

Los desequilibrios económicos de China y el papel del sector financiero

Jacopo Timini



5 de octubre de 2017

El éxito económico de China en las últimas décadas ha estado asociado a un singular patrón de crecimiento, basado en un peso elevado de la inversión, que ha generado un elevado endeudamiento en el sector privado no financiero. Las autoridades chinas, conscientes del agotamiento de este modelo, han situado el «reequilibrio» del patrón de crecimiento como uno de sus principales objetivos de política económica. Uno de los aspectos de este reequilibrio consiste en promover un desapalancamiento ordenado, que evite un ajuste brusco de la economía. En este contexto, este artículo discute los retos a los que se enfrentan las autoridades chinas para reducir el nivel de endeudamiento de los sectores no financieros y para mitigar los riesgos asociados al crecimiento excesivo del sistema financiero y, en particular, del sector bancario en la sombra.

Este artículo ha sido elaborado por Jacopo Timini, de la Dirección General de Economía y Estadística, con el apoyo técnico de Marina Conesa.

Introducción

El éxito económico de China en las últimas décadas ha estado asociado a un singular patrón de crecimiento, basado en la inversión pública y las exportaciones, desde el punto de vista del gasto; en la industria, en la perspectiva de la oferta, y en un importante aumento del endeudamiento de los sectores no financieros. Sin embargo, tras la crisis financiera global, este modelo empezó a mostrar claras señales de agotamiento, lo que ha terminado por reflejarse en una moderación significativa del ritmo de avance del PIB. Así, la economía china ha crecido por debajo del 7 % anual, en términos reales, desde 2015, frente al 10,5 % registrado en promedio en el período 2000-2007. Además, el crecimiento de la productividad total de los factores ha sido bajo y decreciente (véase gráfico 1.1), y los desequilibrios de la economía se han ampliado.

Las autoridades chinas, conscientes de que esta situación no garantiza un avance sostenido de la economía, han situado el «reequilibrio» del modelo de crecimiento como uno de sus principales objetivos de política económica. En particular, el Gobierno chino incluyó este objetivo en sus planes quinquenales de 2011 y 2016. El proceso de reequilibrio —complejo y multidimensional— supone la transición a un nuevo marco, una «nueva normalidad», caracterizado por «la aceptación de una tasa de crecimiento económico más moderada y el abandono de un patrón de crecimiento desequilibrado, descoordinado e insostenible» [FMI (2016)]. Entre los aspectos más relevantes, destacan la potenciación de la demanda interna, para mitigar la dependencia de la demanda externa, la toma en consideración de las cuestiones medioambientales y la preocupación por la distribución de la renta [Zhang (2016)].

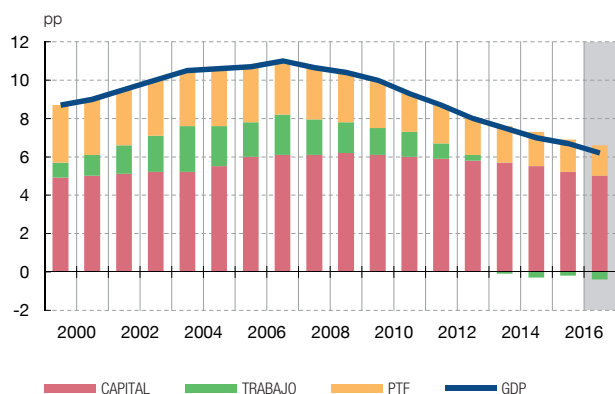
El desapalancamiento de la economía y la reforma del sector financiero (en particular, del sector bancario y del sector bancario en la sombra¹) son aspectos esenciales de este proceso de reequilibrio. El aumento del endeudamiento vino acompañado de un excepcional estímulo fiscal que el Gobierno chino desplegó como respuesta a la crisis financiera global, para mantener la inversión y el ritmo de crecimiento del PIB, y discurrió en paralelo con una rápida expansión del sector bancario en la sombra. Esto último contribuyó no solo al exponencial crecimiento del sector financiero, sino también al aumento de los riesgos asociados a la mayor opacidad, complejidad e interdependencia propias de este sector. El proceso de desapalancamiento deberá desarrollarse en un contexto institucional complejo, caracterizado, entre otros aspectos, por la presencia de empresas públicas que operan en un régimen de competencia distorsionado y responden a objetivos múltiples y conflictivos, no solo económicos sino también estratégicos (por ejemplo, el fomento de la internacionalización o del empleo), que afectan a su rentabilidad².

Este artículo discute los retos a los que se enfrentan las autoridades chinas para reducir el nivel de endeudamiento de los sectores no financieros y para mitigar los riesgos asociados al crecimiento excesivo del sistema financiero y, en particular, del sector bancario en la sombra. La sección segunda describe la evolución del endeudamiento del sector

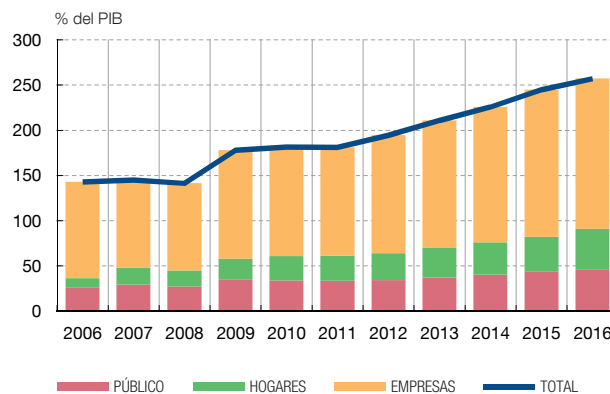
¹ El sector bancario en la sombra se define como «la intermediación del crédito que incluye entidades y actividades (total o parcialmente) fuera del sistema bancario ordinario» [FSB (2017)].

