

China: Falta de Reformas Desemboca en Crisis Financiera

La República Popular China es un país de contrastes. Luego del fracaso de la “Revolución Cultural” impulsada por Mao, los reformistas del gigante asiático comenzaron un proceso de cambio gradual en la economía que puede resumirse en la frase “No importa el color del gato, lo importante es que cace ratones” acuñada por el famoso Xeng Diaoping. Este gradual proceso de liberalización fue abriendo la economía de ciertos espacios del país, conocidos como zonas económicas excepcionales. Las favorables condiciones de inversión, junto con el apoyo gubernamental en las áreas económicas clave y el acceso de capitales extranjeros, apuntalaron el crecimiento de China a niveles insospechados y nunca vistos en la historia económica mundial. A partir de 1986, ningún año tuvo un crecimiento menor al 7%, y el principal motor de desarrollo fue la inversión privada, al principio en capital fijo, y luego en el sector inmobiliario. El tremendo avance impulso la economía y elevó el PIB per cápita aceleradamente en las zonas urbanas, aunque la concentración de la riqueza se acentuó dando espacio a una clase alta de ejecutivos y dueños de empresas que no existió como tal en China desde la revolución de 1920. Por otro lado, la mayoría de las zonas rurales y aquellas urbanas que aún no entran en la categoría de zonas económicas excepcionales, cuentan con niveles de vida similares a los de mediados del siglo pasado, primando la agricultura de subsistencia para más de 300 millones de chinos hasta el día de hoy.

Ya desde mediados de la década pasada se evidenciaban señales de sobrecalentamiento de la economía y el surgimiento de problemas estructurales que sumían en un manto de dudas la continuidad del crecimiento, principalmente la corrupción y la falta de control sobre el mercado financiero secundario. Luego de la crisis, el crecimiento se ha enfriado poco a poco, aunque sigue estando en niveles muy por sobre el promedio mundial.

El escenario de crecimiento de la década pasada ya no parece plausible ante el nuevo ciclo económico que enfrenta el gigante asiático, lo que lleva a pensar en la posibilidad de presenciar cambios estructurales importantes durante el 2016.

En 2016 encarna desafíos relevantes para el gobierno chino, donde deberá consolidar el proceso de reformas encaminado durante los últimos tres años o bien claudicar ante el desfavorecedor panorama externo.

Evolución Económica

Durante la década pasada, el crecimiento promedio anual estuvo por sobre el 12%, alcanzando un 14% durante 2007. Sin embargo, la crisis financiera y el cierre de las brechas de capacidad de inversión han llevado las cifras a un promedio de 8% desde 2010 en adelante. El año 2014 el crecimiento fue de 7,4%, y para 2015 se corrijó a la baja la cifra de 7,1% hasta un 6,9%. En 2016 la tendencia a la baja continuará y organismos internacionales proyectan un 6,6%. Estas cifras, si bien altísimas en comparación con el promedio mundial, están muy por debajo del crecimiento de las últimas décadas. Algunos analistas son escépticos ante las nuevas cifras debido a los riesgos del mercado financiero chino, sin embargo, no hubo mayores repercusiones en la economía real en la crisis ocurrida en junio.

El motor del crecimiento en las últimas décadas ha sido la inversión privada. Para el año 2014 la cifra de crecimiento de la inversión se ubicó en un 6,6%, y se espera que continúe al alza con un 5,2% proyectado para 2015 y un 4,5% para 2016. Estos crecimientos son débiles si se observa el promedio de la década pasada, de 14%. El consumo privado y la demanda interna fueron menos espectaculares la década pasada, pero ahora son el centro de la nueva estrategia de crecimiento del gobierno chino, en desmedro de la inversión. Este cambio es evidenciable en las cifras. El año 2013 ambos componentes del PIB crecieron un 8%, mientras que en 2014 el consumo creció un 8,2% y la demanda interna se desaceleró y aumentó en sólo un 5,5%. Para los años 2015 y 2016, se espera un repunte de la demanda interna con crecimientos proyectados de 6,5 % y 6,3% para ambos años. Por otro lado, la tendencia de crecimiento del consumo privado debería mantenerse según órganos internacionales, con cifras de 8,0% para 2015 y 2016.

La inversión total sufrió una importante alza posterior a la crisis de 2007. Si bien ya había superado la barrera del 40% del PIB el año 2005, se había mantenido en torno al 40% durante ese período. El crecimiento de la inversión privada en el sector de la construcción y capital fijo impulsó el llamado *superciclo* de los *commodities*, que afectó positivamente a varios importadores de materias primas como hierro y cobre. Esto último significó un apuntalamiento importante para las economías de América Latina posterior a la crisis financiera. Agencias independientes consideran insostenible estos niveles de inversión, producto del encarecimiento de los créditos pese a las rebajas de las tasas de interés y las restricciones que impone el Estado a varios sectores en materias de inversión. Para 2015 se espera que la inversión sea el 44,3% del PIB y para 2016 el 43%.

La política monetaria de China es manejada por el Banco Popular de China (PBC por sus siglas en inglés). Este último es un organismo que goza de una relativa independencia en relación a otros órganos gubernamentales del país. El objetivo declarado del PBC es controlar la inflación y mantener el poder adquisitivo de la moneda local RBM (conocida como yuan). La herramienta de política monetaria de banco es la tasa de referencia, aunque también existen mecanismos de control a las tasas de interés que fijan las instituciones financieras que no dependen directamente del PBC, aunque este tiene injerencia sobre su utilización.

