ajustarse en los últimos meses, mientras que el crecimiento de ventas reales ha continuado desacelerándose.

El exceso de capacidad instalada ha empeorado desde 2014

Gráfico 4: China: Sector Industrial (Nivel)

Enero 2006–Abril 2015

RMB miles de millones (En términos reales), Ajustados por Estacionalidad

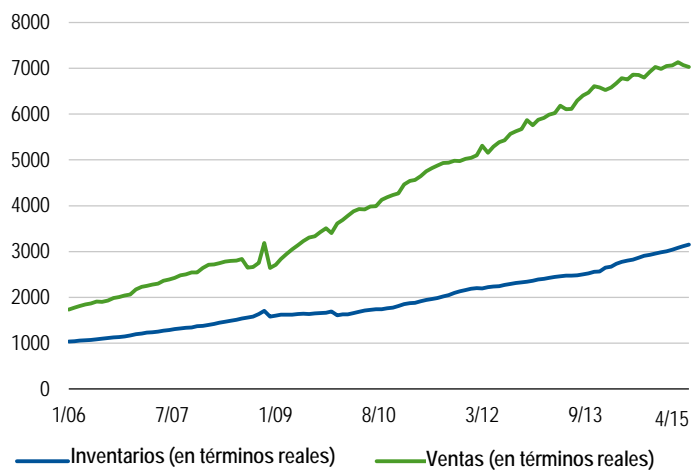


Gráfico 5: China: Sector Industrial (Crecimiento)

Enero 2006–Abril 2015

Variación porcentual anual (En términos reales, Ajustado por Estacionalidad)

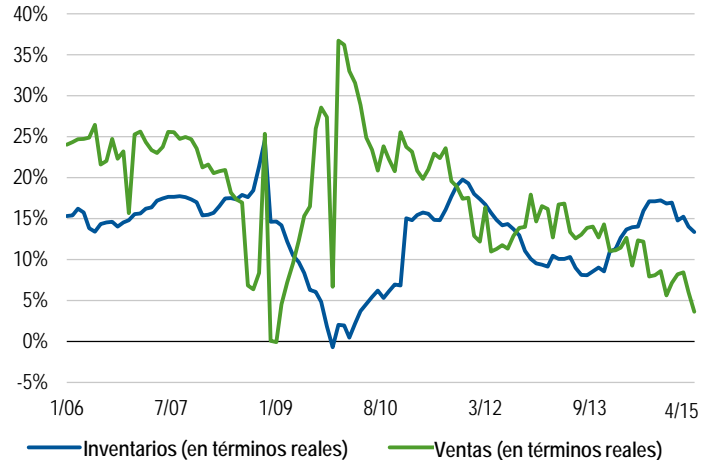
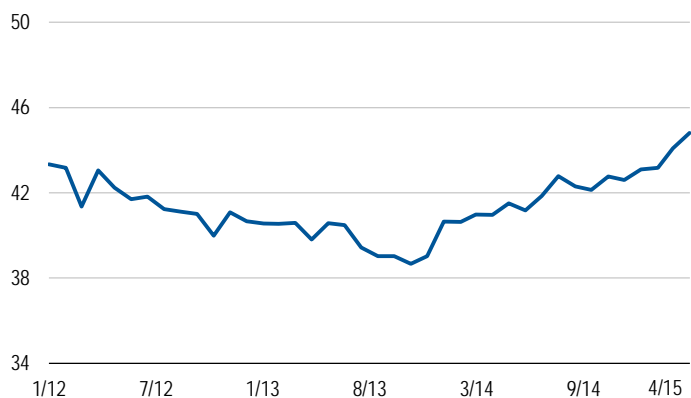


Gráfico 6: China : Índice Inventario / Ventas (Sector Industrial)

Enero 2012–Abril 2015

Relación Inventarios/Ventas



Fuente: National Bureau of Statistics, China y FactSet.

Podemos ver en los gráficos anteriores que la relación inventarios / ventas está por encima de lo que podríamos considerar como un nivel normal o bajo basado en datos de los últimos años, o una proporción de aproximadamente 40%.

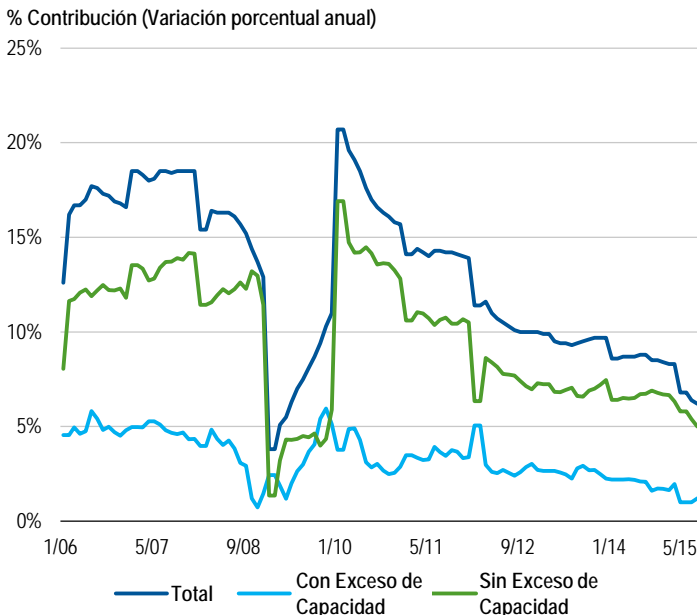
En los actuales niveles deprimidos de las ventas (Abril de 2015), esto implicaría inventarios "deseados" de $0,39 \times 7027$ (nivel actual de ventas de bienes) o RMB 2.740,5 millones. Los últimos niveles de inventario (Abril 2015) muestran RMB 3.149 millones. Esto implica que los inventarios reales tendrían que disminuir un 13% desde los niveles actuales para volver a sus normas recientes. Si las ventas se mantuvieran sin cambios en los niveles actuales

estimamos que tomaría alrededor de dos años absorber el exceso de capacidad instalada. La última vez que vimos una corrección significativa en el exceso de capacidad instalada fue en Enero de 2012 y como lo muestra el gráfico de arriba, la relación inventario / ventas no se revirtió al valor de 40% hasta Septiembre 2013.

Si bien el exceso de capacidad afecta agudamente a sectores particulares, el descenso de la producción industrial ha sido amplio, lo que refleja un problema mayor, como se demuestra en la página siguiente.

La amplia declinación en la producción industrial se ha acelerado

Gráfico 7: China: Producción Industrial
Enero 2006–Mayo 2015



Fuente: Cálculos de Templeton Global Macro utilizando información de el National Bureau of Statistics, China.

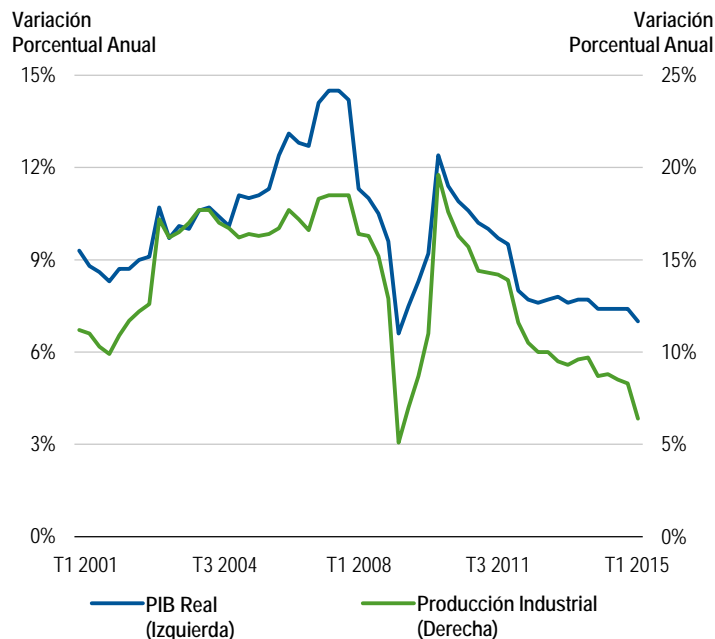
Desde 2012 la evolución de la producción industrial se ha desvinculado parcialmente del desempeño en el PIB (se muestra en el gráfico anterior), entrando en un descenso más agudo, aún cuando el crecimiento del PIB se estabilizó en su nuevo sendero de crecimiento del más del 7%. La desaceleración de la producción industrial se ha intensificado últimamente, lo que sugiere que aún no se ha alcanzado ---probablemente--- el punto más bajo de la recesión en la industria manufacturera. ¿Cuánto más puede declinar, y cuánto daño puede causar en el crecimiento económico general?

Hemos tratado de cuantificar la magnitud del daño potencial de la recesión en curso en la manufactura de dos maneras. En primer lugar, como una aproximación al que, posiblemente, sea el peor de los escenarios. Nos fijamos en la crisis financiera mundial, cuando el crecimiento de la producción industrial llegó a un valor mínimo 5,1% año con año. Los últimos datos de mayo 2015 muestran la producción industrial crece al 6.1% interanual. Dado que la manufactura tiene una participación del 35% en el PIB, un nuevo descenso en las tasas de crecimiento al ritmo de la durante la crisis financiera se traduciría en una reducción de 0.4 puntos porcentuales del PIB. Para el segundo escenario, se estimó una regresión entre el PIB y la producción industrial; el coeficiente de esta regresión (ilustrado a la derecha) implicaría un impacto negativo en el crecimiento del PIB de alrededor del 0,7%.

Por tanto, creemos que la recesión en curso en el sector manufacturero podría restar entre 0,4% y 0,7% de crecimiento al PIB.

La declinación en la producción industrial ha superado a la declinación en el PIB

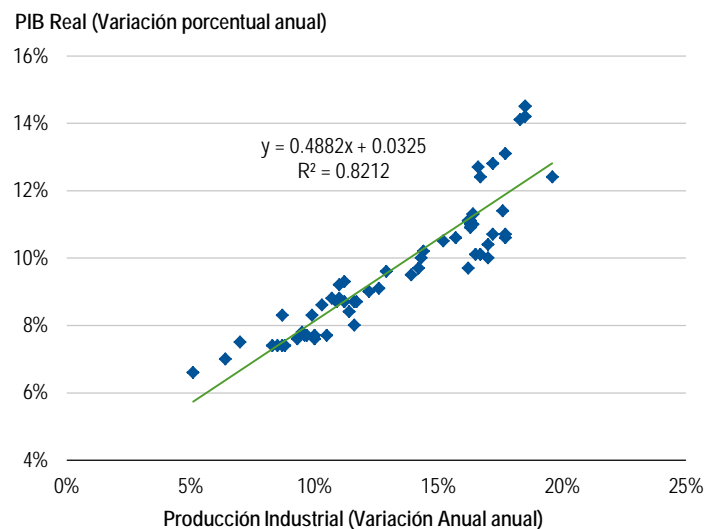
Gráfico 8: China: PIB Real y Producción Industrial
T1 2001–T1 2015



Fuente: National Bureau of Statistics, China

La declinación en la producción industrial disminuye el crecimiento del PIB

Gráfico 9: China: PIB Real versus Producción Industrial
T1 2000–T1 2015



Fuente: National Bureau of Statistics, China.

Construcción y sector inmobiliario

La importancia de la construcción y del sector inmobiliario para la economía china no se puede estimar con la misma facilidad. La construcción, en sí mismo y como el principal componente de la clasificación del sector secundario, comprende alrededor de 6,8% del PIB total, mientras que el sector inmobiliario representa el 6% del PIB bajo la clasificación del sector terciario, lo que sugeriría un peso combinado de 13%.

Otras estimaciones, sin embargo, le dan al sector un mayor peso. Un artículo de W. Zhang, G. Han y S. Chan (2014)² se detiene en los coeficientes de insumo-producto de sector inmobiliario y de la construcción con otros sectores de la economía para ver si la importancia ha aumentado con el tiempo. Utilizando los coeficientes de insumo-producto, calculan la pérdida de valor agregado que sería causado por la eliminación de las propiedades inmobiliarias y de la construcción de la economía, y obtienen una estimación del 30% del PIB (en lugar del 13% propuesto por el enfoque de valor agregado). Vemos a esta .

estimación como la banda superior del rango de participación de estos sectores en el PIB.

Con un peso de entre 13% y 30% del PIB, la contracción del sector inmobiliario tendrá un impacto significativo. Para obtener una estimación más precisa del efecto, hemos realizado un análisis econométrico de la relación entre los precios de las viviendas, la inversión en activos fijos en el sector inmobiliario y la construcción, y el PIB que se ilustra en los gráficos siguientes. Históricamente, una caída del 1% en los precios promedio de las viviendas ha llevado a una caída del 1,4% en la inversión fija en el sector inmobiliario. Dependiendo de dónde se encuentre entre el 13% y 30% del rango de peso del sector inmobiliario y de la construcción en el PIB, se estima que una caída del 1,4% en la inversión fija inmobiliario causaría una caída en el crecimiento del PIB entre 0,2 y 0,4 puntos porcentuales.

La importancia del sector inmobiliario en el PIB ha crecido con el tiempo

Gráfico 10: Coeficientes totales de insumos en el sector inmobiliario-Construcción

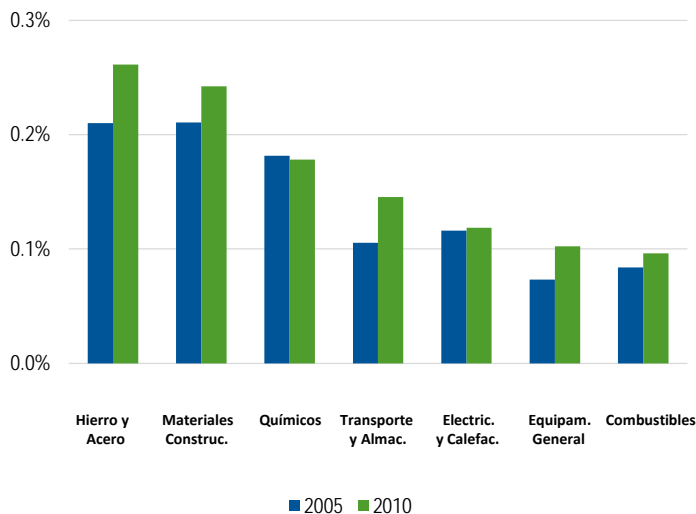
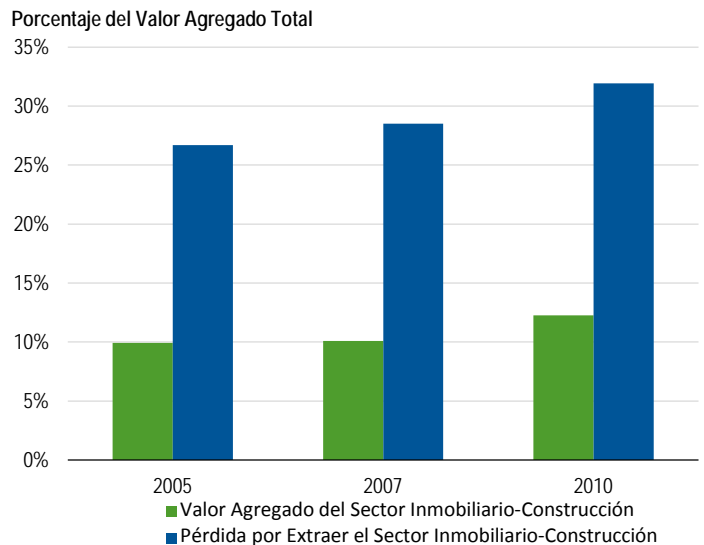


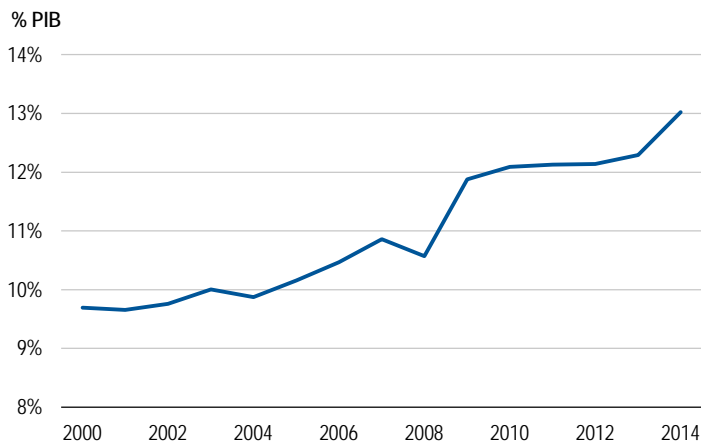
Gráfico 11: Pérdida en el Valor Agregado Total Causado por Extraer al sector Inmobiliario-Construcción



Fuente: Zhang, W., Han, G. y Chan S. (2014) "How strong have been the linkages between real estate and other sectors in China" HKMR Working Paper No. 11/2014.

Gráfico 12: China: Construcción y Sector Inmobiliario

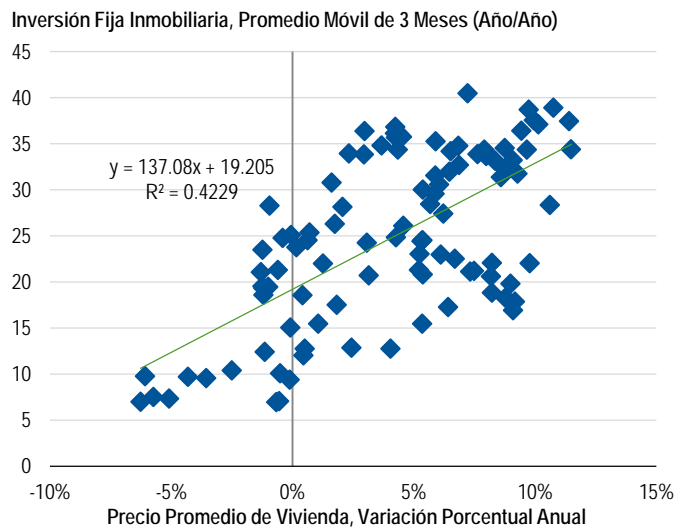
2000–2014



Fuente: National Bureau of Statistics, China.

