

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

Nº 503, 21 de Octubre de 2009

AL INSTANTE

### MERCADOS: PERSISTEN DUDAS SOBRE SOSTENIBILIDAD DE RECUPERACIÓN DE CHINA Y ESTADOS UNIDOS

En las últimas semanas se han observado señales de estabilización en las economías desarrolladas. Uno de los principales factores que inciden en el renovado optimismo que se observa en los mercados, son los resultados que han mostrado desde hace ya algunos meses las bolsas en países como Estados Unidos o China.

Sin embargo, los fundamentos de la recuperación que han experimentado los mercados accionarios no son aún lo suficientemente sólidos como para asegurar un cambio definitivo en la tendencia que se ha observado hasta ahora. Ejemplo de esto son los temores que existen respecto al posible estallido que pueda producirse en China de una burbuja financiera. De la misma forma, la posición financiera de los bancos

norteamericanos se encuentra aún deteriorada, existiendo además, evidencias crecientes de que parte importante del repunte en los mercados accionarios puede estar relacionado más bien con el exceso de liquidez presente en la economía global.

#### LA CAUTELA FRENTE A LOS SIGNOS DE ESTABILIZACIÓN EN ESTADOS UNIDOS

Las señales de estabilización que han mostrado los mercados accionarios han sido interpretadas como un signo de que la peor parte de la crisis ya ha quedado atrás. De esta forma, se ha ido recuperando la demanda de los inversionistas por instrumentos de deuda calificados como basura, con montos tranzados en agosto que representan un

máximo mensual para los dos últimos años.

La tasa de interés interbancaria en Wall Street ha caído también casi hasta llegar a los niveles previos a la crisis, mientras que los temores respecto a una nacionalización a gran escala de los bancos norteamericanos más afectados parecen haberse superado. Si bien son cientos los bancos de menor tamaño que han debido cerrar como consecuencia de la crisis, los bancos más importantes han logrado mitigar sus pérdidas a través de estrategias como el levantamiento de capital conjunto en el mercado. De esta forma, algunas instituciones financieras ya han comenzado a repagar el capital estatal que se había invertido en ellos. También se ha destacado que los Fondos de Inversión Libre o Hedge Funds, han mostrado desde finales de julio un renovado interés por las acciones de los bancos que presentaban mayores problemas, en contraposición a la reducción que habían llevado adelante, en sus inventarios de este tipo de acciones, desde el estallido de la crisis.

Este ambiente de mayor optimismo puede ser interpretado como parte de la recuperación parcial que están experimentando los mercados de

capitales, en particular en Estados Unidos. De todas maneras, esto contrasta con el sostenido estancamiento que se observa aún en la actividad económica en general y la baja actividad que mantienen los mercados de securitización. Por ahora, las señales más positivas están asociadas al repunte de las bolsas y de los créditos, como efecto del mayor número de empresas que han acudido a los mercados con el objetivo de obtener financiamiento por la vía del levantamiento de capital y la emisión de deuda.

Las instituciones financieras que han retomado su capacidad para asumir riesgos, han tenido buenos resultados en mercados como los cambiarios, de capitales y commodities, mientras las carteras de inversión se han ido ajustando a la mayor volatilidad.

Sin embargo, estos resultados favorables no parecen ser sostenibles a mediano plazo. Esto se debe particularmente a que el sistema financiero en Estados Unidos depende fuertemente de los programas de gasto fiscal que se han implementado. Ejemplo de esto es que si bien la emisión de instrumentos de securitización respaldados en activos de los consumidores, como créditos

automotrices, han crecido en US\$100 billones desde marzo, lo han hecho como resultado de las facilidades de financiamiento que ha dispuesto para ese efecto la Reserva Federal.

Los programas de ayuda financiera a los bancos han despertado también fuertes críticas en la opinión pública, dadas las ganancias que han reportado diferentes instituciones financieras a pesar del oscuro panorama económico. Ejemplo de esto es que Goldman Sachs presentó durante el segundo trimestre del año las mayores utilidades de su historia. Más allá de las críticas que se han generado, el comportamiento de los bancos no es más que un reflejo del marco de incentivos, contables y financieros que el propio gobierno norteamericano ha estructurado en base a sus intervenciones.

Así, el repunte que ha mostrado Wall Street puede ser leído como un caso típico de arbitraje, en el que los bancos de mayor tamaño pueden sistemáticamente obtener grandes utilidades asumiendo grandes riesgos en sus inversiones, utilizando fondos capitalizados a muy bajo precio con los recursos obtenidos del Estado, los que en este caso se presentan en forma de garantías.

Mientras, las autoridades, tampoco tienen mayor interés en fiscalizar que las amplias inyecciones de recursos públicos sean empleadas de manera eficiente.