La tasa base actual fijada por el PBC es de 4,35%, cifra que caerá a un 4,1% a partir de mayo según señalan los especialistas. El PBC había mantenido la tasa en torno al 6% desde el año 2011, luego de un periodo de alta volatilidad a raíz de la crisis y el sobrecalentamiento de la economía. La baja experimentada en noviembre de 2014 causó sorpresa en el mercado, debido a las declaraciones previas tanto del PBC como del Primer Ministro chino sobre la idea de mantener la tasa para controlar posibles brotes inflacionarios y prevenir la sobreinversión en sectores como el inmobiliario, donde muchos analistas consideran que existe una burbuja.

Por lo pronto, la inflación en China se encuentra bajo control. La inflación ha tenido un comportamiento bastante volátil en la última década, fluctuando entre el 5,9% acumulado el 2009 para luego caer a una deflación del -1,4% para el año 2010. La meta de crecimiento menor fijada para el quinquenio redujo las presiones inflacionarias, fijando la inflación esperada para el 2016 en torno al 1,6%. Se espera que durante este año se mantenga la tendencia y la cifra esté en 1,5%.

La moneda oficial de China es el renimbi (RBM), conocido mundialmente como yuan. El gobierno chino ha fijado una banda de precios para la paridad RBM/dólar, lo que ha sido acusado por el gobierno estadounidense y otros organismos como una técnica de “dumping” para favorecer a su sector exportador, el cual cuenta con ventajas comparativas como la baja carga impositiva y reducidos costos laborales. En este sentido, el tipo de cambio se ha mantenido en la banda entre 8 y 6 RMB por dólar. Las presiones de los organismos internacionales han surtido efecto y han obligado al gobierno chino a flexibilizar la banda de precios, lo que se ha traducido en una gradual pero permanente apreciación de la moneda china. Así, el promedio de la década es de 6,77 yuanes/dólar, mientras que el promedio de 2014 fue de 6,15 yuanes por cada dólar americano. El término de la política de relajamiento cuantitativo de la FED impulsó un fortalecimiento del dólar americano a nivel internacional, ante lo que el yuan no fue la excepción. Durante este año la moneda se ha depreciado levemente y en 2015 el promedio fue de 6,28 yuanes/dólar. El 8 de agosto el gobierno chino anunció una “liberalización” de la banda de precios, que permitiría al yuan ajustarse diariamente con una flexibilidad del 2% dependiendo de las condiciones del mercado. Este cambio en la política de tipo de cambio

significó un escenario de incertidumbre que contribuyó a agudizar la crisis financiera que enfrentó el país durante agosto. El esfuerzo por mantener un yuan competitivo ha significado una caída desde US\$ 3,98 billones en junio de 2014 a US\$ 3,42 billones en diciembre de 2015.

La balanza comercial de China muestra valores positivos durante la última década. Los valores tanto de exportaciones como de importaciones se han prácticamente triplicado en el período, con un constante aumento de los valores FOB con excepción del año 2009 cuando presentaron una leve desaceleración en el crecimiento. Para el año 2014, se cuantificaron exportaciones por US\$ 2354 billones, mientras que las importaciones fueron de US\$ 1859 billones. La composición de las exportaciones son principalmente productos manufacturados de baja sofisticación, mientras que las importaciones son *commodities* y alimentos. Para el año 2015 se pronostica un aumento de las exportaciones hasta un valor de US\$ 2362 billones, mientras que las importaciones decrecerán marginalmente cayendo a US\$ 1848 billones. La balanza comercial de China se ubicó en US\$ 475 billones, para el año 2014. Se proyecta que el año 2015 la balanza se ubique en USD \$514 Billones. Para 2016 se proyecta un fortalecimiento de la economía, aunque con una leve desaceleración. Las importaciones se ubicarán en US\$ 2518 billones, mientras que las exportaciones se ubicarán en torno en US\$ 1942 billones.

El desempleo en China se ha mantenido bajo. Si bien las cifras no son absolutamente confiables, puesto que están sujetas a manipulación por parte de organismos gubernamentales, se estima que en los últimos meses el desempleo se ha mantenido en los rangos históricos de 4% según las cifras publicadas por el Oficina Central de Estadísticas Nacionales de China. No hay mayor volatilidad en las cifras, y la economía china aparentemente no se vio afectada por la crisis financiera. Otro punto que debe tenerse en cuenta al observar las cifras de desempleo es que éstas no incluyen las zonas rurales de China, donde aún se mantienen niveles de pobreza extremos y una economía basada en la agricultura de subsistencia, sin acceso a la escolaridad, altos niveles de mortalidad infantil y analfabetismo.

En términos de deuda pública, la exposición china ha aumentado en los últimos años, debido en parte a una mejora en la calificación crediticia por parte de los organismos clasificadores como Moody's y S&P y también al esfuerzo por apuntalar el crecimiento. De ese modo, la deuda como porcentaje del PIB aumentó desde 31,6% el año 2009 a 41,44% durante 2014. Para 2015 se espera un crecimiento al 43,2%, y que para 2016 se alcance un inédito 46%. El balance fiscal del gigante asiático presenta niveles cada vez más deficitarios en opinión de los analistas internacionales. El nivel más alto fue alcanzado posterior a la crisis, cuando se utilizó el estímulo fiscal como herramienta para prevenir el desempleo, lo que según cifras oficiales dio resultado. Luego descendió y a partir de 2012 está nuevamente aumentando. El año 2013 el déficit fiscal fue de 2%, mientras que 2014 fue

de 2,2%. Para 2015 se estima un déficit de 2,3% y para 2016, 2,5% del PIB. Estas cifras se mantuvieron estables pese a la importante inyección de liquidez efectuada por los organismos reguladores, ya que se acudió exclusivamente a las reservas acumuladas de dólares.