La contracción en el sector inmobiliario reduce la inversión fija y el crecimiento del PIB

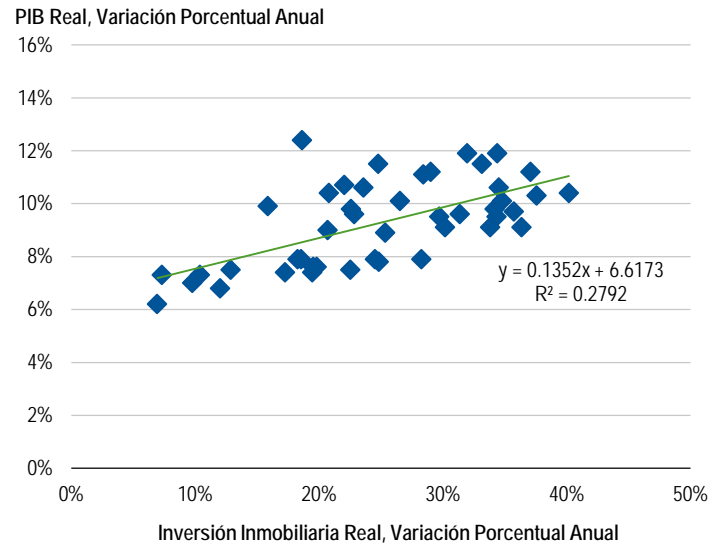
Gráfico 13: China: Inversión Fija Inmobiliaria y Precio de las Viviendas
Noviembre 2006–Abril 2015



Fuente: National Bureau of Statistics, China.

Nuestras estimaciones son ampliamente consistentes con la hipótesis de que la desaceleración de la manufactura y el ajuste en el sector inmobiliario han sido los principales impulsores de la desaceleración general de la economía de China: el crecimiento de la producción industrial se ha reducido desde un máximo de casi el 20% a principios de 2010 a alrededor de 6,5%; basado en la sensibilidad que se estimó anteriormente, esto se traduciría en una reducción del crecimiento del PIB de casi 5 puntos porcentuales. Esto, por sí mismo, habría sido suficiente para reducir el crecimiento de aproximadamente 12% a principios de 2010 a alrededor de 7%. Además, el descenso del 6% en los precios de las viviendas que se anotan en las últimas estadísticas implicaría un lastre para el crecimiento en el orden de 1.1 a 2.5 puntos porcentuales.

Gráfico 14: China: Inversión Fija Inmobiliaria y Precio de las Viviendas
Marzo 2004–Abril 2015



En otras palabras, la desaceleración del crecimiento del PIB podría haber sido aún más pronunciada, si no hubiera sido por el impacto de compensación del fuerte crecimiento de los servicios, lo que vamos a discutir en la última parte de este trabajo.

Es alentador, tal como lo muestran los gráficos de página siguiente, puesto que los precios en el sector inmobiliario parecieran haber tocado fondo, mientras que la inversión fija inmobiliaria podría estar estabilizándose. Esto sugeriría que cualquier impacto negativo mayor sobre el crecimiento de la economía proveniente del sector inmobiliario debería ser limitado.

Los precios de las viviendas parecieran haber Dejado atrás su mínimo

Gráfico 15: China: Precio Promedio de las Viviendas
Junio 2012–Mayo 2015
% Anual

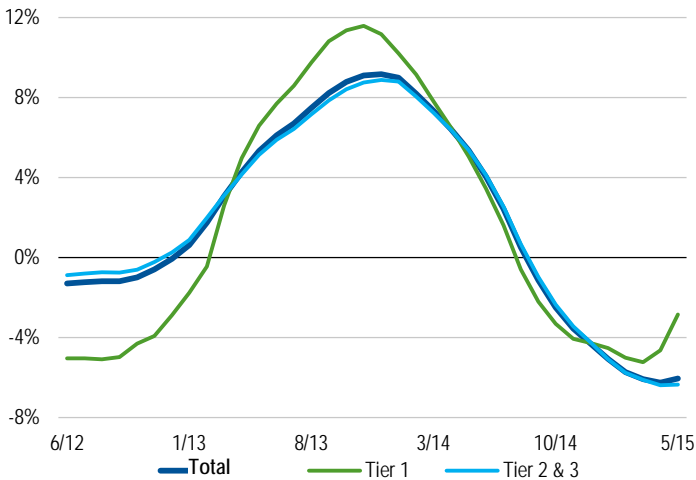
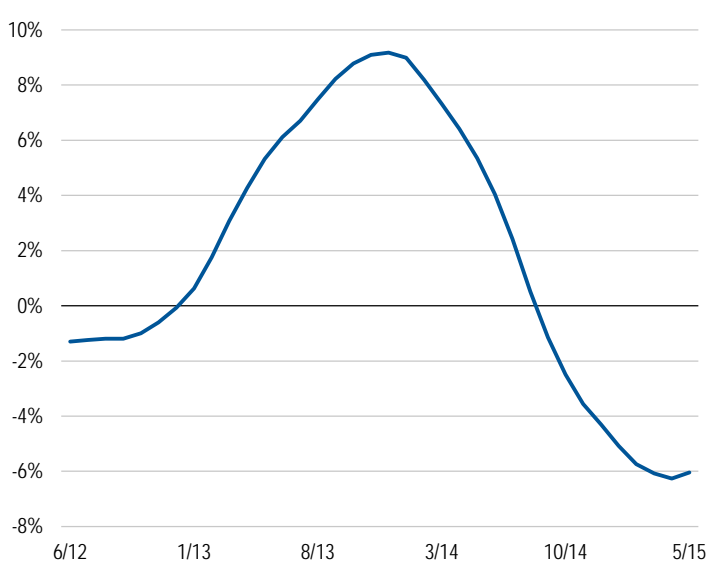
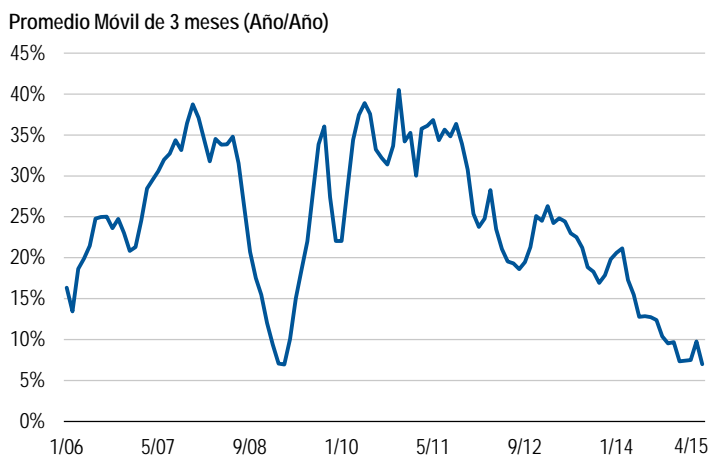


Gráfico 16: China: Precio Promedio de las Viviendas
Junio 2012–Mayo 2015
% Anual



Fuente: National Bureau of Statistics, China.

Gráfico 17: China: Inversión Fija Inmobiliaria
Enero 2006–Abril 2015
Promedio Móvil de 3 meses (Año/Año)



Fuente: Cálculos realizados por Templeton Global Macro utilizando información del National Bureau of Statistics, China.

Gobiernos locales

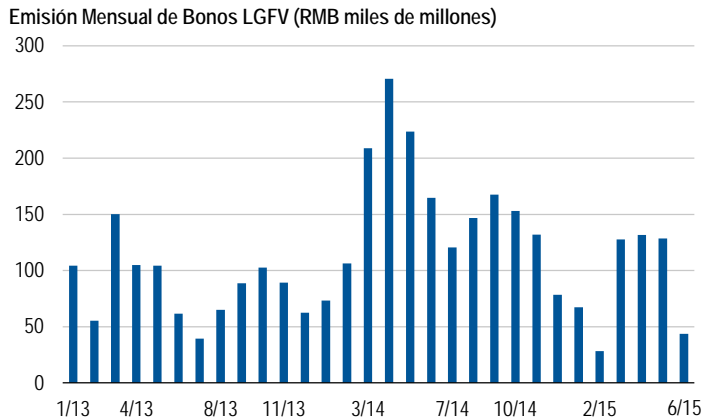
El ajuste inmobiliario también afecta a un tercer sector que enfrenta obstáculos graves: los gobiernos locales. Los gobiernos locales encararon una parte sustancial de la inversión masiva en infraestructura de China a raíz de la crisis financiera mundial, en el período 2008-2009. Este rol fue adicional a las responsabilidades de gasto ya existentes para los cuales era insuficiente su poder de recaudación de ingresos fiscales. Por lo tanto, los gobiernos locales utilizaron el rápido aumento del mercado inmobiliario como fuente de ingresos: en algunos casos se comprometieron a ventas directas de tierra local y en otros se utilizó la tierra como garantía para los préstamos otorgados a través de los llamados vehículos de financiación de los gobiernos locales (Local Government Financial Vehicles = LGFV). Esta estrategia no sólo expuso a los gobiernos locales a las fluctuaciones en el mercado inmobiliario, sino que también ha resultado en la acumulación de un stock masivo de deuda. Las diferentes estimaciones de este saldo de la deuda se discutirán a continuación.

En ese momento, la aceleración durante 2009 en el gasto de los gobiernos locales y la acumulación de deuda local era la estrategia correcta. Los responsables de política necesitaban contrarrestar el impacto de la crisis financiera mundial, y el gobierno central por sí solo no habría sido capaz de poner en marcha un gran número de proyectos de inversión, con la suficiente rapidez. Sólo la delegación de la ejecución de los proyectos a los gobiernos locales permitió formular políticas de apoyo a la demanda agregada con la velocidad requerida, ya que la economía mundial estaba cayendo en picada. Hoy, sin embargo, los líderes de China están cada vez más preocupados por la deuda de los gobiernos locales y ha comenzado a adoptar medidas correctivas.

En respuesta, las autoridades pusieron en marcha una reforma de la deuda de los gobiernos locales (plasmada en la Directiva 43³) a finales de 2014 para abordar tanto los problemas de flujo y como de stock: (i) Por un lado, la reforma restringe el acceso de los gobiernos locales a los canales de financiación para limitar la acumulación de nueva deuda; y (ii) por el otro, permite a los gobiernos locales emitir bonos a largo plazo e intercambiarlos por la deuda existente. El segundo elemento de la estrategia permitirá a los gobiernos locales extender sus vencimientos de deuda, reducir la liquidez y el riesgo de la estabilidad financiera. Volveremos a esta reforma de la deuda del gobierno local en la sección dedicada a la política monetaria, para evaluar su posible impacto en el crecimiento del crédito.

La emisión de bonos (vehículos de financiación de los gobiernos locales - LGFV) ha declinado luego de las reformas de la directiva 43

Gráfico 18: China: Emisión de Bonos LGFV
Enero 2013–Junio 2015



Fuente: Wind.

Creemos que esta estrategia, si se ejecuta correctamente, debería permitir a China poner el problema de la deuda de los gobiernos locales bajo control, desactivando el riesgo de una crisis de la deuda en algún momento en el futuro. En el corto plazo, sin embargo, la combinación de la caída de los precios inmobiliarios y la nueva estrategia de control y gestión de la deuda limita la capacidad de los gobiernos locales para llevar a cabo gastos significativos y reduce su capacidad para promover el crecimiento. En 2013 y 2014, los aumentos netos en la emisión de bonos LGFV fueron más de 2 billones de RMB cada año. Desde el anuncio de la Directiva 43, sin embargo, ha habido una fuerte caída en la emisión de bonos, como se ilustra en el gráfico anterior.

Por lo tanto, el gasto de los gobiernos locales podría plantear un significativo riesgo a la baja en las perspectivas de crecimiento de China. ¿Qué tan significativo podría ser? Los bonos LGFV acumulados emitidos a partir de octubre del 2014 (el inicio de la Directiva 43) a junio 2015 fue de 890,9 miles millones de RMB. Para el período de nueve meses anteriores a Octubre 2014, la emisión total ascendió a 1.481,6 miles de millones de RMB. Por lo tanto, el nivel de emisión de bonos LGFV se ha reducido en 590,7 miles de millones de RMB. Los datos sobre la deuda de los gobiernos locales por actividad indica que el gasto de inversión relacionados con infraestructura (la suma del transporte y la construcción urbana) en promedio representa el 55,3% del gasto total.⁴ En la siguiente tabla se supuso que el 50% de la emisión de bonos LGFV podría atribuirse a actividades relacionadas con la infraestructura.

Gráfico 19: Las Reformas de LGFV Afectan al Crecimiento del PIB

	Emisión de Bonos LGFV RMB miles de millones	% PIB
Antes de Directiva 43 (Ene. 2014–Sep. 2014)	1481.6	2.2
Después de Directiva 43 (Oct. 2014–Jun. 2015)	890.9	1.3
Cambio	-590.7	-0.9
Supone que el 50% del Endeudamiento LGFV Va a Infraestructura		-0.4

Fuente: Cálculos realizados por Templeton Global Macro con información provista por Wind.

Esto implicaría que si suponemos que no había ningún repunte en la emisión de bonos LGFV, podríamos ver una reducción de 0.4 puntos porcentuales más en el crecimiento del PIB, basado en el acceso restringido a la financiación de los gobiernos locales.

4. Convirtiendo un desafío en una oportunidad: punto de inflexión de Lewis

Del Bono Demográfico al Punto de Inflexión de Lewis

La demografía han jugado un papel muy importante en la historia económica de China. En las últimas décadas, China ha disfrutado de un enorme bono demográfico, provocada por dos impulsos de la política opuestas. En primer lugar, el Presidente Mao alentó la fertilidad, impulsando un auge en los nacimientos durante los años 1960 y principios de 1970. Esto fue seguido en 1979 por el lanzamiento de la política del hijo único, lo que redujo las tasas de fecundidad a la actual de 1.04 a 1.07 (dependiendo de la fuente), muy por debajo de la tasa de reemplazo y entre las más bajas del mundo.

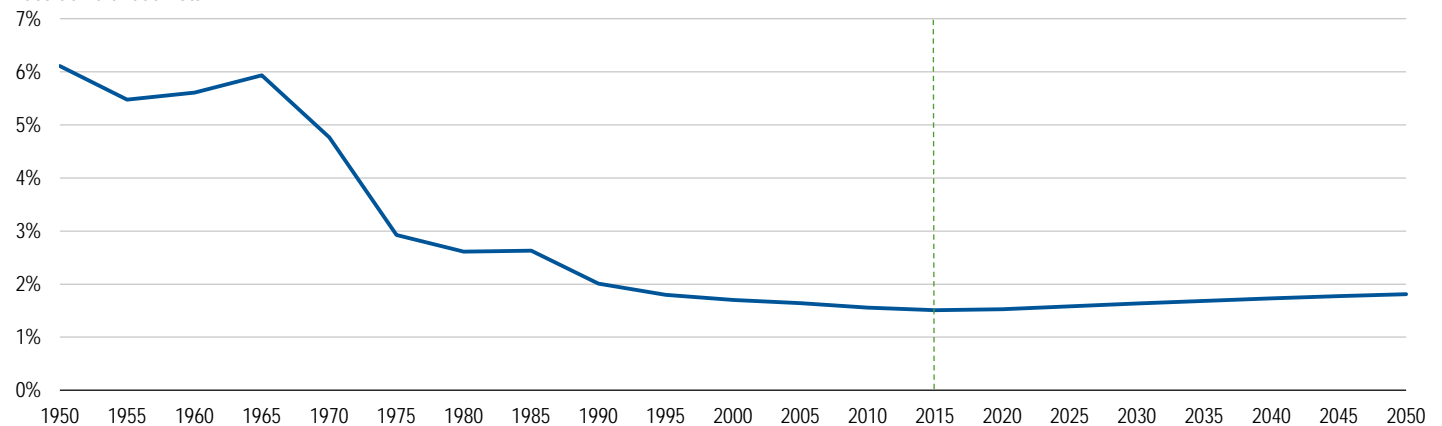
El profundo impacto de esta oscilación en las tasas de natalidad es más evidente examinado el gráfico con la clásica "pirámide poblacional". En 1980, al comienzo de la China moderna, el grueso de la población se concentraba todavía en los tramos más jóvenes. En 2015, sin embargo, la pirámide de población ha reducido mucho su parte inferior, los segmentos jóvenes son más pequeños y el grueso de la población se ha desplazado hacia la mitad de la pirámide y hacia los segmentos de mayor edad. Semejante oscilación demográfica ha tenido enormes implicaciones económicas.

La tasa de fertilidad de China se encuentra entre las más bajas del mundo

Gráfico 20: china: tasa de fertilidad total

1950–2050e

Tasa de Fertilidad Total



Fuente: National Bureau of Statistics, China.

La proporción de población en edad productiva ha comenzado a contraerse

Gráfico 21: China: Pirámide de Población, 1980

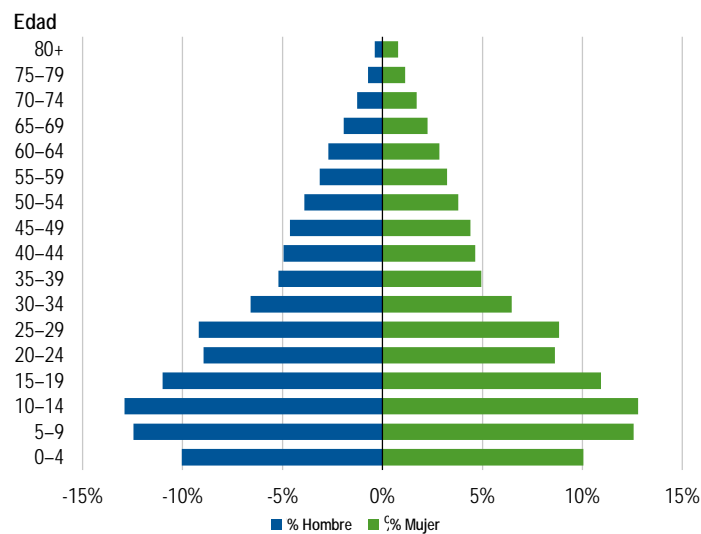
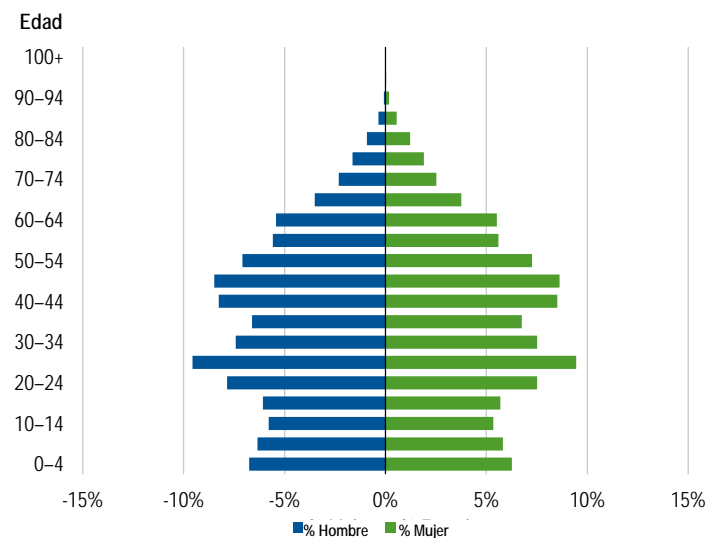


Gráfico 22: China: Pirámide de Población, 2015



Fuente: United Nations, Department of Economic and Social Affairs.