² Para más información, véase Grieger (2016).

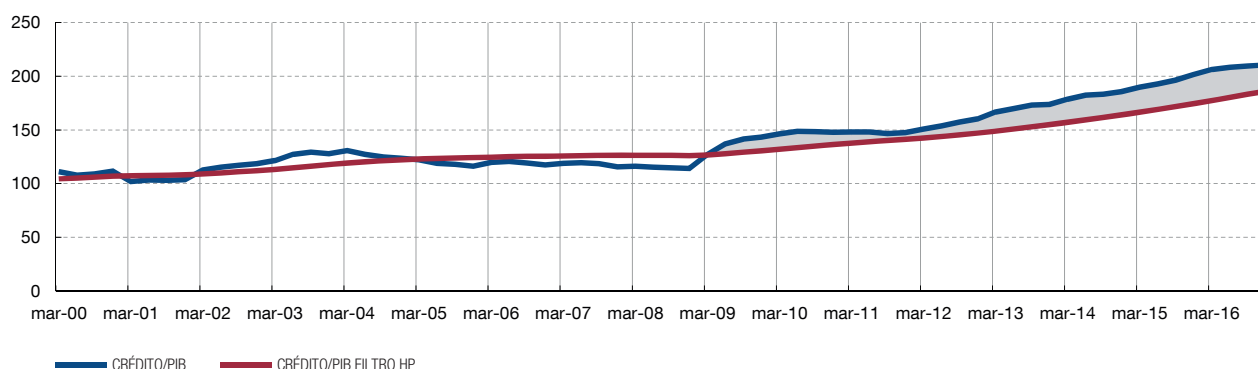
1 PIB DESGLOSADO POR CONTRIBUCIONES



2 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA POR SECTORES



3 GAP CRÉDITO/PIB



FUENTES: OCDE y Banco de Pagos Internacionales.

no financiero en China. La sección tercera detalla las razones del rápido desarrollo del sector bancario en la sombra y analiza las principales características de este. La sección cuarta repasa las actuaciones de las autoridades chinas orientadas a frenar la acumulación de desequilibrios financieros. La sección quinta evalúa algunos factores que podrían mitigar la aparición de una crisis financiera y discute los canales de transmisión internacional en caso de que esta se produzca. Por último, la sección sexta concluye con los principales desafíos para el futuro.

La evolución del endeudamiento del sector no financiero en China

China ha asistido a un crecimiento del crédito al sector no financiero rápido y generalizado, hasta alcanzar el 257 % del PIB a finales de 2016 (véase gráfico 1.2), que ha acompañado a las altas tasas de inversión de esta economía. En particular, la deuda del sector privado aumentó aproximadamente en 100 puntos porcentuales (pp) a lo largo de la última década, hasta situarse en el 211 % del PIB en el último trimestre de 2016 [BIS (2017a)], mientras que la deuda pública se aproxima al 46 % del PIB³. Dentro del sector privado, la deuda del sector empresarial no financiero constituye el grueso del agregado. Así, en la última década el endeudamiento de este sector se incrementó 60 pp, hasta alcanzar el 166 % del PIB. Esta deuda se compone mayoritariamente de préstamos a medio y largo plazo, relacionados con proyectos de infraestructuras e inmobiliarios, concedidos en gran

3 El volumen real de la deuda pública en China resulta difícil de estimar y está sujeto a cierta controversia. En esta sección se presentan las estadísticas oficiales publicadas por el Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés). En la sección quinta se discute esta cuestión en mayor profundidad y se pone en relación con la capacidad fiscal del país.

parte por empresas públicas⁴ que están financiadas también por bancos públicos. La deuda de los hogares —el otro gran componente del crédito al sector privado no financiero— permanece en niveles todavía aceptables, en comparación con los estándares internacionales, pero también se ha incrementado de forma muy rápida, pasando del 11 % del PIB en 2006 al 45 % en 2016. En este avance, destaca el crecimiento de los préstamos hipotecarios residenciales, que constituyen aproximadamente la mitad de los pasivos financieros de los hogares.

Este elevado nivel de deuda en términos absolutos apunta a riesgos importantes relacionados con el sector financiero. Si se considera la ratio habitual para señalar los excesos de crédito en economías avanzadas —el *credit-to-GDP gap*—, este alcanzó su máximo histórico⁵ —un 29 %— en el primer trimestre de 2016 (véase gráfico 1.3). A pesar de que desde entonces esta variable se ha ido reduciendo gradualmente (hasta el 25 % en el cuarto trimestre de 2016), las dudas sobre un posible exceso de endeudamiento en China no se han desvanecido. Por una parte, el indicador permanece en niveles muy por encima de los umbrales habitualmente estimados en los modelos de alerta temprana⁶ y parecidos a los de economías que han sufrido fuertes ajustes en el pasado [Maliszewski *et al.* (2016)]. Por otra parte, solo se ha producido una leve ralentización en el crecimiento del crédito, pero no un desapalancamiento genuino de la economía.