Término de la política del hijo único promueve el crecimiento del consumo interno

Una de las medidas más polémicas del gigante asiático fue su histórica restricción al tamaño de las familias urbanas. La prohibición que rigió por más de 35 años limitaba a sólo un hijo a las familias que vivían en área urbana, y excepcionalmente permitía tener más hijos a las familias de zonas rurales si la primogénita era una mujer.

Si bien la restricción se había ido flexibilizando a lo largo de los años, permitiendo, por ejemplo, tener dos hijos a aquellas parejas donde los cónyuges no tenían hermanos, lo cierto es que es reflejo de un cambio de perspectiva desde el comité central del Partido Comunista, que aprobó la misiva en octubre de 2015.

La ampliación a un máximo de 2 hijos representa, por una parte, el interés del gigante asiático por basar el desarrollo económico en el consumo interno. Luego de que se anunciara la medida el 29 de octubre, la cotización de acciones de empresas de consumo masivo subió en China, lo que es reflejo de las favorables perspectivas de este cambio de política. Según un académico de la Universidad Popular de Pekín, el cambio podría significar un aumento de nacimientos de entre 15% a un 40% adicional, es decir, hasta ocho millones de niños nacidos anualmente.

Por otro lado, esta flexibilización puede ser interpretada como un paso más en las reformas en pos de las libertades de los ciudadanos chinos. Varios organismos internacionales criticaron históricamente esta política por considerarla paternalista, uno de las insignias del gobierno comunista chino. El régimen ha defendido la aplicación de la restricción, aduciendo que el control de natalidad ha permitido la sustentabilidad del país en el tiempo. Si bien hoy China es la nación más poblada del mundo, con 1.400 millones de habitantes, estimaciones oficiales calculan que esta cifra podría ser de 1.700 millones de no haberse aplicado la política.

Los impactos del cambio de política podrán evidenciarse a partir del próximo año, y se estima que en 2020 la natalidad de la nueva política entrará en régimen, alcanzado los 20 millones de nacimientos anuales, cifra inédita desde 1997. De todas maneras, no se espera un aumento demográfico explosivo, en parte por motivos culturales, aunque también incide el hecho de que tanto la salud como la educación en zonas urbanas no son de acceso gratuito y el costo que puede significar para una familia es relevante.

Ranking de Competitividad y Riesgo Soberano

En el Ranking de Competitividad Global del World Economic Forum (WEF), Irlanda, junto con otras 30 economías, se ubica recientemente en la segunda etapa de competitividad, la cual es la impulsada por la eficiencia.

China se encuentra actualmente en la posición Nº 28 del Ranking Mundial de Competitividad 2015–2016 del World Economic Forum, que contempla la participación de 144 países, manteniendo la misma posición que obtuvo en el ranking correspondiente al período 2014 - 2015. El caso chino es interesante, ya que a partir del año 2000 superó el promedio de competitividad de la región emergente de Asia en términos de PIB per cápita, además de presentar un desempeño de categoría mundial en variables como ambiente macroeconómico o desarrollo de infraestructura. El pilar fundamental es el tamaño del mercado interno, superior al de continentes completos incluso.

El informe menciona el cambio en la política de desarrollo económico hacia un crecimiento centrado en el consumo como factor clave para entender los cambios de competitividad del gigante asiático. Si bien significará cifras más modestas, también repercutirá en el desarrollo de la productividad interna. En los pilares de requerimientos básicos, China destaca por la fortaleza de su ambiente macroeconómico, hecho contradictorio si se compara con otros países con regímenes políticos similares como Venezuela o Cuba. En ambiente macroeconómico, China se ubica en la posición número 8 a nivel de ranking, mientras en los otros pilares está sobre el lugar 50. Uno de los desafíos más importantes del gobierno chino en este sentido es fortalecer las instituciones políticas del país, reduciendo las brechas de corrupción y el importante nivel de arbitrariedad que tienen varios funcionarios públicos. En este ámbito se mantuvo en el puesto 51. Otro aspecto donde destaca China es en la eficiencia del mercado laboral, con el puesto número 37 a nivel de ranking. Según el análisis del WEF, siguen haciendo falta reformas en términos de liberalización económica para permitir la locación óptima de los recursos del mercado de capitales. Aquí aparece el problema de la “banca de las sombras” (shadow banking), ya que los esfuerzos del gobierno por interferir en el mercado financiero y localizar los recursos en las “áreas económicas prioritarias” significa la aparición de un mercado financiero menos regulado y mucho más frágil. El pilar financiero es uno de los más débiles del gigante asiático, posicionado número 54 a nivel de ranking. Según el informe, los desafíos para el desarrollo del país son su incapacidad para innovar, el acceso a financiamiento para pequeños y medianos negocios; y la burocracia ineficiente. Además de estos problemas históricos, aparecen la inflación y la inestabilidad política como nuevos riesgos potenciales.

Las calificadoras de riesgo ubican a los bonos chinos entre un grado de medio superior y un medio inferior. Moody's otorga una nota Aa3 y Standard & Poor's, un AA-, equivaliendo

ambos al grado medio superior. En tanto, Fitch califica a China con A+, dejándolo en la categoría de bono de grado medio inferior.