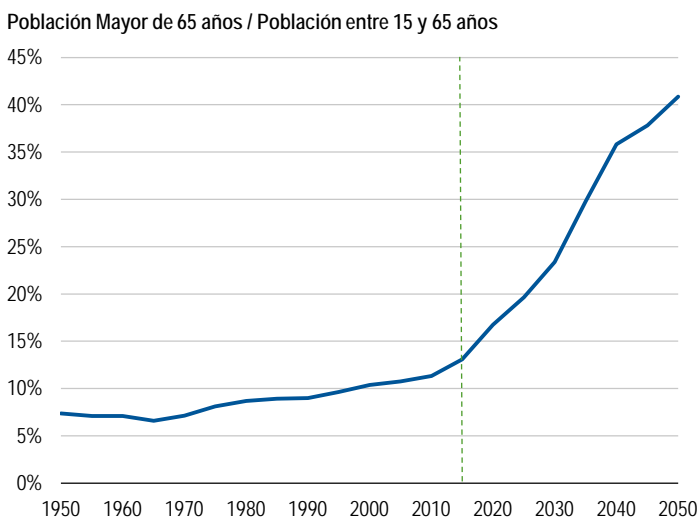
A medida que la generación "baby boom de Mao" entró en la fuerza de trabajo, el número de niños declinó debido a la política de hijo único. Este aumento en el número de personas en edad de trabajar coincidió con un descenso en el número de personas solventadas por cada trabajador, haciendo declinar la tasa de dependencia, que incluye tanto a los niños y ancianos en el numerador.

El aumento de la fuerza de trabajo, combinado con fuerte migración del campo a las regiones de reciente industrialización, brindaba un suministro casi ilimitado de mano de obra. Esto permitió que las empresas mantengan bajos los salarios y aumenten su competitividad en los mercados globales. Al obtener saludables beneficios, las empresas luego reinvertían de forma sistemática en una mayor capacidad de producción. Poco a poco, sin embargo, la política de un solo hijo comenzó a reflejarse en una desaceleración del crecimiento de la población y, en particular, una desaceleración de la población en edad de trabajar. Esto ha llevado a China al **punto de inflexión de Lewis**: el momento en que la población en edad laboral comienza a contraerse, y la fuerza de trabajo con ella.

La población en edad laboral de China (definidos como aquellos entre 15-59 años) alcanzó su máximo en 2010; la población de 15-64 años alcanzó su punto máximo poco después: en 2013. Un estudio académico reciente estima que al final del bono demográfico por sí solo explicaría la desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB de China de aproximadamente 10% a un rango entre 6% y 7%.⁶ Como el envejecimiento de la población continúa, los obstáculos podrían ser más intensos: el coeficiente de dependencia se prevé que aumente del 13% actual a más del 40% en 2050. Además de la desaceleración de la población en edad de trabajar, tal aumento en el coeficiente de dependencia pondría una presión considerable sobre los sistemas de pensiones y de atención médica.

Los cambios demográficos plantean una carga más pesada sobre una fuerza laboral declinante

Gráfico 23: China: Tasa de Dependencia de los Mayores 1950–2050E



Fuente: National Bureau of Statistics, China.

Antes de profundizar en las implicaciones económicas, vale la pena señalar que las proyecciones basadas en previsiones demográficas con un horizonte de 50 a 100 años están necesariamente sujetas a un margen de incertidumbre. El gobierno ha comenzado a tomar medidas para hacer menos restrictiva la política de hijo único en un esfuerzo por aumentar la tasa de fecundidad. Un aumento en la tasa de fecundidad plantearía un desafío en el corto plazo, ya que los grupos más grandes de niños implicaría una tasa de dependencia total más alta dado que la población en edad de trabajar sigue reduciéndose. A mediano plazo, sin embargo, las nuevas generaciones entrarían en la fuerza de trabajo, y la reducción de las tasas de dependencia impulsarían el crecimiento potencial.

Hoy, ni las medidas adoptadas ni contempladas por el gobierno permitirán que la tasa de fertilidad aumente por encima de la tasa de reemplazo de 2. Sólo se produce un aumento marginal de las tasas actuales, de modo que su impacto económico sería insignificante. En relación con esto, los analistas también han observado que a medida que aumentan los niveles de ingresos, las familias chinas parecen desarrollar una preferencia por un menor número de hijos, por lo que en esta etapa, una relajación de la política de un solo hijo podría no lograr un efecto pleno. Un impacto más importante podría venir de medidas para impulsar la tasa de participación en la fuerza laboral: Lu y Cai estiman que un aumento del 5% en la tasa de participación podría aumentar las tasas de crecimiento del PIB potencial en 1 punto porcentual. Esto implica que en el corto plazo, la política del gobierno no puede impedir la desaceleración en el crecimiento de la fuerza laboral y China debe enfrentarse a los desafíos planteados por el punto de inflexión de Lewis.

El punto de inflexión de Lewis marca un momento crucial para cualquier economía en desarrollo. A medida que la oferta de mano de obra barata se desacelera y no supera a la demanda, los salarios comienzan a aumentar, erosionando la rentabilidad de un sistema industrial que sigue orientado a la producción de bajo costo. **En el punto de inflexión de Lewis, la mayoría de los mercados emergentes se atascan en la "trampa de ingresos medios".** El aumento de los salarios hace que la fabricación de bajo costo no sea competitiva, mientras que el país aún no ha desarrollado la capacidad de producción de mayor valor agregado. La mayoría de los mercados emergentes han sufrido este destino, con unas pocas excepciones notables, sobre todo en Asia.

¿Ha llegado China al punto en el que la demografía socava la competitividad? En el caso de China, algunas advertencias están en orden; la fabricación de bajo costo todavía puede ser competitiva:

- En primer lugar, la disminución de la población en edad de trabajar no implica necesariamente una disminución de la fuerza de trabajo no agrícola. La urbanización de China ha hecho enormes progresos, pero aún está lejos de su meta. Además la migración de mano de obra del campo a las zonas industriales se mantiene.
- En segundo lugar, una serie de manufacturas ya han sido trasladadas de las zonas costeras a las regiones del interior, donde los costos laborales son sustancialmente menores.

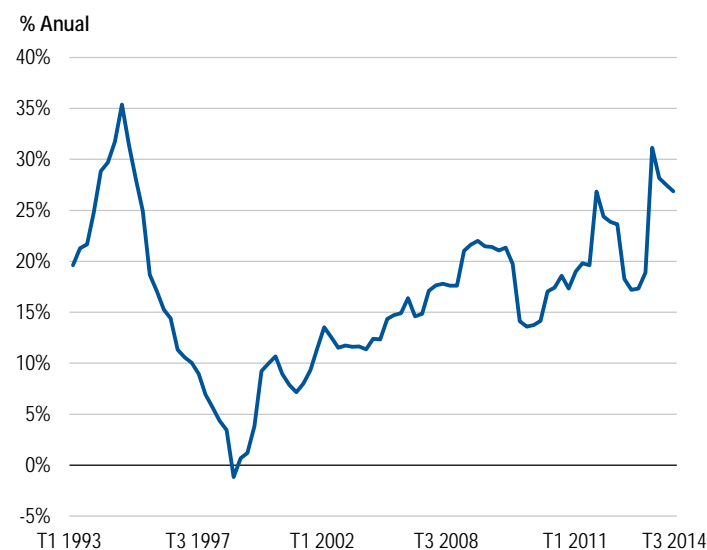
Habiendo dicho esto, aunque los salarios industriales han ido en aumento, los salarios rurales también han aumentado considerablemente, reduciendo la brecha entre los salarios rurales e industriales. Esto desalienta la migración del campo, lo que podría retrasar el proceso de urbanización. El Gobierno ha comenzado a tomar medidas para facilitar el traslado de los trabajadores a las zonas urbanas: en particular, la reforma del hukou, o el sistema de registro de hogares y la inversión en infraestructura para acelerar el desarrollo de nuevas regiones en el interior..

Incluso si estos esfuerzos permiten una mayor urbanización, los días en que China podía aprovechar la fabricación de bajo costo claramente han terminado. Al mismo tiempo, China ha alcanzado un nivel de ingreso per cápita ampliamente considerado como el "techo de cristal" de la trampa de ingresos medios..

El establecimiento del punto de inflexión de Lewis, por lo tanto, ha marcado la primera fase de la transición económica de China: El aumento de los salarios provocados por una oferta de mano de obra en desaceleración que ha reducido la competitividad de la manufactura de bajo costo, de modo que la exportación y el modelo de crecimiento impulsado por la inversión ya no es sostenible.

La desaceleración en la fuerza de trabajo ha presionado al aumento de los salarios

Gráfico 24: China: La Factura de Salarios Totales T1 1993–T3 2014

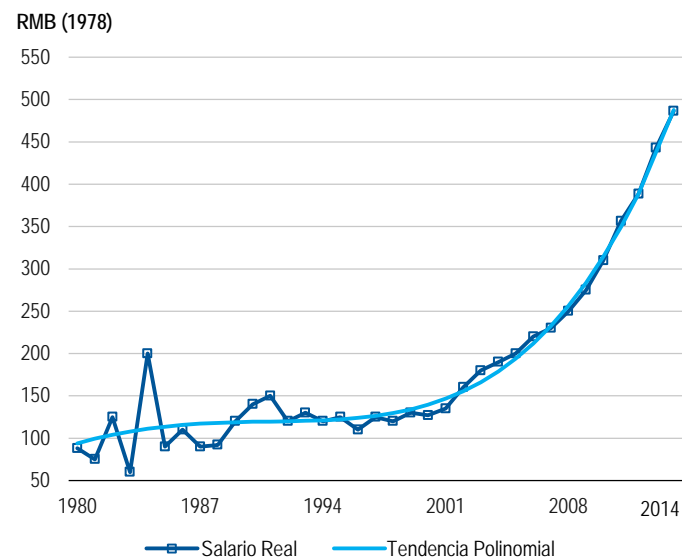


Fuente: Ministry of Human Resources and Social Security of the People's Republic, China.

Convirtiendo el desafío del punto de inflexión de Lewis en una oportunidad: el rol de los servicios y la tecnología.

Para China, sin embargo, el punto de inflexión de Lewis presenta no sólo un reto, sino una oportunidad. La desaceleración y la eventual reducción de la fuerza laboral tiende a aumentar los salarios; y los salarios más altos son exactamente lo que China necesita para impulsar el consumo hacia los niveles prevalecientes en las economías avanzadas: alrededor del 70% del PIB. Si el aumento de los salarios puede sostenerse sin un aumento significativo del desempleo, China podría acelerar su reequilibrio lejos de la inversión y hacia el consumo de los hogares. Como hemos señalado anteriormente, China se enfrenta actualmente a las recesiones en los tres principales sectores de la economía. El llegar al punto de inflexión de Lewis, sin embargo, le da a China, la única posibilidad de navegar estas recesiones sin ningún aumento del desempleo. Esta es la segunda fase en la transformación económica de China. El reequilibrio de la economía china ya está en marcha. Desde 2011, el consumo ha contribuido más al crecimiento que la inversión. Además, el análisis del trabajo académico de Wang Xiaolu y Wing Tye Woo⁷ sugiere que el PIB de China está subvalorado hasta en un 10%, con datos oficiales sobre consumo que también está subvalorado en un 20%, tal como que se ilustra en la siguiente página.

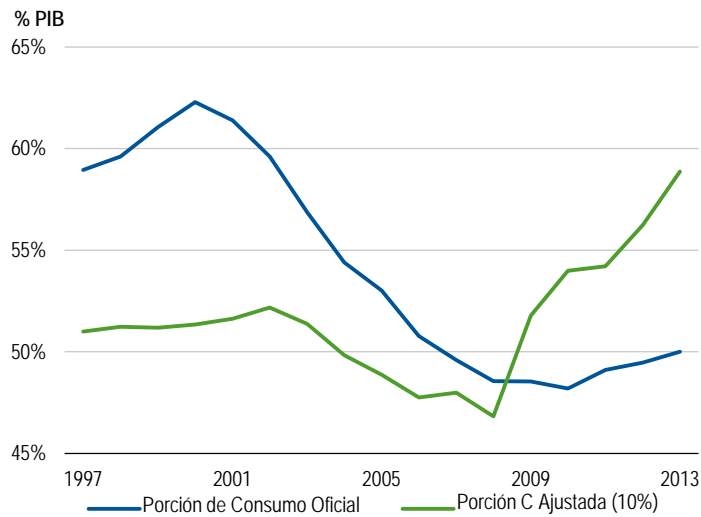
Gráfico 25: Salario Mensual de los Trabajadores Migrantes 1980–2014



Fuente: Lu Feng, "Employment Expansion and Wage Growth (2001–2010)," China Macroeconomic Research Center, Peking University, Pekin, Junio 2011. Actualización 2010–2014 realizada por Franklin Templeton Investments con información provista por el National Bureau of Statistics.

Las estadísticas oficiales de China –probablemente– subestiman la porción del consumo en el PIB

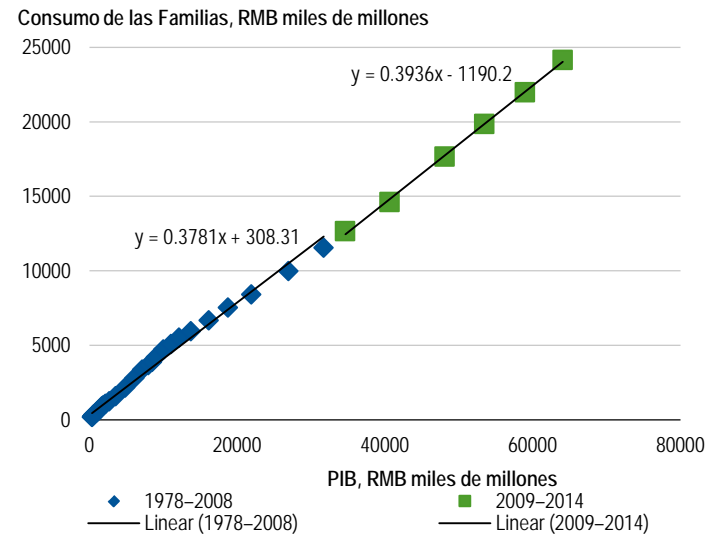
Gráfico 26: China: Porción del Consumo en el PIB
1997–2013



Fuente: National Economic Research Institute. Cálculos de las estimaciones realizados por Franklin Templeton Investments basados en la metodología publicada por Xiaolu Wang y Wing Thye Woo en *China: Beyond the Miracle*, 2011.

Sobre la base de estas estimaciones, el consumo como porcentaje del PIB en China bien podría estar en torno al 60% del PIB en vez del 50% notificado oficialmente. Esto implicaría que desde el año 2009 el consumo ha contribuido en promedio entre 1% y 1,5% más al crecimiento del PIB que la inversión.

Gráfico 27: China: Propensión Marginal a Consumir
1978–2014

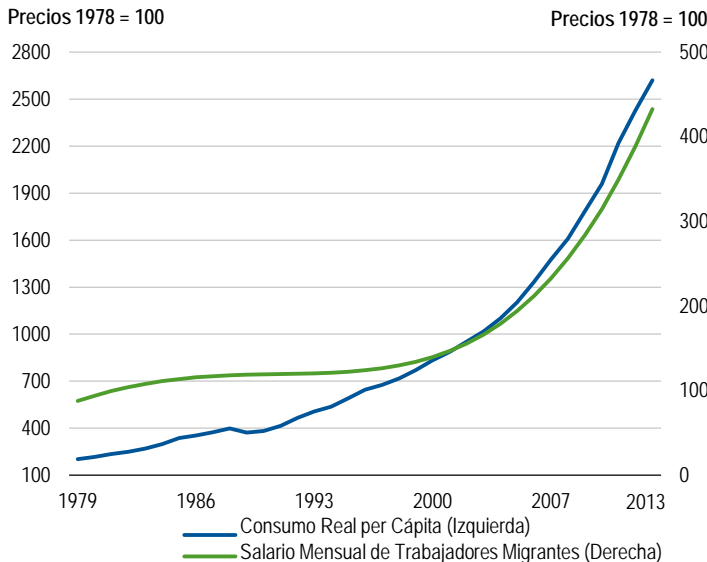


Fuente: Cálculos de Templeton Global Macro utilizando información brindada por el National Bureau of Statistics, China.

Los gráficos siguientes demuestran también que hemos visto un aumento en el consumo per cápita, en consonancia con el aumento de los salarios.

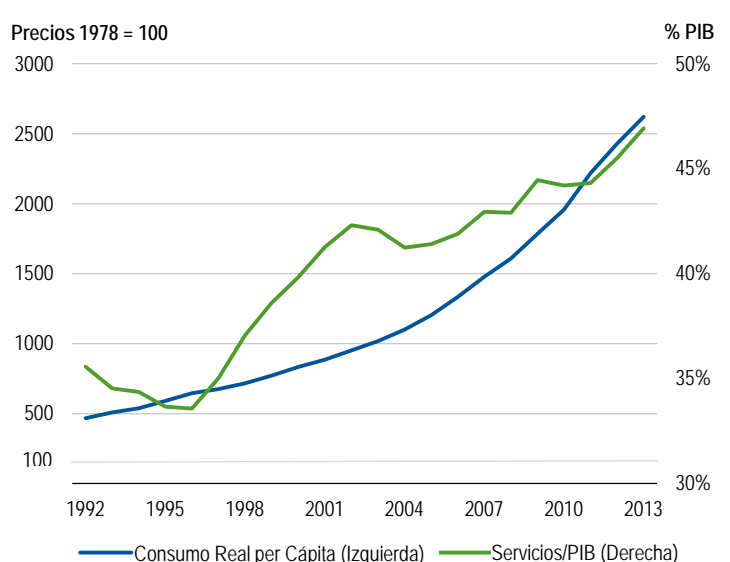
Los salarios en aumento –probablemente– hayan alentado el aumento del consumo

Gráfico 28: China: Consumo Real y Salario Real
1979–2013



Fuente: National Bureau of Statistics, China.