En los últimos meses han surgido también acusaciones respecto a que ciertos bancos estarían realizando fuertes especulaciones gracias a las garantías dispuestas por el gobierno. Algunos de los bancos que han presentado las mayores pérdidas durante la crisis, como Merrill Lynch y el Royal Bank of Scotland, han estado ofreciendo las condiciones más favorables del mercado en instrumentos como los créditos apalancados, generando un manto de dudas sobre ellos. Tal como en el caso anterior, el comportamiento que pueden estar siguiendo los agentes del mercado financiero norteamericano no es más que un ajuste a las nuevas condiciones impuestas por el amplio involucramiento que ha desarrollado el Estado en el sistema financiero. En definitiva, la falta de control sobre la efectividad de los recursos que se han inyectado a la economía, es uno de los factores de riesgo que se han acentuado tras las masivas intervenciones fiscales en las principales economías del mundo.

A pesar de las señales más auspiciosas que se han observado en las últimas semanas, lo cierto es que el sistema financiero estadounidense seguirá sintiendo los efectos de la crisis aún por un largo período. Entre las evidencias que existen sobre este punto, se cuenta el hecho de que los bancos de inversión están operando actualmente con una estructura en la que la razón deuda a capital es, en promedio, de 15 a 1. Bajo este escenario, parte importante de los ingresos de los bancos no alcanzan a cubrir su costo de capital.

Se espera que los bancos presenten durante el año 2009 retornos sobre el capital de entre 10% y 12%, muy por debajo de los rangos históricos. Así, cuando a mediados del 2010 las tasas de interés comiencen nuevamente a repuntar, el crecimiento de los créditos se verá afectado por la aún debilitada posición financiera de los bancos. En este escenario, es esperable que el crédito se expanda a una tasa menor que la economía incluso por algunos años.

#### **LA POSIBILIDAD DE UNA BURBUJA FINANCIERA EN CHINA**

La evolución que ha seguido el mercado accionario chino durante el

desarrollo de la crisis financiera internacional ha llamado la atención por el alto grado de volatilidad que han mostrado sus indicadores. Mientras que desde mediados de 2007 hasta diciembre de 2008 las bolsas de Shanghai y Shenzhen perdieron casi tres cuartos de su valor, durante el 2009 ambos mercados accionarios han crecido más de un 70%, incluso considerando la caídas en torno al 15% y al 20% que sufrieron durante los meses de julio y agosto, respectivamente. De esta forma, los dos mercados continentales de China en conjunto se han transformado en la segunda plaza financiera del mundo con mayor actividad, detrás de Estados Unidos. Una acción promedio en China ha cambiado de propietario más de tres veces en lo que va del año.

Dadas las barreras que existen a la participación de inversionistas extranjeros en las bolsas de China continental, durante años se ha considerado que los resultados de estos mercados eran de interés principalmente para agentes locales. Sin embargo, la posición de China como la única gran economía que presentará cifras positivas de crecimiento durante el 2009, así como el escepticismo que existe respecto a la precisión de las

estadísticas oficiales que entrega el gobierno, han transformado a los resultados de este mercado accionario en una fuente única de información respecto a la evolución real de la economía china. De esta forma, las bolsas internacionales se han vuelto cada vez más sensibles a lo que sucede en ellas, bajo el supuesto de que las cifras que muestran las bolsas chinas reflejan la situación real del país en materia económica, lo que tiene repercusiones en toda la economía global.

A pesar de los positivos resultados que han mostrado los mercados chinos durante el año, existe fuerte evidencia respecto a que los valores están siendo transados con un sobreprecio importante, abriendo la puerta así, a una posible burbuja financiera. Ejemplo de esto es que las acciones se están transando en promedio a 31 veces la trayectoria precio/beneficio (trailing earnings) durante los últimos 12 meses, más del doble del promedio mundial. Si bien esta cifra es menos de la mitad de las que se observaban antes del inicio de la crisis, su aún alto valor sólo podría ser justificable si existiese un fuerte y sostenido crecimiento en los beneficios de las empresas que transan sus acciones en estas bolsas. En ello radica el

escepticismo que existe en los mercados internacionales respecto a lo que podrían esconder los excelentes resultados que han mostrado Shanghai y Shenzhen.

La caída de un 6,7% que sufrió la bolsa de Shanghai el lunes 31 de agosto vino también a aumentar los temores sobre una posible burbuja financiera en China. Este hecho cerró un mes en el que este mercado accionario cayó en un 20%, la caída más importante en todo el mundo durante agosto. Existe cierto consenso respecto a que gran parte de la incertidumbre respecto a lo que sucederá con China está ligada a la expansión que ha presentado el crédito en esta economía asiática. Durante el primer trimestre de este año los créditos otorgados implicaron recursos que triplican a los observados durante el primer semestre del 2008.