La fundación Heritage, en su Ranking de Libertad Económica 2015 ubica a China en el puesto número 139º a nivel mundial y en el puesto 30 a nivel regional. Lo anterior representa una caída de dos puestos en relación al año 2014. Según la fundación, siguen haciendo falta urgentes medidas para promover la libertad económica en todos los ámbitos, aunque el más urgente es, sin lugar a duda, el mercado financiero. El modelo unipartidista y control omnipresente del Partido Comunista es interpretado como un desafío para garantizar la confianza en el Estado de Derecho y la independencia de los poderes políticos. El Presidente Xi Jinping impulsó importantes medidas para enfrentar la corrupción que invadía desde altas cúpulas militares y del Comité Central del partido, aunque es un fenómeno endémico que tiene raíces desde lo más básico de la burocracia estatal. La arbitrariedad y poder del que disponen los funcionarios públicos dan espacio para estos problemas. El único ámbito donde se han presentado mejorías es en la eficiencia regulatoria, con evoluciones en la libertad para hacer negocios, la libertad laboral y la facilidad de emprender.

Inestabilidad en los mercados financieros impactan las bolsas del mundo.

Durante la debacle accionaria ocurrida en julio y agosto del 2015, el gobierno chino impulsó una restricción de venta a los controladores, directores y altos ejecutivos de varias empresas, en un esfuerzo por controlar el desplome de la bolsa que perdió más del 50% del valor generado durante 2015. Esta restricción termina el 8 de enero de este año, y varios analistas señalan como causa de la caída que ha experimentado la bolsa en los últimos días y ha significado el peor inicio de año para los mercados internacionales de la última década. La decisión de restringir las transacciones a grandes accionistas significó la paralización de la venta de más de US\$ 185.000 en activos financieros. Según Bloomberg, lo más oportuno sería introducir medidas que flexibilicen gradualmente la restricción, de lo contrario, podría generarse un nuevo debacle bursátil o una inducción al pánico de los inversionistas.

El 4 de enero las bosas chinas cerraron antes de tiempo debido al desplome bursátil del 7% en el índice combinado CSI 300, que recoge el rendimiento de varias empresas que cotizan tanto en la bolsa de Shenzhen como Shanghai. El motivo principal del desplome fue la publicación de decepcionantes cifras manufactureras de diciembre, lo que ha reavivado los temores de la desaceleración económica.

Junto con ello, las principales bolsas europeas también sufrieron retroceso. El Ixex de Madrid cayó un 2,42%, el índice de Frankfurt un 4,45% y el de París un 2,99%. Es la primera vez en la historia que las bolsas chinas cierran de manera anticipada, debido a la

entrada en vigencia de una nueva norma que obliga a cerrar cuando las pérdidas o fluctuaciones superen un margen establecido por la autoridad.

Relación con Chile

El Tratado de Libre Comercio entre China y Chile entró en vigencia en octubre de 2006. A partir de este año la participación china fue aumentando hasta convertirse en el primer socio comercial de Chile. Este tratado es de gran importancia para Chile debido a que le permite el ingreso a un mercado de 1.361 millones de habitantes y para China éste fue el primer tratado negociado con un país no perteneciente a la ASEAN. Además de esto, ambos países forman parte del Foro de Cooperación Económica Asia-Pacífico (APEC) y de la Organización Mundial del Comercio (OMC).

Las exportaciones de Chile hacia China han presentado un constante aumento, alcanzando un monto de US\$ 18.098 millones en el año 2012 y US\$ 19.090 millones en el 2013. Los principales productos que Chile exporta hacia China son cátodos y secciones de cátodos de cobre refinado, minerales de cobre y sus concentrados y cobre para el afino. El aumento significativo del valor de las exportaciones tiene que ver con el *superciclo* de los *commodities*, que mantuvo el precio del cobre por sobre las 3 libras durante un período importante de tiempo.

La balanza comercial se ha encontrado en un permanente equilibrio, siendo de US\$ 4.328 millones en el año 2013.

Las importaciones desde China a Chile, en tanto, sufrieron una disminución en el año 2009 cuando el monto alcanzado fue de US\$ 6.189 millones CIF y US\$ 5.815 millones FOB. En 2013 estas cifras se habían casi triplicado a los US\$ 15.632 millones para las importaciones CIF y US\$ 14.762 millones para las FOB. Los principales productos importados desde China son teléfonos celulares y de otras redes inalámbricas, computadores digitales portátiles y automóviles de turismo.

En términos de inversión recíproca, según cifras de Consejo de Inversión Extranjera, la inversión china en Chile acumulada desde 1990 hasta el 2011 alcanza la suma de US\$ 106 millones, mientras que la inversión chilena en China es superior y contempla más de US\$ 380 millones. El principal destino de los capitales chinos son los servicios financieros, minería y silvicultura. Es altamente probable que este escenario se revierta a raíz de la última visita del primer ministro chino al país y su manifiesto interés por fortalecer vínculos comerciales y apoyar la inversión en nuestro país.


La situación económica en China guarda especial relevancia para nuestro país. Parte importante de la caída del precio del cobre en la cotización internacional se debe a la

prohibición de las autoridades chinas de utilizar cobre como colateral ante préstamos y créditos. Esta regulación ha hecho caer el volumen de transacciones en la región de Asia Pacífico y ocasionó un shock de oferta a partir de instituciones que lo utilizaban como resguardo financiero hasta el año pasado.