Gráfico 29: China: Consumo Real y Servicios
1992–2013



Completar con éxito la segunda fase de esta transición será difícil, pero creemos que las políticas de China han fomentado las condiciones necesarias:

1. El sector de servicios está ganando importancia: Como parte de la economía, ha pasado del 40% del PIB en 2000 al 48,2% en 2014. Se ha convertido en el mayor motor de creación de empleo, superando a la industria en 2011. Desde 2000 hasta 2013, la proporción de empleo en los servicios ha aumentado de 27,5% a 38,5%. Nuestro análisis sugiere que el aumento en el sector de los servicios y su demanda de trabajo continuarán en el año 2015 y más allá. Durante el período de 10 años finalizado en el 2013, el porcentaje de empleo del sector de servicios aumentó en 9,2 puntos porcentuales. Un incremento de 1 punto porcentual extra en el 2015 y años subsiguientes implicaría un adicional de empleo de 3 millones de trabajadores al año. De acuerdo con datos de la Oficina Nacional de Estadística el salario promedio en el sector de servicios es 65.728 RMB por año. Esto se traduce en un ingreso anual adicional de RMB 197 miles de millones, lo que resulta en un adicional de 0,3 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento. Hay que tener en cuenta también que a medida que el crecimiento de la fuerza laboral se ha desacelerado, China ya no tiene que crear tantos puestos de trabajo como antes. En el punto más elevado de la industrialización, China necesitaba crear 12 millones de puestos de trabajo al año para absorber la creciente oferta de trabajo; Ahora sólo necesita crear unos 3 millones de puestos de trabajo al año.⁸ El desarrollo del sector de los servicios, por lo tanto, puede ayudar a asegurar que el ritmo de crecimiento del empleo siga siendo suficientemente alto, incluso frente a una contracción en el sector inmobiliario y en la industria manufacturera tradicional.

Mientras que el sector servicios tiene un fuerte potencial para crear puestos de trabajo, su capacidad para crear tasa altas de productividad y empleos de altos salarios sigue siendo menos seguro. En otras palabras, mientras que el sector de los servicios, sin duda puede desempeñar un papel importante en el mantenimiento de altos niveles de empleo, podría ser menos eficaz en el mantenimiento de altos salarios.

2. Será necesario el desarrollo de un sector manufacturero más sofisticado, de alta tecnología y con alto valor agregado: Sólo una mejor tecnología y manufactura de mayor valor agregado pueden sostener el aumento de los salarios sin socavar la competitividad internacional. Los responsables políticos de China reconocen esto y en Mayo 2015 lanzaron un plan de acción a 10 años "Hecho en China 2025". El plan se dirige a una modernización integral del sector manufacturero, a través de (i) aumentar el contenido tecnológico de la fabricación en China a través de innovación local; (ii) el fortalecimiento de la sostenibilidad del crecimiento económico de China, mediante la promoción de fabricación ecológica y tecnologías eficientes; y (iii) ampliar el alcance global de la industria de China, fomentando el crecimiento de las industrias líderes mundiales. El plan identifica 10 sectores principales: tecnología de la información; herramientas de control y robótica numérica; equipos aeroespaciales; equipos de ingeniería oceánica y de alta tecnología de la construcción naval; equipo ferroviario; vehículos de ahorro de energía y de nueva energía; equipos de energía; nuevos materiales; la medicina biológica y productos sanitarios; y maquinaria agrícola. Para apoyar este cambio, China ha estado invirtiendo decididamente en el desarrollo y el fortalecimiento de sus capacidades de investigación e innovación. Su inversión en investigación y desarrollo ha aumentado de menos del 1% del PIB en 2001 al 1,8% del PIB en 2011.

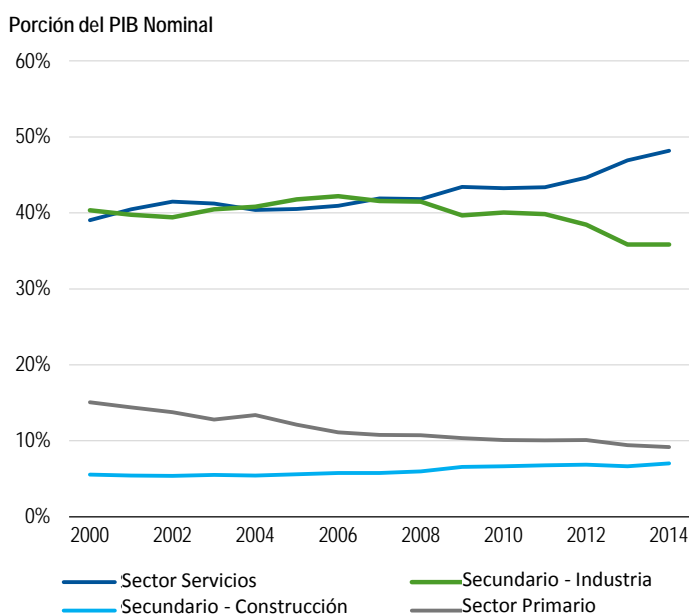
El desarrollo del sector de servicios puede ayudar a sostener el crecimiento del empleo aún cuando otros sectores se contraen

Gráfico 30: China: Oferta de Empleos / Solicitantes de Empleos
T4 2004–T1 2015



Fuente: Ministry of Human Resources and Social Security of the People's Republic, China.

Gráfico 31: China: Proporción del PIB
2000–2014



Fuente: National Bureau of Statistics, China.

En términos de dólares, la inversión de China en Investigación y Desarrollo ocupa el segundo lugar en el mundo, con USD 208 mil millones en 2011.⁹ EEUU, que sigue liderando el ranking, destinó USD429 mil millones en el mismo año, lo que equivale a cerca de 1,9% del PIB. China también ha reforzado su sistema de educación: En 1982, sólo el 0,8% de los chinos de edades entre 25 y 29 tenía una educación post-secundaria; en 2010 ese porcentaje había aumentado al 20,6%.¹⁰ El número de institutos de educación superior más que se duplicó entre 1998 y 2008. Estos esfuerzos se han centrado en gran medida en ciencias e ingeniería: Al igual que en 2010, 44% de los estudiantes chinos se especializó en ciencias e ingeniería, en comparación con 16% en los EE.UU.. Esta concentración ha dado lugar en China al otorgamiento de 1,1 millones de títulos de licenciatura en ciencias e ingeniería, cerca de cuatro veces los otorgados en EEUU.¹¹ Al mismo tiempo, más estudiantes chinos están obteniendo sus títulos de especialización avanzada en el extranjero.

El número de estudiantes graduados chinos matriculados en programas de ciencia e ingeniería de EEUU se triplicó entre 1987 y 2010, a unos 43.000. La creación más fuerte de talento ha estado acompañada por la intensificación de los esfuerzos para atraer a los científicos e ingenieros nacidos en China capacitados y que trabajan en el extranjero a regresar a su país. Estos esfuerzos han sido muy efectivos, con una proporción de estudiantes que se gradúan en el extranjero y luego eligen regresar a China oscilando entre el 30% y el 47% en el período 2007-2009. China ha superado rápidamente el Reino Unido, Japón y Alemania, alcanzando cerca de los dos tercios de la producción de investigación de EEUU. Si bien se han planteado cuestiones sobre la calidad de su producción científica, las medidas basadas en el número de citas indican que la calidad de las publicaciones científicas de China también ha ido mejorando.

5. Dinámica de más largo plazo

La sección anterior demuestra la importancia y la complejidad de la transformación en curso de la economía china. El sector manufacturero ha disminuido drásticamente, una desaceleración en el crecimiento de la fuerza de trabajo ha aumentado los salarios y ha socavado la competitividad de las industrias tradicionales de exportación de bajo costo. Al mismo tiempo, la contracción del sector inmobiliario ha reducido la capacidad de financiación de los gobiernos locales, que también tienen que empezar a reducir su endeudamiento después de su enorme contribución a las políticas de estímulo de 2009, alimentado por deuda. Un aumento en el sector servicios ha contrapesado a estas fuerzas recesivas, ya que este sector ha asumido el rol de principal fuente de empleo, mientras que se alienta un rebalanceo de la demanda de inversión hacia demanda de consumo. Entre tanto, las autoridades siguen esforzándose para fomentar la innovación y la industria hacia sectores de mayor tecnología para aumentar la productividad y sostener un mayor crecimiento salarial.

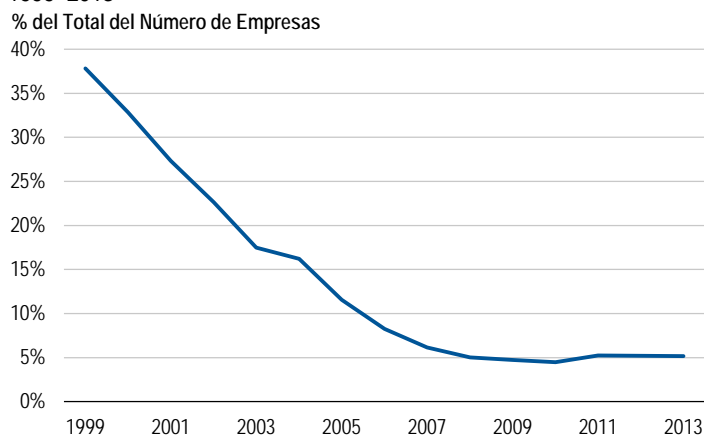
Para tener éxito, esta estrategia tendrá que ser mantenida durante varios años y con el apoyo de otras reformas, que también están ya en curso. En esta sección se discuten (i) la reforma de las empresas estatales y el cambio hacia un papel más importante para el sector privado; (ii) liberalización de la cuenta de capital; y (iii) la nueva fase de la inversión en infraestructura..

Una China cada vez más privada

A medida que la economía de China continúa transformándose, la importancia del sector privado se eleva gradualmente. Los pasos más radicales en la reforma de las empresas públicas se llevaron a cabo a fines de 1990 y dieron lugar a una reducción dramática en el número de empresas de propiedad estatal. La participación de las empresas estatales en términos de activos también ha disminuido, pero con menor intensidad.

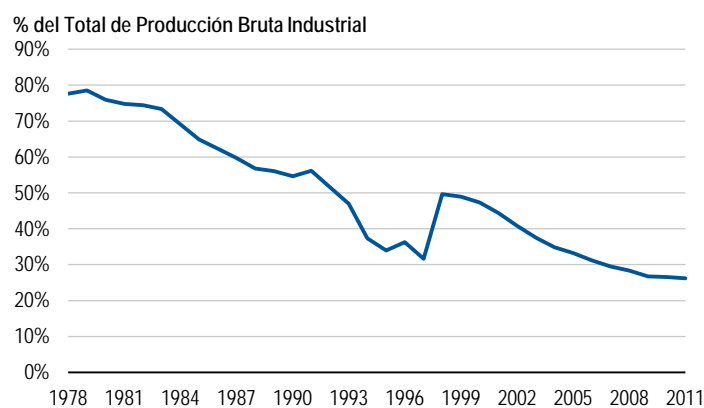
La reforma de las empresas estatales (soes) ha reducido su número, activos y producción

Gráfico 32: China: Proporción de SOEs en el Sector Industrial (Número de Empresas) 1999–2013



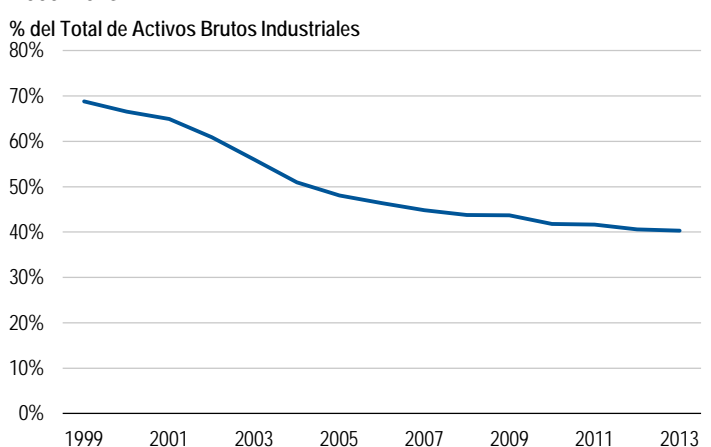
Fuente: National Bureau of Statistics, China. Información del Statistical Yearbook, a 2014.

Gráfico 34: China: Producción Industrial Bruta de las SOEs 1978–2011



Fuente: National Bureau of Statistics, China. Data from the Statistical Yearbook, 2012.

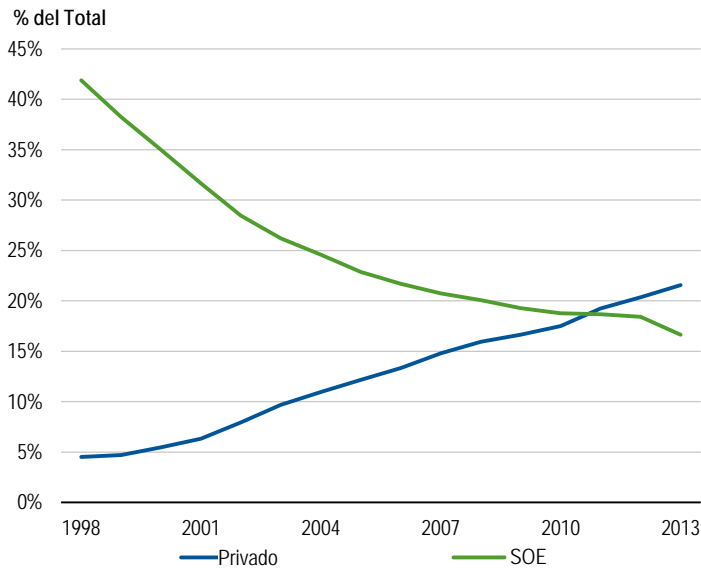
Gráfico 33: China: Proporción de SOEs en el Sector Industrial (Activos Industriales Brutos) 1999–2013



El quid de la reforma era "mantener el grande, soltar al pequeño", y decenas de miles de empresas estatales débiles fueron privatizadas o liquidadas, mientras que millones de trabajadores fueron despedidos. Se reestructuraron las empresas estatales más fuertes y muchas cotizan en la bolsa de valores. La participación de las empresas de propiedad estatal en la economía se redujo dramáticamente dado que muchas no podían competir con las empresas extranjeras y privadas. Los gráficos de la página siguiente muestran que las empresas del sector privado son ahora responsables de una gran y creciente proporción del empleo urbano y han superado al sector estatal en la inversión en activos fijos. Tal vez lo más alentador, es que también estamos viendo que las exportaciones del sector privado en aumento y superando a las del sector estatal, de nuevo un indicio de un segmento vibrante de la economía que contrarresta el impacto de las reformas estructurales en el sector estatal.

El sector privado ha superado al sector estatal

Gráfico 35: China: Empleo Total (Urbano)
1998–2013

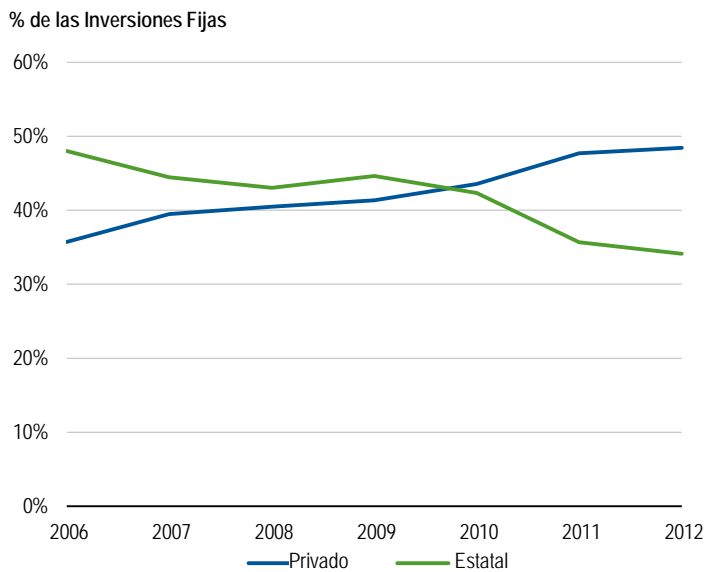


Fuente: National Bureau of Statistics, China. Información del Statistical Yearbook, a 2014.

Aunque las empresas estatales restantes son en gran medida rentables, a diferencia de lo que ocurría en la década de 1990, sigue siendo necesaria una nueva reforma para hacer frente a un problema de fondo: Estas empresas frecuentemente gozan de privilegios monopólicos, creando barreras de entrada para el capital privado. Teniendo en cuenta el tamaño y la importancia estratégica de muchas de las empresas de propiedad estatal restantes, se han convertido en poderosos centros de intereses creados con una fuerte resistencia a la reforma. A medida que el sector privado se ha convertido en el principal motor de la creación de empleo, se hace cada vez más importante liberar recursos y estimular su crecimiento. Por otra parte, la empresa privada y la competencia son los motores esenciales de la innovación. A pesar de que algunas empresas estatales también están innovando con éxito, con el fin de elevar la mayor parte de la industria de China a niveles más altos de la tecnología, la innovación del sector privado tendrá que desempeñar el papel principal.

