



**CENTRO  
DEL SUR**

Documento  
de  
Investigación  
Noviembre de  
2017

**83**

**EL PROBLEMA DE LA DEUDA EN CHINA Y EL  
AUMENTO DE LOS RIESGOS SISTÉMICOS:  
REPERCUSIONES DE LA CRISIS FINANCIERA  
MUNDIAL Y PROBLEMAS ESTRUCTURALES**

Yuefen Li



**CENTRO  
DEL SUR**



# **DOCUMENTO DE INVESTIGACIÓN**

**83**

## **EL PROBLEMA DE LA DEUDA EN CHINA Y EL AUMENTO DE LOS RIESGOS SISTÉMICOS: REPERCUSIONES DE LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL Y PROBLEMAS ESTRUCTURALES**

**Yuefen LI<sup>1</sup>**

**CENTRO DEL SUR**

**NOVIEMBRE DE 2017**

---

<sup>1</sup> Asesora superior en materia de cooperación Sur-Sur y financiación para el desarrollo del Centro del Sur. La autora agradece las valiosas observaciones y sugerencias de Stephanie Blankenburg, la asistencia estadística brindada por David Biccetti y Yihong Gong, así como la ayuda de Anna Bernardo para la edición de este documento. Las opiniones expresadas en este documento son las opiniones personales del autor y no necesariamente representan las opiniones del Centro del Sur.





## **CENTRO DEL SUR**

En agosto de 1995 se estableció el Centro del Sur como una organización intergubernamental permanente de países en desarrollo. El Centro del Sur goza de plena independencia intelectual en la consecución de sus objetivos de fomentar la solidaridad y la cooperación entre los países del Sur y de lograr una participación coordinada de los países en desarrollo en los foros internacionales. El Centro del Sur elabora, publica y distribuye información, análisis estratégicos y recomendaciones sobre asuntos económicos, políticos y sociales que interesan al Sur.

El Centro del Sur cuenta con el apoyo y la cooperación de los Gobiernos de los países del Sur, colabora frecuentemente con el Grupo de los 77 y China, y el Movimiento de los Países No Alineados (MNOAL). En la elaboración de sus estudios y publicaciones, el Centro del Sur se beneficia de las capacidades técnicas e intelectuales que existen en los Gobiernos e instituciones del Sur y entre los individuos de esta región. Se estudian los problemas comunes que el Sur debe afrontar, y se comparten experiencia y conocimientos a través de reuniones de grupos de trabajo y consultas, que incluyen expertos de diferentes regiones del Sur y a veces del Norte.

## **ADVERTENCIA**

Se autoriza la citación o reproducción del contenido del presente documento para uso personal siempre que se indique claramente la fuente. Se agradecerá el envío al Centro del Sur de una copia de la publicación en la que aparece dicha citación o reproducción.

Las opiniones expresadas en este documento son las opiniones personales del autor y no necesariamente representan las opiniones del Centro del Sur o de sus Estados miembros. Cualquier error u omisión en este documento es de la exclusiva responsabilidad del autor.

Centro del Sur  
Ch. du Champ d'Anier 17  
POB 228, 1211 Ginebra 19  
Suiza  
Tel. (41) 022 791 80 50  
Fax (41) 022 798 85 31  
south@southcentre.int  
www.southcentre.int

## RESUMEN

La rápida expansión de la deuda de China, en particular, de la deuda empresarial y del Gobierno local, ha sido objeto de atención en el ámbito internacional y se ha convertido asimismo en un problema importante para los responsables de la formulación de políticas chinos. Si bien China puede tolerar un nivel de deuda más elevado que el de otras economías emergentes y en desarrollo debido a su gran tamaño y a otras características especiales de su economía, los riesgos sistémicos para la estabilidad financiera han aumentado desde el estallido de la crisis financiera mundial y la reserva que ha acumulado en los últimos decenios para soportar un mayor nivel de deuda también se ha debilitado. En este documento se analiza la evolución de la acumulación de la deuda en China, se examinan las razones detrás de esta tendencia y los factores que provocan el aumento de los riesgos sistémicos como la expansión de los créditos paralelos, la mayor interrelación entre los mercados bursátiles, de bonos y el sector bancario y la disminución de la rentabilidad de las inversiones del sector empresarial. En este documento también se formulan recomendaciones para hacer frente a los obstáculos para mantener la estabilidad financiera y el crecimiento económico.





## ÍNDICE

I.	Introducción .....	12
II.	Tamaño, composición y evolución de la carga de la deuda china .....	14
III.	El talón de Aquiles: la deuda de las empresas y del gobierno local y su composición cambiante 16	
IV.	Razones para el rápido aumento de la carga de la deuda .....	20
V.	Características principales de la economía china para tolerar un alto coeficiente de endeudamiento .....	28
VI.	Debilitamiento de los factores de resistencia y aumento de los riesgos sistémicos .....	33
VII.	Si bien una crisis de deuda inminente es poco probable, es hora de abordar las crecientes vulnerabilidades sistémicas.....	43



## I. INTRODUCCIÓN

En 2016 el producto interno bruto (PIB) de China llegó a ser de más de 70 billones de yuanes (11 billones de dólares de los Estados Unidos), algo extraordinario para un país en desarrollo que es la segunda economía más grande del mundo. Sin embargo, ese mismo año la deuda total<sup>2</sup> fue cerca de 2,7 veces superior al PIB, una deuda considerable y onerosa respecto a los niveles habituales. No es de extrañar pues que el Gobierno central anunciara en diciembre de 2016 que una de las dos prioridades para la economía china en 2017 sería el desapalancamiento. La trayectoria del rápido aumento de la deuda china desde 2008 no solo demuestra las repercusiones de la crisis financiera mundial en China, sino que refleja los problemas que afronta la economía en esta etapa de su desarrollo económico.

El principal responsable de la crisis financiera mundial de 2008 fue el endeudamiento excesivo de los hogares, las empresas y el sector público, según el país de que se trate. Sin embargo, el remedio más popular de los Gobiernos para luchar contra la contracción de la demanda nacional y mundial fue crear más deuda a través de diversos instrumentos y medidas en materia de políticas. Al punto de que en junio de 2016, en un contexto de niveles de deuda mundial históricamente altos, el Banco de Pagos Internacionales (BPI)<sup>3</sup> urgió acabar con el modelo de crecimiento impulsado por la deuda que habían adoptado muchos países en el mundo.

En efecto, China es uno de esos países y su nivel de deuda se ha disparado desde 2008. Al igual que muchas economías emergentes, la deuda de sus empresas ha aumentado rápidamente. La deuda del Gobierno local también es un problema de larga data. La velocidad de la expansión de la deuda y el tamaño de esta han llamado mucho la atención tanto en el país como en el extranjero. Así pues, la acumulación de la deuda no es solo la preocupación principal del Gobierno chino, sino también un aspecto importante examinado con lupa por inversores y expertos internacionales.

A la hora de evaluar la magnitud de los riesgos sistémicos de los problemas de deuda de China sería importante tener en cuenta dos aspectos. Por una parte, los indicadores de deuda no deben examinarse fuera del contexto de los parámetros económicos fundamentales del país y de sus etapas de desarrollo y por otra, no se debe dejar de lado la evolución de la economía mundial. Desde finales de la década de los noventa cuando China tuvo serios problemas relacionados con préstamos morosos casi todos los años se ha predicho y anunciado un inminente colapso financiero, una desaceleración abrupta de la economía o la llegada del «momento Minsky» para China. Cada vez, la economía china ha logrado «salir del paso» con reformas más o menos acertadas y la adopción de nuevas políticas y normativas. Entretanto, el tamaño de la economía también ha aumentado y desde 2009 se ha convertido en la segunda economía más grande del mundo en términos nominales del PIB superada solo por los Estados Unidos. En 2010 se convirtió en el principal país exportador del mundo y en 2013, en el país con mayor volumen comercial. Su sector financiero también se ha expandido a gran velocidad en lo que respecta a su tamaño, aunque ha quedado algo rezagado en términos de sofisticación, por ejemplo, en lo que se refiere al sector bancario y a los mercados de bonos y de valores. Su mercado de bonos es el tercero más grande del

---

<sup>2</sup> Reuters, «China GDP beats expectations but debt risks loom», 20 de enero de 2017. Disponible en <http://www.reuters.com/article/us-china-economy-gdp-idUSKBN15406C>.

<sup>3</sup> Banco de Pagos Internacionales (BPI), 86º Informe Anual, 1 de abril de 2015-31 de marzo de 2015 (26 de junio de 2016).

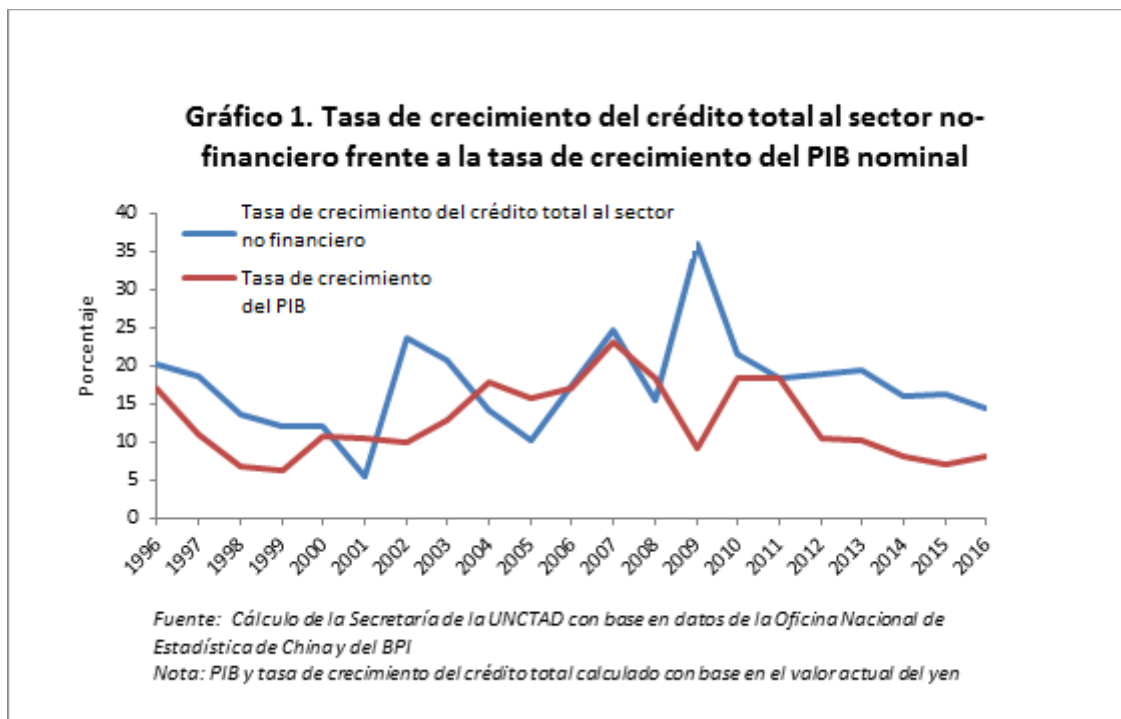
mundo. China es aún una economía en crecimiento, aunque a un ritmo más lento que antes. No obstante, dejar pendiente el problema cada vez más grande de la deuda no solo acentuará aún más la desaceleración del crecimiento económico sino que acarrea importantes riesgos sistémicos para la economía en general.

El mayor tamaño, la complejidad y los crecientes vínculos del mercado financiero hacen del problema de la deuda en China un problema mucho más complicado que en la década de los años noventa. La crisis financiera mundial de 2008 y el desarrollo económico en China han disminuido y en ciertos casos, incluso contrarrestado, la eficacia de algunas de las políticas de amortiguación que le han permitido durante decenios hacer frente a su problema de la deuda y a otras dificultades económicas. China se encuentra actualmente en una encrucijada. Sin reformas importantes en los frentes económico y financiero, «salir del paso» del problema de la deuda que afecta actualmente al país sería mucho más difícil que antes. Sin embargo, reformar y reequilibrar su economía durante un período de contracción económica y con una demanda mundial débil no es tarea fácil.

Este documento está organizado de la siguiente manera: Después de la introducción, se examinan en el capítulo II el tamaño, la composición y la evolución de la carga de la deuda. El capítulo III se centra en el talón de Aquiles de la deuda excesiva; a saber, el alto nivel de endeudamiento de las empresas y del Gobierno local y su composición cambiante. En el capítulo IV se explican las razones del aumento de la carga de la deuda mientras que en el capítulo V se examinan las características especiales de la economía china que hacen que este país en desarrollo tolere un mayor coeficiente de endeudamiento. En el capítulo VI se explica que aunque el crecimiento del PIB de China aún es aceptable en comparación con el de la mayoría de los países del mundo, sus amortiguadores económicos se están debilitando y los riesgos sistémicos están aumentando. En el capítulo VII se destaca la urgencia de abordar las crecientes vulnerabilidades sistémicas si bien una crisis inminente de la deuda es poco probable hoy en día.

## II. TAMAÑO, COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN DE LA CARGA DE LA DEUDA CHINA

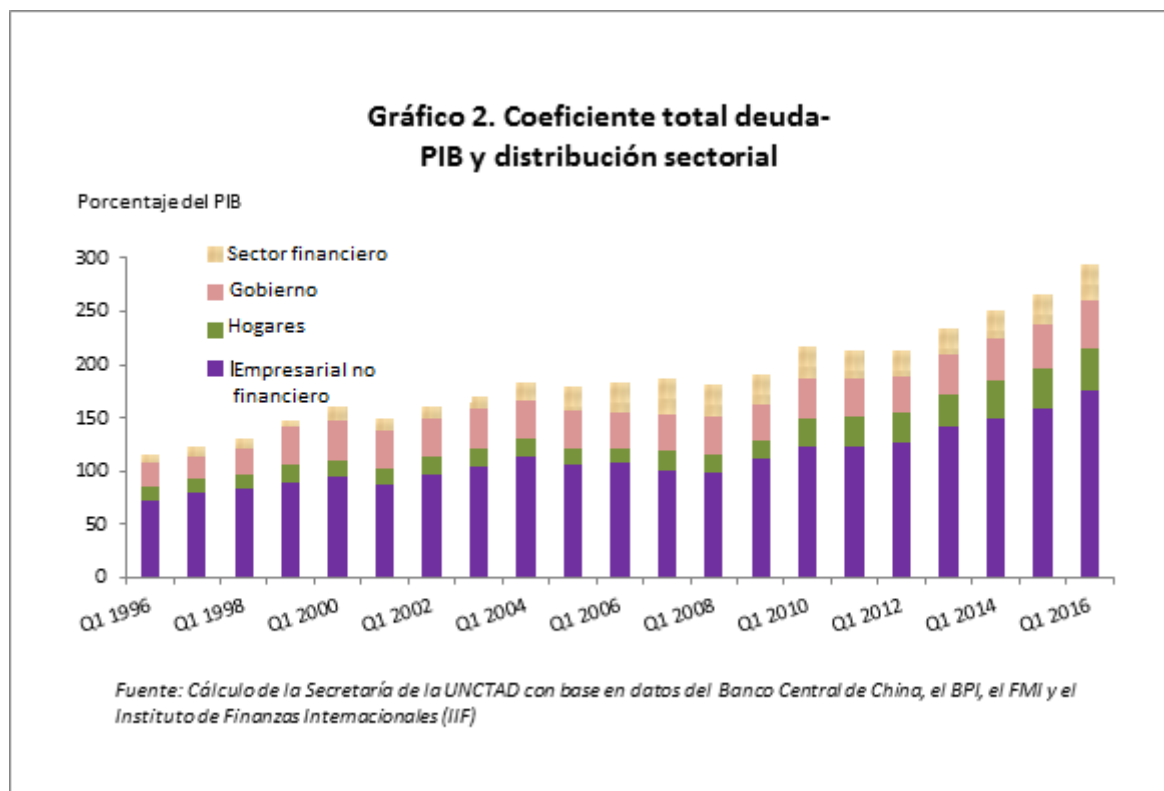
La situación de la deuda en China ha evolucionado de manera sorprendente (Gráfico 1). Antes de abrirse al mundo, China seguía una política de «autodependencia». Los préstamos exteriores eran muy restringidos. Prácticamente China no tenía deuda externa. El período entre 1980 cuando China inició su proceso de apertura y 2004 fue una fase dorada de desarrollo en la que el aumento de la deuda estuvo casi siempre por debajo del crecimiento del PIB. Si bien afrontó el problema de los préstamos morosos en la década de los noventa, este fue mucho más fácil de manejar durante este período de rápido crecimiento económico. Además, gran parte del dinero prestado se invirtió en el sector manufacturero, lo que contribuyó al fuerte y sorprendente crecimiento del PIB que durante muchos años permaneció en dos dígitos. Justo antes de la crisis financiera mundial, entre 2004 y 2008, la deuda y el crecimiento del PIB estuvieron fundamentalmente sincronizados, si bien hubo algunas fluctuaciones. En este período el crecimiento del PIB se mantuvo a un ritmo estable y similar al aumento de la deuda, lo que demuestra que la deuda tuvo una función positiva en las actividades económicas. Desde 2008 China ha entrado en una etapa de escalada de la deuda y crecimiento económico más lento, lo que sumado a una rentabilidad de la inversión mucho más baja, ha traído consigo una asignación improductiva de los recursos y una mayor fragilidad financiera. Durante este período la inversión se ha centrado más en la infraestructura que en la manufactura.