La expansión rápida y generalizada del crédito es un terreno propicio para que la eficiencia en la asignación de los recursos disminuya y se creen las condiciones para un repunte futuro de la morosidad. La intensidad del crédito, un indicador que mide la cantidad de nuevo crédito que se necesita utilizar para crear una unidad adicional de PIB (véase gráfico 2.1), ha aumentado sistemáticamente desde la crisis financiera global [Maliszewski *et al.* (2016)] o, dicho con otras palabras, el nuevo crédito está teniendo una transmisión cada vez más reducida a la economía real. El grado de asignación ineficiente del crédito se puede aproximar a través de indicadores que determinan la eficiencia de las inversiones, como, por ejemplo, la ratio ICOR (*incremental capital output ratio*). Esta ratio mide el número de unidades de *inputs* (capital) necesarios para producir una unidad de *output* (PIB). Su incremento en los últimos años (véase gráfico 2.2) demuestra que la eficiencia de las inversiones —respaldadas por el crédito— se ha reducido, debido, presumiblemente, a que se han desviado de forma desproporcionada hacia sectores con exceso de capacidad o hacia un sector inmobiliario sobredimensionado. La dinámica del crédito resulta particularmente preocupante a la luz de los antecedentes históricos e internacionales [FMI (2017)], si bien China está tomando medidas de cierto alcance para frenarlo y cuenta con importantes colchones financieros.

El desarrollo del sector bancario en la sombra

Como se ha comentado previamente, la acumulación de deuda por parte de las empresas públicas para tratar de alcanzar los objetivos estratégicos fijados por el Gobierno y las características del enorme estímulo fiscal con el que este afrontó la crisis financiera global marcaron el punto de arranque del proceso que ha llevado a la actual situación de endeudamiento en China. El ambicioso plan fiscal, de 4 billones de renminbi (un 11 % del PIB, aproximadamente), anunciado por el Consejo de Estado de China en noviembre de 2008 se implementó a lo largo de los años 2009 y 2010, centrándose mayoritariamente en

4 Con el término de «empresas públicas» se hace referencia a las compañías financiadas por el Gobierno directamente, o en las que el Gobierno mantiene el control de la mayoría de las participaciones [OCDE (2009)].

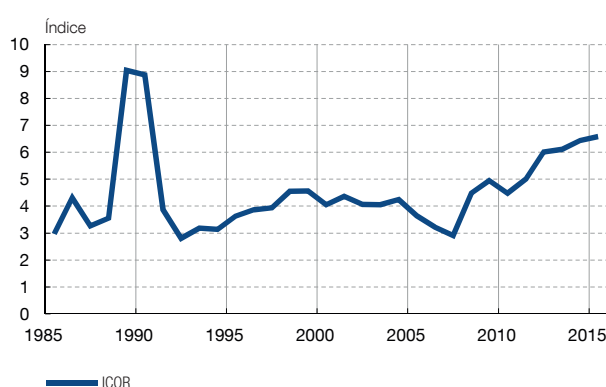
5 Los datos están disponibles desde 1995.

6 10 % según el BIS para las economías avanzadas. Para las economías emergentes la cuestión es más compleja, e implica —entre otras cosas— también evaluaciones de los niveles absolutos de deuda (que en el caso de China son también muy elevados), la moneda de denominación de esa deuda, etc. [para más detalles, véanse Drehmann y Tsatsaronis (2014), BCBS (2010) y BIS (2017b)].

1 CRECIMIENTO DEL PIB, CRÉDITO BANCARIO Y FINANCIACIÓN SOCIAL TOTAL



2 ICOR



FUENTES: Datastream y CEIC.

proyectos de infraestructura, en el sector inmobiliario y —relacionado con ambos— en la reconstrucción posterior al terremoto de Wenchuan de 2008. Sin embargo, solo un cuarto de la inversión proyectada se financió directamente a través del presupuesto del Gobierno central. El resto fue llevado a cabo por las administraciones locales y por diferentes empresas públicas [Santabábara (2009)], que incurrieron en un aumento sustancial de su deuda. En este proceso, los Gobiernos locales crearon «vehículos de financiación» (VFGL), cuyo accionista único (o mayoritario) era la propia administración local. Esos vehículos no consolidaban con sus estados contables, con objeto de sortear las restricciones legales que les prohibían emitir bonos o tener déficit [Bai *et al.* (2016)]. Posteriormente, el Gobierno chino introdujo varios paquetes adicionales de estímulo fiscal, siempre con objeto de recuperar el dinamismo de la actividad, destacando el implementado entre finales de 2016 y principios de 2017⁷.