El aumento que ha tenido el crédito en China se relaciona directamente con el estímulo fiscal de más de US\$600.000 millones que ha implementado el gobierno chino. Este programa de gasto aumentó la liquidez en los mercados, incentivando así a que las instituciones financieras expandieran los flujos crediticios.

Los análisis difieren en el sentido de definir cuáles serán las acciones futuras que seguirá el gobierno chino para controlar el claro sobrecalentamiento en el que han caído los mercados de crédito en el país. Si bien hay quienes prevén una pronta y decidida acción del gobierno a través de instrumentos de política monetaria, la mayoría de los analistas considera poco probable que las autoridades opten por intervenir, al menos hasta que la situación de la economía global consolide su estabilización a mediados del 2010.

Más allá de las acciones del gobierno, lo cierto es que ya en julio se redujo fuertemente la expansión que venía mostrando el crédito, con un crecimiento que representó sólo 1/3 del observado durante junio. Esto dio una importante señal a los mercados, reafirmando las preocupaciones respecto a que se pueda producir una caída abrupta en el sistema financiero del país durante los próximos meses. Las autoridades han manifestado que este tipo de volatilidad es el resultado de los ajustes menores que el propio mercado estaría efectuando para readecuarse a las nuevas condiciones financieras que imperan en el país.

La actitud del gobierno hace prever que buscará controlar la expansión del crédito recurriendo a medidas como el establecimiento de nuevas normas de adecuación de capital en los bancos o mayores exigencias de reservas bancarias. Las tasas de referencia, de esta manera, no aumentarían hasta mediados del próximo año. De concretarse estas medidas, se espera que el crédito pase de tener una expansión del 30% en el 2009 a una del 15% el 2010. Las constantes señales de tranquilidad que ha intentado transmitir el Primer Ministro Wen Jiabao, han sido recibidas con cautela por los mercados, aunque el leve repunte que han experimentado las bolsas chinas durante septiembre muestra que existe algo más de optimismo en los inversionistas.

En cuanto a los resultados de las empresas y a la actividad industrial, existe evidencia de que las condiciones han mejorado, aunque la situación general de la economía permanece muy deteriorada. Según cálculos de JP Morgan, la caída anual en las utilidades del sector industrial pasó de un 37% en febrero a un 21% en junio. De la misma forma, las utilidades de las empresas listadas en la bolsa de Shanghai cayeron un 26% durante el primer trimestre, mientras que dentro de las

que han publicado sus resultados para el segundo trimestre se observa una caída promedio de un 18% anual. Estas cifras son una evidencia más del quiebre que existe entre la tendencia que ha seguido el valor de las acciones y los beneficios reportados por las empresas chinas.

Si bien las ventas de viviendas, así como el consumo, han repuntado de manera importante, solo un crecimiento sostenido en el tiempo en estos indicadores podría servir de justificación para los precios actuales que se observan en las bolsas. En particular, el hecho de que el aumento en la demanda se relacione con un plan necesariamente transitorio de estímulo fiscal, así como el deteriorado estado en que aún se encuentran las exportaciones, hace poco probable que dicho escenario se pueda dar.

El problema más preocupante, es que la fortaleza de los mercados accionarios puede ser principalmente el resultado de la abundante liquidez que existe en el mercado, en lugar del reflejo de un cambio fundamental en las expectativas de ganancias de las empresas. Esto permitiría además explicar por qué compañías listadas tanto en las bolsas continentales como en la de Hong Kong, han mostrado

desproporcionados aumentos en sus valores en el continente.

En China, las inversiones individuales han sido responsables históricamente de, en promedio, un tercio de las acciones transadas. El hecho de que el aumento en los precios de las acciones esté siendo acompañado por un declive en la tasa a la que crecen los recursos invertidos en depósitos de largo plazo en los bancos, permite suponer que los pequeños inversionistas están optando mayormente por poner su dinero en los mercados accionarios, transformándose así en un factor de presión más para los precios.

Existe también creciente evidencia respecto a que el aumento en los flujos crediticios que propició el plan de estímulo fiscal del gobierno ha ido a parar, en parte, a los mercados accionarios. Esto ha dado lugar en China a un fuerte debate respecto a la proporción real de créditos que se han derivado a la compra de acciones. Esto se habría producido a pesar de las restricciones y barreras impuestas por las autoridades para evitar flujos excesivos de liquidez hacia los mercados accionarios. El Banco Central de China ha iniciado investigaciones para determinar la veracidad de esta evidencia, lo que



ha servido como un amortiguador temporal para la subida en los precios de las acciones.