En 2015 la deuda total de China, lo que incluye todas las categorías de pasivos, fue de cerca de un 250 % del PIB y se acercó a los 30 billones en valores nominales en dólares (Gráfico 2). Comparativamente, la relación entre la deuda y el PIB de China en 2014 era menor que en algunos países desarrollados como el Japón, de un 400 %; Irlanda, 390 %; Singapur, 382 %; Bélgica, 327 %; los Países Bajos, 325 %; Grecia, 317 %, así como en

España, Dinamarca, Suecia, Italia, el Reino Unido, los Estados Unidos, la República de Corea y el Canadá. Sin embargo, esta relación era mayor que en casi todos los países en desarrollo con excepción de Malasia. Con el servicio de la deuda en un 20 % del PIB, la deuda es actualmente un lastre para el crecimiento económico.

Aun así, no se vislumbraba una crisis inminente de la deuda. La deuda externa en moneda extranjera fue de un 7 % del PIB en 2015, poco en comparación con las reservas de divisas de China y los activos que poseía en el extranjero. Este coeficiente es mucho menor en comparación con muchos países en desarrollo, entre ellos algunos países asiáticos que crecen a un ritmo más rápido que China. China registra además un superávit en cuenta corriente relativamente grande. Por consiguiente, el descalce de monedas en situación de endeudamiento no es un problema para China. Según datos del BPI la deuda pública general fue de cerca de un 43 % a finales de 2015, una tasa controlable y menor que la de muchas economías avanzadas. La deuda de los hogares era de cerca del 39 % del PIB. El talón de Aquiles era la enorme deuda de las empresas no financieras, que representaba un 162 % del PIB (Gráfico 2). Las empresas, especialmente las públicas, eran de lejos los principales deudores. La tendencia más peligrosa era la velocidad de la acumulación de la deuda que acarrea riesgos sistémicos si no se aborda con urgencia.



### III. EL TALÓN DE ÁQUILES: LA DEUDA DE LAS EMPRESAS Y DEL GOBIERNO LOCAL Y SU COMPOSICIÓN CAMBIANTE

Las partes más vulnerables de la composición de la deuda china son la deuda de las empresas y la deuda del Gobierno local.

Más del 60 %<sup>4</sup> de los pasivos empresariales es adeudado por empresas públicas y representa cerca de un 115 % del PIB. La deuda de empresas con un coeficiente de cobertura de intereses menor que 1, lo que suele considerarse un umbral de préstamos potencialmente riesgosos, llegó a ser de más de un 15 % del total de los préstamos de bancos comerciales a las empresas o un 12 % del PIB en 2015<sup>5</sup>. Los préstamos descritos por bancos en dificultades como «préstamos potencialmente riesgosos» ascendieron a 641 000 millones de dólares o un 6 % del PIB, lo que supone un aumento importante desde finales de 2014<sup>6</sup>.

La composición de la deuda de las empresas ha sufrido cambios importantes. Con el desarrollo del mercado de bonos en China, especialmente con el menor costo en la emisión de bonos frente a los préstamos de los bancos y las mayores restricciones al sistema bancario paralelo, las empresas recurren con mayor frecuencia a la movilización directa de financiación del mercado de bonos (Gráfico 3). Una de las razones principales ha sido su menor costo en comparación con los préstamos de los bancos. Según el Banco Central de China, la tasa de interés para los préstamos bancarios en el primer trimestre de 2016 era de un 5,7 % en todos los plazos de vencimiento mientras que el rendimiento promedio de los bonos empresariales con calificación AAA a diez años era solo de un 3,8 %, como indican los datos de las principales cámaras de compensación de obligaciones. Además, las tasas de interés en el extranjero también son considerablemente superiores a las del mercado interno. Ante una diferencia tan grande en el costo de los préstamos no es sorprendente que las empresas chinas se hayan apresurado a entrar en el mercado interno de bonos en los últimos años. Esta es una de las razones por las que el mercado de bonos chino, cuyo tamaño actual de 7 700 billones de dólares, ocupa el tercer lugar en la lista de los mercados más grandes del mundo solo por detrás de los Estados Unidos y el Japón<sup>7</sup>. En consecuencia, la proporción de financiación en bonos ha pasado de ser prácticamente insignificante en 2004 a un 12 % de la financiación empresarial total en 2015.

A diferencia de otros mercados emergentes en los que la distinción entre la deuda interna y la deuda externa se ha desdibujado debido a la participación extranjera, los bonos empresariales internos chinos son en su mayoría propiedad de inversores nacionales por las estrictas restricciones de China a la participación extranjera en el mercado de bonos chino, que se aligeraron a partir de 2016. Aunque las restricciones no favorecieron la movilización de recursos extranjeros han minimizado los posibles riesgos cambiarios y la inversión de las corrientes de capital en períodos de contracción económica.

Los bonos internos de China distinguen entre los bonos corporativos y los bonos de las empresas. Generalmente estos últimos son aprobados por la Comisión Nacional de

---

<sup>4</sup> BNP Paribas Asset Management, «Why Hasn't China's Credit Crisis Exploded?» 6 de abril de 2017. Disponible en <http://institutional.bnpparibas-am.com/hasnt-chinas-credit-crisis-exploded/#acceptLicense>.

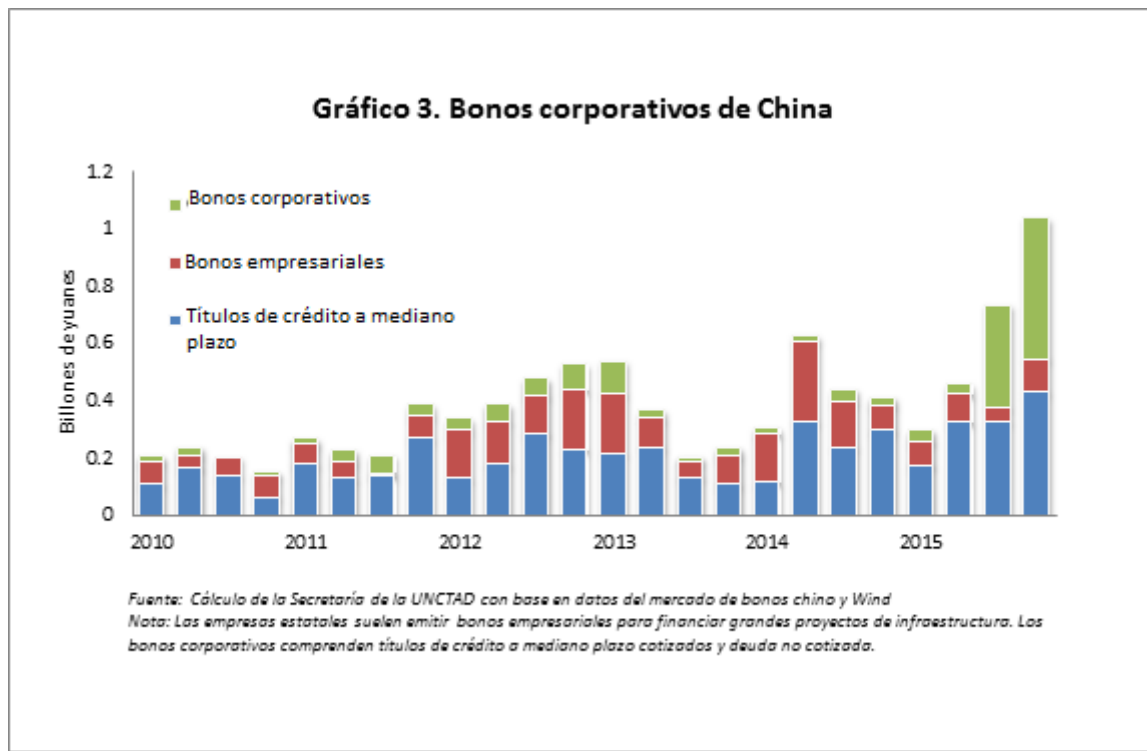
<sup>5</sup> Fondo Monetario Internacional (FMI), Informe sobre la estabilidad financiera mundial (abril de 2016).

<sup>6</sup> *Ibíd.*

<sup>7</sup> *Financial Times*, «China securities houses on track for record bond fees», 16 de mayo de 2016. Disponible en: <https://www.ft.com/content/0793e206-18d1-11e6-b197-a4af20d5575e?mhq5j=e2>.



Desarrollo y Reforma y los emisores son principalmente grandes empresas pertenecientes al Gobierno central, mientras que los primeros son emitidos por los Gobiernos locales o corporaciones públicas o privadas más pequeñas. Al principio la mayoría de los bonos eran emitidos por grandes empresas públicas en forma de bonos empresariales, que suelen asociarse con una garantía implícita del Gobierno aunque ya habido algunos casos de impago en los últimos años pues el Gobierno busca reducir la dependencia de las empresas públicas en el Gobierno. En términos generales, los pasivos contingentes implícitos constituyen un problema para los Gobiernos centrales y locales.



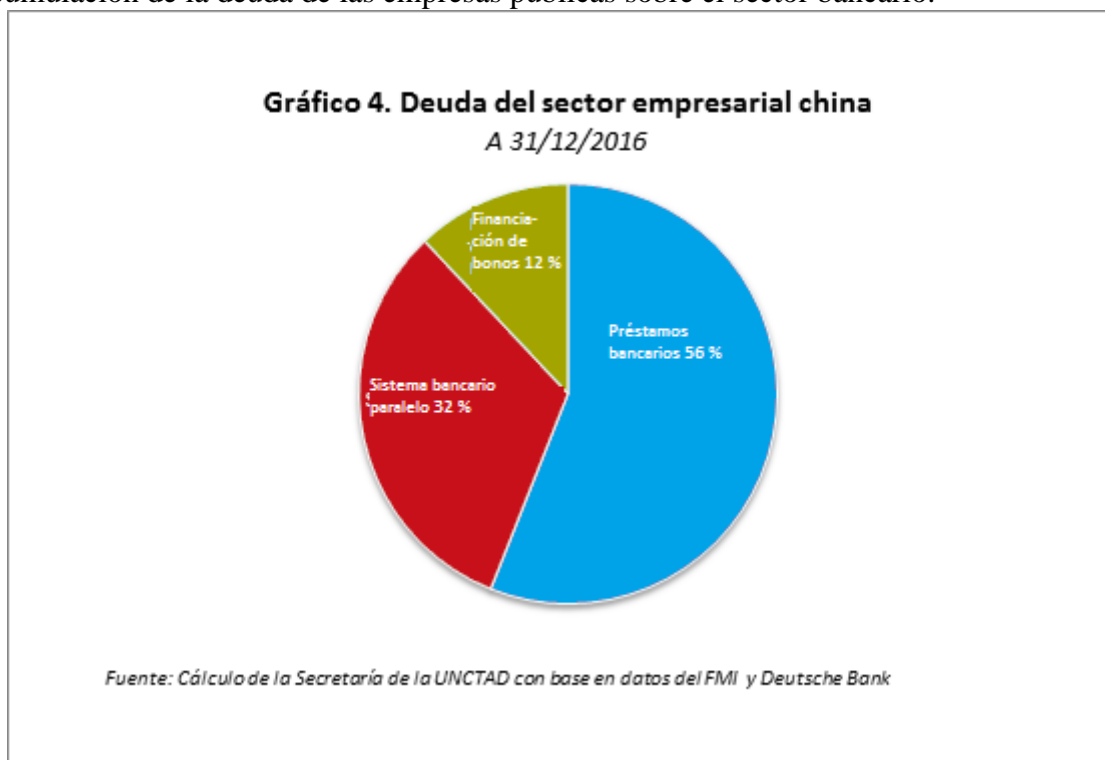
Sin embargo, los préstamos bancarios siguen siendo importantes aunque su proporción haya disminuido. En 2015 representaron un 58 % de la financiación empresarial total y en 2016, un 56 %. (Gráfico 4). Tanto en la deuda corporativa en los préstamos bancarios como en los bonos internos predomina la denominación en moneda china. A finales de 2015 la financiación en el extranjero fue solo de un 4 %. En comparación con otras economías emergentes cuya deuda corporativa es en promedio de un 62 % en moneda local<sup>8</sup>, la financiación externa en la deuda corporativa de China es muy baja. En el sector corporativo la financiación en bonos constituyó un 12 % y los créditos paralelos, un 32 % en 2016.

Si bien el tamaño de la deuda corporativa es alarmante, no quiere decir que el Gobierno esté expuesto a pasivos contingentes de cerca de un 162 % del PIB ya que un gran número de empresas públicas tienen una buena situación financiera y no están en riesgo de necesitar ayuda directa o indirecta del Gobierno. Según Moody's, la deuda de las empresas públicas por un valor equivalente a entre un 20 % y un 25 % del PIB podría necesitar reestructuración<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Atradius, «A closer look at corporate debt in EMEs», 5 de mayo de 2016. Disponible en: <https://group.atradius.com/publications/economic-research-corporate-debt-in-EMEs-may-2016.html>.

<sup>9</sup> Ibíd.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) estimó que la deuda corporativa podría acarrear pérdidas bancarias equivalentes a un 7 % del PIB<sup>10</sup>. Los datos del FMI no incluyen todas las categorías de deuda pero ya indican claramente la considerable presión que ejerce la acumulación de la deuda de las empresas públicas sobre el sector bancario.



La deuda corporativa también pone de relieve la necesidad de una reforma económica estructural especialmente de los sectores con exceso de capacidad. Por ejemplo, las empresas textiles con uso intensivo de mano de obra tienden a presentar un mayor volumen de deuda y préstamos morosos. Esencialmente, las empresas de sectores tradicionales como la minería, los textiles, la construcción, los bienes raíces o la administración pública fueron las que más créditos contrajeron y representan un 64 % de los préstamos totales en los últimos años<sup>11</sup>.

Numerosas corporaciones chinas comenzaron a reembolsar los créditos extranjeros desde 2014 o incluso antes. De acuerdo con el BPI<sup>12</sup>, gran parte de las salidas masivas de capital desde junio de 2014 en China reflejaba de cierto modo el reembolso de la deuda externa de las empresas chinas. Tan solo en el tercer trimestre de 2015 el reembolso neto de la deuda en divisas en el extranjero de las empresas chinas fue de 34 000 millones de dólares<sup>13</sup>. El desapalancamiento del sector corporativo de la deuda externa es positivo para la estabilidad financiera de China ya que disminuye aún más el riesgo de una crisis monetaria.

La deuda del Gobierno local, que en 2016 fue de un 44 % del PIB, también es un punto débil. A finales de 2016 los bonos de Gobiernos locales ascendieron a aproximadamente 33

<sup>10</sup> D. James, J. Garrido, y M. Moretti, «Debt-Equity Conversion and NPL Securitization in China: Some Initial Considerations», Notas Técnicas y Manuales del FMI No. 2016/5 (abril de 2016).

<sup>11</sup> Chi Lo, «China's Debt Crisis Fears Are Overplayed», 26 de abril de 2016. Disponible en: [http://www.barrons.com/articles/chinas-debt-crisis-fears-are-overplayed-1461658925#:pa\\_ALwnEBbCtA](http://www.barrons.com/articles/chinas-debt-crisis-fears-are-overplayed-1461658925#:pa_ALwnEBbCtA).

<sup>12</sup> Banco de Pagos Internacionales (BPI), Informe Trimestral, marzo de 2016, págs. 26 y 27.

<sup>13</sup> Robert Neil McCauley Chang Shu, «Dollars and renminbi flowed out of China», 6 de marzo de 2016. Disponible en: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1603u.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603u.htm).

billones de yuanes (unos 4,8 billones de dólares)<sup>14</sup>. Esto incluye los gastos cuasifiscales en plataformas gubernamentales no reconocidas. En 2015 el Gobierno central triplicó las cuotas para la venta de bonos por los Gobiernos locales a 1,5 billones de yuanes (240 000 millones de dólares) para combatir la creciente dependencia de los Gobiernos locales del sistema bancario paralelo. Se consideró que esta medida «cerraba la puerta trasera y abría la puerta principal». Esta política les ha dado a los Gobiernos locales la oportunidad de refinanciar sus préstamos bancarios mediante la emisión de bonos. Muchos Gobiernos locales se han apresurado a «canjear» sus préstamos bancarios por bonos de los Gobiernos locales (bonos municipales) generalmente a unos intereses bajos. Se prevé un aumento exponencial de los bonos de los Gobiernos locales. El plan del Gobierno es tener bonos por un valor de entre 1,4 y 1,7 billones de dólares para finales de 2017 con miras a alargar los vencimientos de la deuda local y evitar un «abismo presupuestario» por haber cerrado las puertas al sistema bancario paralelo. Sin embargo, si el flujo de ingresos de los Gobiernos locales no aumenta, en realidad solo se estarían aplicando paños de agua tibia.