En conclusión, el escenario de crecimiento de la década pasada ya no parece plausible ante el nuevo ciclo económico que enfrenta el gigante asiático, lo que lleva a pensar en la posibilidad de presenciar cambios estructurales importantes durante el 2016. Todavía existe la disyuntiva si los cambios que se están impulsando podrían ser demasiado drásticos y poner en jaque el desarrollo económico del país. El nuevo paradigma obliga a poner más atención a la productividad de los factores, desafío identificado en el informe de competitividad, y en caso de materializarse, podría significar un cambio rutilante en las relaciones económicas a nivel global.

Cuadro Nº 1

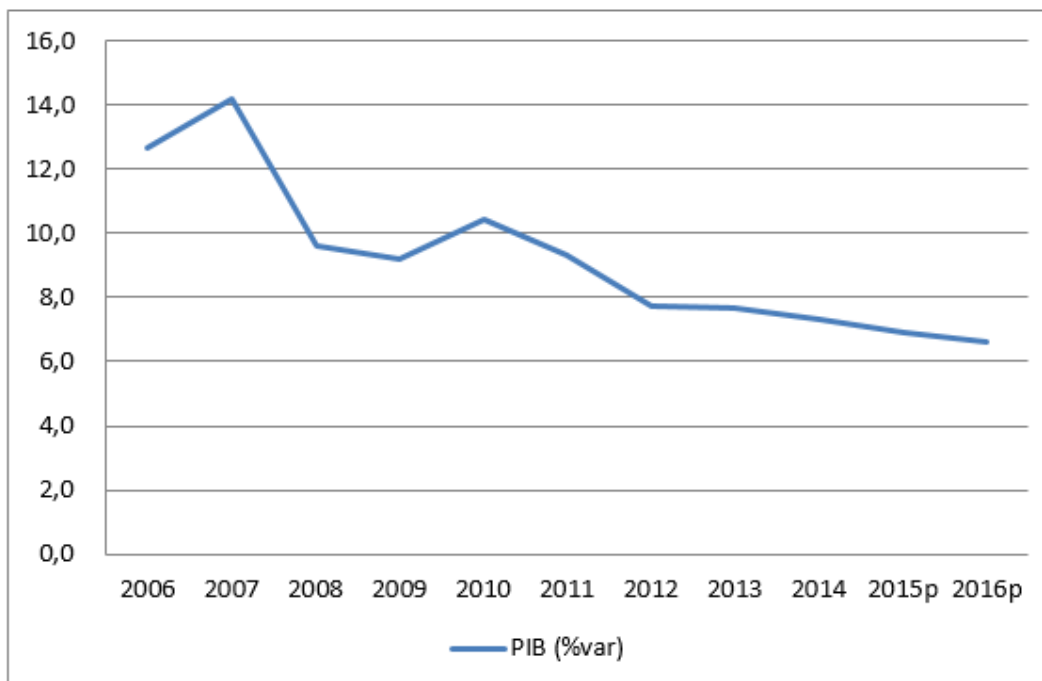
Indicadores Económicos

 China	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p
PIB Real (var %)	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,3	6,9	6,6
Demanda Interna (var %)	8,8	11,3	11,0	7,4	8,1	5,3	6,5	6,3
Consumo Privado (var %)	9,5	8,9	12,0	8,4	8,2	8,2	8,0	8,0
Inversión (var %)	21,2	12,1	9,4	7,7	8,2	6,6	5,2	4,5
Balanza Comercial (bill US\$)	249,5	254,2	243,5	321,6	359,9	475,9	514,1	576,0
Exportaciones (bill US\$)	1203,8	1581,4	1903,8	2056,9	2219,0	2354,1	2362,3	2518,3
Importaciones (bill US\$)	954,3	1327,2	1660,3	1735,3	1859,1	1878,2	1848,2	1942,3
Cuenta Corriente (% del PIB)	5,1	5,1	1,9	2,3	1,9	1,9	2,3	2,4
Inflación (%DIC/DIC)	-1,4	2,8	5,6	3,0	2,0	1,4	1,5	1,3
Deuda Pública Bruta (% del PIB)	36,1	36,0	35,6	37,1	39,4	41,1	43,2	46,0
Balance Fiscal (% del PIB)	-2,2	-1,7	-1,1	-1,6	-2,0	-2,2	-2,3	-2,5

Fuente: FMI, IIF, BM, JP Morgan

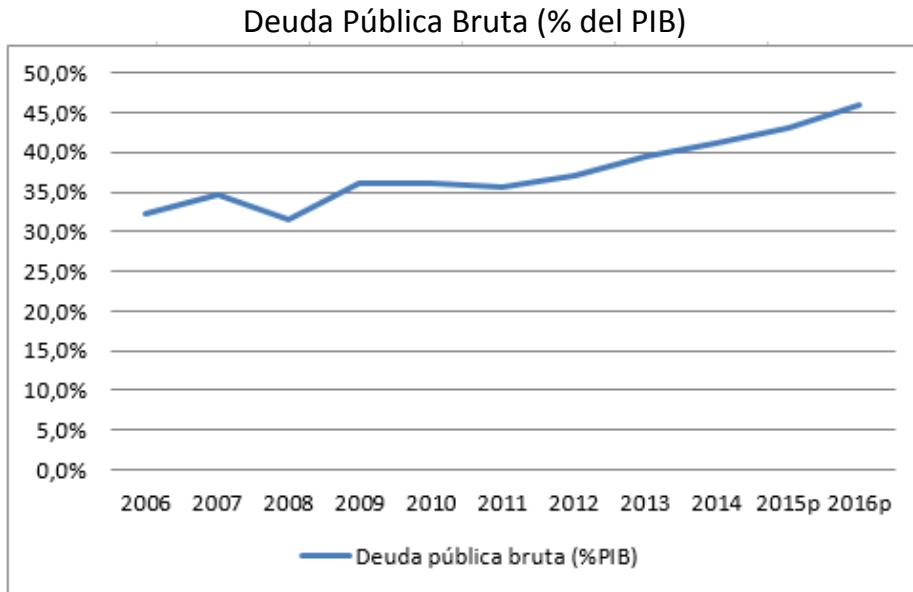
Gráfico Nº 1

Crecimiento del PIB Real (var %)