Con todo, las cifras disponibles de los últimos meses muestran ya una restricción considerable en las tasas de crecimiento que venía experimentando el crédito en China. Se estima que este cambio de tendencia ha sido gatillado principalmente por los mayores requerimientos de capital a los que estarían siendo sometidos los bancos.

Bajo este escenario, es esperable que se produzca una caída en los nuevos créditos durante el segundo semestre respecto a la primera mitad del 2009. Si bien esto puede ser un elemento clave para evitar que estalle una posible burbuja financiera en el país, son también muchas las empresas que se han visto

perjudicadas por el cambio en el escenario financiero. Cuando a principios de año los precios de las acciones comenzaron a subir abruptamente, muchas empresas comenzaron a desarrollar complejos planes de apertura accionaria con el objetivo de aprovechar un escenario que se veía como promisorio. Sin embargo, los recientes temores sobre la forma en que se ha sustentado este crecimiento, han hecho decaer la confianza, paralizando muchas de estas operaciones.

En definitiva, la incertidumbre y la falta de claridad respecto a los fundamentos del sistema financiero chino pueden terminar por afectar la capacidad del país para recuperar plenamente su economía tras los efectos que ha tenido la crisis internacional.



**Cuadro N° 1:  
Evolución del PIB en las Economías Mundiales**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009p	2010p
USA	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	0,4	-2,4	3,2
Japón	0,3	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-0,7	-5,6	2,2
Alemania	0,0	-0,2	1,2	0,8	3,0	2,5	1,0	-4,6	3,6
Reino Unido	2,1	2,8	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7	-4,2	2,1
Brasil	2,7	1,1	5,7	3,2	4,0	5,7	5,1	0,0	5,0
Rusia	4,7	7,3	7,2	6,4	7,7	8,1	5,6	-8,5	5,0
India	4,6	6,9	7,9	9,2	9,8	9,3	6,1	6,0	7,5
China	9,1	10,0	10,1	10,4	11,6	13,0	9,0	8,4	9,5
Turquía	5,2	9,5	12,1	3,0	7,4	7,6	0,9	-5,3	5,0
Chile	2,2	4,0	6,0	5,6	4,6	4,7	3,2	-1,5	5,0

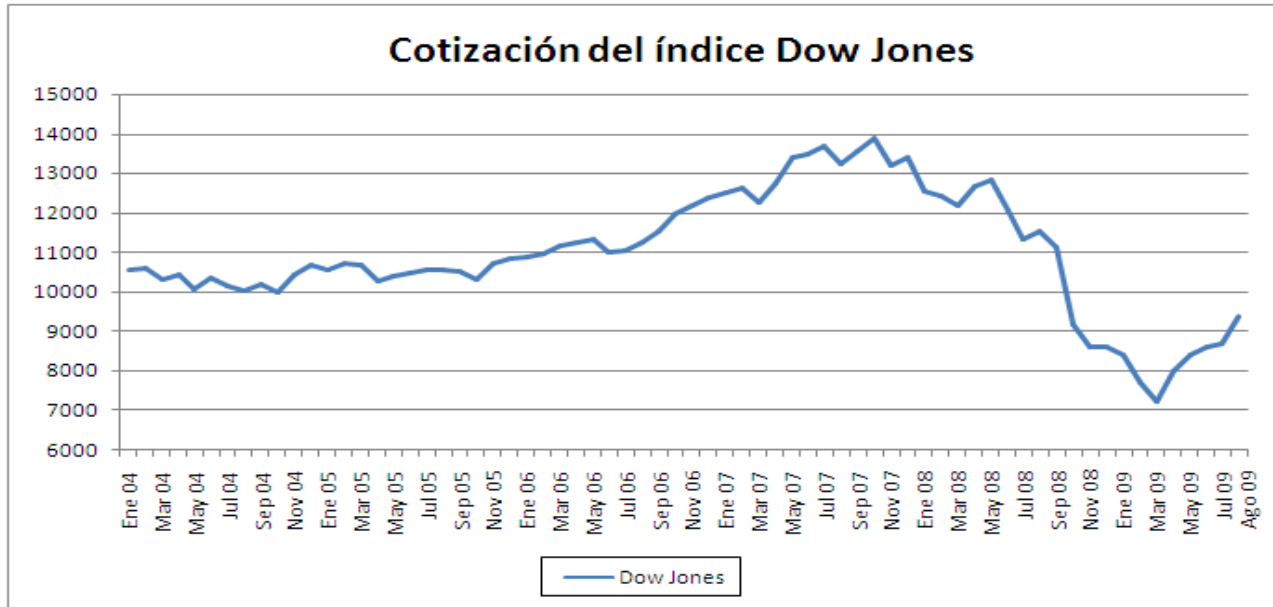
Fuentes: JP Morgan y FMI.