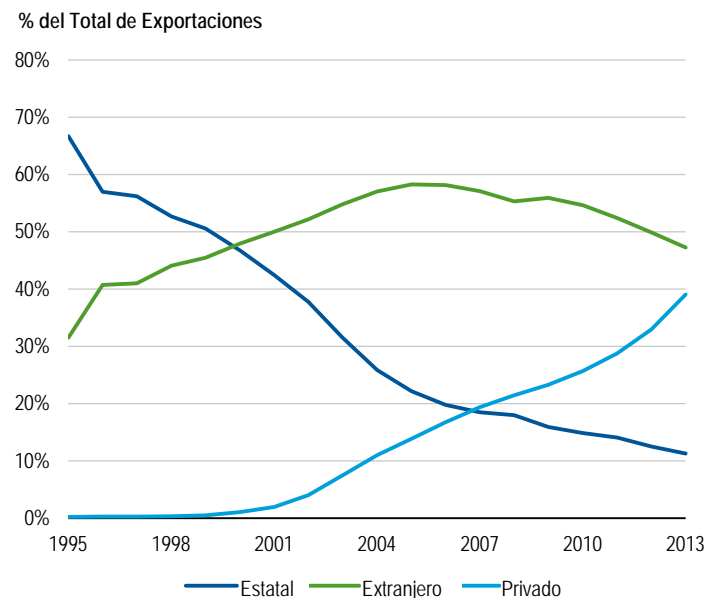
Así, el informe del Tercer Plenario, un anteproyecto para las reformas publicado a finales de 2013 por la 18a reunión del Comité Central del Partido Comunista de China, incluía a la reforma de las empresas públicas como un componente crítico. La reforma incluye el objetivo de aumentar la proporción de los ingresos pagados en dividendos al gobierno a 30% en 2020, frente al 5% -15% para la mayoría de las empresas estatales. Promete acelerar la reforma de precios de los factores con el fin de igualar el campo de juego. Para ser claros, el objetivo del gobierno en esta etapa no es privatizar todas las empresas estatales. Por el contrario, el gobierno tiene la intención de distinguir entre aquellas empresas estatales que operan en sectores de importancia estratégica, y que -por lo tanto- permanecerán en manos del Estado, y las que operan en los sectores menos críticos, y pueden abrirse a una mayor participación del sector privado.

Gráfico 36: China: Inversión Bruta por Régimen de Propiedad
2006–2012



Fuente: National Bureau of Statistics, China. Información del Statistical Yearbook, a 2014.

Gráfico 37: China: Fuente de Exportaciones por Régimen de Propiedad
1995–2013



Fuente: Nicholas Lardy, "Markets over Mao: The Rise of Private Business in China," p. 87.

Liberalización de la cuenta de capital

Las crisis monetarias en Asia de 1997-1998 fueron vitales para la formación de los puntos de vista de los políticos chinos con respecto a los conocimientos sobre los controles de capital y los peligros inherentes a la liberalización de la cuenta de capital. Groombridge (2001)¹² destaca que Pekín creía que China evitaría la crisis a causa de que su cuenta de capital estaba cerrada. Como la mayoría de las entradas de capital a China tomaron la forma de una menor inversión extranjera directa, ese autor se planteó la hipótesis de que esto resultó en una menor vulnerabilidad a las paradas y retrocesos bruscos. Junto con una cuenta de capital cerrada, los especuladores de divisas no tuvieron la capacidad de lanzar un ataque al mercado de divisas.

Si bien esto ha ayudado a China en el pasado, está claro que hay méritos a la liberalización financiera. Pang (2008)¹³ muestra que el libre flujo de capitales podría hacer que los mercados financieros nacionales chinos fuesen más amplios y profundos. Por otra parte, la diversificación de la inversión mejoraría los retornos de inversión de los hogares, impulsarían el crecimiento del consumo privado y apoyarían el crecimiento económico sostenible. Un estudio realizado por Yiping Huang Ji y Yang (2014)¹⁴ estima que un conjunto más completo de reformas financieras podría elevar el crecimiento del PIB en hasta 1,4 puntos porcentuales.

Por otra parte, el gobierno ve a la liberalización de la cuenta de capital y a la eventual convertibilidad del renminbi (RMB) como pasos importantes en la afirmación de un papel más prominente e influyente de China en la escena económica mundial.

Las condiciones previas para la secuencia de la liberalización en la cuenta de capital se discuten en Agenor y Montiel (1999)¹⁵ y Groombridge (2001). Una lista no exhaustiva incluye:

1. Liberalización de la inversión extranjera directa y del financiamiento del comercio.
2. Posición fiscal sana para hacer frente a la potencial morosidad y falta de pago en los préstamos al reformar el sector financiero..
3. Construcción de mercados de valores primarios y secundarios para implementar la política monetaria y la estabilidad financiera..
4. Puesta en marcha de la competencia nacional, especialmente entre los bancos, para fomentar la eficiencia en la asignación de recursos del sector financiero.
5. Implementación de medidas para mejorar la regulación y la supervisión de los bancos.
6. Re-estructuración del sistema bancario local para depurar los préstamos de mala calidad.
7. La reforma del sistema fiscal para compensar la pérdida de impuestos explícitos e implícitos en la intermediación financiera.
8. La tasa de interés local será liberada
9. Permitir el ingreso de bancos extranjeros al sistema financiero.

La siguiente tabla recoge los comentarios sobre lo que China ha liberalizado en los últimos años en vista de la lista que se muestra arriba.

Gráfico 38: China Ha Hecho Avances En El Camino A Una Liberalización de la Cuenta de Capital

Requerimiento	¿Qué se ha hecho? ¿Puede China hacer frente a ello?
Liberalización de la inversión extranjera directa y del financiamiento del comercio.	Esto se ha liberalizado como premisa previa a la adhesión a la Organización Mundial del Comercio en 2001.
Posición fiscal sana para hacer frente a la potencial morosidad y falta de pago en los préstamos al reformar el sector financiero.	El déficit fiscal ha sido pequeño. En los últimos cinco años, el déficit fiscal promedio ha sido del 2% del PIB. Las últimas cifras de deuda de los gobiernos locales (las más elevadas) la ubican en 25 RMB billones (37% del PIB). La deuda actual del gobierno central es el 16,5% del PIB. En total, esto podría convertirse en un 53,5% del PIB.
Construcción de mercados de valores primarios y secundarios para implementar la política monetaria y la estabilidad financiera.	Esto está todavía en una etapa inicial en comparación con los préstamos bancarios. Sin embargo, las emisiones de acciones no financieras y de bonos corporativos han estado aumentando tal como surge de la información de financiamiento social total.
Puesta en marcha de la competencia nacional, especialmente entre los bancos, para fomentar la eficiencia en la asignación de recursos del sector financiero.	
Implementación de medidas para mejorar la regulación y la supervisión de los bancos.	
Re-estructuración del sistema bancario local para depurar los préstamos de mala calidad.	Esto se ha hecho previamente con la creación de compañías de administración de activos.
La reforma del sistema fiscal para compensar la pérdida de impuestos explícitos e implícitos en la intermediación financiera.	
La tasa de interés local será liberada	La tasa de interés de referencia de préstamos a un año se ha liberalizado completamente. La tasa de depósitos a un año se ha liberalizado en marzo 2015.
Puede ser permitido el ingreso de bancos extranjeros al sistema financiero.	

Fuente: Requirements derived from Groombridge, M.A. (2001) "Capital Account Liberalization in China: Prospects, Prerequisites and Pitfalls," *Cato Journal*, Vol. 21(1), pp. 119-131 y Agenor, P.R. and Montiel, P.J. (1999) *Development Macroeconomics*, 2nd edition, Princeton University Press con análisis de Templeton Global Macro.

La cuenta de capital se ha abierto gradualmente a lo largo de los años. El esquema de Inversionista Extranjero Institucional Calificado (Qualified Foreign Institutional Investor = QFII) ha permitido a los inversionistas extranjeros acceder a los mercados financieros nacionales. El esquema ha permitido a las instituciones financieras invertir en el extranjero en nombre de los inversionistas nacionales.

El progreso en este frente debería continuar, a pesar de que los responsables de política de China estarán ansiosos por controlar el impacto potencial sobre la estabilidad financiera local.

Política cambiaria e interacción con la liberalización de la cuenta de capital

Los responsables de la política en China han mantenido el valor del RMB prácticamente estable frente al USD, absteniéndose de utilizar la depreciación del tipo de cambio como una herramienta adicional para aliviar las condiciones monetarias y estimular el crecimiento. Las depreciaciones en el tipo de cambio que han acompañado a los esfuerzos de alivio cuantitativo en los EEUU, Japón y la Euro zona, hacen de la estabilidad cambiaria un factor particularmente notable. Más aún, la estabilidad frente a la apreciación del USD implica que el RMB ha experimentado, en realidad, una apreciación significativa en términos efectivos, lo que plantea un desafío más a la competitividad.

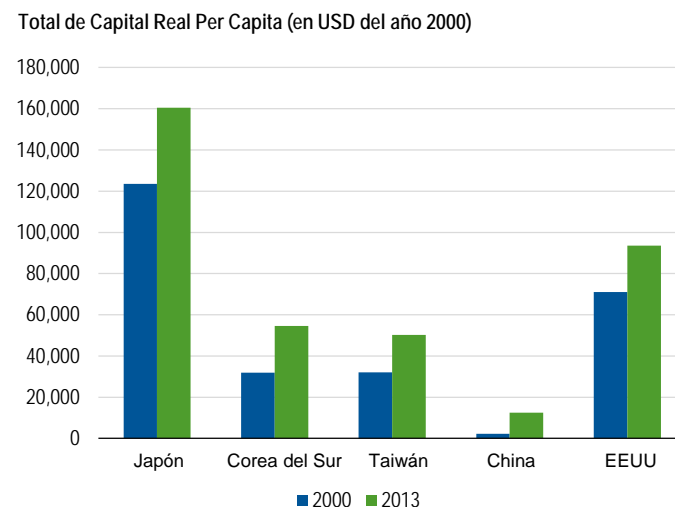
Vemos dos razones detrás de esta política de tipo de cambio estable. En primer lugar, las autoridades se resisten al riesgo de que un debilitamiento del RMB podría acelerar la salida de capitales. En segundo lugar, un RMB estable puede respaldar los esfuerzos para reforzar la credibilidad de la moneda y aumentar su uso en los mercados internacionales. De China espera tener al RMB como parte de la canasta DEG del FMI, y su objetivo es eventualmente convertirlo en una moneda de reserva global. Si bien la plena convertibilidad se mantiene distante, continuará siendo visto como parte del proceso de construcción de un tipo de cambio prácticamente estable. Por lo tanto, esperamos que la estabilidad del RMB persista.

La continua necesidad de infraestructura

Si bien ha habido una gran atención, sobre todo en la prensa, alrededor del exceso de construcción en China, vemos un margen importante para la construcción de infraestructura adicional.

Aunque la infraestructura de China supera a la de la mayoría de los mercados emergentes, su stock total de capital se sitúa significativamente por debajo del que corresponde al mundo desarrollado.

Gráfico 39: El Stock de Capital per Cápita de China Continúa Siendo Bajo comparado con los Estándares Internacionales

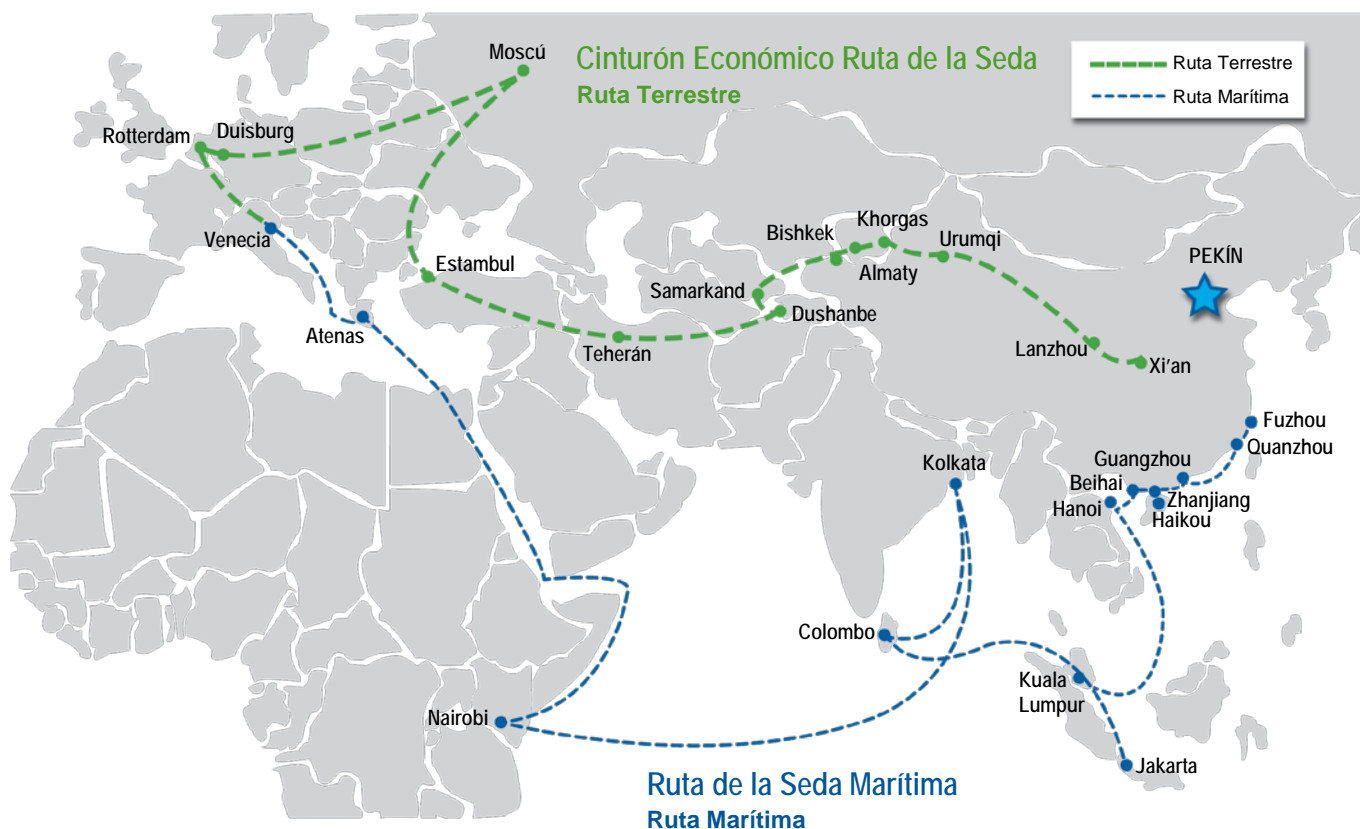


Fuente: UBS, Macro Keys, Mayo 26, 2015.

Como se ha señalado anteriormente en este documento, un área clave para el aumento de la inversión en infraestructura incluye el transporte público, tanto en ferrocarriles como en carreteras. Además, el gobierno ha dado prioridad a la urbanización sostenible donde la protección del medio ambiente, los servicios básicos de atención de la salud y el saneamiento están en urgente necesidad de inversiones adicionales. Mientras que el gasto en infraestructura puede no generar beneficios comerciales a corto plazo, ayudará a amortiguar el impacto de la desaceleración de los sectores de la construcción e inmobiliario en el corto plazo. También mejorará el potencial de crecimiento a largo plazo de la economía a través de una mayor productividad.

Históricamente, el gasto en infraestructura en gran medida se ha llevado a cabo a nivel local, lo que sugiere que serán necesarias vías alternativas de financiación ya que el gobierno central intenta activamente frenar la acumulación de la deuda de los gobiernos locales. El gobierno ha planeado una ambiciosa serie de iniciativas para abordar el déficit de financiación, incluyendo el lanzamiento de esquemas de asociación público-privada (PPP) a través del cual los proyectos comercialmente viables pueden ser llevadas a cabo utilizando los estados patrimoniales de las empresas. Además, el gobierno central y algunas empresas estatales del gobierno central financiarán directamente una serie de proyectos regionales transversales. Los USD50 mil millones del Fondo Ruta de la Seda ya ha sido establecida en parte para financiar la construcción de la carretera. China ha tomado la iniciativa de crear el Banco de Inversión en Infraestructura de Asia, y el año pasado se propone duplicar el capital social del banco de USD50 mil millones a USD100 mil millones.

Gráfico 40: China Tiene Previsto Proyectos de Infraestructura a Gran Escala Fuera de sus Fronteras



La información que se consigna ha sido tomada de un informe de HSBC,¹⁶ que cuantifica los proyectos relacionados con las iniciativas de La Ruta de la Seda.

Los proyectos de inversión locales podrían alentar significativamente el avance del PIB de China

Gráfico 41: Proyectos de Inversión en China

Provincia	Proyectos	Valor de las Inversiones (RMB miles de millones)
Mongolia Central	Transporte	175
Liaoning	Transporte	46
Heilongjiang	Transporte	No hay una suma exacta especificada
Fujian	Infraestructura general	330
Yunnan	Transporte: Tres Ferrocarriles	93.7
Chongqing	Construir el Nuevo Distrito de Liangjiang	45
Guangxi	Infraestructura (General)	98.4
Shaanxi	Irrigación y Conservación de Agus	24
Gansu	Transporte	78
Qinghai	Transporte	30.8
Ningxia	Red de Energía	60.8
Xinjiang	Transporte	25
Zhejiang	Transporte	68
Guangdong	Transporte	110
Hainan	Infraestructura general	211.1
Shanghai	Transporte	50
Jilin	Transporte	16.3
Tibet		No hay una suma exacta especificada
Total		1,462.1

Fuente: HSBC, "On the New Silk Road III," Abril 21, 2015.

Es evidente que los proyectos relacionados con la Ruta de la Seda tendrán un impacto en el crecimiento del PIB total de China. La tabla de la página anterior muestra que los proyectos totales ascienden a 1.462 miles de millones de RMB (2,1% del PIB). Un artículo reciente de Wang y Wen (2013)¹⁷ encontró que el multiplicador fiscal de China es superior a 2. Esto implicaría que en el mediano y largo plazo, estos proyectos podrían impulsar el crecimiento del PIB hasta en 4,2 puntos porcentuales. En el corto plazo estos proyectos también pueden ayudar a absorber el exceso de capacidad discutido en la primera parte de este trabajo, mientras que alivia el impacto económico de la reducción en el gasto en infraestructura de los gobiernos locales. Además de los proyectos nacionales, como muestra el mapa en la página 25, China también prevé una serie de proyectos transfronterizos, algunos de los cuales se basarían en el Banco de Infraestructura de Asia recién creado para canalizar el financiamiento..

Están previstos una serie de proyectos ubicados fuera de China

Gráfico 42: Proyectos Fuera de China Bajo la iniciativa de la Nueva Ruta de la Seda para los Próximos Años

Proyectos Piloto	Destino de la Inversión
Construcción del Puerto en Gwadar	Pakistán
Construcción del Puerto en Habantota	Sri Lanka
Plan de Cooperación de Capacidad (Valor de Inversión: USD23.6 miles de millones)	Kazajistán
Construcción del Puerto en Sihanoukville	Camboya
Construcción del Puerto en Indonesia	Indonesia
Ferrocarril China-Laos-Tailandia	Laos y Tailandia
Ferrocarril China-Myanmar	Myanmar
Ferrocarril China-Tajikistan	Tajikistan
Autopista China-Pakistán	Pakistán
China-Asia Central / Gasoductos, Línea C y Línea D	Asia Central
China-Rusia Gasoductos, Línea Oeste y Línea Este	Rusia

Fuente: HSBC, "On the New Silk Road III," 21 April 2015.