---

<sup>14</sup> Tao Wang, «China's debt problem - Understand China's Economy» (parte II) (traducido del chino) (21 de febrero de 2017). Disponible en: <http://bond.10jqka.com.cn/20170221/c596541713.shtml>.

## **IV. RAZONES PARA EL RÁPIDO AUMENTO DE LA CARGA DE LA DEUDA**

Son muchas las razones de la escalada de la deuda en China desde que estalló la crisis financiera mundial. Existen factores tanto externos como internos, motivos estructurales y cíclicos, así como elementos económicos y sociales influyentes. Uno de los factores son las externalidades como la crisis financiera mundial y la consiguiente baja demanda agregada. La transición deliberada de China de un modelo de crecimiento basado en el comercio y la inversión a uno más dependiente del consumo interno y de la industria de servicios podría ser otra razón, ya que la transición induciría a invertir más en nuevos motores del desarrollo como los servicios, así como a orientar las inversiones a la satisfacción de las necesidades internas más que a las necesidades de los mercados extranjeros en los que la demanda se está contrayendo. Otras razones detrás de la acumulación de la deuda son los problemas causados por las etapas de desarrollo, un marco institucional débil, los cambios demográficos y las distorsiones económicas heredadas de decenios anteriores. A continuación enumeramos solo algunos de ellos:

### **A. El paquete de estímulos por 590 000 millones de dólares en 2008**

Una medida concreta anunciada por China conforme con la firme decisión del Grupo de los Veinte (G-20) de coordinar las políticas expansivas a fin de impulsar la demanda mundial tras el estallido de la crisis financiera mundial fue el importante paquete de estímulos fiscales puesto en marcha en noviembre de 2008 que ascendió a 4 billones de yuanes, es decir, unos 590 000 millones de dólares. La decisión de la adopción de esta política en China fue acogida con satisfacción en todo el mundo. Sin embargo, para 2008 China ya había tenido sus propios problemas estructurales como el exceso de capacidad y la burbuja inmobiliaria. Un importante fenómeno económico ha sido la competencia de precios reducidos en algunos sectores tradicionales como los textiles, el acero o el cemento. La relajación repentina del crédito en tales cantidades no podía ofrecer soluciones rápidas en términos de producción sin una importante reforma estructural. Vistas las cosas en perspectiva, cabe destacar las duras críticas al paquete de estímulo, particularmente en cuanto a su tamaño. Los economistas se preguntaban por qué China tomaba un medicamento muy fuerte cuando los países occidentales se resfriaban. Después de todo, la crisis financiera mundial se originó en los países desarrollados. Gran parte de la aplicación de las medidas del paquete de estímulo fue llevada a cabo por los Gobiernos locales. El deseo de obtener rápidamente la máxima rentabilidad del dinero recién impreso incitó a los inversores, entre ellos los Gobiernos locales, a invertir su dinero en proyectos inmobiliarios lo que trajo consigo importantes burbujas inmobiliarias en algunas ciudades grandes. En este proceso los Gobiernos locales y el sector corporativo han acumulado una cantidad sin precedentes de deuda, pero también han contribuido al crecimiento del PIB así como al comercio mundial agregado, en particular, el comercio de productos básicos. Asimismo, China siguió importando algunos productos básicos importantes y contribuyó a un 30 % del crecimiento mundial del PIB en los años posteriores a la aplicación de las medidas de estímulo.

### **B. Contracción de la demanda mundial**

Junto con el estímulo fiscal China ha anunciado también sus planes para reequilibrar la economía y pasar de la dependencia de la demanda externa al consumo interno, de centrarse principalmente en la manufactura a hacerlo en los servicios y del crecimiento del PIB a toda costa a un crecimiento más sostenible y favorable al medio ambiente. Aun así el reequilibrio

económico en China ha tenido lugar en un contexto de crisis financiera mundial y de desaceleración económica mundial. De haberse dado en años de robusto crecimiento del PIB el reequilibrio definitivamente habría resultado menos doloroso. La política expansiva no pudo encontrar buenas oportunidades productivas inmediatas en la economía real ya que no se logró aumentar inmediatamente el consumo interno. En consecuencia, gran parte del estímulo fiscal se destinó a inversiones en infraestructura con largos ciclos de inversión que no generan una rentabilidad alta y rápida. El crédito bancario también se destinó al desarrollo inmobiliario y a sostener empresas deficitarias. Como consecuencia, se agravaron las burbujas inmobiliarias y los préstamos morosos.

Con la contracción de la demanda mundial y las políticas de reequilibrio en China encaminadas a un crecimiento más autosostenido del PIB y menos dependiente de las exportaciones, sus superávits comerciales se vienen reduciendo desde hace algunos años. El superávit comercial era de un 9,9 % en 2007. En 2012 disminuyó a un 2,5 % y en 2016 a un 1,5 %.

### **C. Menor rendimiento de las inversiones y burbuja inmobiliaria**

Para el servicio de la deuda pública o privada hacen falta ingresos o rentabilidad aceptables. El rendimiento más bajo de las inversiones, causado ya sea por perturbaciones externas o por fallos estructurales internos, puede hacer disparar la deuda porque los deudores tienen que endeudarse más para refinanciar la antigua deuda a fin de que sus actividades sigan siendo viables. Sin embargo, a falta de una demanda interna y externa sólida y sin mejorar la productividad y la competitividad de las empresas mediante reformas, endeudarse ahora acarrearía dificultades para el servicio de la deuda en el futuro.

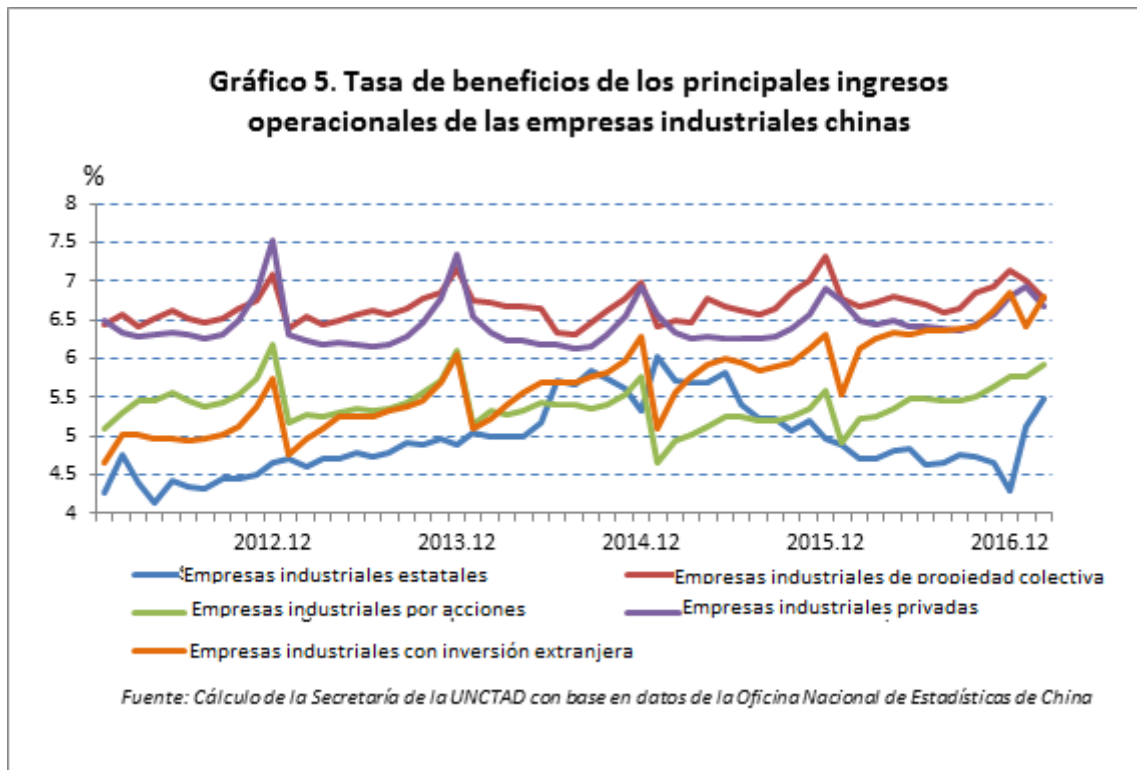
Aunque el aumento de la deuda es un fenómeno mundial desde el comienzo de la crisis financiera, el uso de la deuda ha sido diferente entre los países. En algunos la nueva deuda contraída se ha destinado a los balances del sector financiero y las corporaciones. Gran parte de la deuda se ha quedado en los balances o se ha usado con fines especulativos para obtener algo de rentabilidad en un contexto de tasas de interés bajas o negativas. La expansión del crédito en China se ha invertido principalmente en vivienda, infraestructura y en la refinanciación de la deuda de empresas zombis. Hicieron falta buenas oportunidades de inversión en el sector productivo ya que los beneficios ya habían comenzado a disminuir antes de la crisis financiera mundial. Esta tendencia se ha acentuado desde el inicio de la crisis (Gráfico 5). Circulan varias estimaciones sobre el nivel del rendimiento de las inversiones en China. Según una de las estimaciones haría falta cuatro veces el crédito otorgado en 2008 para generar la misma unidad de producción que en el período de rápido crecimiento económico<sup>15</sup>. Según las estimaciones de algunos expertos, la rentabilidad media de las inversiones de las empresas Chinas estaba por encima del 10 % antes de la crisis mundial, pero en 2016 era de un 5 %, es decir, cayó un 50%<sup>16</sup>. Tomando en consideración el costo de aumentar la financiación, las empresas apenas pueden alcanzar ahora el umbral de la rentabilidad.

---

<sup>15</sup> The Economist, informe especial, «Finance in China», 7 de mayo de 2016.

<sup>16</sup> Zhang Ming, 2016. Disponible en: <https://www.ishuo.cn/doc/jlhonfqf.html>.

<sup>17</sup> FMI, República Popular China: 2016 Consultas del Artículo IV, Informe sobre el país 16/270 (agosto de 2016).



Estos son algunos factores que contribuyen a acentuar la tendencia de la disminución de la rentabilidad de las inversiones:

a. La eliminación gradual del dividendo demográfico y el aumento de los costos de producción en China

La integración de China en la cadena de valor mundial y el período de rápido crecimiento económico desde finales de los años ochenta hasta el cambio de siglo se beneficiaron considerablemente de la mano de obra barata, abundante y educada que China tenía entonces. Sin embargo, la población en edad de trabajar en China se está reduciendo debido a la política del hijo único. La fuerza de trabajo comenzó a disminuir rápidamente desde 2010. Según la Oficina Nacional de Estadística de China, solo en 2015 se registró una disminución sin precedentes en el mundo, de 4,9 millones de trabajadores. A esto se suma el aumento del costo de la mano de obra y una mayor carga de la seguridad social para las empresas y el Gobierno. El envejecimiento de la población antes de alcanzar un nivel óptimo de prosperidad tiene un efecto negativo sobre el consumo interno debido a la necesidad de recurrir al ahorro cautelar antes de la jubilación y a la disminución de los ingresos después de esta.

Los costos de la producción frente a los costos de la mano de obra, en particular, la tierra, la electricidad y el material de producción, también han aumentado por un amplio margen.

b. El exceso de capacidad y los desafíos para la reforma de las empresas estatales son razones importantes del menor margen de beneficios. El crecimiento impulsado por la inversión ha sido un problema para China desde antes de 2008. La crisis financiera mundial que trajo consigo la contracción de la demanda externa y de la demanda interna ha agravado

y generalizado el problema del exceso de capacidad. La situación es particularmente grave en sectores tradicionales como los textiles, el acero y la minería. Sin embargo, las empresas estatales con exceso de capacidad han sido importantes beneficiarios del flujo de crédito. Su condición privilegiada para recibir créditos las hace menos propensas a modernizar la tecnología y a emprender reformas significativas para desarrollar su capacidad de poner en el mercado productos nuevos o mejorados. Además, las empresas estatales también soportan la carga de ayudar al Gobierno a reequilibrar la economía y a poner en marcha políticas sin causar inestabilidad social, lo que incluye evitar el despido de trabajadores. Lograr un equilibrio entre sus intereses comerciales y sus responsabilidades sociales o políticas es una tarea compleja que hace aún más problemática la reforma de las empresas estatales. En 2015 las empresas estatales, muchas de ellas gigantescas, representaban cerca del 55 % de la deuda de las empresas, pero solo generaron un 22% de producción económica<sup>17</sup>. Su margen de beneficios era menor que el de las empresas privadas o públicas.

Sería importante acabar con las empresas deficitarias indeseables incluidas las empresas estatales mediante una reforma para fortalecer las empresas viables y las empresas dinámicas y mejorar la efectividad de la asignación de activos. A este respecto China debería extraer enseñanzas de la experiencia del Japón y sus burbujas bursátil e inmobiliaria en los años ochenta cuando este país pasó por un largo período de deflación debido a su intento de evitar los cierres de empresas y bancos. La reforma de las empresas estatales sería penosa, pero no tomar cartas en el asunto sería peor y tendría mayor costo en el futuro.

### c. La burbuja inmobiliaria

Por estas razones, cuando las empresas tienen acceso al crédito suelen preferir canalizar gran parte del dinero hacia el sector inmobiliario. En muchas ciudades la especulación inmobiliaria se ha puesto de moda. Solo en 2016, según datos del Banco Central de China<sup>18</sup>, el crédito usado para el desarrollo inmobiliario fue de unos 3 800 billones de dólares, un aumento interanual de 5,67 billones de yuanes.

## **D. Operaciones de acarreo (*carry-trade*), corrientes financieras ilícitas y liberalización financiera**

China ha tomado medidas importantes para liberalizar las corrientes financieras transfronterizas desde 2009, aunque desde 2016 lo ha hecho a un ritmo más lento. Las instituciones financieras multilaterales han alentado la adopción de estas medidas, que también han sido consideradas necesarias para cumplir los criterios para integrar la cesta de monedas de los derechos especiales de giro (DEG) y para lograr una mayor integración en el mercado financiero. Entretanto la consolidación de las instituciones, en particular, la incorporación y la observancia de las normas y reglas necesarias, ha quedado rezagada. Ante este vacío, las empresas, los particulares y algunos actores del mercado financiero han emprendido actividades de arbitraje de tipos de cambio y tasas de interés que han generado grandes cantidades de préstamos a corto plazo y salidas de capital.

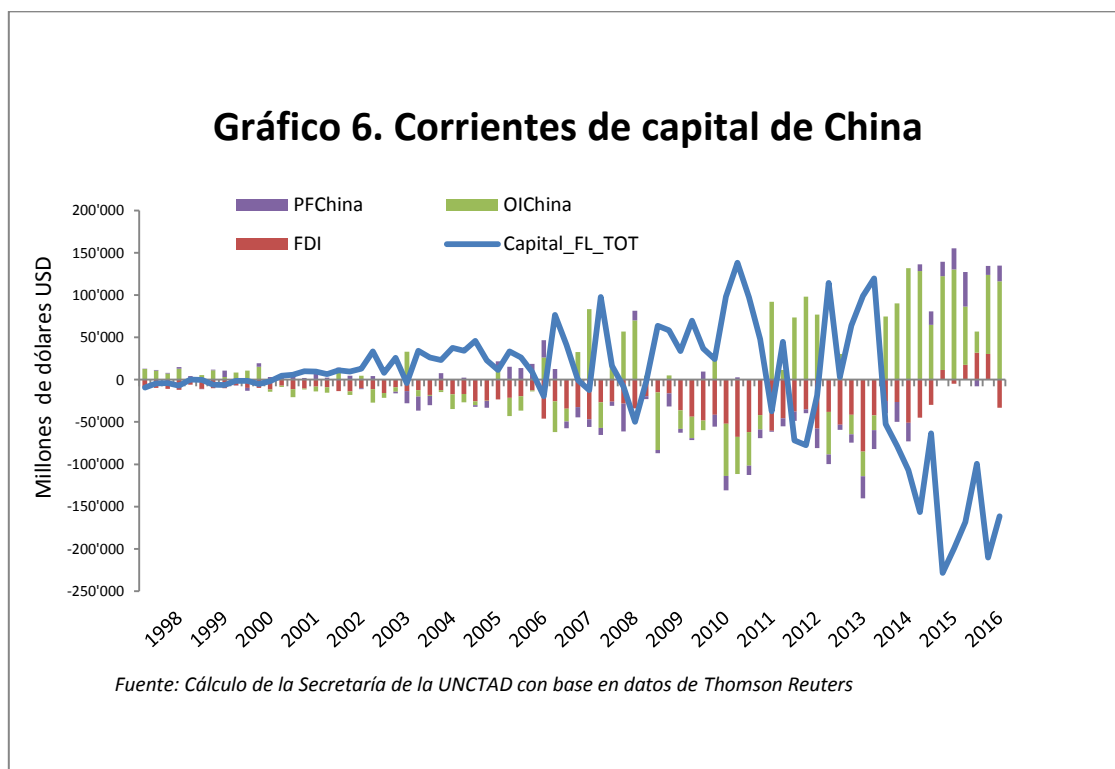
---

<sup>17</sup> FMI, República Popular China: 2016 Consultas del Artículo IV, Informe sobre el país 16/270 (agosto de 2016).