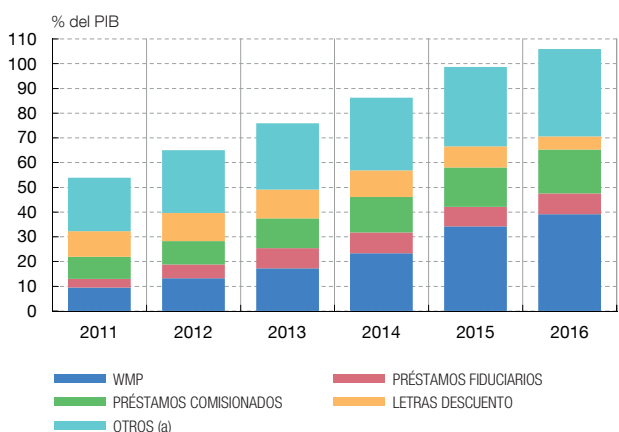
Estas circunstancias propiciaron las condiciones ideales para la expansión del sector bancario en la sombra: i) una expansión crediticia reciente y poco rentable; ii) una demanda creciente de financiación para continuar los proyectos de infraestructura iniciados en 2009; iii) unas necesidades importantes de refinanciación de los VFGL, al ir venciendo los préstamos bancarios; iv) un sector de empresas públicas que operan en regímenes de competencia distorsionados y orientadas a cumplir objetivos estratégicos, antes que comerciales; v) una búsqueda de mayor rentabilidad por parte de los inversores, en un entorno de tipos de interés regulados, en particular sobre los depósitos; vi) una fuerte competencia entre bancos, sobre todo pequeños y medianos, para atraer los depósitos de los clientes; vii) posibilidades de arbitraje regulatorio entre el sector bancario formal y el sector bancario en la sombra, debido a los límites legales para la expansión de activos en sectores económicos de destino de las inversiones de los bancos⁸, y viii) una (parcial) desregulación del sector bancario en la sombra⁹ [Ouyang y Peng (2015), Liu *et al.* (2016), Acharya *et al.* (2017), Chen *et al.* (2017a) y Chen *et al.* (2017b)].

7 Inicialmente (2008-2009), la política monetaria compartió el tono acomodaticio de la política fiscal, pero luego se mantuvo contractiva a medio plazo [Xiong (2012), Chen *et al.* (2017a)].

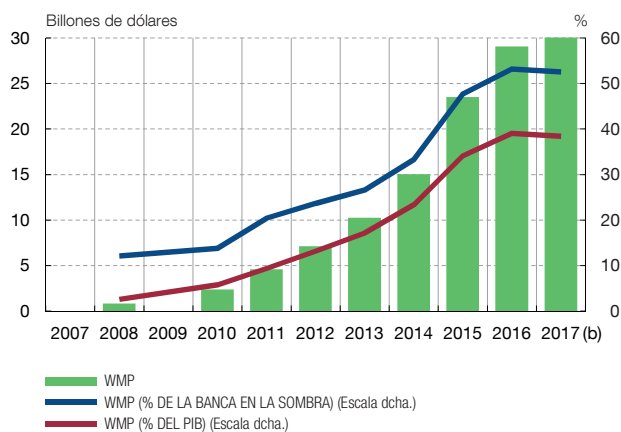
8 Restricciones de crédito a sectores de alto riesgo, como el inmobiliario y los que presentan un exceso de capacidad.

9 Particularmente, entre 2014 y 2016 el PBC autorizó la entrada de los Productos de Gestión del Capital (más abajo aparece una descripción detallada) en el mercado interbancario: inicialmente, a un número limitado de productos vinculados a los principales bancos y, posteriormente, a todos los inversores institucionales para limitar la complejidad de las estructuras de financiación.

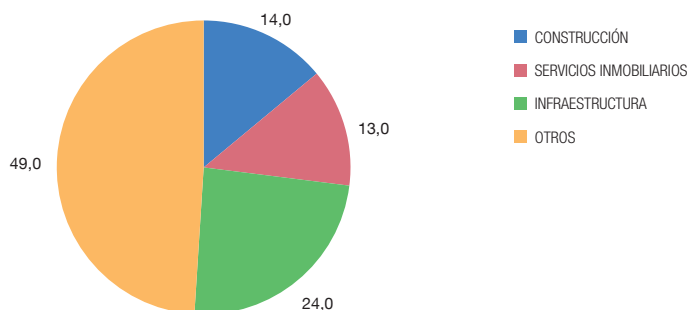
1 BANCA EN LA SOMBRA



2 WMP



3 WMP POR ACTIVOS 1S 2016



FUENTES: Datastream, CEIC, China Banking Wealth Management Registration System y BBVA Research.

a Capital sociedades no financieras, Renta fija privada neta y Préstamos en moneda extranjera.
 b Último dato disponible: II TR 2017.

En este contexto, el sector bancario en la sombra comenzó a crecer a un ritmo del 15 %-20 % interanual (entre 2011 y 2015), sobrepasando los 50 billones de renminbi (70 % del PIB) y llegando a representar el 50 % de los préstamos bancarios y el 27 % de los activos en 2016 [Banco de España (2017), BBVA Research (2017)]. El aumento de la exposición directa de los bancos al sector bancario en la sombra fue generalizado, si bien no todos los bancos participaron con la misma intensidad en ese proceso. Destacan a este respecto los bancos pequeños y medianos (los denominados *City Commercial Banks* –CCB– y *Joint-Stock Banks* –JSB–), que utilizaban fuentes de financiación menos estables, como el mercado interbancario y los instrumentos propios del sector bancario en la sombra. Por otra parte, esta expansión se materializó a través de diversos instrumentos, como los préstamos fiduciarios, los activos de empresas fiduciarias, las letras bancarias y los préstamos privados y productos de gestión del capital (WMP, en su acrónimo en inglés) (véase gráfico 3.1).