6. Perspectivas: ¿Dónde nos dejan los shocks o embates positivos y negativos?

En las secciones anteriores hemos identificado y cuantificado los embates o shocks de crecimiento de China, tanto al alza como a la baja, y en el corto y mediano plazo.

Los negativos a corto plazo se refieren a la recesión en curso en el sector manufacturero; las recesiones en los sectores inmobiliario y de la construcción, que creemos que es probable que hayan tocado fondo; y una recesión relacionada con la financiación de infraestructuras de los gobiernos locales.

Las tendencias positivas incluyen el reequilibrio en curso hacia el aumento del consumo, un sector de servicios en crecimiento, y las nuevas iniciativas de infraestructura puestas en marcha por el gobierno central.

La tabla a la derecha resume nuestra visión para el corto plazo. Hacemos notar que no están incluidos los impactos de los proyectos de Ruta de la Seda en esta cuantificación, ya que el momento preciso de los proyectos no es seguro. Cuando se considera la suma de los shocks que enfrenta la economía china, se concluye lo siguiente: Si bien está claro que hay retos a corto plazo al crecimiento del PIB, con demasiada frecuencia los observadores casuales se centran sólo en uno de los dos conjuntos de embates-negativos o positivos. Cuando se adopta una visión más completa nos lleva a pensar que en relación con el crecimiento del PIB del año pasado del 7,3%, es probable que veamos una moderación este año

Sin embargo, esta moderación todavía debería permitir que **la economía de China crezca al 6,5%/7% que ha sido el objetivo planteado por el gobierno, y que nosotros categorizamos como de "aterrizaje suave" o desaceleración benigna.**

Gráfico 43: Anticipamos Una Moderación en el Crecimiento de China para Este Año

	Puntos Porcentuales en la Tasa de Crecimiento del PIB
Embates	
Negativos	
Desaceleración producción industrial y exceso capacidad ociosa	-0.7
Reducción LGFV debido a la Directiva 43	-0.4 a -0.5
Caída de Inversión Fija (relacionado con el sector inmobiliario)	-0.4
Total Negativos	-1.4 a -1.5
Positivos	
Mejora del Consumo	+1.0
Aumento de relación Servicios/PIB y efecto potencial sobre el empleo	+0.3
Total Positivos	+1.3

Fuente: Cálculos realizados por Templeton Global Macro utilizando información provista por el National Bureau of Statistics, China.

7. Riesgos

La transición de China sigue en camino. Creemos que el gobierno tiene la estrategia correcta y que se han realizado progresos en la mayoría de las áreas clave. Sin embargo, como hemos reiterado en los apartados anteriores, las dificultades y los riesgos son inevitables cuando se lleva a cabo esta transición. Muy pocos países han escapado con éxito a la trampa de ingresos medios, ninguno de ellos ni siquiera se acerca a la dimensión de China. Además, China tiene que resolver los desequilibrios creados en la fase previa de un crecimiento extremadamente rápido y lidiar con el envejecimiento acelerado de la población. En esta sección se discuten tres riesgos principales: que la respuesta de la política monetaria actual a la desaceleración podría terminar, hacer más lenta o detener el proceso de reducción de endeudamiento; la rápida acumulación de deuda de los últimos años; y un derrumbe del mercado de valores.

¿Expansión Cuantitativa en China?

Como parte de su reacción a una desaceleración más aguda que lo deseado en la actividad económica producida recientemente, las autoridades chinas han decidido flexibilizar la política monetaria. Estas medidas se han tomado en conjunto con los esfuerzos para acelerar la reducción de la deuda de los gobiernos locales. Estos últimos incluyen permitir a los gobiernos locales que emitan deuda a cambio de los préstamos existentes, con la disposición de que la deuda de nueva emisión se pueda utilizar como garantía en las operaciones bancarias.

Estas medidas han llevado a varios analistas y comentaristas a argumentar que China está en camino de realizar una expansión cuantitativa de manera similar a EEUU, Japón y, más recientemente, la Euro-zona. Pensamos que centrarse en si China ha puesto en marcha o no una expansión cuantitativa puede ser engañoso y confuso. Consideramos que es mucho más importante entender mejor (i) la calidad y la naturaleza de la flexibilización monetaria de China y los mecanismos mediante los cuales se transmiten a la economía; y (ii) el verdadero alcance de la flexibilización, ya que esto determinará su impacto en la actividad económica y en los agregados financieros. En otras palabras, un análisis reflexivo debe decirnos en qué medida esta flexibilización monetaria puede impulsar el crecimiento, en qué sectores se puede sentir más, y si existe el riesgo de que ralentizará o incluso socavará los esfuerzos para reducir el endeudamiento y desinflar gradualmente las burbujas de activos en la economía.

Queremos comenzar con una consideración importante: Aliviar cuantitativamente difiere de la expansión cuantitativa. El sistema bancario y financiero de China sigue siendo mucho menos desarrollado que los de las economías avanzadas. En China, los bancos son de propiedad estatal, y las tasas de interés están sujetas a límites administrativos. Como consecuencia, tanto el precio como la asignación del crédito están distorsionados y controlados de una manera que no conocemos en las economías avanzadas.

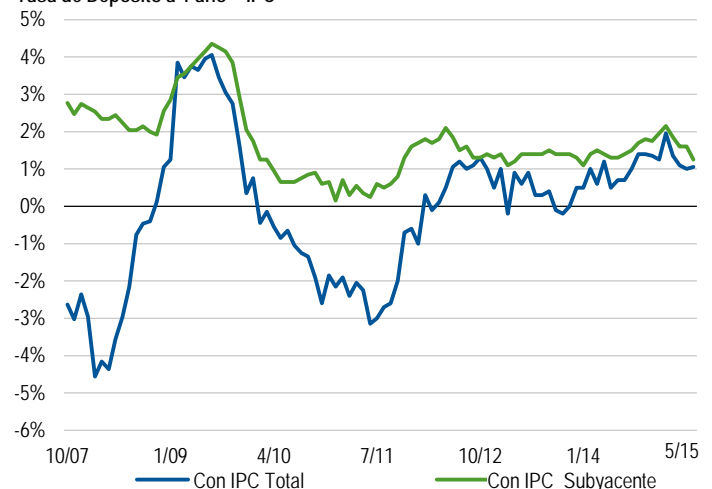
El Banco Popular de China (BPCh) no puede basarse en los instrumentos de política monetaria "ortodoxos" porque el canal de transmisión no funcionaría en la forma en que podrían esperar la Reserva Federal o el Banco Central Europeo. Por ello, el Banco Popular de China ha administrado siempre su política monetaria basándose en instrumentos cuantitativos: Establece un objetivo agregado monetario anual (M2) que luego persigue facilitando préstamos, con operaciones de mercado abierto, intervenciones cambiarias, y establece coeficientes de reserva para controlar la oferta de dinero de base (M1), y las relaciones préstamo-depósito y otros instrumentos para la gestión de los créditos bancarios. Por el contrario, la Reserva Federal y el BCE tradicionalmente fijan la tasa de interés de política para influir en el dinero en sentido amplio y en la oferta de crédito. La Reserva Federal y el BCE adoptaron instrumentos cuantitativos sólo después de que habían llevado a cero a las tasas de interés y necesitaban flexibilizar aún más la política. En otras palabras, la Reserva Federal y el BCE han recurrido a instrumentos cuantitativos para lanzar flexibilización monetaria excepcional en circunstancias excepcionales. El Banco Popular de China en su lugar utiliza instrumentos cuantitativos de flexibilización monetaria normales en circunstancias normales. Ahora vamos a empezar por hacer un balance de las últimas medidas de flexibilización monetaria de China. El Banco Popular de China ha puesto en marcha su tradicional y "ortodoxa" respuesta política, reducir las tasas de interés cuatro veces (total de 105 puntos básicos) y el coeficiente de reservas obligatorias (RRR) tres veces (un total de 150 puntos básicos) desde fines de 2014. La reducción RRR ha desencadenado un impulso significativo al crecimiento de la base monetaria y más se puede esperar por la reducción reciente a determinados bancos. El banco también ha inyectado cerca de RMB 1 billón n en liquidez adicional a través de otras líneas de liquidez

Las medidas de alivio monetario de China han reducido las tasas de interés

Gráfico 44: China: Tasa de Interés Real

Octubre 2007–Mayo 2015

Tasa de Depósito a 1 año – IPC



Fuente: Cálculos de Templeton Global Macro con información provista por el National Bureau of Statistics, China.

A primera vista, esto parece un esfuerzo sustancial de flexibilización. Sin embargo, ha tenido lugar en un contexto de salida de capitales, reducción de la intervención y de la acumulación del mercado cambiario; esto último, el aumento de reservas del Banco Central, ha sido tradicionalmente el principal motor de la creación de liquidez. Por otra parte, el tipo de cambio se ha apreciado de forma efectiva real. Las condiciones financieras, por lo tanto, no han disminuido tanto como las medidas antes mencionadas podrían sugerir.

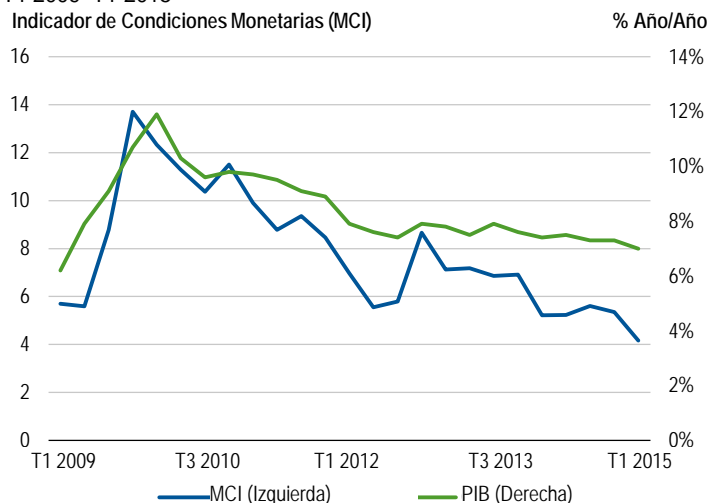
Consideremos lo siguiente:

- Las tasas de interés han disminuido, pero con la inflación cayendo aún más rápidamente, las tasas activas reales son todavía 100 puntos básicos más altas que en el cuarto trimestre de 2014.
- Los flujos de nuevo crédito como porcentaje del PIB son actualmente más bajos que en casi cualquier otro momento desde la crisis financiera mundial.

En otras palabras, la respuesta de política del Banco Popular de China hasta el momento sólo ha ralentizado el endurecimiento de las condiciones financieras en curso, lo que está muy lejos del apoyo de política monetaria excepcional que asociamos con la expansión cuantitativa de las economías avanzadas. A continuación reconstruimos un indicador de condiciones monetarias (MCI), basado en métricas desarrolladas por JP Morgan, como suma ponderada de cuatro variables: (i) la tasa de interés real, medida por la tasa de referencia a un año menos el IPC; (ii) el crecimiento del crédito (en términos interanuales), medida como las existencias totales de financiamiento social (TSF); (iii) el tipo de cambio real efectivo de JPMorgan (REER); y (iv) el exceso de reservas en el sistema bancario. La inclusión de la tasa de interés real y del REER es una práctica habitual. Pero a medida que la política monetaria de China siga dependiendo en gran medida de las medidas cuantitativas, como se mencionó anteriormente, también incluimos las medidas cuantitativas de crédito y el exceso de reservas. El siguiente cuadro confirma que las condiciones monetarias se han mantenido austeras a pesar de las recientes medidas de flexibilización.

La política monetaria sigue siendo austera

Gráfico 45: China: Indicador de Condiciones Monetarias(MCI) y PIB T1 2009–T1 2015



Fuente: Cálculos de Templeton Global Macro con información provista por el National Bureau of Statistics, China, JP Morgan y People's Bank of China.

Dada la desaceleración mayor a la esperada en el crecimiento económico y la deflación persistente en los precios al productor, los responsables de política parecen no haber estado a la altura de las circunstancias en su respuesta monetaria. Esto probablemente refleja su deseo de no poner en peligro los esfuerzos de reducir el endeudamiento y reequilibrar la economía. Están preocupados de que una relajación potente y generalizada de las condiciones monetarias pueda reavivar los excesos en la acumulación de deuda e inversión inmobiliaria al igual que comprometer el delicado proceso de reducirlos. La menor demanda final y el empeoramiento de la rentabilidad empresarial, por el contrario, limitarían la capacidad del sector empresarial y la voluntad de absorber crédito adicional para financiar la inversión productiva. De modo que, los responsables de política han favorecido la intervención más específica, basándose en medidas orientadas a los bancos para facilitar la generación de crédito hacia inversiones en infraestructura. Esto ha sido, junto con un aumento de los programas de infraestructura, en particular en el marco de la iniciativa "Un Cinturón, Una Ruta" que se comentó anteriormente. La combinación resultante de la expansión fiscal y monetaria puede representar un estímulo más eficaz para el crecimiento económico. Al mismo tiempo, como hemos visto anteriormente, las autoridades han puesto en marcha una profunda reforma en la financiación de los gobiernos locales, restringiendo su capacidad para aumentar la financiación a través LGFV, pero les permite emitir bonos que se pueden intercambiar contra la deuda existente. El programa de canje de deuda ha atraído comparaciones con la expansión cuantitativa. El programa permitirá a los gobiernos locales cambiar endeudamiento LGFV, *trust loans* y otras formas de deuda por bonos provinciales. Los bonos provinciales benefician a los gobiernos locales a través de plazos más largos y tasas de interés más bajas. Los cambios permitirán a los gobiernos locales reducir los costos de servicio de la deuda y extender el vencimiento promedio. Esto implica que los acreedores se mantienen activos con un vencimiento más largo y menor rendimiento. A cambio, los bonos provinciales serán elegibles como garantía de las operaciones de liquidez del Banco Popular de China, tales como facilidades de préstamo, facilidades de préstamos a mediano plazo y préstamos prendarios complementarios. Además, los bonos provinciales tendrán una ponderación de riesgo más baja que los préstamos bancarios (20% frente a 100%), por lo que el canje reducirá los requerimientos de capital de los bancos. Desde la perspectiva de la política monetaria, el programa de intercambio se asemeja a las operaciones del BCE a largo plazo (LTRO) en lugar de alivio cuantitativo, ya que los activos no serán comprados por el banco central. El Banco Popular de China, de hecho, ha señalado que la financiación directa del gobierno está prohibida por la ley, lo que indica que no tiene intención de comprar bonos provinciales. Como sabemos por la experiencia de la Euro-zona, sin embargo, las facilidades de liquidez, como el LTRO pueden ser muy poderosas en la inyección de liquidez en la economía. Los bancos podrían hacer operación de recompra con los bonos provinciales en el Banco Popular de China y desplegar la liquidez resultante del crédito adicional. La medida en que los programas de intercambio expandan el crédito interno, por lo tanto, dependerá en parte de la conducta de los bancos y en parte de la decisión del Banco Popular de China sobre cuántos bonos acepte como garantía y en qué condiciones. El banco ha indicado que estas decisiones estarán guiadas por sus objetivos de política monetaria

El freno a la emisión de LGFVs ha coincidido con un descenso en el mercado inmobiliario, lo que ha limitado la capacidad de los gobiernos locales para obtener ingresos a través de la venta de tierras. Si bien se han hecho esfuerzos para estimular las asociaciones público-privadas para financiar proyectos de infraestructura, el efecto neto ha sido una disminución en la capacidad de financiación de los gobiernos locales y una reducción en sus gastos, lo que ha contribuido a la desaceleración económica. La campaña contra la corrupción y la presión de dar prioridad a la calidad del crecimiento (es decir, el control de la contaminación y su sostenibilidad) también han contribuido. Esto sugiere que la flexibilización monetaria de China probablemente se intensificará en los próximos meses. Esto podría ser a través de reducciones adicionales en las tasas de interés y en los requerimientos de reservas, lo que liberaría más liquidez en el sistema, y / o mediante el uso del programa de canje de deuda. A fines de junio de 2015, el Banco Popular de China anunció otra serie de recortes de las tasas de interés; ambas, las activas y pasivas a un año se redujeron en 25 puntos básicos. El Banco Popular de China también redujo el requerimiento de reserva para los bancos calificados en 50 puntos básicos. Hasta el momento, las autoridades han parecido decididas a encontrar el equilibrio adecuado, facilitando las condiciones monetarias y crediticias para apoyar la actividad económica, pero sin detener o revertir el proceso de desendeudamiento de los gobiernos locales y el financiamiento bancario informal. Si el ritmo de la actividad económica se desacelera aún más, sin embargo, la presión para aliviar la política monetaria aumentará aún más. Esto crea el riesgo de que el canje de deuda "licue" las deudas morosas actuales, abriendo el camino para una nueva ola de gasto alimentado por la deuda de los gobiernos locales. La medida en que esto ocurra merece un seguimiento muy cercano, ya que sería claramente indeseable. No creemos que China necesite o deba embarcarse en un programa de expansión cuantitativa, dadas las preocupaciones en curso con respecto al sobre-endeudamiento.