<sup>18</sup> Mo Kaiwei, «The meaning of a neutral and stable monetary policy», *China Net*, 23 de febrero de 2017. Disponible en: [http://opinion.china.com.cn/opinion\\_63\\_158163.html](http://opinion.china.com.cn/opinion_63_158163.html).

En el período comprendido entre 2012 y 2014 la moneda china se apreció considerablemente. Entonces las expectativas del mercado eran que el yuan se apreciaría aún más y para muchos, constituía una apuesta segura. Así, contraer préstamos en dólares con bancos extranjeros y cambiarlos por yuanes aseguraría una buena rentabilidad al depositar el dinero en los bancos chinos que ofrecían unas tasas de interés más elevadas que los países sujetos a políticas monetarias laxas. Algunos usarían el dinero para comprar productos de gestión patrimonial cuya rentabilidad sería mucho mayor que la de los depósitos bancarios. A diferencia de otros préstamos bancarios de mercados emergentes, los préstamos de los inversores chinos tenían vencimientos muy cortos previendo cambios en los tipos de cambio o en las tasas de interés. Gran parte de los préstamos entraban en la categoría de la financiación del comercio, incluidos los falsos acuerdos comerciales. A finales de 2008 China había contraído préstamos con bancos extranjeros por unos 200 000 millones de dólares. Para principios de 2014 representaban más de 1 billón de dólares. Entre 2014 y 2015 las reclamaciones llegaron a los 643 000 millones de dólares. Un 80 % de estas reclamaciones tenían vencimientos de menos de un año. Cuando el yuan comenzó a depreciarse los prestatarios chinos se precipitaron a reembolsar los préstamos. Según un informe del BPI<sup>19</sup>, las reclamaciones de los bancos extranjeros en China disminuyeron a 305 000 millones en 18 meses a junio de 2016.

Las corrientes ilícitas no declaradas también han aumentado. En la cuenta de capital china, la rúbrica «errores y omisiones», que abarca todas las operaciones transfronterizas que no han sido clasificadas adecuadamente, alcanzó la suma de 89 000 millones de dólares en el primer semestre de 2016 (Gráfico 6).



<sup>19</sup> Banco de Pagos Internacionales (BPI), 86º Informe Anual, 1 de abril de 2015-31 de marzo de 2015 (26 de junio de 2016).



## **E. Rápida expansión del sistema bancario paralelo, especialmente de los productos de gestión patrimonial**

El sistema bancario paralelo comprende las actividades de intermediación de instituciones financieras no bancarias realizadas fuera del marco de la reglamentación financiera. Gran parte de estas actividades corresponde a actividades que no se incluyen en los balances, realizadas por los bancos comerciales mediante instrumentos como los productos de gestión patrimonial.

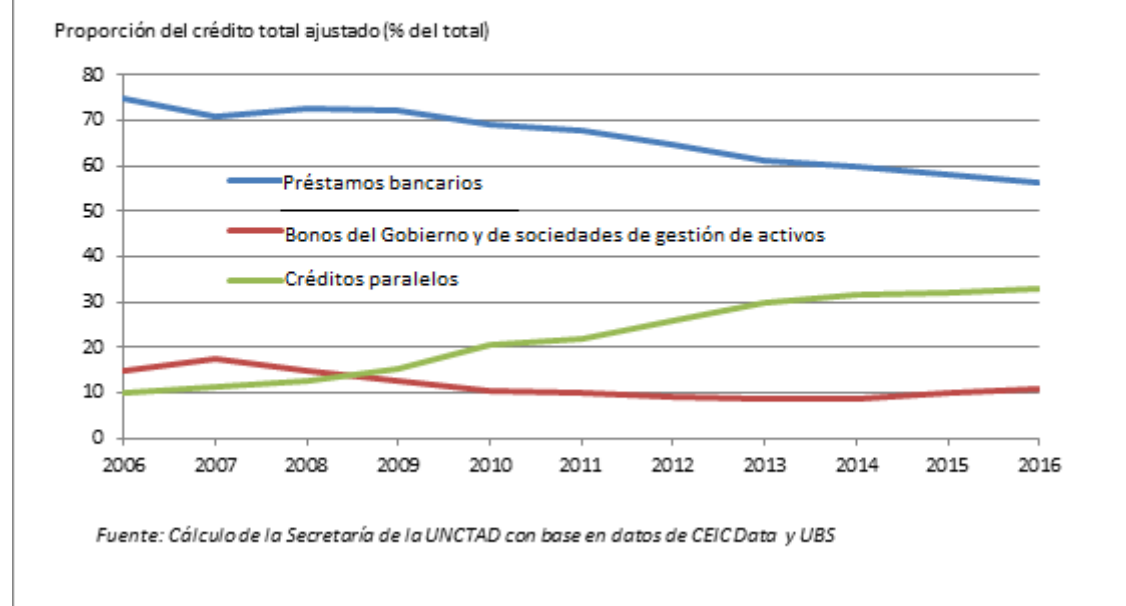
El sistema bancario paralelo de China es modesto en comparación con el de muchas economías avanzadas. Sin embargo, la velocidad de su expansión fue extraordinaria (Gráfico 7). Antes de la apertura de China los préstamos bancarios eran la única fuente de crédito y de intermediación financiera. A principios de la década de 2000 a falta de mercados de bonos y de bolsas de valores desarrolladas, la proporción de los préstamos bancarios era predominante. Por esta razón el mercado financiero de China se centró en los bancos y estuvo dominado principalmente por los cuatro principales bancos de China durante muchos años después de su apertura. La crisis financiera mundial desalentó las actividades del sistema bancario paralelo en muchos países avanzados, pero en China se dispararon desde 2008 cuando las instituciones financieras intentaron ser creativas y hacer uso de la iniciativa del Gobierno central de recurrir a la liberalización financiera al ver en esta una oportunidad para eludir las normas. En un contexto de tasas de interés muy bajas, si bien tenían abundante liquidez, los bancos han registrado beneficios operativos más bajos. Las grandes empresas con fácil acceso al crédito también buscaron oportunidades para obtener una rentabilidad más alta. En el otro extremo del espectro, las empresas privadas y las más pequeñas necesitaban créditos y a veces sólo podían obtenerlo a tiempo mediante los canales del sistema bancario paralelo. Así pues, el lento crecimiento económico y la contracción de la demanda mundial, así como las medidas de estímulo fiscal abonaron el terreno para que prosperaran actividades financieras fuera del balance.

Se estima que el volumen de las finanzas paralelas en China era de más de 40 billones de yuanes en 2015<sup>20</sup>, es decir, cerca de dos terceras partes del PIB. Mientras que los préstamos bancarios parecen estar disminuyendo en los últimos años, los créditos paralelos registraron un aumento constante entre 2008 y 2009 y un rápido aumento desde 2009. Si a esto se suma la deuda total, seguramente aumentaría la relación entre la deuda y el PIB en China por un margen importante.

---

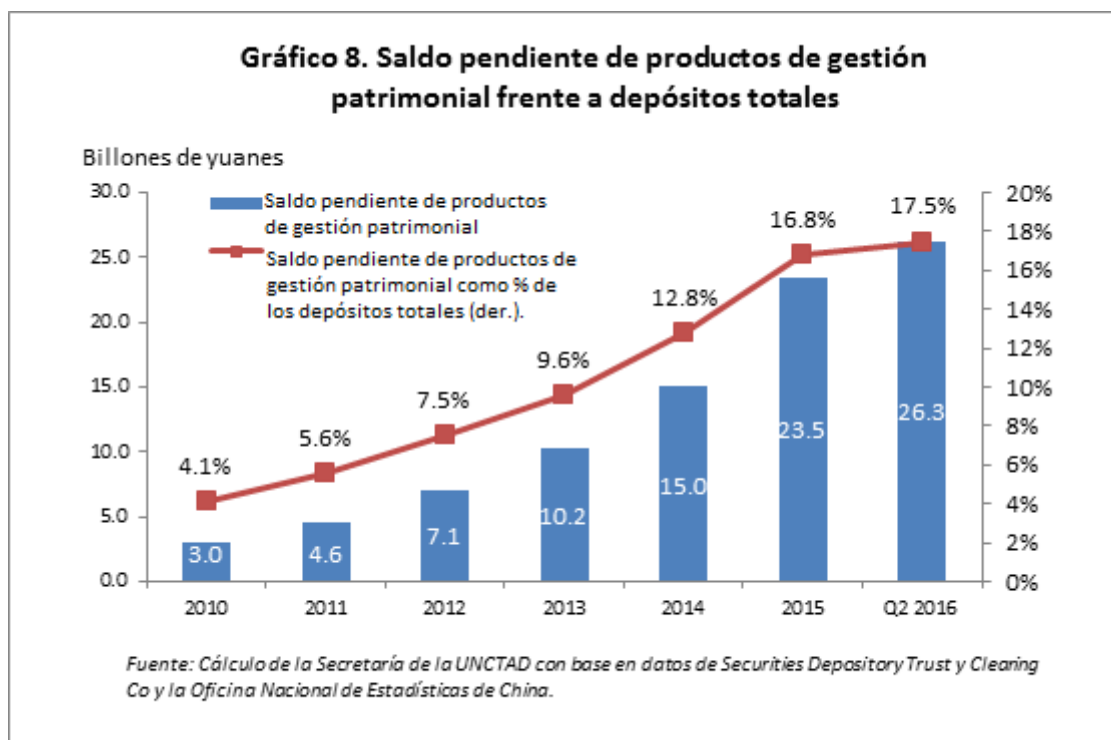
<sup>20</sup> FMI, Informe sobre la estabilidad financiera mundial (octubre de 2016).

**Gráfico 7. Aumento de los créditos paralelos en China**



Los productos de gestión patrimonial son el principal instrumento del sistema bancario paralelo. Son similares a los instrumentos de deuda y tienen unas tasas de interés más elevadas que las de los préstamos bancarios normales. Lo que es más importante, la mayoría de las veces podrían presentarse de manera diferente de forma que no aparezcan en los balances de los emisores y de los propietarios ya que los productos de gestión patrimonial no figurarían como préstamos normales sino como inversiones y serían clasificados como «cuentas por cobrar por inversiones». De este modo puede evitarse la contabilización de los productos de gestión patrimonial en el cálculo de los requisitos de reserva de los bancos. Por ejemplo, si un banco le vende a otro un producto de gestión patrimonial y luego lo compra en el mercado interbancario, el producto de gestión patrimonial vendido así sea un día antes podría clasificarse como un activo bancario y no como un pasivo. Los bancos ganarían en tres frentes: obtendrían mayores beneficios en las operaciones, registrarían mayores coeficientes de garantía y necesitarían reservar menos dinero para satisfacer los requisitos de capital. Los plazos de vencimiento de los productos de gestión patrimonial suelen ser cortos. Su rápido aumento se debe principalmente a la urgencia que tenían los bancos, los inversores y los hogares que depositaban su dinero en los bancos de obtener una rentabilidad más alta en un clima de tasas de interés bajas desde que comenzó la crisis financiera mundial. Gracias a estos instrumentos los bancos pueden sortear los límites impuestos a las tasas de interés por el Banco Central para evitar la guerra de tasas de interés entre los bancos. Es un recurso creativo que utilizan los bancos para mantener la rentabilidad y la participación en el mercado en niveles aceptables durante el período de políticas monetarias laxas adoptadas por el Gobierno a raíz de la desaceleración del crecimiento económico mundial y nacional. En esa época las tasas de interés en China se situaban en torno al 2 %. En lugar de guerras de tasas de interés, los bancos, en particular los pequeños y medianos, han encontrado en el sistema bancario paralelo un recurso efectivo para atraer clientes con la promesa de mayor rentabilidad (alrededor del 5 %, es decir, 2 % o 3 % más alta que los depósitos bancarios).

Los productos de gestión patrimonial registraron un aumento espectacular de un 4,1% de los depósitos bancarios totales en 2010 a 17,5 % en el segundo semestre de 2016 por un valor de 26 300 billones de yuanes según la Securities Depository Trust & Clearing Co del Gobierno chino. (Gráfico 8).



Al ver los riesgos potenciales de los productos de gestión patrimonial, el Banco Central intentó primero que todo, ponerles freno a los bancos importantes. Desde 2015 se ha limitado la emisión de productos de gestión patrimonial de los grandes bancos al exigirles mostrarlos en sus balances. Sin embargo, los pequeños y medianos bancos de varias provincias siguieron emitiendo cantidades importantes de productos de gestión patrimonial.

En enero de 2016 el ministerio de Finanzas anunció su plan de incluir los productos de gestión patrimonial en la medición del crecimiento del crédito, lo que significa que estos productos deberán declararse en los balances de los bancos. Desde el primer trimestre de 2017, el Banco Central de China (PboC) comenzó a incluir los activos detrás de los productos de gestión patrimonial en su evaluación macroprudencial. Por lo tanto, los productos de gestión patrimonial están siendo incluidos en la evaluación de los riesgos bancarios. La Comisión Reguladora de la Banca de China les exigirá a los bancos reservar capital para respaldar los productos de gestión patrimonial. Se espera que unas reglas y normas contables más estrictas pongan coto al aumento de los productos de gestión patrimonial ya que las nuevas emisiones deberán acatar las medidas adoptadas recientemente. Sin embargo, también deberán mantenerse bajo control los fondos y empresas de valores para mantener a raya el aumento de los productos de gestión patrimonial pues ya habían superado a los bancos convirtiéndose en los principales emisores de estos productos en 2016.

## **V. CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LA ECONOMÍA CHINA PARA TOLERAR UN ALTO COEFICIENTE DE ENDEUDAMIENTO**

La economía china posee algunas características especiales que le han permitido soportar un mayor coeficiente de deuda con respecto al PIB que muchas otras economías emergentes y en desarrollo.

### **A. Una economía grande, diversificada y en crecimiento con un fuerte papel del Estado**

La economía china es la segunda economía más grande del mundo. En 2016 su PIB era de más de 70 000 billones de yuanes. En términos de superficie territorial ocupa el cuarto lugar en el mundo. Las etapas de desarrollo en este país tan grande son muy diversas; de niveles bajos a niveles altos de desarrollo. Mientras que las regiones costeras y Beijing son mucho más avanzadas en todos los aspectos del desarrollo económico, el noroeste y otras regiones siguen relativamente atrasadas. Esta característica hace posible aplicar el modelo de desarrollo económico en cuña en el país. Por ejemplo, algunas regiones más avanzadas han intentado impulsar el desarrollo de regiones menos avanzadas. Además, tanto la industria manufacturera como el sector de los servicios y la agricultura contribuyen al crecimiento del PIB, por lo que la economía está bastante diversificada. Por ejemplo, la industria de los servicios registró un sólido crecimiento. La economía en conjunto sigue creciendo. La tasa de crecimiento del PIB de China de un 6,7 % es aceptable, especialmente en el contexto mundial actual. Aunque por muchos años el crecimiento de China ha sido impulsado por la inversión o estimulado por la deuda, han surgido algunos nuevos sectores económicos dinámicos como los servicios o productos relacionados con la energía verde, entre otros. Recientemente el FMI revisó al alza las perspectivas de crecimiento del PIB para 2017 en 0.3 puntos porcentuales a un 6,5 % mientras que redujo las perspectivas de crecimiento del PIB de otros países<sup>21</sup>.

El tamaño de la economía, la estructura económica diversificada y la intención de aprovechar las diferencias del desarrollo económico dentro del país para favorecer el modelo de desarrollo en cuña, le dan a China una mayor capacidad para aguantar las perturbaciones económicas externas e internas y más margen de maniobra para hacer afrontar los retos económicos emergentes. En comparación con economías pequeñas fuertemente dependientes de uno o dos productos básicos, China goza de mayor flexibilidad para resistir un mayor nivel de deuda.

Además, el papel del Estado sigue siendo importante ya que algunas grandes corporaciones y bancos son estatales, aunque el mercado ha comenzado a desempeñar un papel prominente en las actividades comerciales. Cuando los más grandes prestamistas y prestatarios están todos bajo la supervisión del Gobierno central cuya deuda y déficit presupuestario son bajos, el Gobierno tiene la capacidad y el margen de maniobra en materia de políticas para reunir nuevo capital para ayudar cuando sea necesario a los bancos y empresas en dificultades, así como para afianzar la confianza de los depositantes en el sector financiero si verdaderamente debe hacerlo. El Gobierno también está en condiciones de asumir un papel de liderazgo para coordinar e iniciar reestructuraciones de la deuda o adoptar

---

<sup>21</sup> FMI, Actualización de Perspectivas de la Economía Mundial, 16 de enero de 2017.

medidas de mitigación algo más moderadas para evitar quiebras o eventos de crédito problemáticos que irían en detrimento de la estabilidad financiera.