Los WMP son vehículos de inversión que los bancos y otras instituciones financieras venden a inversores tanto minoristas (p. ej., hogares) como mayoristas (p. ej., el sector bancario). Estos instrumentos han experimentado una notable expansión en los últimos cinco años, llegando a representar más de un 50 % del sector bancario en la sombra en 2016 (véase gráfico 3.2). Suelen tener rentabilidades fijas, por encima del tipo de interés de los depósitos, que fueron liberalizados totalmente en octubre de 2015 [Cuadro-Sáez y

Gallego (2016)], y un vencimiento definido de muy corto plazo (a finales de 2016, un 60 % de los WMP tenía un vencimiento entre uno y noventa días, y más de un 35 % entre tres y doce meses). Aunque no están garantizados, los inversores asumen la existencia de garantías implícitas por parte de los bancos, y estos, a su vez, asumen garantías implícitas del Gobierno. Este tipo de garantías introduce una distorsión en el precio de los WMP, ya que los inversores infravaloran su exposición a los activos subyacentes de estos productos y el riesgo que incorporan solo se internaliza parcialmente. En 2016, los activos subyacentes de los WMP procedían principalmente del sector de construcción (14 %), viviendas (13 %) e infraestructura (24 %) (véase gráfico 3.3), habiendo aumentado el peso de estos tres sectores en los últimos años [BBVA Research (2017)].

En definitiva, los WMP y, en general, el sector bancario en la sombra conllevan una serie de riesgos, que van, desde los riesgos de crédito (alta exposición) y financiación (altos niveles de apalancamiento y asimetría entre los vencimientos de los pasivos y de los activos), a los que se derivan de su estructura —compleja y opaca—, de su prociclicidad y del contagio a través de la propiedad de los instrumentos [FMI (2014)]. De hecho, la exposición directa del sector bancario regulado al sector bancario en la sombra es uno de los aspectos que plantea las mayores dudas sobre el nivel de los riesgos sistémicos de China: los activos bancarios invertidos en el sector bancario en la sombra representan el 11 % del total, mientras que las fuentes de financiación que provienen del sector bancario en la sombra son el 14 % del total. No obstante, estas cifras agregadas, que revelan niveles significativos de exposición, podrían esconder una gran heterogeneidad entre las exposiciones de los diferentes bancos. Además, el sector bancario podría estar expuesto a otros riesgos a través de canales indirectos, pues los WMP han invertido cantidades importantes en los mercados de capitales, de forma que un aumento de la volatilidad en los mercados podría tener un impacto abultado en las cuentas de resultados de los bancos. Por otro lado, el sector empresarial y los hogares también tienen conexiones importantes con el sector bancario en la sombra, que canaliza un 19 % de los préstamos bancarios a las empresas y acumula un 26 % de los depósitos bancarios [BBVA Research (2017)].

La respuesta de las autoridades para frenar la acumulación de desequilibrios financieros

Los desafíos para la estabilidad financiera en el medio y largo plazo derivados de la situación del sector financiero en China son muchos y de naturaleza heterogénea. Las autoridades involucradas (PBC, CBRC, CSRC, CIRC)¹⁰ han ido adoptando una serie de medidas, con el fin de mitigar los riesgos sistémicos, que incluyen medidas de política monetaria, macroprudenciales, regulaciones (orientadas a eliminar las posibilidades de arbitraje regulatorio¹¹, limitar la libertad de movimientos de capitales y moderar el dinamismo del sector inmobiliario) e iniciativas basadas en el mercado (creación de un mercado para los préstamos morosos y conversiones de deuda en capital); la gran mayoría de estas medidas está directamente enfocada al sector bancario en la sombra.

La política monetaria ha adoptado un nuevo esquema de instrumentación, con el fin de responder a un doble objetivo: el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y la preservación de la estabilidad financiera. Para ello, el PBC ha llevado a cabo aumentos de los tipos de interés directamente relacionados con el mercado monetario (*reverse*

10 PBC = Banco Central de China; CBRC = Comisión Reguladora de la Banca China; CSRC = Comisión Reguladora de Valores de China; CIRC = Comisión Reguladora de Seguros de China.

11 En la reciente Conferencia Nacional sobre Finanzas del mes de julio —que se organiza cada cinco años con el objetivo de desarrollar las directrices de comportamiento en el sector financiero— se estableció un «Comité de Estabilidad Financiera y Desarrollo», para crear un marco institucional que elimine el arbitraje regulatorio y fomente la coordinación entre las diferentes instituciones chinas.

repos y MLF)¹², mientras que se han abandonado las intervenciones sobre los tipos de interés de referencia para depósitos y préstamos, tratando de evitar una desaceleración excesiva de la actividad, en un contexto de nivel reducido de la inflación.

Por su parte, la política macroprudencial se ha orientado a favorecer el desapalancamiento equilibrado del sector financiero. En este marco, resultan de particular relevancia: i) la inclusión de los WMP en las evaluaciones macroprudenciales del PBC, a partir del primer trimestre de 2017, para poder llevar a cabo un análisis de riesgos más completo, y ii) la aprobación de una serie de directivas y regulaciones en una amplia gama de materias¹³.

Las limitaciones impuestas al movimiento de capitales —en contraste con la anterior tendencia liberalizadora¹⁴— y las regulaciones del mercado inmobiliario también han formado parte del conjunto de políticas adoptadas por las autoridades chinas. Sin embargo, las medidas implementadas para controlar las salidas de capitales han limitado las posibilidades de inversión en el extranjero, lo que, unido a las reducidas oportunidades de inversión interna, ha generado una excesiva concentración del ahorro de los hogares en el sector inmobiliario, que actualmente presenta un crecimiento muy rápido y sostenido de los precios, de la construcción y de los pisos sin vender [Glaser *et al.* (2017)]¹⁵. Aunque el sector inmobiliario chino tiene algunas características que le podrían dar una cierta estabilidad (los hogares consideran la tenencia de vivienda como una inversión de más largo plazo que en otros países, es decir, con un carácter menos especulativo; existen estrechas conexiones entre promotores inmobiliarios y el sector público; y este último tiene un papel relevante en la promoción masiva de viviendas sociales), en caso de que se produjera una perturbación negativa en el sector, los riesgos de contagio para la economía china, a través de los canales real y financiero, pueden ser relevantes [Chan *et al.* (2016)].