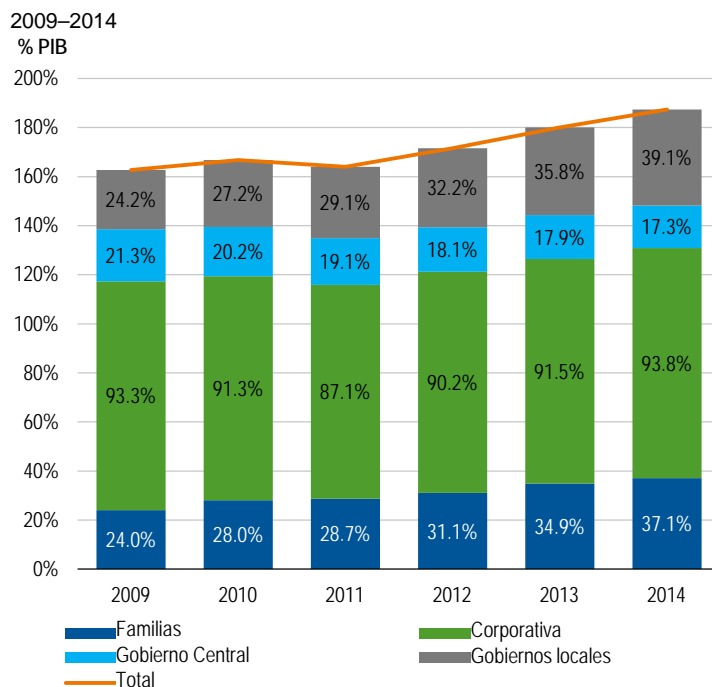
Sostenibilidad de la Deuda

Cualquier discusión sobre los riesgos que enfrenta China no estaría completa sin un análisis de sostenibilidad de la deuda y el verdadero nivel de deuda. Una cuestión importante hay que subrayar previamente: China ha acumulado rápidamente un importante stock de la deuda en la última década, buena parte de ella a través de los gobiernos locales y en el sector bancario informal. Al mismo tiempo, China tiene una cantidad muy importante de activos, parte en reservas de divisas, pero sobre todo en la forma de capitalización de mercado de las empresas estatales más fuertes. Al respecto de China difiere significativamente de la mayoría de las economías occidentales, donde los gobiernos no controlan esos amplios sectores de bienes comerciales. Por otra parte, como ya hemos comentado anteriormente, las tasas de interés siguen siendo controladas puesto que la reforma del sector financiero está en curso. Un análisis de la sostenibilidad de la deuda tradicional basado en los balances fiscales primarios y una comparación entre el crecimiento del PIB real y las tasas de interés reales por lo tanto sólo sería de uso limitado. Para evaluar la sostenibilidad de la deuda, llegamos a una estimación fiable de la deuda existente y la comparamos contra una medida confiable de los activos disponibles.

En el gráfico siguiente hemos construido una serie de deuda total sumando la deuda de los diferentes grupos de deudores. La deuda de las familias y la deuda corporativa se toman de la base de datos de la Oficina Nacional de Estadísticas. Para esto hemos agregado los datos de esa Oficina y del Banco Popular de China sobre los niveles de deuda del gobierno central y, finalmente, los niveles de deuda de los gobiernos locales. Sobre esta base construimos nuestra primera estimación de deuda total de China, a finales de 2014 en 187,3% del PIB.

Estimación de la deuda total de China sobre la base de los deudores

Gráfico 46: China: Deuda Total

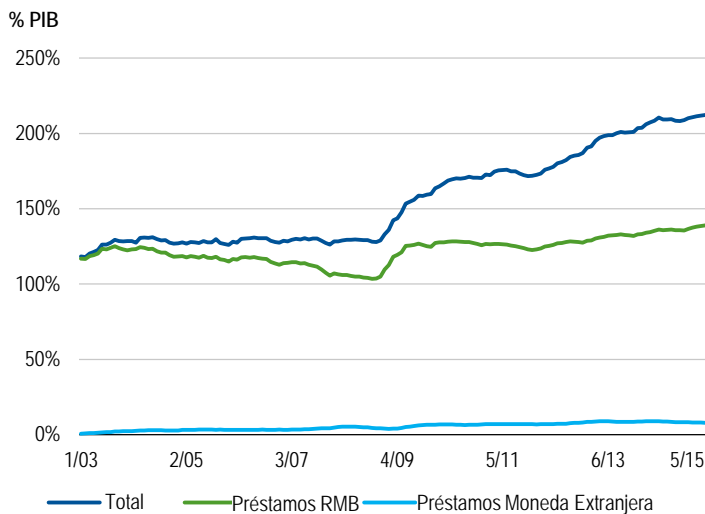


Fuentes: National Bureau of Statistics, China; Peoples Bank of China, IMF.

Una segunda medida de la deuda total utiliza una nueva estadística, denominada Financiamiento Social total (TSF). Esta es una estadística desarrollada por el Banco Popular de China en un intento por medir la liquidez total en el sistema. El TSF es un flujo, en lugar de ser un stock, por lo que los aumentos netos en cada componente se miden en cada período de tiempo. Tenemos datos de TSF desde Enero de 2002 sobre una base mensual. El Banco Popular de China no informa un stock como contraparte del TSF. Hemos calculado los datos de saldos implícitos acumulando la serie de flujo a partir de Enero de 2002 en adelante. Esto no da lugar a una doble registración ya que cada mes sólo el aumento neto se reporta (de modo que se eliminan los préstamos que vencieron). Como muestran los gráficos la página 31 muestra, los stocks de deuda derivados de la serie de TSF ha venido en crecimiento desde 2008, y estimamos que actualmente es el 211% del PIB. Esta cifra es superior a la primera estimación de la deuda presentada porque el TSF intenta incluir todos los elementos fuera de balance del sistema financiero, además de los niveles de deuda reportados por la Oficina Nacional de Estadísticas. Como se demuestra en los gráficos en la página 31, la mayor parte del aumento se produjo a raíz de la crisis financiera mundial, y se debió al aumento de los préstamos fiduciarios y aceptaciones bancarias.¹⁸

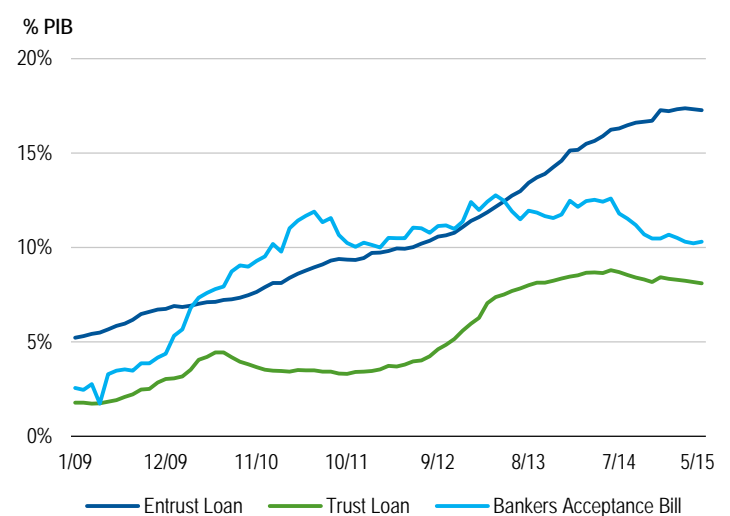
Estimación de la deuda total de China basada en la financiación social

Gráfico 47: China: Stock de Financiación Social Total
Enero 2003–Mayo 2015



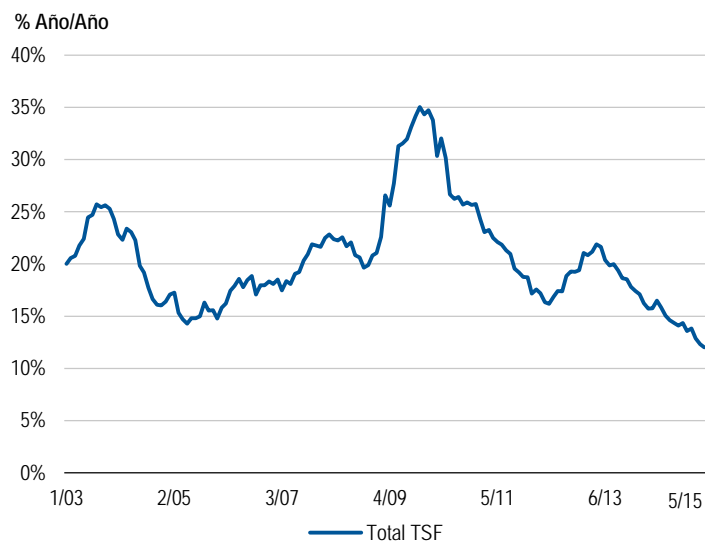
Fuente: Cálculos de Templeton Global Macro utilizando información provista por el National Bureau of Statistics, China y el Banco Popular de China.

Gráfico 48: China: Stock de Financiación Social Total
Enero 2009–Mayo 2015



Fuente: Cálculos de Templeton Global Macro utilizando información provista por el National Bureau of Statistics, China y el Banco Popular de China.

Gráfico 49: China: Stock de Financiación Social Total
Enero 2003–Mayo 2015



Fuente: Cálculos de Templeton Global Macro utilizando información provista por el National Bureau of Statistics, China y el Banco Popular de China.

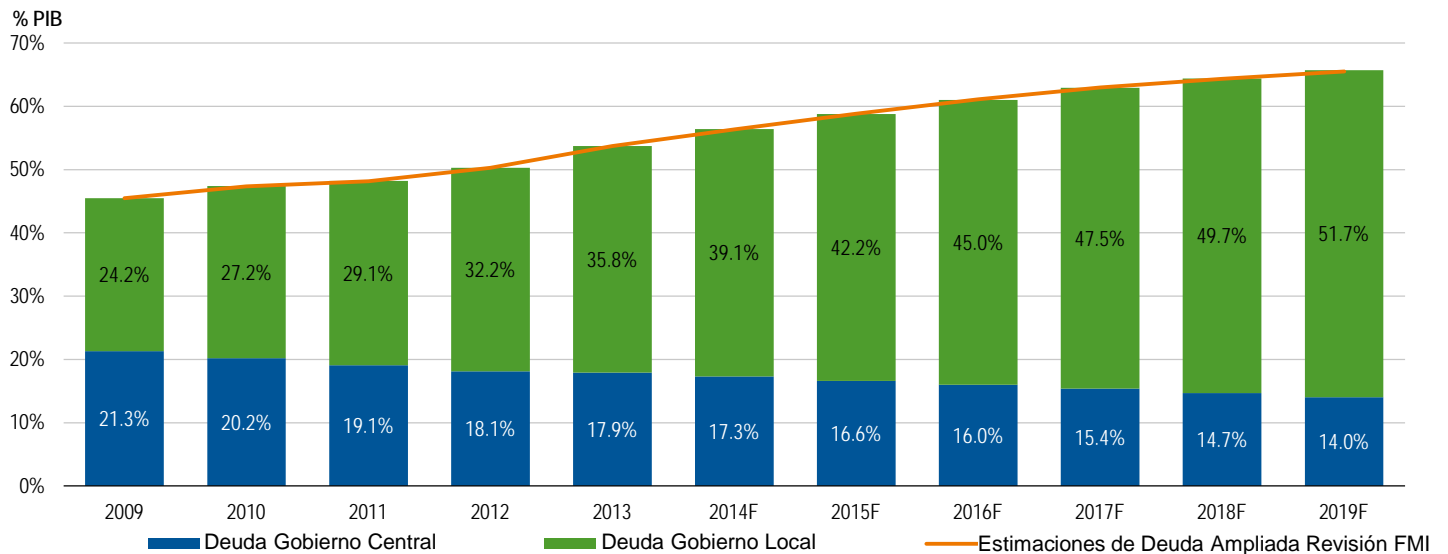
Mientras que el stock de Financiación Social Total creció fuertemente en el período 2008/2009, también se ha desacelerado muy fuertemente, de un máximo de crecimiento interanual del 35% en 2009 al punto más bajo de 12% año con año más reciente, en mayo 2015.

Una tercera forma de calcular el total de la deuda implica el uso de la suma de los préstamos bancarios, más los elementos fuera de balance como calculado utilizando TSF al proxy de la deuda del sector privado y agregar la deuda del gobierno (central y local). En lugar de utilizar los datos de NBS para la deuda del gobierno central y local, hemos utilizado una serie que el FMI ha creado, lo que agrega a los datos de la Oficina de Estadística un cuadro más completo para los gobiernos locales. La deuda aumentada fiscal calculada por el FMI actividades fiscales fuera

del presupuesto. Esto amplía el perímetro del gobierno al incluir ítems fuera del presupuesto y la actividad de LGFV. La deuda aumentada captura endeudamiento de LGFV a través de los canales de financiación de mercado, pero excluye los pasivos de las empresas estatales y otras entidades estatales y pasivos contingentes, como la cartera vencida en el sector bancario. Para la discusión del tema, véase Zhang y Barnett (2014) .¹⁹

Deuda total aumentada de China / PIB

Gráfico 50: China: Deuda Fiscal Aumentada/PIB
2009–2019F



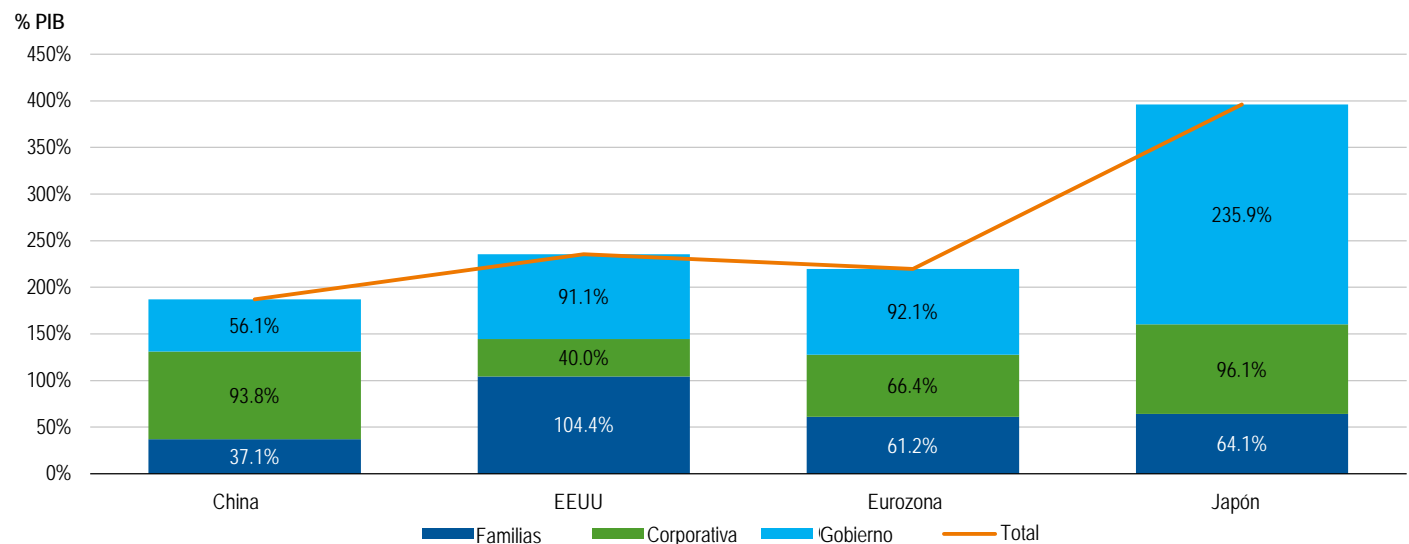
Fuentes: National Bureau of Statistics, China; Peoples Bank of China, IMF, as at 2013.

Sobre la base de esta medida más completa de deuda del gobierno local, se llega a una medida de la deuda total de alrededor de 243% del PIB a finales de 2014. Por lo tanto vemos el nivel de deuda en China en un rango entre el 187% y el 243% del PIB.

Para poner esta cifra en perspectiva, hemos comparado a China con algunos otros países. Dado que no tenemos medidas de las definiciones más amplias de deuda para hacer una comparación internacional, sólo podemos usar la primera medida de la deuda de China que se ha descrito anteriormente.

Es Probable Que Los Niveles de Deuda de China Sean Menores Que Los De Otros Países

Gráfico 51: Deuda Total
A Diciembre 31, 2014



Fuentes: National Bureau of Statistics, China; Peoples Bank of China, IMF.

Incluso utilizando la tercera medida que es la más conservadora, los niveles de deuda de China todavía serían comparables a las de la Euro zona y EEUU; pero a diferencia de estos países, debe tenerse en cuenta que el estado de China aún posee activos muy grandes. El estado patrimonial del gobierno recorre un largo camino mitigando las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda de China. El activo del balance del gobierno incluye sus reservas en moneda extranjera, los activos de la Corporación de Inversiones de China (CIC), el Fondo Nacional de Seguridad Social (CNSS), y de las empresas estatales en la lista. En la tabla a continuación, se intenta tener una idea del tamaño del activo del balance del gobierno. Los activos de las empresas estatales se han tomado de las listas de Fortune Global 500, en un intento de incluir sólo aquellas empresas estatales que son grandes y relativamente bien dirigida. Para el CIC, los datos se toman del Informe Anual 2013.

La solidez patrimonial de China ayuda a mitigar los riesgos sobre la sostenibilidad de la deuda

Gráfico 52: Cuadro Patrimonial de China

A Diciembre 31, 2014

	USD miles de millones	% de PIB
Reservas Extranjeras	3,843.02	37.0
China Investment Corp.	652.7	6.3
Fondo de Seguridad Social	236.0	2.3
SOEs Listadas	19,670.3	189.5
Total de Activos	235.1	

Fuentes: People's Bank of China, National Bureau of Statistics, China. Listed SOEs reflect Cálculos de Templeton Global Macro basados en información disponible sobre los activos.

Como se señaló anteriormente, China se beneficia por disponer un nivel muy alto de reservas internacionales, lo que lleva a una muy fuerte posición de inversión internacional neta. El activo de la posición internacional de inversiones se compone principalmente de las reservas internacionales, que se aproxima a los USD 3,7 billones en Marzo de 2015. El pasivo está dominado los sólidos ingresos de Inversión Extranjera Directa, aunque la categoría "Otras inversiones", considerada un indicador de "dinero caliente" ha ido en aumento.

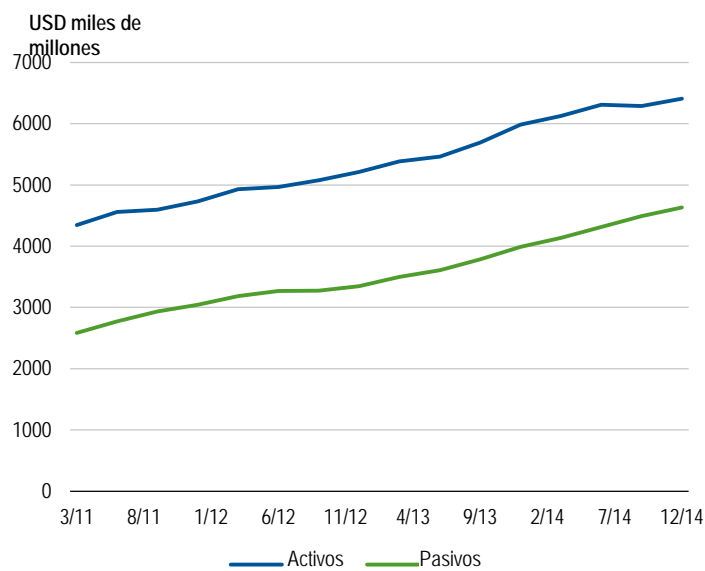
Por lo tanto, creemos que en esta etapa los riesgos de sostenibilidad de la deuda son limitadas. Si bien la deuda se ha incrementado rápidamente, ha venido acompañada por un altísimo nivel de activos, China no tiene deuda externa y una fuerte posición de inversión internacional.