## **B. Deuda principalmente interna y baja deuda externa**

Según Moody's, la deuda interna<sup>22</sup> de China representaba un 196,8 % del PIB y la deuda externa un 8,6 % en 2014 y un 7 % en 2015. La deuda externa es mucho menor que la de muchas economías emergentes y en desarrollo. Por lo tanto, China no tiene dificultades para sufragar el servicio de su deuda externa. El más reciente informe regional del FMI indica que<sup>23</sup> las reclamaciones de los bancos extranjeros en China con diferentes vencimientos de cartera representaron 1 billón de dólares. La inversión extranjera directa (IED) y las inversiones de cartera representan en conjunto un 70 % de los pasivos externos<sup>24</sup> de China, lo que constituye una estructura de pasivos mucho más segura que la deuda en moneda extranjera. Si bien este tipo de inversiones también podrían salir del país si los inversores así lo desean, la intervención cambiaría en China, que suele ser masiva, y los controles de capital podrían compensar estos movimientos en muchos casos. Su posición internacional de inversión neta es de unos 1,6 billones o 15 % del PIB. China sigue siendo un acreedor neto.

## **C. Bajo nivel de deuda del Gobierno central**

La deuda pública de China ha aumentado notablemente: según las estimaciones de Moody's pasó de un 32,5 % del PIB en 2012<sup>25</sup> a un 40,6 % a finales de 2015. La deuda del Gobierno central era de un 17 % del PIB en 2015. Este coeficiente sigue estando por debajo del coeficiente de la deuda pública con respecto al PIB de las principales economías avanzadas. Si se emplea el método más amplio del FMI para calcular la deuda pública que abarca todos los tipos de deuda pública local como préstamos bancarios y bonos, habrá sido de un 60 % del PIB en 2015<sup>26</sup>. La deuda del Gobierno central es menor que la de muchos países en desarrollo y desarrollados. La deuda corporativa y la deuda del Gobierno local son principalmente internas. Por consiguiente, la probabilidad de que tenga lugar una crisis monetaria es baja. De ser necesario, el Gobierno central estaría en condiciones de estimular la economía aumentando su deuda.

## **D. Crédito obtenido principalmente del sector bancario**

---

<sup>22</sup> Global Credit Research, «Moody's changes outlook on China's Aa3 government bond rating to negative from stable; affirms Aa3 rating», 2 de marzo de 2016. Disponible en: [https://www.moody.com/research/Moodys-changes-outlook-on-Chinas-Aa3-government-bond-rating-to--PR\\_343931](https://www.moody.com/research/Moodys-changes-outlook-on-Chinas-Aa3-government-bond-rating-to--PR_343931).

<sup>23</sup> FMI, Perspectivas económicas regionales de Asia y el Pacífico, abril de 2016, Cuadro 2.3, «China Opening Up: The Evolution of Financial Linkages».

<sup>24</sup> E Prasad, «China's economy and financial markets: Reforms and risks», Declaración ante la Comisión U.S. China Economic and Security Review Commission sobre el estado de las reformas económicas orientadas al mercado en China, abril 27 de 2016. Available from <http://www.brookings.edu/research/testimony/2016/04/27-china-economy-financial-markets-prasad>.

<sup>25</sup> Global Credit Research, «Moody's changes outlook on China's Aa3 government bond rating to negative from stable; affirms Aa3 rating», 2 de marzo de 2016. Disponible en: [https://www.moody.com/research/Moodys-changes-outlook-on-Chinas-Aa3-government-bond-rating-to--PR\\_343931](https://www.moody.com/research/Moodys-changes-outlook-on-Chinas-Aa3-government-bond-rating-to--PR_343931).

<sup>26</sup> Atradius, op. cit.

Si bien los mercados bursátiles y de bonos han crecido rápidamente, los bancos siguen siendo los principales medios de canalización del crédito. El sistema bancario no tiene un alto nivel de apalancamiento. En 2015, un 58 % de la deuda corporativa provino de los préstamos bancarios mientras que la financiación directa de los bonos y el crédito del sistema bancario paralelo fueron relativamente menos importantes. El sistema bancario es líquido y se financia principalmente con los depósitos. Los depósitos bancarios ascendieron a más de 200 % del PIB, aunque es difícil obtener el monto preciso de los productos de gestión patrimonial. Si bien los rápidos cambios en el mercado financiero de China han modificado el panorama, el sistema financiero aún no tiene la sofisticación de las economías avanzadas en donde la titulización es más frecuente que en China. Según un economista de la agencia de calificación crediticia Fitch sobre esta característica particular del sistema financiero chino, este está dominado por los bancos y su financiación proviene principalmente de los particulares. Tanto los bancos como los prestatarios son propiedad del Estado o son fuertemente dependientes de este. Estos factores indican que una pérdida absoluta de confianza entre los acreedores que pudiera precipitar una crisis financiera es poco probable en China<sup>27</sup>.

### **E. Alta tasa de ahorro, especialmente de los hogares**

El ahorro bruto de China se sitúa en torno al 50 % del PIB<sup>28</sup>. Por su parte, la deuda de los hogares es relativamente baja y su tasa de ahorro es alta, lo cual constituye un factor amortiguador importante. El análisis de los economistas del FMI también confirma que hay una beneficiosa distribución del riesgo entre los hogares y las empresas. Los países que ahorran más pueden permitirse un mayor endeudamiento. La deuda de los hogares equivale ahora al 38 % del PIB. Gran parte de la deuda está concentrada en las hipotecas sobre la vivienda consideradas garantías de alta calidad, en particular porque al Gobierno no le conviene el estallido de la burbuja inmobiliaria que claramente sería perjudicial para la estabilidad social. La probabilidad de incumplimiento del pago de la hipoteca es baja. Por su parte, la tasa de ahorro de los hogares es alta. El total de activos líquidos en el sistema bancario chino alcanzó un 80 % del PIB en 2015. Considerando que el envejecimiento de la población llegará a su máximo nivel en los próximos años y ante la falta de un buen sistema de seguridad social, la tendencia a una tasa alta de ahorro cauteloso sigue prevaleciendo. El sector bancario es el principal intermediario en el ahorro de los hogares. La deuda relativamente baja de los hogares y la alta tasa de ahorro brindan estabilidad al sistema financiero y minimizan el riesgo de una reducción rápida del consumo que puede tener efectos negativos sobre el crecimiento, el empleo y la inversión. Esta distribución de los riesgos entre los hogares y las empresas, que implica que los hogares ahorran y las empresas se endeudan, es una de las principales razones de la baja deuda externa china.

### **F. Controles de capital e influencia del Gobierno**

Aunque China ha emprendido reformas, su cuenta de capital aún no está plenamente liberalizada y el Gobierno ha actuado con cautela a este respecto. La transferencia de fondos al extranjero pasa por controles previos. Normalmente habrá mayores controles de capital y se impondrán otras medidas correctivas en momentos de salidas importantes de dinero.

---

<sup>27</sup> Huileng Tan, «China hard landing unlikely but debt levels a concern: Fitch», CNBC, 5 de abril de 2016. Disponible en: <http://www.cnbc.com/2016/04/05/china-hard-landing-unlikely-but-debt-levels-a-concern-fitch.html>.

<sup>28</sup> Steve Johnson, «Asians save, but Latin Americans spend», EM Squared, *The Financial Times*, 4 de mayo de 2016.

Además, el Gobierno tiene una gran influencia en los bancos y las empresas estatales, lo que facilita la adopción más rápida de medidas correctivas que en otras economías. Aunque el control de capitales siempre presenta importantes fugas por distintos canales, puede desempeñar una función importante para mantener la liquidez en el país.

### **G. Grandes reservas de divisas y nivel importante de activos líquidos**

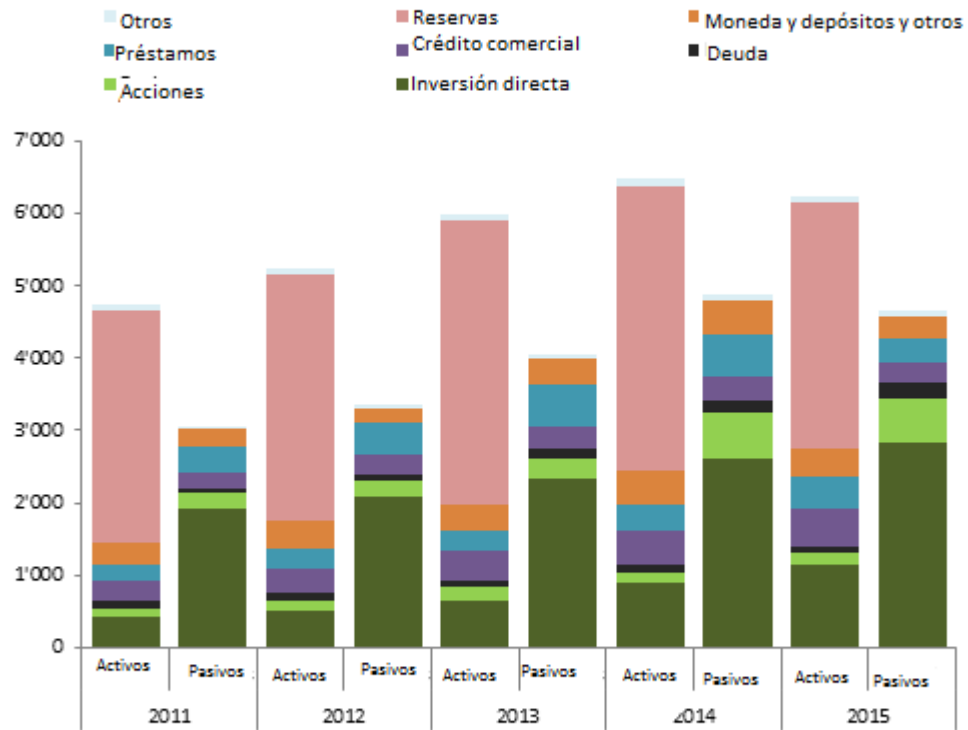
China cuenta con un colchón de liquidez importante para protegerse en caso de crisis financiera. Aunque las reservas de divisas del Gobierno central disminuyeron con respecto a niveles anteriores, a finales de 2016 ascendían a unos 3 billones de dólares (Gráfico 9) y siguen siendo las mayores del mundo. Por otra parte, la deuda externa de China es baja. Aunque el superávit comercial ha disminuido, el superávit en cuenta corriente sigue siendo satisfactorio y los bancos siguen manteniendo un nivel relativamente adecuado de liquidez.

Aunque el nivel de endeudamiento de las empresas chinas es alto ya que asciende a un 160 % del PIB, sus activos totales representan alrededor de 180 % del PIB; un coeficiente mayor que el de otras economías emergentes<sup>29</sup>. Dado que China ha tenido hasta ahora pocos casos de bancarrota y no hay información disponible sobre la calidad de los activos de las empresas, es difícil de determinar si en períodos de crisis podría mantenerse un valor razonable de los activos y si la liquidación de los activos podría llevarse a cabo sin complicaciones.

---

<sup>29</sup> FMI; Informe sobre la estabilidad financiera mundial del FMI, octubre de 2016, Gráfico 3.2.1, recuadro 1.

**Gráfico 9. Activos y pasivos de China**  
(miles de millones de dólares)



Fuente: Cálculo de la Secretaría de la UNCTAD con base en datos del FMI, el Banco Mundial y CEIC.



## VI. DEBILITAMIENTO DE LOS FACTORES DE RESISTENCIA Y AUMENTO DE LOS RIESGOS SISTÉMICOS

Pese al tamaño y a la composición de la deuda de China, así como a los parámetros económicos fundamentales y a las posiciones financieras que contradicen la predicción de una inminente crisis de la deuda, las vulnerabilidades y los riesgos económicos y financieros sistémicos subyacentes van en aumento. Además, algunos factores de resistencia como las altas tasas de ahorro y las grandes reservas de divisas se han debilitado y deteriorado, especialmente desde el inicio de la crisis financiera mundial. La efectividad de las políticas gubernamentales y del control estatal se ha visto comprometida hasta cierto punto por el sistema bancario paralelo. Por estas razones, las probabilidades de que algunos cambios internos y externos repentinos desaten una crisis financiera sistémica han aumentado.

### A. Sorprendente velocidad del aumento de la deuda y rendimientos decrecientes

Los economistas suelen usar con frecuencia adjetivos como *sorprendente* o *espectacular* para describir el rápido crecimiento económico de China durante las décadas de los años ochenta y noventa. Actualmente los mismos dos adjetivos podrían servir para describir el aumento de la carga de la deuda china. A principios de la crisis financiera mundial en 2008, la deuda de China con respecto al PIB oscilaba entre el 164 % y el 170 % según diferentes fuentes de datos. En comparación con la proporción actual de la deuda con respecto al PIB de un 260 %, en los últimos siete años se ha registrado una acumulación de la deuda sumamente peligrosa. Sin embargo, este rápido aumento de la deuda también deja al descubierto algunas distorsiones y riesgos sistémicos. El aumento de la deuda del Gobierno central no fue grande, pero el de la deuda empresarial fue enorme. Los préstamos del sistema bancario paralelo y los bonos aumentaron rápidamente. Lo alarmante de este fenómeno es que el aumento del crédito que ya de por sí era rápido, se aceleró en 2016. Según algunos informes, el crecimiento del crédito en el primer trimestre (Credit growth in the first quarter) ascendió a 7,8 billones de yuanes, lo que representa un 58 % con respecto al mismo trimestre de 2015<sup>30</sup>. La primera ronda de la política crediticia expansiva en respuesta a la crisis financiera mundial de 2008 tuvo algunos efectos positivos para contrarrestar los efectos negativos de la crisis al aumentar la demanda agregada. Sin embargo, ahora la eficiencia marginal del aumento del crédito está disminuyendo debido a que un aumento en cada unidad de crédito en China está generando una cantidad cada vez menor de PIB. Algunos economistas han estado debatiendo si lo anterior es resultado de inversiones improductivas<sup>31</sup> como los préstamos otorgados a las llamadas empresas zombis -empresas ineficientes o con exceso de capacidad- para mantenerlas a flote. También puede ser el caso que el dinero prestado se haya mantenido en el balance de las empresas y no se haya invertido en sectores productivos. Por lo tanto, ha llegado el momento de examinar de cerca la utilización del crédito y las políticas crediticias. Recurrir a políticas expansivas para estimular la economía sin considerar la capacidad amortiguadora y la eficiencia podría ser contraproducente y crear burbujas e inversiones improductivas.

---

<sup>30</sup> Bob Bryan, «LARRY FINK: There's a '20% chance' China's debt bubble bursts,» *Business Insider*, 27 de abril de 2016. Disponible en: <http://uk.businessinsider.com/fink-20-chance-china-debt-bubble-bursts-2016-4?r=US&IR=T>.

<sup>31</sup> Tao Wang, óp. cit.

## **B. Los préstamos morosos del sector empresarial y de los Gobiernos locales son una amenaza para el sector bancario**

No es sorprendente que con una débil demanda mundial, un exceso de capacidad interna y un aumento de los riesgos de crédito debido al alarmante crecimiento del sistema bancario paralelo los préstamos morosos estén aumentando. Sin embargo, es difícil estimar el tamaño de este aumento debido a la dificultad de conseguir los datos. Para complicar más las cosas, la definición de los *préstamos morosos* en China es más amplia y más vaga que la del FMI.

Un alto funcionario de la Comisión Reguladora de la Banca de China encargado de supervisar las grandes instituciones financieras estatales afirmó en 2016 que la presión de los préstamos morosos de 2015 fue la peor desde 2004 cuando fueron recapitalizados los bancos más importantes<sup>32</sup>.

Según el Informe sobre la estabilidad financiera mundial del FMI de abril de 2016, se estima que un 15,5 % de los préstamos de los bancos comerciales a las empresas o 1,3 billones de dólares (12 % del PIB) están potencialmente en riesgo de convertirse en préstamos morosos ya que los beneficios de las empresas no demuestran su capacidad para hacer frente al servicio de sus deudas. Además, es poco probable que los Gobiernos locales tengan la capacidad de atender el servicio de esta deuda excesiva que asciende a 4 billones de dólares. En mayo de 2014 China publicó el resultado de la auditoría nacional de las finanzas de los Gobiernos locales que concluía que un 40 % de los préstamos se reembolsaban mediante la venta de tierras<sup>33</sup>. Lo anterior demuestra que los Gobiernos locales no poseen fuentes fiables y sostenibles de ingresos para el servicio de su deuda. La auditoría demostró también que un 20 % de los nuevos préstamos ya se habían usado para pagar la deuda antigua. Aunque los prestatarios suelen recurrir a la estrategia de atender el servicio de la deuda antigua con el dinero de los nuevos préstamos, ambas conclusiones señalaban el riesgo del aumento de los préstamos morosos a nivel del Gobierno local.