Las autoridades también han creado mecanismos de mercado que deberían ayudar al sector bancario a desprenderse de los activos con mayor riesgo, entre los que destacan la creación de un mercado para los préstamos morosos y las conversiones de deuda en capital. En todo caso, dada la percepción de los riesgos que afronta la economía china, resulta relevante analizar cuál es su potencial de propagación sistémico y qué colchones tiene a su disposición.

Posibles colchones y efectos contagio de la economía china

Más allá de su interconexión con el sector bancario en la sombra, según los datos oficiales, el sector bancario formal mantiene una posición relativamente sólida, con una morosidad muy baja (1,7 % en el primer trimestre de 2017) y unas ratios de capital elevadas: un 12,8 % para el promedio de los bancos cotizados en bolsa, en el primer trimestre de 2017¹⁶ [KPMG (2017)]. Los beneficios, medidos por el margen de intermediación, también se mantienen en

12 MLF = *Medium term lending facility*. Tal medida no solo se implementó para moderar el crecimiento excesivo de la banca en la sombra, sino que también buscó limitar las salidas de capitales, frenar la depreciación del renminbi, controlar el desarrollo del mercado inmobiliario y proporcionar al mercado una señal de endurecimiento moderado de la política monetaria.

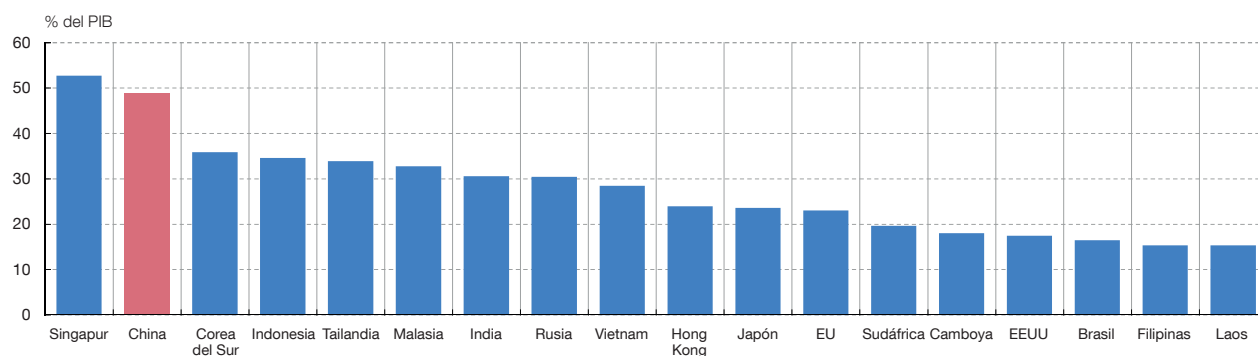
13 Algunos ejemplos son: la reducción efectiva en los límites al volumen de préstamos permitido a través de la inclusión de nuevos productos, como la refinanciación interbancaria para el comercio en la cuenta de los préstamos, y la regulación estricta de las actividades de los productos de gestión de activos (AMP, en su acrónimo en inglés) y de las prácticas contables de los bancos por parte del CBRC.

14 Desde 2013 y hasta mediados de 2016, China progresó rápidamente en el proceso de liberalización financiera interna (tipo de interés, instrumentos de política monetaria y estructura de propiedad del sistema bancario), y de forma menos acentuada en la externa. Para más detalles, véase Cuadro-Sáez y Gallego (2016).

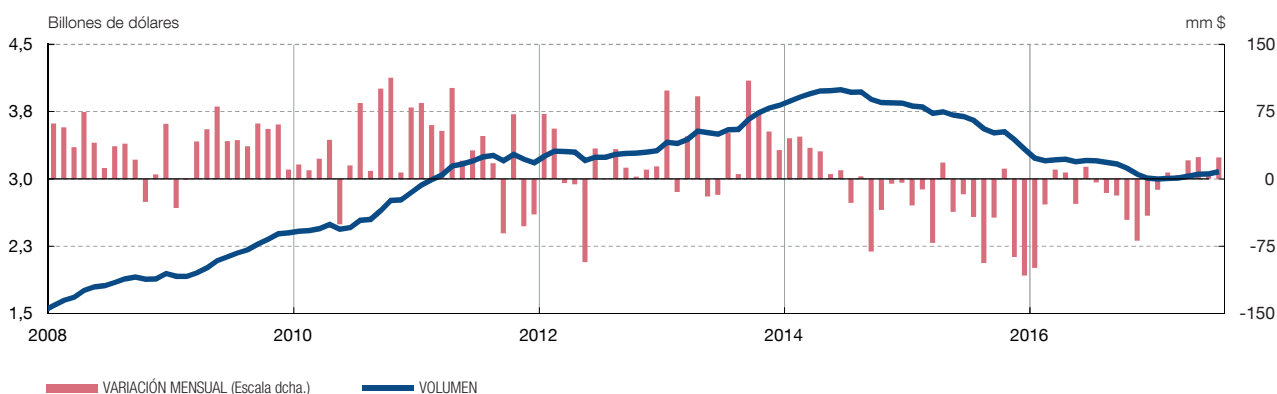
15 Las autoridades implementaron diferentes medidas a finales de 2016, en un intento de poner la situación bajo control, la mayoría de las cuales en el ámbito local. El principal resultado ha sido un desplazamiento de la demanda hacia las ciudades con menor número de restricciones.