**Cuadro N° 2:  
Evolución del Balance Fiscal**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009p	2010p
USA	-3,8	-4,8	-4,4	-3,3	-2,2	-2,7	-6,1	-13,6	-9,7
Japón	-8,0	-8,0	-6,2	-5,0	-4,0	-2,5	-5,6	-9,9	-9,8
Alemania	-3,7	-4,0	-3,8	-3,3	-1,5	-0,5	-0,1	-4,7	-6,1
Reino Unido	-1,9	-3,3	-3,3	-3,3	-2,6	-2,6	-5,4	-9,8	-10,9
Brasil	-0,7	-3,7	-1,4	-3,4	-3,2	-2,3	-1,5	-2,7	-2,1
Rusia	1,9	1,7	4,3	7,5	7,4	5,4	4,1	-7,2	-4,8
India	-6,0	-5,1	-4,1	-4,6	-4,4	-3,3	-7,8	-7,3	-6,8
China	-2,6	-2,2	-1,3	-1,2	-0,8	0,6	-0,4	-3,0	-2,0
Turquía	-11,2	-9,0	-5,4	-1,8	-0,8	-2,3	-1,7	-5,8	-2,6
Chile	-1,2	-0,5	2,1	4,6	7,7	8,8	8,7	-4,5	-1,0