Con las iniciativas actuales de los Gobiernos locales para disminuir el apalancamiento y del sector empresarial para reducir la capacidad excesiva, aumentan los riesgos del impago de los empréstitos en diferentes formas, tanto préstamos como bonos. No cabe duda de que los impagos y las quiebras perjudicarán al sector bancario y aumentarán el volumen de los préstamos morosos. En vista de los riesgos sistémicos potenciales de los préstamos morosos del sector empresarial y de los Gobiernos locales para el sector bancario, el Gobierno central ha autorizado a las empresas permutar su deuda a cambio de activos, es decir, la conversión de la deuda en capital. Tanto China como otros países ya habían recurrido antes a esta técnica, que resulta muy efectiva en tiempos de buen crecimiento económico ya que con el tiempo el tamaño de la deuda disminuye a un nivel manejable, como ocurrió en China a finales de la década de los años noventa. Sin embargo, cuando el crecimiento económico es más lento, como ahora, puede no ser tan efectiva y puede incluso agravar la carga sobre el sistema bancario ya que los bancos podrían perder la oportunidad comercial de recibir pagos de intereses y del principal y tampoco podrán vender sus participaciones al banco central o a

---

<sup>32</sup> *The Wall Street Journal*, «CHINA'S ECONOMIC SLOWDOWN: Deleveraging could be healthy if private firms are allowed to grow», 14 de agosto de 2016. Disponible en: <https://www.wsj.com/articles/chinas-economic-slowdown-1471194066>.

<sup>33</sup> MIT (Instituto Tecnológico de Massachusetts), Centro de Finanzas y Políticas, «China's Growing Local Government Debt Levels», Informe sobre políticas, enero de 2016. Disponible en: <http://gcfp.mit.edu/wp-content/uploads/2013/08/China-Local-Govt-Debt-CFP-policy-brief-final.pdf>.

otros bancos. En abril de 2016<sup>34</sup> el FMI publicó un informe en el que alertaba que la transformación de plazos de vencimiento y de liquidez mediante la conversión de deuda en capital sería aplicar paños de agua tibia y no atacar de raíz el problema de los préstamos morosos. Por otra parte, podría empeorar la calidad de los activos bancarios. El informe del FMI señala que aunque la deuda empresarial se encuentra actualmente en un nivel manejable, es urgente abordar la cuestión para evitar problemas graves en el futuro. De igual manera, los Gobiernos locales estarán autorizados a permutar un millón de yuanes swap 1 trillion yuan (160 000 millones de dólares) de sus deudas actuales con intereses altos por bonos de menor costo. En vista de las conclusiones de la auditoría de 2014 sobre la deuda del Gobierno local, quizás este canje debería ir acompañado por políticas para aumentar los ingresos del Gobierno local y mejorar la eficiencia de sus inversiones. La conversión de deuda en capital podría brindar protección contra el deterioro de la calidad de los activos bancarios. Las directrices elaboradas por el Consejo de Estado de la República Popular de China en octubre de 2016 con el objetivo de reducir la carga de la deuda prohíben de forma explícita a los bancos mantener capital de los canjes de deuda en capital, lo cual constituye una decisión acertada. De lo contrario, esta conversión conllevaría el riesgo de convertir la deuda empresarial y del Gobierno local en deuda bancaria con vencimientos más largos. La velocidad del desapalancamiento sería un factor importante puesto que cualquier desapalancamiento y reducción de la reserva de las empresas drásticamente aumentaría los niveles de préstamos morosos y las posibilidades de bancarrota en el sector bancario ya que la financiación directa mediante bonos y otros instrumentos financieros sigue siendo mucho menos importantes que la de los préstamos bancarios.

Los altos niveles de los préstamos morosos en el sector bancario también minarían la confianza de los hogares que son importantes tenedores de activos de los bancos. El efecto negativo sobre su confianza en el sector bancario traería consigo un aumento de las salidas de capital.

### **C. Riesgos sistémicos del sistema bancario paralelo y de los productos de gestión patrimonial en particular**

El sistema bancario paralelo supone un riesgo cada vez mayor para la estabilidad financiera y el vigor del sector bancario debido a su rápida expansión, a su relación con la financiación mayorista y a que desvía la atención de los activos bancarios de calidad.

Los productos de gestión patrimonial se han vuelto más populares y su crecimiento es cada vez más preocupante

Debido a la opacidad de los productos de gestión patrimonial la falta de datos fiables ha impedido conocer a fondo los riesgos reales que plantean. El seguimiento más estricto de los productos de gestión patrimonial por parte de algunas instituciones últimamente ha brindado más información sobre el modelo de inversión y la magnitud de estos productos y ha permitido comprender mejor los riesgos que plantean para la estabilidad del sector bancario si no están debidamente reglamentados. Estos son algunos de los riesgos:

---

<sup>34</sup> D. James, J. Garrido, y M. Moretti, «Debt-Equity Conversion and NPL Securitization in China: Some Initial Considerations», Notas Técnicas y Manuales del FMI No. 2016/5 (abril de 2016).

a. Desfases de los plazos de vencimiento Los plazos de vencimiento de los productos de gestión patrimonial suelen ser cortos. En 2015 más de la mitad de los productos de gestión patrimonial tenía plazos de vencimiento de menos de 90 días y un 13 % más cortos que 30 días<sup>35</sup>. Teniendo en cuenta que los fondos de productos de gestión patrimonial no se utilizan únicamente para los préstamos interbancarios que suelen ser a corto plazo, también financian bonos corporativos. Por tanto, los desfases de los plazos de vencimiento son evidentes. Cualquier acontecimiento en los mercados que incite a los inversores a salir en desbandada a vender sus productos de gestión patrimonial provocaría un enorme problema de liquidez para los bancos y otros inversores.

b. Dificultad para controlar el crecimiento del crédito La falta de transparencia en el sistema bancario paralelo hace más difícil controlar el crecimiento del crédito. Muchos productos de gestión patrimonial no aparecen en los balances de los bancos. Los productos de gestión patrimonial estructurados, que se componen de múltiples tramos con diferentes niveles de riesgo y niveles rentabilidad en función de éstos, son incluso más opacos y es difícil calcular su apalancamiento.

c. Riesgos del crédito: La falta de análisis someros o aceptables de los préstamos y de los inversores en el sistema bancario paralelo, especialmente de los productos de gestión patrimonial, ha reducido la calidad de los activos del sector bancario y podrían generar riesgos futuros del crédito. Por su parte, los bancos pequeños y medianos pueden tener problemas de viabilidad ya que están muy expuestos a los problemas de los inversores. Los productos de gestión patrimonial son responsables de gran parte de las inversiones antieconómicas o de la mala distribución de los recursos puesto que canalizan el crédito hacia quienes no reúnen los requisitos para obtener préstamos normales de los bancos. Los productos de gestión patrimonial ofrecen acceso al crédito a sectores industriales que ya tienen exceso de capacidad, a promotores inmobiliarios en regiones con exceso de oferta inmobiliaria y al Gobierno local. Usualmente los productos de gestión patrimonial no garantizan beneficios. Sin embargo, las pérdidas no son frecuentes pues los bancos no quieren perder a sus clientes.

d. Desvío de los activos de calidad del sector bancario: Tomemos por ejemplo los depósitos bancarios de los hogares. Los ahorros de los hogares son muy importantes para la estabilidad financiera de China y la solidez de los balances de los bancos ha sido vital para el vigor del sector bancario. Antes, los hogares no tenían otra opción que depositar sus ahorros en los bancos. En 2008 un 70 % de los fondos de los bancos chinos que cotizan en bolsa provino de los depósitos<sup>36</sup>, con una gran contribución de los hogares. Con la liberalización financiera y la ampliación del mercado financiero, los hogares ya no están satisfechos con el rendimiento de los depósitos bancarios. Se han vuelto más sofisticados que antes y son actores importantes para los productos de gestión patrimonial. Según Credit Suisse, la exposición de los hogares a los productos de gestión patrimonial de los bancos pasó de 9 billones de yuan RMB a 12 billones de yuan RMP en 2014<sup>37</sup>. Los depósitos bancarios seguían constituyendo un 54 % de los activos financieros en 2014 de los hogares, pero los productos de gestión patrimonial ya representaban un 13 % de sus activos. La composición de los activos de los hogares en

---

<sup>35</sup> FMI, Informe sobre la estabilidad financiera mundial, octubre de 2016.

<sup>36</sup> Bloomberg, «Digging Into China's Growing Mountain of Debt», 28 de agosto de 2016. Disponible en: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-08-28/digging-into-china-s-growing-mountain-of-debt>.

<sup>37</sup> Victor Wang y otros, «Family assets allocation in 2014 and its implications», Credit Suisse, 2015.

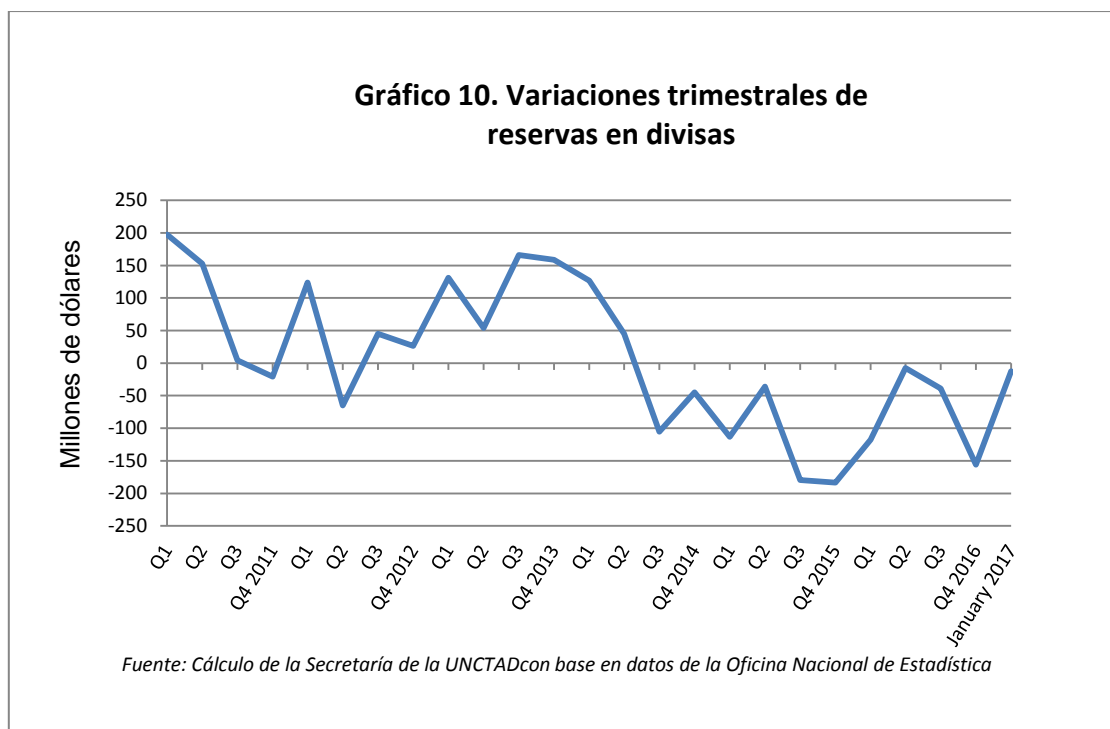
2014 muestra dos principales características y tendencias. En primer lugar, el patrimonio de los hogares es más ilíquido, especialmente en comparación con las décadas de 1970 y 1980 cuando su patrimonio estaba constituido principalmente por los depósitos bancarios. El nivel de los activos no financieros es mayor que en muchos países desarrollados. Por consiguiente, la creciente proporción de productos de gestión patrimonial se traduciría en una proporción aún menor de depósitos bancarios de buena calidad en un activo financiero cuya proporción en los activos en la cartera de los hogares ya ha estado disminuyendo. Así pues, usar fácilmente los ahorros de los hogares para protegerse de la deuda corporativa y del Gobierno local se está volviendo más problemático que antes. En segundo lugar, aunque los depósitos bancarios seguían siendo la principal inversión financiera de los hogares, otros instrumentos financieros y acciones más opacos y apalancados que podían usarse como garantía para nuevos préstamos estaban ganando popularidad. En 2015 y 2016 la compra de productos de gestión patrimonial de los hogares aumentó considerablemente.

#### **D. Disminución de la reserva de divisas**

Durante muchos años China registró superávits tanto en la cuenta corriente como en la cuenta de capital. En consecuencia, ha acumulado reservas de divisas por más de 3 billones de dólares desde 2011.

Sus superávits en cuenta corriente han disminuido desde el inicio de la crisis financiera. Sin embargo, en 2012 la cuenta de capital arrojó un déficit por primera vez desde el año 2000. En 2013 se recuperó levemente, pero el déficit en la cuenta de capital se ha agravado desde la depreciación del yuan en 2014. Para finales de 2016 la cuenta de capital registró resultados negativos en al menos nueve trimestres. En enero de 2017 las reservas de divisas de China fueron de menos de 3 billones de dólares por primera vez en seis años. Las principales razones han sido las salidas de capital de diferentes formas y la intervención abierta del banco central de China en el mercado de divisas para mantener los niveles de tipos de cambio del yuan mediante la venta de monedas extranjeras y la compra de yuanes. La depreciación del yuan y el flujo de capitales se han influido mutuamente. Concretamente, antes de 2012 la expectativa de una gran apreciación del yuan era generalizada. Se creía que la moneda china era una apuesta segura. Esto generó el aumento del endeudamiento de las empresas chinas en dólares en el extranjero, así como entradas de capital especulativo de fuentes extranjeras. Las expectativas de depreciación provocaron la salida de capitales mediante el reembolso de la deuda en dólares así como la salida de capital especulativo. La salida de capitales debilitó la confianza del mercado en el yuan y trajo consigo el aumento de la venta de yuanes lo que aumentó la presión sobre la depreciación de la moneda.

La reserva de divisas de un país es un factor de resistencia importante contra los efectos perjudiciales de la deuda. Esto no significa que cuanto más importantes sean las reservas más se beneficia la economía. La acumulación de grandes reservas genera costos. Por ejemplo, la tenencia de títulos del tesoro de los Estados Unidos genera muy bajos rendimientos. Por otra parte, por muchos años se temió la devaluación del dólar aunque actualmente el dólar fuerte tranquiliza a los bancos centrales chinos en este sentido. Sin embargo, la reducción rápida de cerca de 1 billón de dólares de reservas de divisas en un período de un poco más de un año también es preocupante (Gráfico 10).



### **E. Las salidas persistentes de capitales son un riesgo sistémico mientras que las grandes salidas repentinas podrían desencadenar una crisis**

Ciertos factores externos podrían dar lugar nuevamente a un aumento súbito de las salidas de capital. Un factor importante para estas salidas serían los aumentos continuos anunciados del tipo de interés de referencia por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Si el rendimiento de los títulos del tesoro de los Estados Unidos sobrepasa el de los bonos equivalentes en China, la tenencia de estos bonos sería menos atractiva y ejercería más presión sobre las salidas de capital. Del mismo modo, la expectativa de que se siga devaluando el yuan también hará más difícil mantener la liquidez en el país.

Un indicador importante de la magnitud de las salidas de capital es la magnitud de los errores y las omisiones en la cuenta de capital. Este punto comprende varias maneras creativas de sacar el capital del país como la sobrefacturación de las transacciones comerciales. En los últimos años esta ha aumentado rápidamente: en el tercer trimestre de 2016 ascendió a 75 000 millones de dólares y en el cuarto trimestre del mismo año, alcanzó los 58 000 millones<sup>38</sup>.

Los hogares constituyen otra fuente de las salidas de capital. Las familias suelen enviar a los hijos al extranjero a estudiar o de turismo. Ambos casos han aumentado rápidamente. En 2015 su valor ascendió a unos 100 000 millones de dólares. El enriquecimiento de la población china y el aumento de los precios de los bienes inmuebles en las principales ciudades han precipitado la compra de propiedades en el extranjero. Los compradores chinos constituyen el mayor grupo de inversores inmobiliarios extranjeros en unos cuantos países como los Estados Unidos, el Reino Unido, Australia y Nueva Zelanda y han contribuido al

<sup>38</sup> Fuente de los datos: State Administration of Foreign Exchange (SAFE) of China, <http://www.safe.gov.cn/>. Datos de la balanza de pagos.

aumento de los precios de las propiedades inmobiliarias en estos países a niveles sin precedentes. Solo en los Estados Unidos ingresaron 110 000 millones de dólares de inversores chinos entre 2010 y 2015<sup>39</sup>. El año pasado las autoridades chinas aplicaron controles de capital más rigurosos y los resultados no se han hecho esperar.

Teniendo en cuenta la aceleración del ritmo del aumento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos y la presión de depreciación sobre la moneda china, la probabilidad de otra ronda de salidas de capital no se podría descartar. Las salidas cuantiosas y persistentes de capital minarían la reserva de liquidez que ha acumulado China en los últimos decenios. Es incluso mucho más importante evitar la salida repentina de grandes corrientes de capital que puedan desencadenar crisis sistémicas menoscabando la confianza en el sector bancario y en la moneda nacional. El control de capital tiene muchas grietas y puede que no logre frenar de plano la oleada de salidas de capital.