16 La ratio corresponde a un 10,6 % cuando se considera el *Tier-1*. Hay diferencias de más de 480 pb entre las diferentes entidades.

1 TASA DE AHORRO NACIONAL



2 RESERVAS INTERNACIONALES



FUENTES: Datastream y CEIC.

niveles elevados (2,1 % en el primer trimestre de 2017), aunque muestran una tendencia decreciente, con una caída de 32 puntos básicos (pb) en el último año¹⁷. Sin embargo, es posible que la ratio de morosidad efectiva sea más elevada, ya que los bancos tienen incentivos para retrasar el reconocimiento de los préstamos morosos, ya sea de forma directa o a través de diversos instrumentos financieros disponibles en el sector bancario en la sombra [Bushman y Williams (2015)]. En este sentido, Fitch (2016) estima que la ratio de morosidad podría situarse entre el 3 % y el 20 %, lo cual implicaría un impacto de la ralentización económica sobre el sector bancario notablemente superior a la que se deduce de los indicadores oficiales.

Como factores mitigadores de estos riesgos, debe señalarse que el PBC ha desarrollado un amplio conjunto de instrumentos que pueden ayudar a prevenir (o a paliar los efectos de) una crisis de liquidez [Bell (2013)] y tiene acceso a amplísimas reservas de divisas (véase gráfico 4.1). Además, el Gobierno mantiene una capacidad de rescate elevada, dados los moderados niveles de deuda pública: un 46 % del PIB de acuerdo con el BIS, que se eleva algo por encima del 60 % en su definición amplia según el FMI¹⁸, si bien se espera que estos niveles se incrementen en el medio plazo. Por último, la elevada tasa de

17 De la misma manera, los márgenes de beneficio netos registraron una contracción, debido a que los tipos de interés de mercado aumentaron más que los precios de los activos en los balances bancarios.

18 En el art. IV del FMI (2017) se define la deuda pública «amplia» como la suma de la deuda pública en su definición tradicional, los VFGL y otros fondos gubernamentales. Para más detalles, véase FMI (2017).

ahorro de los hogares en China (véase gráfico 4.2) también puede considerarse un colchón ante posibles perturbaciones, aunque en los últimos años los hogares han movido sus ahorros desde depósitos bancarios a inversiones con mayor riesgo y menor liquidez (mercado inmobiliario, sector bancario en la sombra). Además, debe tenerse en cuenta que aquellos hogares que tienen niveles de deuda elevados no se corresponden necesariamente con los que más activos poseen¹⁹.

Si los riesgos que se ciernen sobre China se materializaran, sería muy probable que tuviesen un efecto contagio más allá de las fronteras de ese país. Dicho efecto se propagaría principalmente a través de tres canales de transmisión [Dizioli *et al.* (2016)]:

- *Comercio*. Una corrección brusca de los desequilibrios financieros en China se traduciría en una menor demanda privada, que reduciría las importaciones, sobre todo de productos finales, pero también de intermedios.
- *Precios de las materias primas* [Farooki y Kaplinsky (2012)]. China es demandante mayoritario de casi todas las materias primas mundiales, por lo que una ralentización de su crecimiento (o una composición diferente de él, con menor aporte de la inversión) afectaría negativamente a los precios de las materias primas y a la relación real de intercambio de los países exportadores de estos productos. Los países importadores se beneficiarían, pero el efecto agregado —incluyendo el canal comercial— sería negativo a escala global.
- *Sector financiero*. A pesar del proceso de liberalización de este sector en la última década, los controles sobre los flujos de capitales con el exterior siguen desempeñando un papel importante y el sector financiero chino tiene todavía vínculos transfronterizos directos limitados. Sin embargo, un evento negativo en China podría desencadenar una crisis de confianza en los mercados financieros globales. Las consecuencias más probables serían un aumento de la volatilidad, con salidas de capitales y depreciaciones del tipo de cambio en otras economías emergentes y, en particular, en aquellas con fundamentos económicos más débiles. Además, si China utilizase el colchón de las reservas de divisas —constituidas en gran parte por bonos soberanos de Estados Unidos—, los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos se elevarían [Warnock y Caddac Warnock (2009)]²⁰, con repercusiones a escala global.

Algunos de los efectos que se acaban de comentar se observaron a principios de 2016, durante el episodio de turbulencias que se desencadenó por las dudas sobre la capacidad de las autoridades chinas de mantener el control sobre la evolución de la economía de su país.

Conclusiones

China está afrontando una transición hacia un nuevo modelo de crecimiento más sostenible y equilibrado. Este proceso no está exento de riesgos asociados a los desequilibrios acumulados en su economía. En particular, la economía china se enfrenta a un grado de endeudamiento que se sitúa en niveles históricamente muy altos y a una disminución de la contribución de la productividad al crecimiento económico. En este contexto, el reto de las autoridades es hacer compatible el doble objetivo de preservar la estabilidad financiera y de controlar el ritmo de desaceleración.

5.10.2017.