Fuente: IIF, JP Morgan

Gráfico Nº 2



Fuente: FMI, OCDE

Gráfico Nº 3



Fuente: People Bank of China

Cuadro Nº 2

Clasificaciones de Riesgo Soberano

Moody's	S&P	Fitch
Aa3	AA-	A+

Fuente: Moody's, Standard & Poor's y Fitch

Gráfico Nº 4

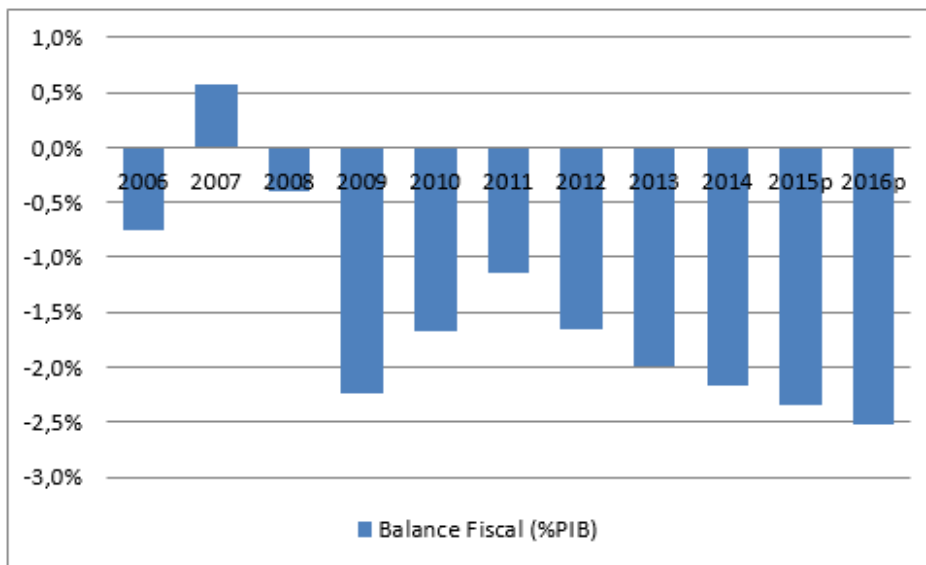
CDS 5 años



Fuente: Bloomberg

Gráfico Nº 5

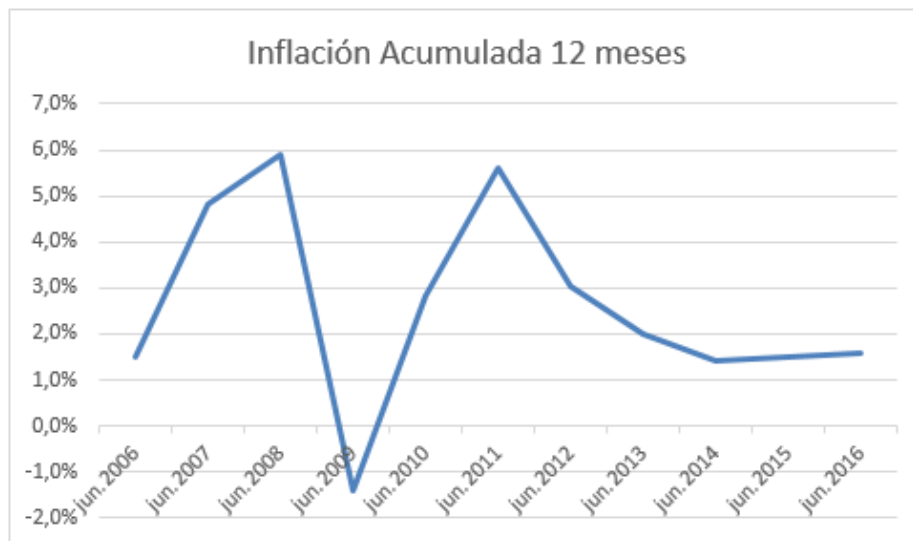
Balance Fiscal (% PIB)