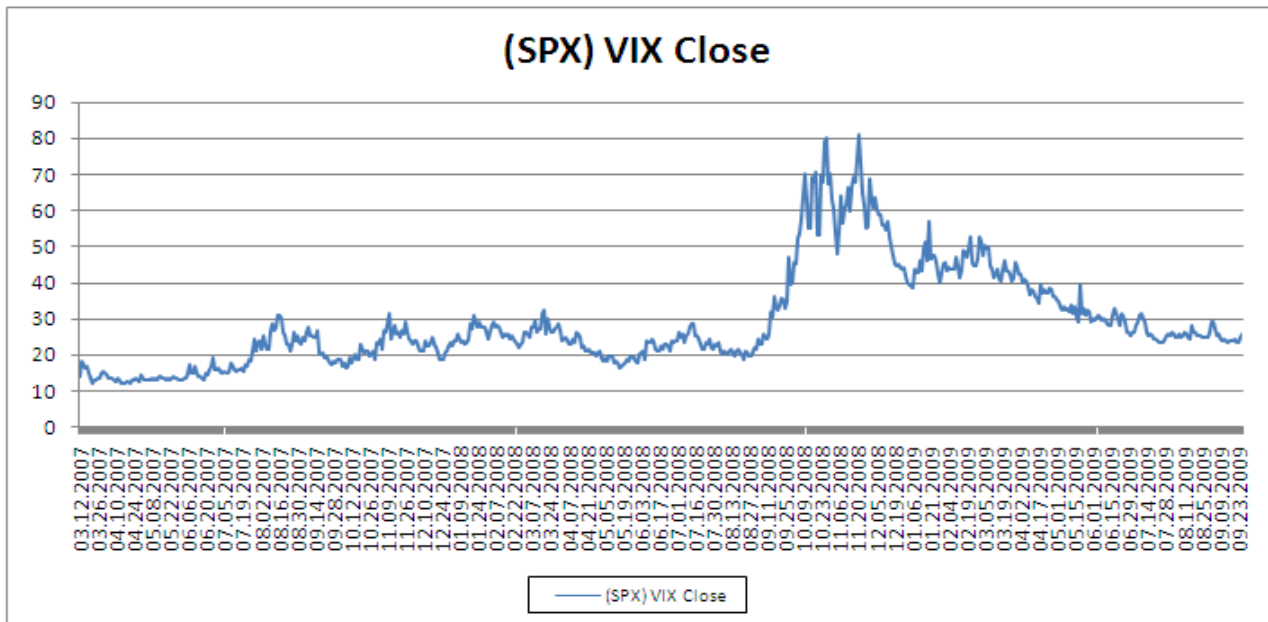
Fuentes: JP Morgan y FMI

**Gráfico N°1**  
**Evolución del Índice Dow Jones**



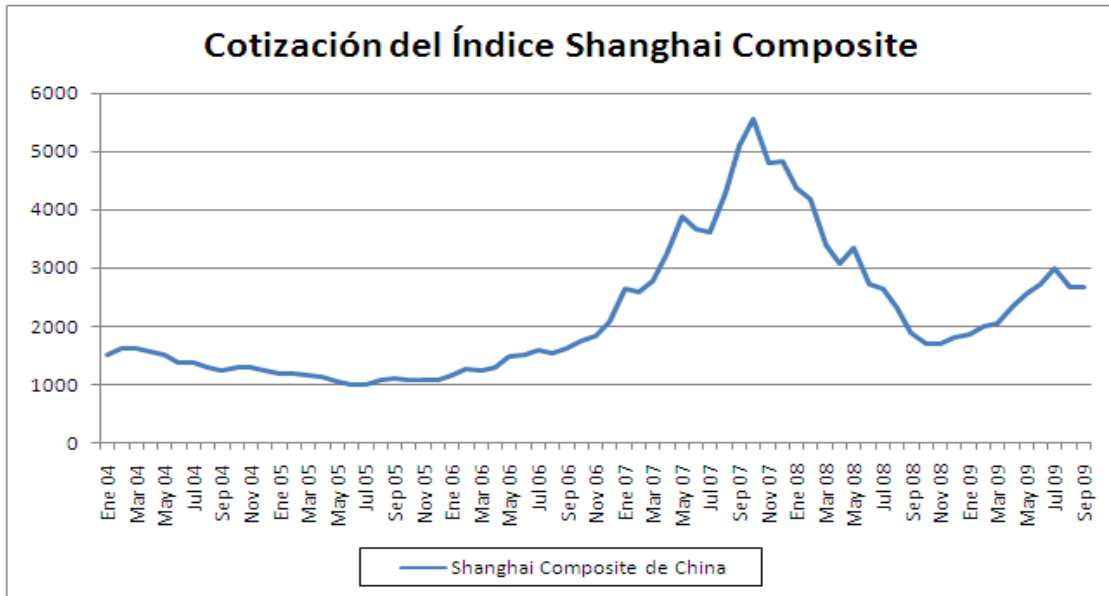
Fuente: Mercado de Valores de Nueva York.

**Gráfico N° 2**  
**Índice VIX**  
**Volatilidad de las Acciones en Estados Unidos**



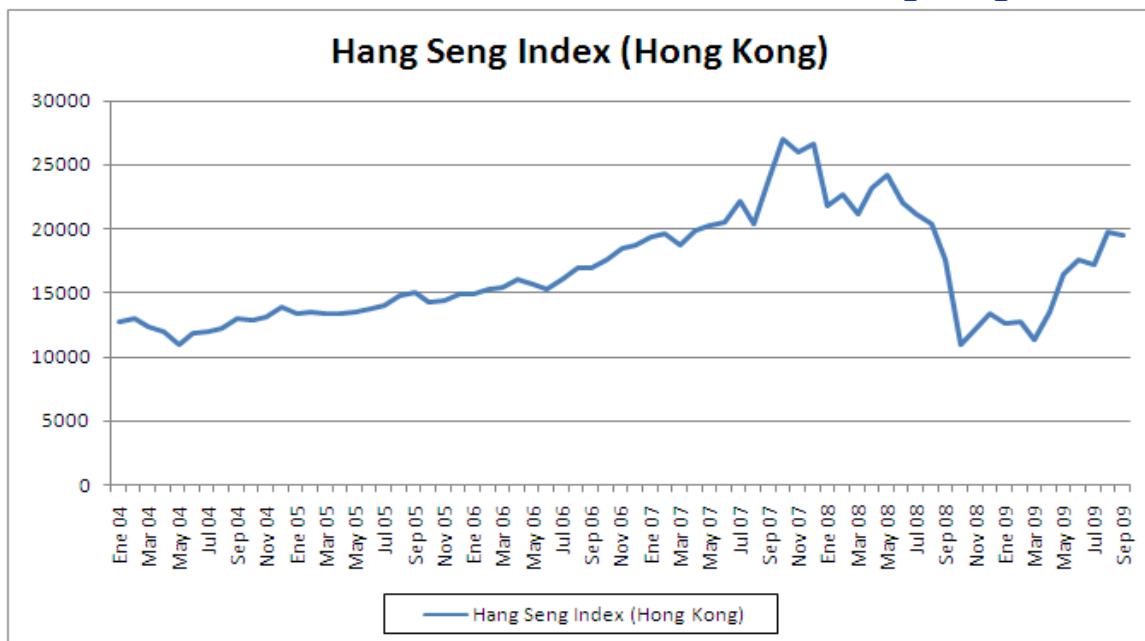
Fuente: Fuente: Chicago Board of Trade.