¹⁹ Sin embargo, en este último caso, existen regulaciones que limitan la magnitud de ese posible desajuste. Un ejemplo es la regulación sobre hipotecas, que requiere un pago inicial igual, al menos, al 35 % del valor del inmueble.

²⁰ En su artículo, Warnock y Caddac Warnock (2009) muestran que los flujos de capital extranjeros son un factor explicativo de la evolución de los rendimientos de los bonos del Gobierno de Estados Unidos. En su ausencia, el tipo de interés hubiera podido ser unos 80 pb más alto.

BIBLIOGRAFÍA

- ACHARYA, V. V., J. QIAN y Z. YANG (2017). *In the Shadow of Banks: Wealth Management Products and Issuing Banks' Risk in China*, Working Paper, Princeton University, febrero.
- BAI, C., C. HSIEH y Z. SONG (2016). «The Long Shadow of China's Fiscal Expansion», *Brookings Papers on Economic Activity*, otoño.
- BANCO DE ESPAÑA (2017). «Situación y perspectivas de la economía mundial al comienzo de 2017», *Boletín Económico* 1/2017, Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales, marzo.
- BBVA Research (2017). *Banking Monitor China*, mayo.
- BCBS (2010). *Guidance for national authorities operating the countercyclical buffer*, diciembre.
- BIS (2017a). «Credit to the non-financial sector», disponible en <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>.
- (2017b). «Credit-to-GDP-gaps», disponible en http://www.bis.org/statistics/c_gaps.htm.
- BELL, L. S. (2013). *The Rise of the People's Bank of China*, Harvard University Press.
- BUSHMAN, R. M., y C. D. WILLIAMS (2015). «Delayed Expected Loss Recognition and the Risk Profile of Banks», *Journal of Accounting Research*, 53, pp. 511-553.
- CHAN, S., G. HAN y W. ZHANG (2016). «How strong are the linkages between real estate and other sectors in China?», *Research in International Business and Finance*, 36, pp. 52-72.
- CHEN, K., J. REN y T. ZHA (2017). *The Nexus of Monetary Policy and Shadow Banking in China*, NBER Working Paper n.º 23377, mayo.
- CHEN, Z., Z. HE y C. LIU (2017b). *The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes*, NBER Working Paper n.º 23598, julio.
- CUADRO-SÁEZ, L., y S. GALLEGO (2016). «La liberalización financiera de China: perspectivas para la política económica e implicaciones globales», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- DIZIOLI, A., J. GUAJARDO, V. KLYUEV, R. MANO y M. RAISSI (2016). *Spillovers from China's Growth Slowdown and Rebalancing to the ASEAN-5 Economies*, FMI Working Paper WP/16/170.
- DREHMANN, M., y K. TSATSARONIS (2014). «The credit-to-GDP gap and countercyclical capital buffers: questions and answers», *BIS Quarterly Review*, marzo.
- FAROOKI, M., y R. KAPLINSKY (2012). *The Impact of China on Global Commodity Prices*, Nueva York, Routledge.
- FITCH (2016). «China's Rebalancing Yet to Address Credit Risks», disponible en <https://www.fitchratings.com/site/pr/1012026>.
- FMI (2014). «Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess While Promoting Growth», *Global Financial Stability Report*, octubre.
- (2016). «Article IV Consultation for the People's Republic of China», *Country Report* n.º 16/270, agosto.
- (2017). «Article IV Consultation for the People's Republic of China», *Country Report* n.º 17/248, agosto.
- FSB (2017). *Global Shadow Banking Monitoring Report*, mayo.
- GLASER, E., W. HUANG, Y. MA y A. SHLEIFER (2017). «A Real Estate Boom with Chinese Characteristics», *Journal of Economic Perspectives*, 31, pp. 93-116.
- GRIEGER, G. (2016). «State-owned enterprise (SOE) reforms in China: A decisive role for the market at last?», European Parliament Briefing - EPRS, mayo.
- KPMG (2017). «2017 Q1 China's banking sector: Performance of listed banks and hot topics», junio.
- LIU, Q., X. PAN y G. G. TIAN (2016). «To what extent did the economic stimulus package influence bank lending and corporate investment decisions? Evidence from China», *Journal of Banking & Finance*, disponible online, en prensa.
- MALISZEWSKI, W., S. ARSLANALP, J. CAPARUSSO, J. GARRIDO, S. GUO, J. KANG, W. R. LAM, T. D. LAW, W. LIAO, N. RENDAK, P. WINGENDER, J. YU y L. ZHANG (2016). *Resolving China's Corporate Debt Problem*, IMF Working Paper WP/16/203.
- OCDE (2009). *State Owned Enterprises in China: Reviewing the Evidence*, Occasional Paper, junio.
- OUYANG, M., y Y. PENG (2015). «The treatment-effect estimation: A case study of the 2008 economic stimulus package of China», *Journal of Econometrics*, 188, pp. 545-557.
- SANTABÁRBARA, D. (2009). «China en la economía internacional: impacto e implicaciones de la crisis», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- WARNOCK, F. E., y V. CACDAC WARNOCK (2009). «International capital flows and U.S. interest rates», *Journal of International Money and Finance*, 28, pp. 903-919.
- XIONG, W. (2012). «Measuring the monetary policy stance of the People's Bank of China: An ordered probit analysis», *China Economic Review*, 23, pp. 512-533.
- ZHANG, L. (2016). *Rebalancing in China - Progress and Prospects*, IMF Working Paper, WP/16/183, septiembre.