Fuente: FMI, IIF

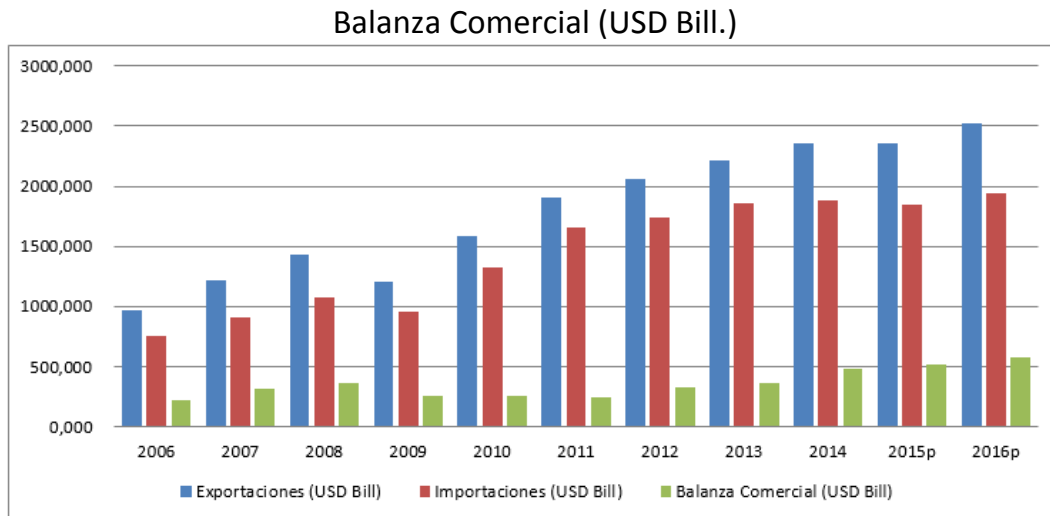
Gráfico Nº 6

Inflación (Variación mensual)



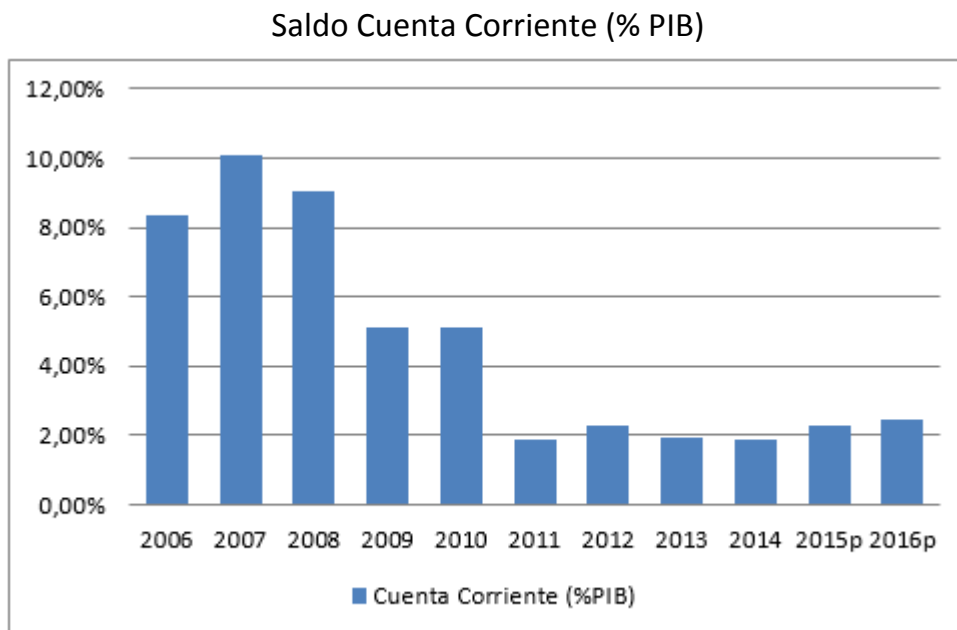
Fuente: Oficina Central de Estadísticas de China