#### **F. Riesgos para el importante e interconectado sector financiero de China**

El panorama del sector financiero de China ha cambiado con la liberalización financiera. El sector bancario, los mercados de bonos y las bolsas de valores han crecido rápidamente en el último decenio. Para mediados de 2016<sup>40</sup>, el sector bancario de China, con activos por unos 30 billones de dólares, ocupó el primer lugar en el mundo. Su mercado de bonos fue el tercer mayor mercado con un tamaño de unos 9 billones de dólares en el primer semestre de 2017<sup>41</sup>, mientras que su mercado bursátil, de un valor de 6 billones, fue el segundo más importante del mundo. Aunque el autor carece de datos actualizados sobre los activos financieros totales de China, se estima<sup>42</sup> que en 2013 alcanzó los 35 billones de dólares, lo que representó un 371 % del PIB de China ese año. En cuanto a activos financieros en circulación, China ocupa el segundo lugar detrás únicamente de los Estados Unidos y representa un 13 % del total mundial. Si bien existe una fuerte competencia entre los diferentes mercados financieros, su interdependencia también ha aumentado. Los productos de gestión patrimonial mencionados antes demuestran la estrecha relación entre el sector bancario y los mercados a través de la constitución de garantías y el refinanciamiento. El riesgo es que las vulnerabilidades de un mercado tengan efecto de contagio en otros mercados. El sector financiero chino, cada vez más interconectado, hace frente a mayores riesgos sistémicos.

Las instituciones financieras son cada vez más dependientes de la financiación mayorista. Esto significa que cuando los mercados son inestables los efectos de contagio serán mayores y se transmitirán más rápidamente que antes. Por otra parte, significa también que los depósitos constituyen un porcentaje cada vez menor de los activos del sector bancario. Por esta razón, la prevención de las crisis sistémicas es aún más importante. Aunque el sector bancario no ha brindado garantías a algunos instrumentos financieros, no se descarta la constitución de pasivos contingentes implícitos. En tiempos de crisis los riesgos de los créditos recaerían en los bancos.

---

<sup>39</sup> Yuan Yang, «Beijing Clampdown slows China spending spree on US property: Capital outflow curbs expected to ease upward pressure on real estate prices», *The Financial Times*, 16 de mayo de 2016.

<sup>40</sup> *The Economist*, informe especial, «Finance in China», 7 de mayo de 2016.

<sup>41</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-02-15/ubs-says-9-trillion-china-bond-market-to-come-of-age-this-year>

<sup>42</sup> Min Liao, Tao Sun, Jinfan Zhang, «China's Financial Interlinkages and Implications For Inter-Agency Coordination», Documento de trabajo del FMI número 16/181 (26 de agosto de 2016).

Los productos de gestión patrimonial han estrechado el vínculo entre los diversos instrumentos financieros y las instituciones mediante las compras cruzadas y el uso cruzado de las garantías prendarias y, lo que es más importante, a través del mercado interbancario. En consecuencia, los riesgos de contagio en las instituciones y entre estas se han magnificado<sup>43</sup>. A fin de estar en capacidad de ofrecer mayor rentabilidad por los productos de gestión patrimonial los bancos han estado invirtiendo los ingresos de estos productos en bonos empresariales o en los mercados de valores, ocasionalmente a través de firmas fiduciarias, filiales de sociedades de gestión de activos o de empresas de corretaje de valores y otras vías. Según el *New York Times*<sup>44</sup>, la tenencia de bonos de los fondos de gestión patrimonial aumentó más del doble durante los 18 meses en junio de 2016. Se estima que la tenencia de bonos empresariales chinos en circulación de los productos de gestión patrimonial representa más del 50 % del volumen total de bonos<sup>45</sup>. Los productos de gestión patrimonial también canalizan los fondos a los mercados de valores. La intermediación de los fondos a varios niveles podría aumentar los riesgos y los costos. En lugar de depósitos, los activos de los bancos, especialmente de los bancos pequeños, dependen cada vez más de la financiación mayorista procedente de firmas fiduciarias, sociedades de gestión selectiva de activos y sociedades de gestión de activos. Con el aumento de su proporción en los activos totales de los bancos, podrían convertirse en motores del mercado e influir en este, lo que supondría un problema para la estabilidad financiera si no se maneja adecuadamente. En agosto de 2016, Moody's advirtió<sup>46</sup> de los mayores riesgos sistémicos para el sector bancario chino que suponía la extrema dependencia de los mercados financieros chinos de la financiación mayorista. El FMI también hizo hincapié en este riesgo en sus dos números más recientes de su Informe sobre la estabilidad financiera mundial. Con la expansión de las actividades del sistema bancario paralelo ha aumentado asimismo la proporción de la financiación mayorista y de acuerdos de recompra (repos) otorgada por inversores no bancarios y fondos financiados por terceros asociada con productos financieros como los productos de gestión patrimonial. Estos productos tienen un sesgo más fuerte de aversión al riesgo que los depósitos bancarios. Además, debido a la naturaleza poco transparente de estos instrumentos financieros, su búsqueda de seguridad no puede cuantificarse ni reglamentarse de manera tan eficaz como los depósitos bancarios. Por lo tanto, en épocas de perturbación de los mercados la inestabilidad de los mercados suele acentuarse.

La deuda empresarial y la deuda del Gobierno local ya no son simplemente un reflejo exacto de los activos de los bancos. Aunque los préstamos de los bancos siguen siendo dominantes, son menos importantes de lo que eran a principios del nuevo milenio. Con la mayor proporción de bonos empresariales y otros instrumentos financieros en la composición de la deuda de las empresas y los Gobiernos locales desde 2008, las perturbaciones financieras se transmiten más rápidamente y son más significativas.<sup>47</sup>

---

<sup>43</sup> FMI, Informe sobre la estabilidad financiera mundial, octubre de 2016.

<sup>44</sup> Keith Bradsher, «To Problems With China's Financial System, Add the Bond Market», *The New York Times*, 20 de diciembre de 2016. Disponible en: [https://www.nytimes.com/2016/12/20/business/dealbook/china-bonds-fall-rates.html?\\_r=0](https://www.nytimes.com/2016/12/20/business/dealbook/china-bonds-fall-rates.html?_r=0).

<sup>45</sup> Bloomberg, 'China's \$3.8 Trillion Wealth Products Reel Amid Bond Rout,' 10 de enero de 2017. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-01-10/china-s-3-8-trillion-wealth-products-reel-as-bond-binge-unwound>.

<sup>46</sup> Global Credit Research, «Moody's: China's banking system faces systemic risk from significantly higher dependence on wholesale funds», 29 de agosto de 2016. Disponible en: [https://www.moodys.com/research/Moodys-Chinas-banking-system-faces-systemic-risk-from-significantly-higher--PR\\_354245](https://www.moodys.com/research/Moodys-Chinas-banking-system-faces-systemic-risk-from-significantly-higher--PR_354245).

<sup>47</sup> FMI, Informe sobre la estabilidad financiera mundial, octubre de 2016.



## **G. Disminución drástica y prolongada del rendimiento de las inversiones**

La financiación de la deuda para la inversión en el sector productivo provocaría un círculo virtuoso si pudiera generar mayores rendimientos que el umbral de rentabilidad, es decir, más que las obligaciones del servicio de la deuda del principal y los intereses más impuestos, depreciación, amortización y costos de producción. Si la deuda no puede producir este tipo de resultado y se usa para respaldar inversiones improductivas o el consumo de bienes de lujo, se volvería insostenible. La rentabilidad de la inversión en China ha estado disminuyendo desde hace varios años. Según el economista jefe del Centro Nacional de Información de China, la rentabilidad de la inversión se situó ligeramente por encima del 15 % en 1993 y posteriormente osciló entre un 8% y un 10 % entre 2000 y 2008. Experimentó una caída drástica desde la crisis financiera mundial y en 2014 se situó en 2,7 %<sup>48</sup>.

Naturalmente, la rentabilidad de la inversión no ha disminuido de forma generalizada. Nuevos motores del crecimiento como la atención a la salud, la tecnología de la información o las empresas de servicio de telecomunicaciones generan una rentabilidad más alta que sectores tradicionales como la minería y el acero. La rentabilidad de la inversión de las empresas privadas es mucho mayor que la de las empresas estatales. Las empresas estatales constituyen cerca del 55 % de la deuda de las empresas, pero solo generan un 22% de producción económica<sup>49</sup>. Tómese por ejemplo el caso del acero. Según la Oficina Nacional de Estadísticas de China, únicamente las deudas del sector del acero ascendieron a 4,37 billones de yuanes a finales de 2015. El margen de beneficios es generalmente menor que el de las empresas públicas o privadas, aunque no es fácil encontrar estadísticas al respecto.

### a. Competencia de reducción de precios a nivel nacional

Debido a la disminución de los beneficios y al exceso de capacidad muchas empresas han recurrido a la reducción de precios para proteger sus cuotas de mercado. Cuando todas las empresas empiezan a usar la misma estrategia comienza una carrera por ofrecer precios más bajos que la competencia y disminuyen aún más los beneficios. Debido a sus exiguos beneficios muchas empresas se han mantenido cerca del nivel de equilibrio, es decir, no están en condiciones de gastar dinero en la investigación y el desarrollo (I+D) de nuevos productos y en la modernización de la tecnología por lo que las oportunidades de encontrar nuevas fronteras para obtener un mayor margen de beneficios son aún más escasas. Es un círculo vicioso.

### b. La burbuja inmobiliaria

Debido a las dificultades para mantener un margen de beneficios adecuado frente a la dura competencia de precios y a los mayores costos de producción, muchas empresas han destinado los créditos bancarios al sector inmobiliario. En muchas ciudades la especulación inmobiliaria se ha popularizado. La disminución de la rentabilidad y las burbujas inmobiliarias demuestran que la estimulación económica mediante la inversión tiene sus límites. Al imprimir más dinero sin el respaldo de una acumulación real de capital, la expansión del crédito supone utilizar los ahorros del sector privado y en particular, los ahorros de los hogares en inversiones de bajo rendimiento o

---

<sup>48</sup> Fang Jianping, economista jefe del Centro Nacional de Información de China, 26 de mayo de 2016. Disponible en: <http://futures.hexun.com/2016-05-26/184070005.html>.

<sup>49</sup> FMI, la República Popular China: FMI, República Popular China: 2016, Consultas del Artículo IV, Informe sobre el país 16/270 (agosto de 2016).

improductivas o en burbujas inmobiliarias. A la postre, esta clase de distribución inadecuada de los recursos disminuiría más la productividad y tendría efectos adversos sobre el crecimiento económico a largo plazo. Probablemente los créditos destinados a este tipo de inversiones se convertirán en deudas incobrables debido a que los inversores no pueden generar un rendimiento significativo. A causa de la rápida acumulación de deuda las empresas se mantienen a flote gracias a las entradas de crédito en lugar de aumentar el valor añadido. Esta caída en picada traerá consigo problemas sistémicos para el sistema financiero si no se hace algo por detenerla. El aumento de la deuda vendrá acompañado por el empeoramiento de la situación financiera del sistema bancario chino ya que los créditos bancarios siguen siendo el principal canal de financiación. La menor rentabilidad de la inversión también generaría salidas de capital por la presión provocada por el deseo de los inversores de buscar una rentabilidad más alta sumado al desarrollo del mercado financiero. Esto a su vez empeoraría las expectativas de la depreciación de la moneda y por consiguiente, alentaría las salidas de capital y debilitaría la confianza de los inversores en la economía.

## **VII. SI BIEN UNA CRISIS DE DEUDA INMINENTE ES POCO PROBABLE, ES HORA DE ABORDAR LAS CRECIENTES VULNERABILIDADES SISTÉMICAS**

Pese a que en los medios de comunicación se ha hablado de una inminente crisis de la deuda en China, una mirada a sus situaciones de activos y pasivos, a sus parámetros económicos fundamentales y a los elementos amortiguadores previstos demuestra que, salvo una gran inestabilidad financiera mundial, una crisis de la deuda a corto plazo es poco probable. Los hechos apuntan a tendencias y problemas de deuda preocupantes, en particular, en relación con el sector empresarial, los Gobiernos locales y la rápida expansión del crédito, pero no respaldan las desoladoras predicciones actuales. Las vulnerabilidades han aumentado en el sector financiero y los elementos amortiguadores se han debilitado. Sin embargo, los niveles de deuda del Gobierno central y de los hogares no son perjudiciales.

En general, China tiene una cantidad muy significativa de activos de alta liquidez.

Incluso en el peor de los casos en que la deuda empresarial y la deuda del Gobierno local se conviertan en general en préstamos improductivos, lo que no parece probable en este momento, el Gobierno central chino seguiría contando con herramientas y recursos para abordar el problema, en particular, la reestructuración gradual de sus activos subyacentes para ayudar a la economía a evitar graves problemas de liquidez y de contracción del crédito. En primer lugar, el Gobierno tiene el margen de maniobra presupuestario ya que su déficit presupuestario es tan solo de un 3 % del PIB. Durante la crisis financiera pasada y la actual se ha recurrido reiteradamente a la socialización de la deuda aunque esto ha suscitado numerosas críticas. China tiene el margen de maniobra en materia de políticas para hacer lo mismo de ser necesario. Debería resultar menos difícil para China hacerlo ya que gran parte de la deuda empresarial corresponde a empresas estatales y algunos de los bancos importantes son propiedad del Estado. Además, habida cuenta de que los principales bancos son estatales y tienen una buena posición de liquidez, el Gobierno puede recurrir a los bancos de ser necesario, para intervenir a una escala mucho mayor que los actuales canjes de deuda. La conversión de deuda en capital es en realidad una reestructuración de la deuda interna impulsada por el Gobierno, relativamente gradual y que tomará algún tiempo. No parece vislumbrarse una crisis sistémica repentina producida por la restricción de liquidez.

Sin embargo, ha llegado el momento de que China aborde sus crecientes riesgos sistémicos. A continuación presentamos algunas sugerencias que podrían estudiarse:

**Frenar la rápida expansión del crédito y mejorar la calidad de las inversiones:** La creciente deuda y el menor crecimiento económico son un legado de la crisis financiera mundial. La mayor financierización de la economía mundial desde los años ochenta debido a la liberalización financiera, la ingeniería financiera y la cobertura cada vez más amplia de Internet ha hecho que el endeudamiento de los Gobiernos y de otras entidades económicas sea más fácil, tentador, que sea más difícil seguirle el rastro, más fácil titularizar las actividades económicas actuales y futuras, más fácil que exista un elevado apalancamiento y aun así que sea más difícil de reglamentar.

El aumento drástico del crédito en China acarrea el riesgo de una crisis bancaria en los próximos años. Las deudas empresarial y del Gobierno local están alcanzando niveles críticos. Los bancos y las instituciones financieras intermediarias deberían mejorar la capacidad de evaluación de los riesgos y mejorar la calidad de los préstamos. Una parte importante del crédito debería gastarse en el sector productivo para favorecer un crecimiento

adecuado y la capacidad de servicio de la deuda. Con el nivel de deuda actual, la expansión del crédito sin una planificación adecuada sería echar leña al fuego: solo empeoraría las cosas. Es importante distinguir entre los préstamos que crean riqueza y beneficios por el servicio de la deuda y los préstamos que retardan la reestructuración necesaria y prolongan la duración de entidades sin perspectivas de generar utilidades mayores que la inversión.

La falta de desapalancamiento generaría una situación similar a la del Japón de crecimiento bajo o nulo por decenios ya que el alto servicio de la deuda sería un lastre para el crecimiento económico y la reforma estructural quedaría aplazada. Según las estimaciones de UBS Securities, el 10 % del crédito nuevo se destinó al servicio de la deuda existente en 2015. Una situación como esta no sería tolerable para China, cuya economía todavía está en una fase de convergencia económica y cuyo ingreso per cápita sigue siendo bajo. El Gobierno también ha adoptado medidas encaminadas a controlar y a reducir las emisiones de productos de gestión patrimonial para garantizar que no se conviertan en un fenómeno como el de las hipotecas de alto riesgo. La Comisión Reguladora de la Banca de China señaló que la cobertura con provisiones del sector bancario chino había alcanzado un 180 %, mientras que el coeficiente de garantía estaba por encima del 13 %, lo cual la deja en una buena posición para resistir un aumento razonable de los préstamos morosos<sup>50</sup>. En el peor de los casos, si se pierde la confianza en el sistema financiero, mientras el Gobierno mantenga el control de la cuenta de capital, la liquidez muy probablemente volverá a fluir al sistema bancario.

Tanto responsables de la formulación de políticas como expertos han destacado la necesidad de reducir el crecimiento del crédito. No obstante, la reducción debería emprenderse de manera constante y gradual junto con reformas estructurales fundamentales para mejorar la efectividad y la eficacia de la utilización de capital.