**Gráfico N° 3**  
**Evolución de la Bolsa de Comercio de Shanghai**



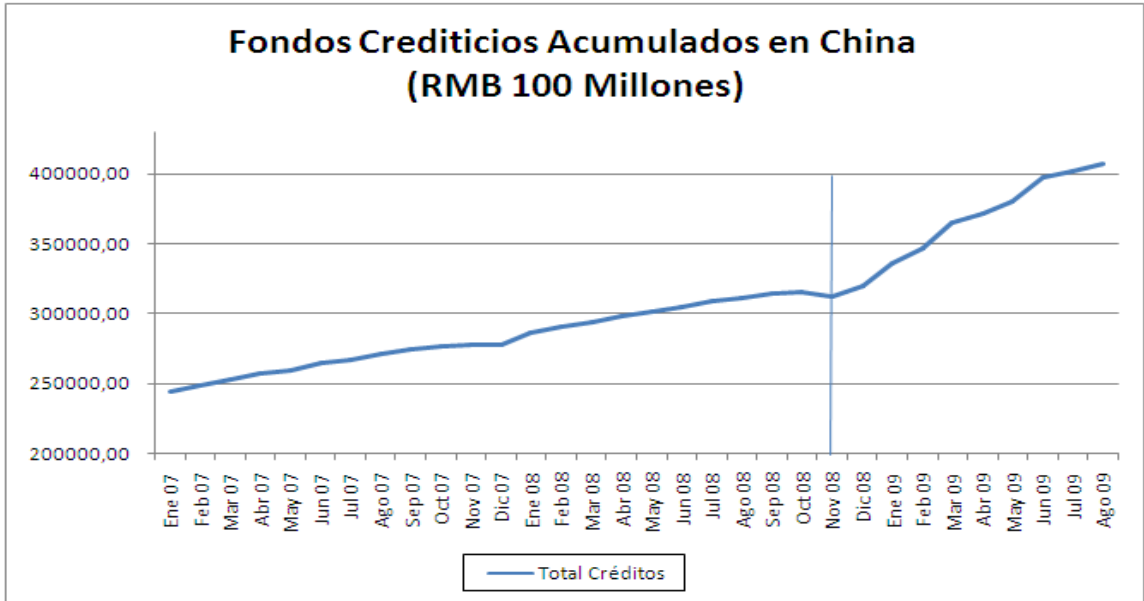
Fuente: Shanghai Stock Exchange

**Gráfico N°4**  
**Evolución de la Bolsa de Comercio de Hong Kong**



Fuente: Hong Kong Stock Exchange

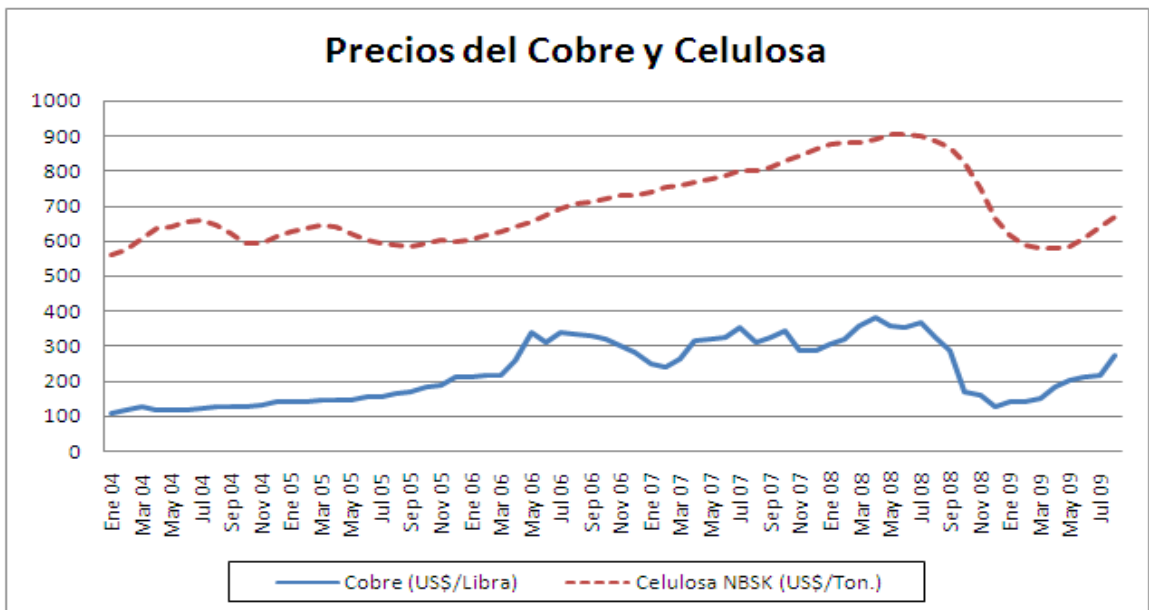
**Gráfico N° 5**  
**Evolución del Crédito en China**