Mirando hacia adelante, dos riesgos requieren una estrecha vigilancia: (i) la posibilidad de que el proceso de reducción del endeudamiento de los gobiernos locales, combinado con la liberalización de los mercados financieros, podría causar shocks repentinos en el sistema bancario, interrupción del crecimiento económico; y (ii) la posibilidad de que el esfuerzo de reducción del endeudamiento pueda ser abandonado debido a que el crecimiento se desacelera, lo que resultaría en la acumulación de deuda adicional.

China mantiene una sólida posición internacional de inversiones

Gráfico 53: China: Posición Internacional de Inversiones

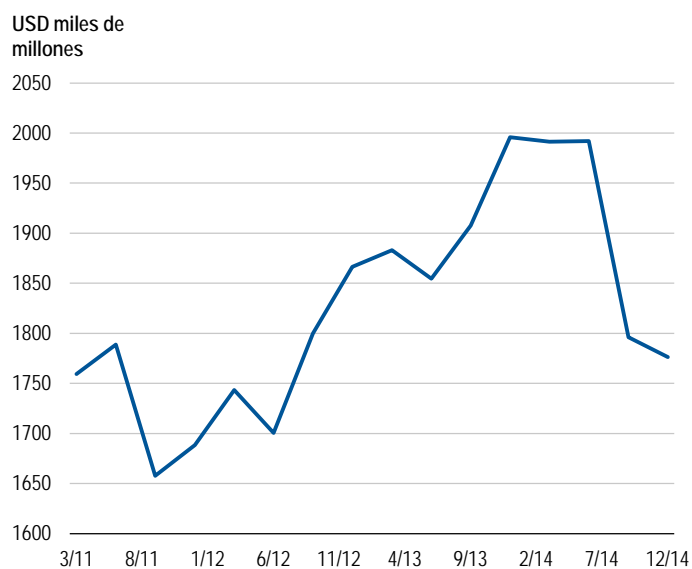
Marzo 2011–Diciembre 2014



Fuente: National Bureau of Statistics, China.

Gráfico 54: China: Posición Neta Internacional de Inversiones

Marzo 2011–Diciembre 2014



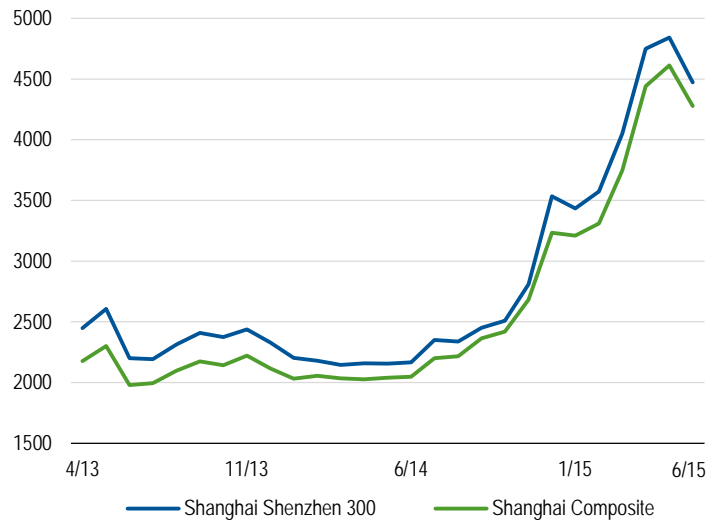
Fuente: National Bureau of Statistics, China.

Mercados de acciones

El mercado local acciones de China ha experimentado un fuerte repunte, duplicándose en los últimos 12 meses, aún cuando el crecimiento económico se ralentizó y la rentabilidad empresarial se debilitó (ver gráfico siguiente). Durante su relativamente corta historia, el mercado de valores de China siempre ha sido propenso a fluctuaciones extremas, en parte porque se ha cerrado a los inversionistas internacionales. Aunque las relaciones precio / ganancias aún están lejos de los máximos históricos, el meteórico aumento en las valoraciones sugiere que el mercado podría estar en una burbuja, con el consiguiente riesgo de un accidente. Los responsables de política han tomado medidas para frenar el rally, con restricciones a las operaciones de margen y a los préstamos. Una fuerte corrección al cierre de Junio ha confirmado el riesgo de un accidente, y el Banco Popular de China ha decidido actuar rápidamente con un recorte en las tasas de interés para frenar la caída del mercado..

El mercado de acciones de China podría estar en un terreno de «burbuja»

Gráfico 55: Mercado de Acciones de China
Abril 2013–Junio 2015



Fuente: Bloomberg, Shanghai Stock Exchange.

Un mercado de valores fuerte conlleva beneficios: (i) Brinda un telón de fondo más atractivo para las ofertas iniciales de acciones, y por lo tanto para la financiación con capital privado, la apertura de una nueva oportunidad de financiación para las pequeñas y medianas empresas que tienen acceso más limitado al crédito; (ii) crea un mejor telón de fondo para las privatizaciones, apoyando el proceso de reforma de las empresas públicas; y (iii) como la propiedad de las acciones se ha ampliado y difundido en el transcurso del avance de sus precios, puede ayudar al consumo interno a través de un efecto riqueza, aunque limitado (dado que la participación en el capital sigue siendo extremadamente baja en China ---menos de 2% de los activos de los hogares) . Por lo tanto, los responsables de políticas están tratando de encontrar el equilibrio adecuado. Quieren evitar un derrumbe de la bolsa, que no sólo representa un riesgo para el crecimiento económico, sino también un retroceso en el avance en la construcción del mercado de acciones como una parte importante de la economía, tanto como fuente de financiación para las empresas como oportunidad de inversión para los ahorristas. Ellos prefieren, sin embargo, ayudar a estabilizar el mercado y no alimentar otra fuerte carrera en las valoraciones que podría establecer el escenario para un derrumbe en toda la línea.

Conclusión

Los debates sobre China están a menudo polarizados entre dos extremos: la visión del fin del mundo de los escépticos empedernidos y el optimismo incondicional de los eternos optimistas. En este trabajo nos hemos esforzado para ofrecer un análisis más profundo, más matizado y equilibrado de las perspectivas económicas de China. Creemos que la transformación profunda y compleja de China ha llegado a un momento crítico:

- La contracción en tres áreas clave seguirá frenando el crecimiento: el sector manufacturero tradicional, el sector inmobiliario y la construcción, y el financiamiento de los gobiernos locales. Estos habían sido los motores tradicionales de crecimiento de China; todos se han estancado en el mismo tiempo.
- La manufactura tradicional ha perdido competitividad debido a la creciente presión salarial. Esto ha sido provocado por una desaceleración significativa en el crecimiento de la fuerza laboral --- el punto de inflexión de Lewis.
- Un crecimiento más lento de la fuerza de trabajo, sin embargo, significa que el sector de servicios en ascenso debe ser capaz de mantener el pleno empleo. Junto con el aumento de los salarios, esto impulsaría el aumento necesario en el consumo para reequilibrar la economía. El desarrollo de un sector manufacturero de alto valor agregado, y con alta tecnología apoyará este cambio.
- Mientras tanto, la reforma de las empresas públicas, la liberalización de la cuenta de capital y la estabilidad del tipo de cambio fortalecerán las perspectivas a largo plazo. Una serie de proyectos de infraestructura nacionales y transfronterizos previstos también podrían promover un crecimiento significativo a medida que la economía continúa buscando un nuevo equilibrio.

Los políticos adoptaron y pusieron en práctica las estrategias correctas, pero enfrentan tres riesgos importantes que merecen ser controlados de cerca: (i) En respuesta a la desaceleración del crecimiento, la política monetaria podría detener el proceso de reducción de endeudamiento y alimentar una nueva ronda de crecimiento excesivo del crédito; (ii) la reducción de la deuda de los gobiernos locales podría causar shocks repentinos en el sistema bancario; o esa reducción podría revertirse, lo que lleva a una insostenible acumulación de deuda; y (iii) el optimista mercado de acciones de China podría derrumbarse, perjudicando el crecimiento económico y retrasando el momento en que los mercados de acciones puedan desempeñar un papel más importante en los mercados de financiación y ahorro.

En general, sobre la base de nuestro análisis detallado creemos que la búsqueda de China de un nuevo equilibrio tendrá éxito. Reafirmamos que nuestro caso básico es que China seguirá su curso, con un crecimiento del PIB de aterrizaje suave, cercano al 6%, mientras que la economía se reequilibra. Esto daría un apoyo importante para el crecimiento global y poner un piso a los mercados de productos básicos, aunque la absorción de metales industriales de China probablemente disminuirá aún más. El comercio de China reorientará gradualmente de los productores de productos básicos a las economías avanzadas que proporcionan productos terminados e industriales; y el crecimiento salarial sostenido implica que China seguramente exportará más inflación hacia el resto del mundo, lo que refuerza nuestra opinión de que, comenzando por EEUU, las perspectivas siguen siendo de más altos índices de inflación y tasas de interés más altas.

¿Cuáles son Los Riesgos?

Todas las inversiones implican riesgos, incluyendo la posible pérdida del capital. Los precios de los bonos se mueven generalmente en dirección opuesta de las tasas de interés. Así, como los precios de los bonos de una cartera de inversiones se ajustan a un aumento en las tasas de interés, el valor de la cartera puede disminuir. Hay riesgos especiales que están asociados con la inversión extranjera, incluyendo las fluctuaciones monetarias, inestabilidad económica y los acontecimientos políticos. Las inversiones en los mercados en desarrollo, de los cuales los mercados de frontera son un subconjunto, implican mayores riesgos relacionados con los mismos factores, además de los relacionados con el tamaño más pequeño de estos mercados, su menor liquidez y la falta de marcos legales, políticos, empresariales y los sociales de apoyo a los mercados de valores.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE

Esta presentación ha sido elaborada por Franklin Templeton Investments (en lo sucesivo “FTI” o la “Compañía” o la “Sociedad”) y es de interés general únicamente y no constituye asesoramiento legal o fiscal ni constituye una oferta de acciones o una invitación para adquirir acciones de cualquier fondo de Franklin Templeton o servicio. Nada en esta presentación debe ser considerado como asesoramiento de inversiones. Las estrategias discutidas en esta presentación son para uso educativo así como informativo y no se deben utilizar como recomendación de compra o de venta de ningún valor.

Éste presentación puede contener información recabada de distintas fuentes, y si bien puede considerarse como confiable, la Sociedad no otorga garantía o declaración alguna sobre su fidelidad, precisión, alcance o cobertura, ya que la Sociedad no ha verificado, validado o auditado en forma independiente dicha información. La información es parcial y, por lo tanto, no puede calificarse de completa. Usted acuerda mantener el contenido de esta presentación de forma estrictamente privada y confidencial y no deberá ser divulgado, copiado, reproducido o redistribuido (total o parcialmente) a persona alguna, sin el consentimiento previo y por escrito de la Sociedad.

La presente presentación puede contener “declaraciones a futuro” y resultados que pueden variar de aquellos que expresa o implícitamente se incluyen en la presente presentación. Tales declaraciones a futuro pueden ser identificadas, entre otros vocablos, por el uso de terminología como “esperamos”, “anticipamos”, “creemos”, “continuamos”, “podríamos”, “estimamos”, “pronosticamos”, “intentamos”, “planeamos”, “predecimos”, “debería” o cualquier otra terminología prospectiva, o bien, por la forma negativa de dichos vocablos o por terminología similar, incluyendo sin limitar la forma plural de dichos vocablos. Todas las declaraciones a futuro se refieren a la expectativa actual de la Sociedad sobre eventos futuros y están sujetos a un número de factores que podrían causar que los resultados difieran sustancialmente respecto de aquellos a que se refieren las declaraciones a futuro. Se debe ser cauteloso con respecto a tales declaraciones y no se deberá depositar confianza indebida en ninguna de las declaraciones a futuro.

Esta presentación no incluye declaración o garantía alguna (expresa o implícita) por lo que no se deberá de apoyar, en la exactitud, imparcialidad o integridad de la información presentada o contenida en esta presentación. Ni la Compañía ni ninguna de sus afiliadas, empleados, asesores o representantes, acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida o daño causado por la información presentada o contenida en esta presentación.

La información presentada o contenida en esta presentación está actualizada a la fecha indicada y está sujeta a cambios sin previo aviso y su exactitud no está garantizada. La información contenida en la presente presentación así como las opiniones, de haberlas, en él expresadas se emiten en la fecha de la presente y, por lo tanto, están condicionadas y/o sujetas a probables modificaciones por causa de cambios en la legislación aplicable, así como en las condiciones y circunstancias que pueden o no estar previstas en esta presentación, además de por el transcurso del tiempo y otras situaciones similares. Ni la Sociedad, ni sus afiliadas, representantes, empleados o asesores asumimos responsabilidad u obligación alguna de informar a ustedes o a cualquier otra persona respecto de cualesquiera cambios en la información u opiniones expresadas en la presente presentación que resulten de cuestiones, circunstancias o eventos que pudieran surgir en el futuro o que pudieran ser traídos a nuestra atención con fecha posterior a la de la presente. Esta presentación no debe interpretarse como asesoría legal, fiscal, de inversión o de ningún otro tipo.

El uso de marcas registradas, marcas comerciales, logotipos o material fotográfico en esta presentación tiene fines exclusivamente ilustrativos y no pretenden ser una trasgresión a los derechos de los creadores y/o leyes de propiedad intelectual aplicables.

Esta presentación no constituye una oferta o invitación para adquirir o suscribir acciones u otros valores y ninguna parte de esta presentación ni ninguna información, opinión o declaración contenida en la misma debe ser la base de, o ser referida en relación con cualquier contrato o compromiso. Cualquier decisión de adquisición de valores en cualquier oferta de valores debe hacerse únicamente sobre la base de la información contenida en el documento de oferta de los valores respectivos. Al participar en esta presentación, usted acepta que quedará sujeto a las limitaciones anteriores.

Invertir implica riesgos, incluyendo la posible pérdida del capital. El desempeño pasado no es garantía o indicador de resultados futuros.

En México, esta publicación está disponible para propósitos informativos solamente por Franklin Templeton Asset Management México S.A. de C.V., Paseo de la Reforma 342, Piso 8, Colonia Juárez, Delegación Cuauhtémoc, C.P. 06600, México D.F., México.

1. ABS = asset-backed securities / instrumentos de deuda con garantía de activos .
2. Fuente: Zhang, W., Han, G. and Chan S. "How strong have been the linkages between real estate and other sectors in China" (2014). HKMR Working Paper No. 11/2014.
3. Fuente: *China Daily*, "China Issues Rules to Manage Local Government Debts," 10 February 2014.
4. Fuente: National Audit Office of the People's Republic of China.
5. Fuente: United Nations, Department of Economic and Social Affairs.
6. Fuente: Lu Yang and Cai Fang "China's Shift from the Demographic Dividend to the Reform Dividend," Australian National University China Update 2014.
7. Fuente: Wang, Xiaolu and Woo, Wing Thye (2011) "The size and distribution of hidden household income in China," *Asian Economic Papers* 1 (10, 2011): 1–31.
8. Fuente: Yiping Huang, "Where will the Chinese economy land?" *East Asia Forum*, 2014.
9. Fuente: National Science Foundation, *Science and Engineering Indicators*, 2014.
10. Fuente: Yu Xie, Chunni Zhang and Qing Lai (2014), "China's rise as a major contributor to science and technology," *Proceedings of the National Academy of Sciences Online*, www.pnas.org.
11. *Ibid.*
12. Fuente: Groombridge, M.A. (2001) "Capital Account Liberalization in China: Prospects, Prerequisites and Pitfalls," *Cato Journal*, Vol. 21(1), pp. 119–131.
13. Fuente: "Capital account liberalization: international experience and implications for China," opening speech for conference, 17 November 2008, © Hong Kong Monetary Authority.
14. Fuente: Huang, Yiping and Yang, Ji (2014) "How will financial reform change the Chinese economy? Lessons from other middle-income countries," manuscript, National School of Development, Peking University.
15. Fuente: Agenor, P.R. and Montiel, P.J. (1999) *Development Macroeconomics*, 2nd edition, Princeton University Press.
16. Fuente: HSBC, "On the New Silk Road III: Paving the way from vision to reality," 21 April 2015.
17. Fuente: Xin Wang and Yi Wen (2013) "Is government spending a free lunch? Evidence from China," Federal Reserve Bank of St Louis Working Paper 2013-013A.
18. Trust loans son una forma de financiamiento directo. El Fiduciario (una compañía fiduciaria) invierte los fondos de los clientes (de individuos con elevados patrimonios o empresas) de acuerdo con los objetivos especificados previamente, el propósito, la cantidad, la madurez y la tasa de interés. Préstamos del Fondo Fiduciario se invertirán normalmente en forma de préstamos al sector real (por ejemplo, las empresas, las empresas de bienes raíces, los gobiernos locales) o en activos financieros. Los Préstamos del Fondo Fiduciario están garantizados. Banking acceptance bill (BAB) son deuda a corto plazo emitidos por las empresas, con la garantía de un banco comercial, por lo general como parte de la transacción comercial. BAB puede ser objeto de comercio con un descuento sobre su valor nominal en el mercado secundario. Si es aceptado por un banco, se convierten en créditos a corto plazo y se registran como financiamiento de facturas. Por definición, los BABs están garantizados, son similares a una carta de crédito.
19. Fuente: Zhang, Y.S. and Barnett, S. (2014) "Fiscal vulnerabilities and risks from local government finance in China," IMF Working Paper WP/14/4.

Para los Gráficos 20, 23, 43 y 50, no hay certeza de que una estimación o proyección se realice.

Ver www.franklintempletondatasources.com para detalles adicionales sobre el proveedor de información.



**FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS**

www.franklintempleton.com.mx