Gráfico Nº 7



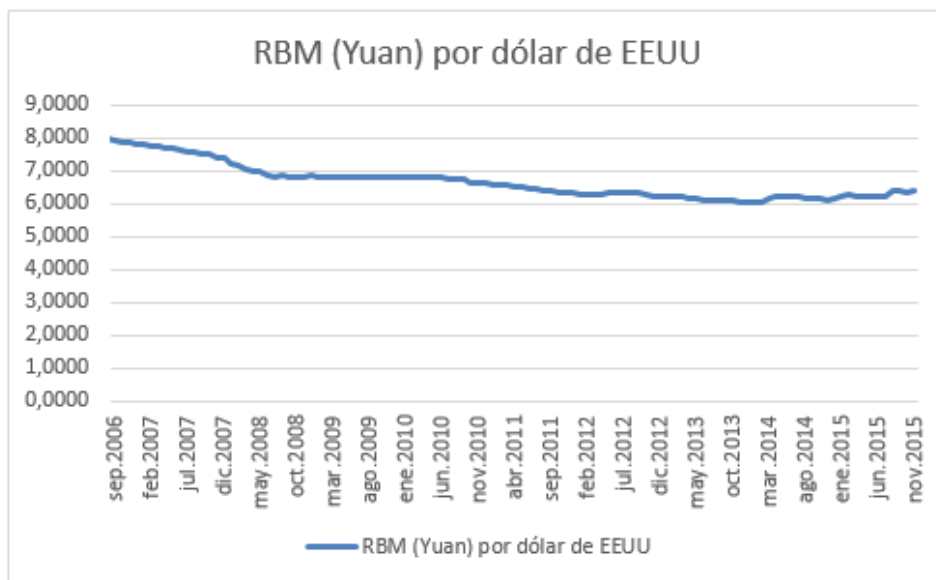
Fuente: IIF, FMI

Gráfico Nº 8



Fuente: IIF

Gráfico Nº 9



Fuente: Banco Central

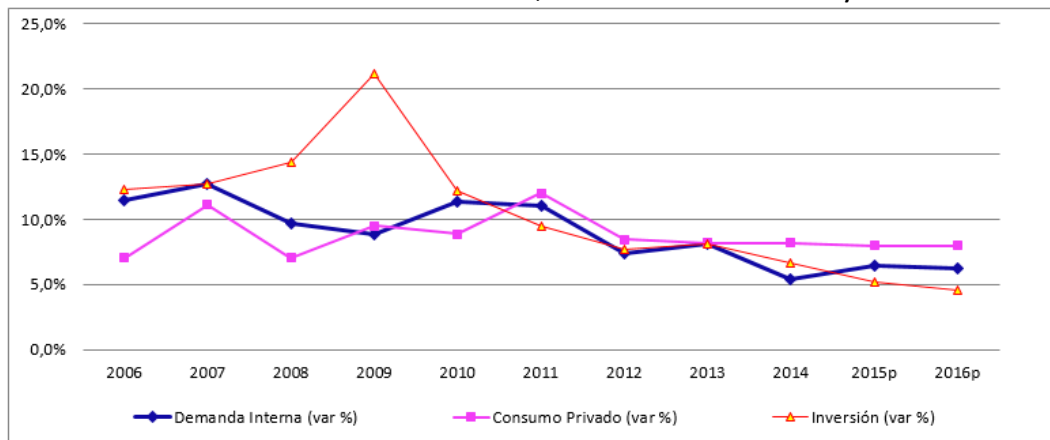
Gráfico Nº 10



Fuente: Oficina Central de Estadísticas de China

Gráfico Nº 11

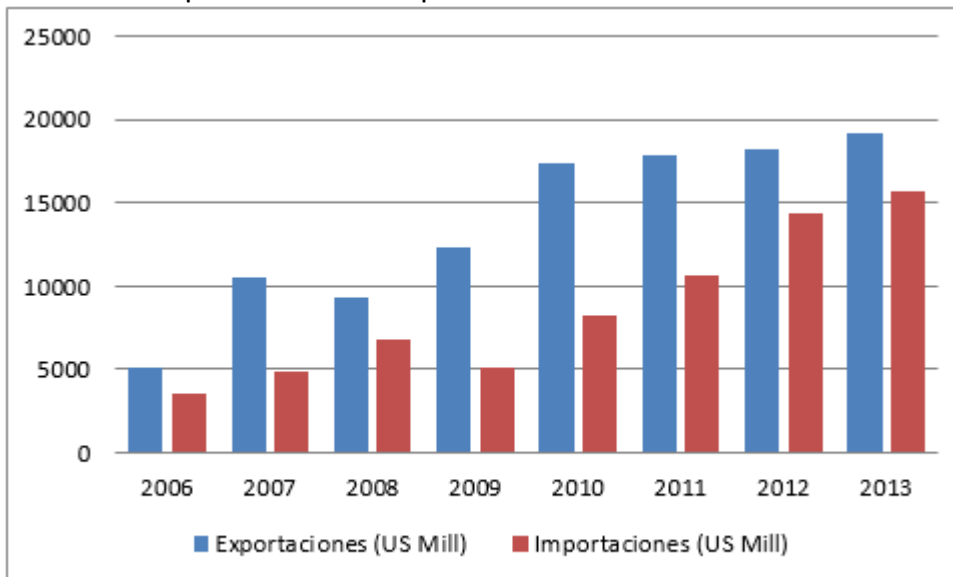
Evolución de la Demanda Interna, el Consumo Privado y la Inversión



Fuente: FMI; IIF

Gráfico Nº 12

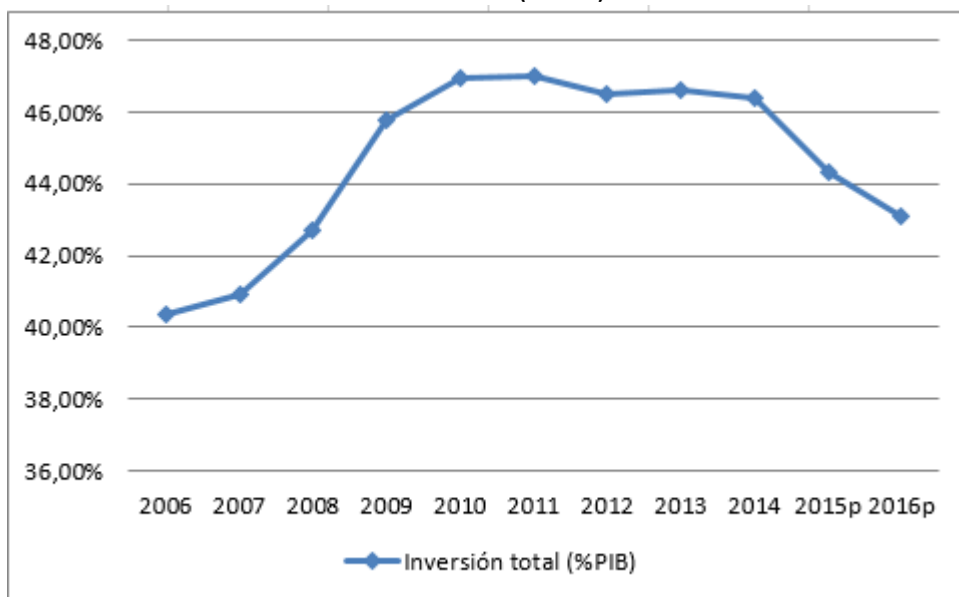
Exportaciones e Importaciones de Chile a China



Fuente: Indicadores de Comercio Exterior del Banco Central de Chile

Gráfico Nº 13

Inversión (%PIB)



Fuente: FMI