Fuente: Banco Central de China

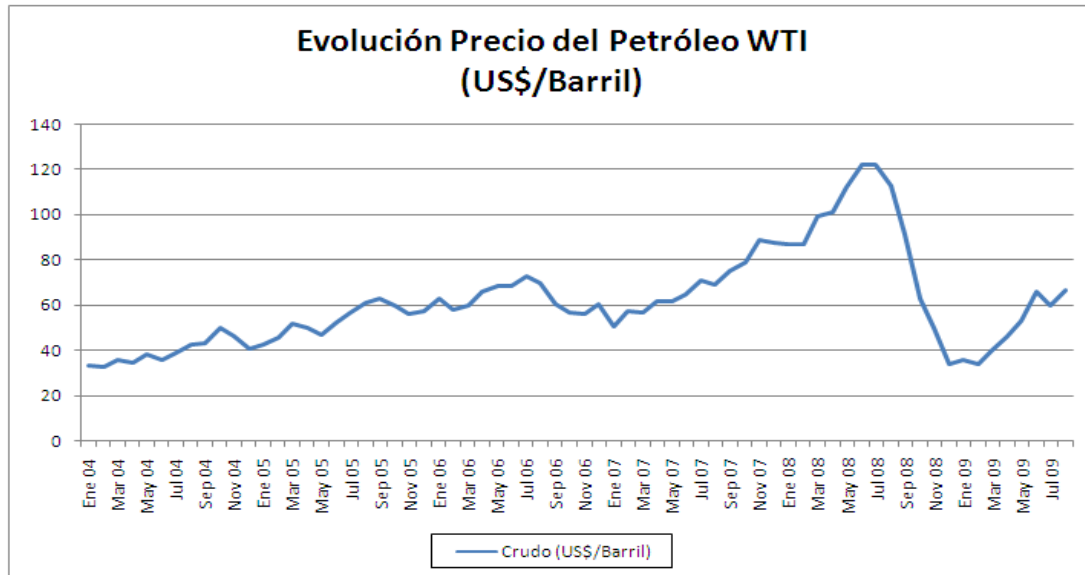
Nota: El gráfico permite observar el incremento en la tasa de crecimiento del crédito a partir de finales de 2008, coincidente con los primeros anuncios del plan de estímulo fiscal del gobierno.

**Gráfico N° 6**  
**Evolución de Precios de Commodities**



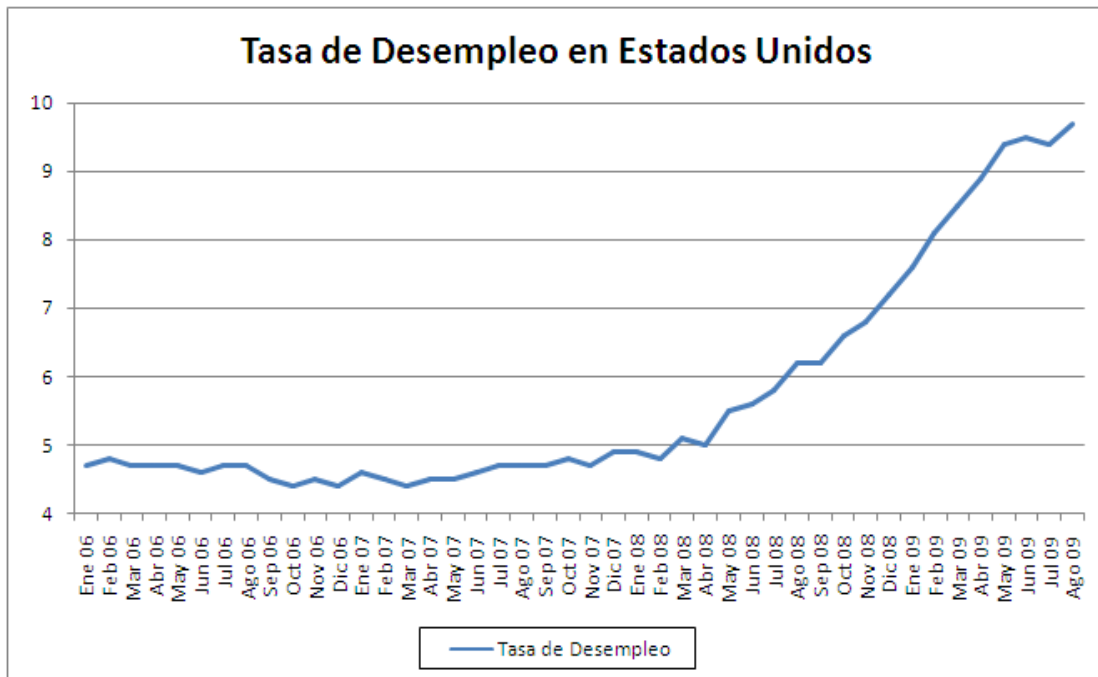
Fuente: Banco Central de Chile

**Gráfico N° 7**  
**Evolución de Precios de Commodities**



Fuente: Banco Central de Chile

**Gráfico N° 8**  
**Desempleo en Estados Unidos**



Fuente: FED