**Emprender una reforma estructural de las empresas estatales y una reforma fiscal de los Gobiernos locales:** La reestructuración de las empresas estatales es una tarea colosal pero es esencial para hacer frente a la carga de la deuda del sector empresarial y hacerlas más robustas y eficientes. Tanto el comercio internacional como el modelo económico chino han sufrido una considerable transformación a lo largo de los años. Mantener el funcionamiento de las empresas estatales inyectando más crédito a las empresas prolongaría el problema sin aportar valor añadido a la economía china y aumentaría la carga de la deuda.

En cuanto a los Gobiernos locales, pueden ser necesarios el examen y la reforma fundamentales del sistema tributario para generar una corriente sostenible de ingresos y que haya una clara redistribución de las obligaciones y responsabilidades financieras entre el Gobierno central y los Gobiernos locales.

Las directrices que emitió el Gobierno en octubre de 2016 para reducir la carga de la deuda incluyen medidas como fusiones y adquisiciones, bancarrotas, la conversión de deuda en capital y la titularización de la deuda. Sin embargo, las deficitarias empresas zombis especialmente las de sectores tradicionales, siguen absorbiendo una cantidad considerable de crédito y frustrarían la finalidad de las iniciativas de desapalancamiento en curso. A fin de prepararse para la supresión de estas empresas indeseables podrían reforzarse la capacitación de personal para los nuevos empleos y el aumento de la cobertura de la seguridad social. Las

---

<sup>50</sup> Jillian Yue, 'Is China's Debt Level Reaching Crisis Level?', China Money Network, 06 April 2016. Disponible en: <http://www.chinamoneynetwork.com/2016/04/06/is-chinas-debt-level-reaching-crisis-level>.

fusiones de empresas con un grave exceso de capacidad sin acabar con las capacidades improductivas o sin una reducción clara de las necesidades de crédito no contribuirían a las reformas del lado de la oferta impulsadas por el Gobierno. Lo mismo ocurre con los contratos de intercambio ligados a acciones (*equity swaps*). La titulización de los préstamos morosos sin una reestructuración o reforma real no reduciría los activos deteriorados en manos de los bancos ni tampoco resucitaría las empresas zombis especialmente si la demanda no es fuerte.

Sería importante reestructurar o acabar con las empresas deficitarias indeseables para fortalecer las empresas viables en sectores dinámicos. **Mantener un nivel de crecimiento adecuado:** La mejor manera de resolver el problema de la deuda sería manteniendo y aumentando el crecimiento económico. Sin embargo, la cuestión es complicada y tiene un carácter multidisciplinar. Es evidente que depender únicamente de la expansión del crédito sin una rentabilidad aceptable iría en contra del objetivo perseguido. El hecho de mantener el crecimiento económico en un nivel adecuado no significa que China pueda salir de su problema de deuda actual de manera estructurada. La magnitud de la deuda es demasiado grande para resolverlo sin complicaciones. Sin embargo, un crecimiento económico extremadamente bajo también sería desastroso para la estructura económica de China ya que no dispone de un buen sistema de seguridad social y la población no está preparada para ello. Una disminución repentina del crecimiento del PIB traería consigo salidas de capital y minaría la confianza en el sector bancario, lo que no es bueno para la estabilidad financiera del país.

**Mantener un nivel de deuda adecuado:** El exceso de deuda en algunos sectores puede seguir acechando por varios años. Aun así, cabría señalar que China sigue siendo un país en desarrollo en una fase de convergencia económica y por lo tanto, tiene que mantener cierto nivel de deuda. El pago de la deuda interna frente a la deuda externa tiene ventajas e inconvenientes. Muy frecuentemente la imposición de una elevada carga fiscal y de austeridad es necesaria para reducir los gastos y la deuda, lo que a veces puede frenar el crecimiento económico y distorsionar la distribución de los ingresos. Por consiguiente, si la posición presupuestaria es holgada y no se vislumbra una crisis de deuda, mantener cierto nivel de deuda sería positivo. Con un crecimiento económico estructurado sin endeudamiento se sacrificarían las expectativas de crecimiento rápido. Considerando la alta tasa de ahorro de China, cabe suponer que el país podría permitirse un nivel de deuda relativamente alto. Sin embargo, determinar el nivel adecuado u óptimo de endeudamiento no es tarea fácil. Dicha labor es más ciencia que arte.

**Fortalecer las garantías de depósito:** Las garantías de depósito podrían aumentar la confianza en el sistema bancario y se considera una opción contra el riesgo de pánico bancario. Al parecer la población china tiene confianza en el sector bancario. China introdujo las garantías de depósitos en 2015 por unos 500 000 yuanes. En vista del rápido aumento del patrimonio familiar en China, podría considerarse un aumento de dicha cifra.

**Mantener el control de capital:** Las salidas importantes y repentinas de capital acarrearán el riesgo de una crisis sistémica y este en particular es un riesgo que China afronta en el entorno económico mundial actual y debido a la etapa de desarrollo en la que se encuentra. En períodos de inestabilidad la rápida expansión de la clase media china y el aumento de los activos empresariales inclinan la balanza hacia las salidas de capital para obtener una mayor rentabilidad por medio de los tipos de interés, los tipos de cambio y arbitrajes legislativos. Estas salidas de capital pueden trastornar el desarrollo económico de un país y provocar que estas economías caigan en la trampa de la renta media porque la

liquidez adquirida con dificultad que podría quedarse en el país para contribuir a un mayor desarrollo económico y reducir los riesgos financieros se va a otra parte con fines especulativos o en busca de mayores utilidades. Las salidas de capital podrían generar una crisis financiera que provocaría un retroceso de varios decenios en el desarrollo económico y tener graves consecuencias para la población.

**Mantener las medidas actuales de desapalancamiento y poner coto al sistema bancario paralelo:** Los canjes de deuda actuales por deuda de las empresas y del Gobierno local no son medidas excepcionales en materia de políticas. Tanto China como otros Gobiernos ya las han usado antes. Sería importante realizar estudios empíricos y analizar la manera de hacerlas más eficaces.

La dinámica de la deuda de China es un excelente ejemplo de que la tarea de evaluar la sostenibilidad de la deuda y seguir el rastro de las vulnerabilidades frente a la deuda es complicada. La estructura macroeconómica, el patrón de ahorro, las características del sistema bancario, las políticas económicas, el suministro de liquidez y otra serie de factores que interactúan entre sí. Para las economías emergentes y en desarrollo cuyos mercados financieros internos no son ni maduros ni desarrollados sería necesario fortalecer la capacidad de gestión eficaz de activos y pasivos en la gestión de la deuda nacional. Son fundamentales la adecuada recolección de datos y presentación de informes, así como la capacidad analítica para evaluar los activos y los pasivos del sector público como por ejemplo, los riesgos de pasivos contingentes generados por los Gobiernos locales y las empresas públicas. Esto facilitaría la gestión eficaz de la exposición al riesgo y permitiría la reducción y la eliminación oportuna de desajustes entre las fuentes de financiación y las necesidades de gasto y por consiguiente, disminuiría la probabilidad de crisis de deuda. Abordar los problemas antes de que estén a punto de estallar reduciría los costos y aumentaría la solvencia de estas economías y lo que es más importante, minimizaría la probabilidad de crisis de la deuda. Observar un indicador y vaticinar una crisis de la deuda no sería recomendable ya que existe el riesgo de hacer cumplir el vaticinio. La gestión de la confianza es una tarea importante de los bancos centrales y los Gobiernos soberanos hoy en día ya que con la globalización y la tecnología moderna las corrientes de capital pueden ser muy inestables y responder rápidamente a las noticias y a información sin procesar y sin comprobarla ni hacer un análisis sólido. Una manera de reducir el sistema bancario paralelo sería que el banco central de China y los grandes bancos del Estado reduzcan su tendencia a privilegiar la concesión de créditos a las empresas estatales y aumenten sus créditos a los bancos más pequeños. Se disminuiría así la necesidad y la urgencia de obtener fondos a toda costa como los créditos a mayor costo del sistema bancario paralelo.

**DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN DEL CENTRO DEL SUR**

<b>No.</b>	<b>Fecha</b>	<b>Título</b>	<b>Autor</b>
1	November 2005	Overview of the Sanitary and Phytosanitary Measures in QUAD Countries on Tropical Fruits and Vegetables Imported from Developing Countries	Ellen Pay
2	November 2005	Remunerating Commodity Producers in Developing Countries: Regulating Concentration in Commodity Markets	Samuel G. Asfaha
3	Noviembre de 2005	Medidas relativas a la oferta para incrementar los bajos precios a la salida de la explotación agrícola de los productos básicos para bebidas tropicales	Peter Robbins
4	November 2005	Potenciales repercusiones de las nanotecnologías en los mercados de productos básicos: Consecuencias para los países en desarrollo dependientes de productos básicos	ETC Group
5	March 2006	Rethinking Policy Options for Export Earnings	Jayant Parimal
6	April 2006	Considering Gender and the WTO Services Negotiations	Meg Jones
7	Julio de 2006	Reinventar la UNCTAD	Boutros Boutros-Ghali
8	Agosto de 2006	Los derechos de propiedad intelectual en los tratados de inversión: Repercusiones de tipo ADPIC PLUS en la observancia y la protección del interés público	Ermias Tekeste Biadgleng
9	Enero de 2007	Propuesta de Tratado de la OMPI para la protección de los organismos de radiodifusión y de difusión por cable: Análisis desde una perspectiva de desarrollo	Viviana Munoz Tellez and Andrew Chege Waitara
10	November 2006	Market Power, Price Formation and Primary Commodities	Thomas Lines
11	March 2007	Development at Crossroads: The Economic Partnership Agreement Negotiations with Eastern and Southern African Countries on Trade in Services	Clare Akamanzi
12	June 2007	Changes in the Governance of Global Value Chains of Fresh Fruits and Vegetables: Opportunities and Challenges for Producers in Sub-Saharan Africa	Temu A.E and N.W Marwa
13	August 2007	Towards a Digital Agenda for Developing Countries	Dalindyabo Shabalala
14	December 2007	Analysis of the Role of South-South Cooperation to Promote Governance on Intellectual Property Rights and Development	Ermias Tekeste Biadgleng
15	Enero de 2008	Estructura cambiante y gobernanza de la	Ermias Tekeste Biadgleng

		observancia de la propiedad intelectual	and Viviana Munoz Tellez
16	Enero de 2008	Liberalización del comercio de servicios de salud: equilibrar los intereses relativos al modo 4 con la obligación de conceder un acceso universal a los servicios básicos	Joy Kategekwa
17	July 2008	Unity in Diversity: Governance Adaptation in Multilateral Trade Institutions Through South-South Coalition-Building	Vicente Paolo B. Yu III
18	Diciembre de 2008	Recuento de patentes como indicadores de la geografía de las actividades de innovación: problemas y perspectivas	Xuan Li
19	Diciembre de 2008	Las normas SECURE de la OMA: Lecciones aprendidas del fracaso de la iniciativa para la observancia de la propiedad intelectual que trasciende las disposiciones del Acuerdo sobre los ADPIC	Xuan Li
20	May 2009	Industrialisation and Industrial Policy in Africa: Is it a Policy Priority?	Darlan F. Marti and Ivan Ssenkubuge
21	June 2009	IPR Misuse: The Core Issue in Standards and Patents	Xuan Li and Baisheng An
22	July 2009	Policy Space for Domestic Public Interest Measures Under TRIPS	Henning Grosse Ruse – Khan
23	June 2009	Developing Biotechnology Innovations Through Traditional Knowledge	Sufian Jusoh
24	Mayo de 2009	Medidas de respuesta a la crisis financiera mundial: asuntos clave para los países en desarrollo	Yılmaz Akyüz
25	October 2009	The Gap Between Commitments and Implementation: Assessing the Compliance by Annex I Parties with their Commitments Under the UNFCCC and its Kyoto Protocol	Vicente Paolo Yu III
26	Abril de 2010	Perspectivas económicas mundiales: es posible que la recesión haya pasado, pero ¿qué sigue ahora?	Yılmaz Akyüz
27	April 2010	Export Dependence and Sustainability of Growth in China and the East Asian Production Network	Yılmaz Akyüz
28	May 2010	The Impact of the Global Economic Crisis on Industrial Development of Least Developed Countries	Report Prepared by the South Centre
29	May 2010	The Climate and Trade Relation: Some Issues	Martin Khor
30	May 2010	Analysis of the Doha Negotiations and the Functioning of the World Trade Organization	Martin Khor
31	July 2010	Legal Analysis of Services and Investment in the CARIFORUM-EC EPA: Lessons for Other Developing Countries	Jane Kelsey
32	November 2010	Why the IMF and the International Monetary System Need More than	Yılmaz Akyüz



		Cosmetic Reform	
33	November 2010	The Equitable Sharing of Atmospheric and Development Space: Some Critical Aspects	Martin Khor
34	November 2010	Addressing Climate Change through Sustainable Development and the Promotion of Human Rights	Margreet Wewerinke and Vicente Paolo Yu III
35	Enero de 2011	El derecho a la salud y a los medicamentos: el caso de las recientes negociaciones sobre la estrategia mundial sobre la salud pública, la innovación y la propiedad intelectual	Germán Velásquez
36	March 2011	The Nagoya Protocol on Access and Benefit Sharing of Genetic Resources: Analysis and Implementation Options for Developing Countries	Gurdial Singh Nijar
37	March 2011	Capital Flows to Developing Countries in a Historical Perspective: Will the Current Boom End with a Bust?	Yilmaz Akyüz
38	Mayo de 2011	Los ODM después de 2015	Deepak Nayyar
39	May 2011	Operationalizing the UNFCCC Finance Mechanism	Matthew Stilwell
40	July 2011	Risks and Uses of the Green Economy Concept in the Context of Sustainable Development, Poverty and Equity	Martin Khor
41	Septiembre de 2011	Innovación farmacéutica, patentes incrementales y licencias obligatorias	Carlos M. Correa
42	Diciembre de 2011	Repensando la salud global: un tratado internacional sobre innovación y desarrollo de productos farmacéuticos	Germán Velásquez and Xavier Seuba
43	March 2012	Mechanisms for International Cooperation in Research and Development: Lessons for the Context of Climate Change	Carlos M. Correa
44	Marzo de 2012	¿Se puede hablar de un extraordinario auge del Sur?	Yilmaz Akyüz
45	Abril de 2012	¿Qué relación hay entre el cambio climático, la transferencia de tecnología y los derechos de propiedad intelectual y cuál es el estado actual de las negociaciones al respecto?	Martin Khor
46	July 2012	Asian Initiatives at Monetary and Financial Integration: A Critical Review	Mah-Hui (Michael) Lim and Joseph Anthony Y. Lim
47	May 2013	Access to Medicines and Intellectual Property: The Contribution of the World Health Organization	Germán Velásquez
48	Junio de 2013	Los países en desarrollo tras la crisis financiera: después de la tormenta no siempre viene la calma	Yilmaz Akyüz
49	January 2014	Public-Private Partnerships in Global Health: Putting Business Before Health?	Germán Velásquez
50	Febrero de 2014	Consecuencias de la mala gestión de la crisis en Europa y los Estados Unidos para	Yilmaz Akyüz

		los países en desarrollo	
51	Julio de 2014	Los obstáculos para el desarrollo en el sistema económico mundial	Manuel F. Montes
52	August 2014	Tackling the Proliferation of Patents: How to Avoid Undue Limitations to Competition and the Public Domain	Carlos M. Correa
53	September 2014	Regional Pooled Procurement of Medicines in the East African Community	Nirmalya Syam
54	Septiembre de 2014	Mecanismos innovadores de financiación: posibles fuentes de financiación del Convenio Marco de la OMS para el Control del Tabaco	Deborah Ko Sy, Nirmalya Syam and Germán Velásquez
55	October 2014	Patent Protection for Plants: Legal Options for Developing Countries	Carlos M. Correa
56	November 2014	The African Regional Intellectual Property Organization (ARIPO) Protocol on Patents: Implications for Access to Medicines	Sangeeta Shashikant
57	Noviembre de 2014	La relación entre la globalización, el crecimiento impulsado por las exportaciones y la desigualdad: el caso de Asia Oriental	Mah-Hui Lim
58	November 2014	Patent Examination and Legal Fictions: How Rights Are Created on Feet of Clay	Carlos M. Correa
59	Diciembre de 2014	El período de transición otorgado a los PMA para la aplicación del acuerdo sobre los ADPIC y sus efectos en la producción de medicamentos en la CAO	Nirmalya Syam
60	January 2015	Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies	Yılmaz Akyüz
61	Marzo de 2015	Pautas de patentabilidad y el acceso a medicamentos	Germán Velásquez
62	Septiembre de 2015	El acuerdo de asociación transpacífico: un acuerdo que amplía los derechos de propiedad intelectual en detrimento del acceso a los medicamentos	Carlos M. Correa
63	October 2015	Foreign Direct Investment, Investment Agreements and Economic Development: Myths and Realities	Yılmaz Akyüz
64	February 2016	Implementing Pro-Competitive Criteria for the Examination of Pharmaceutical Patents	Carlos M. Correa
65	Febrero de 2016	Reflexiones sobre el aumento de los casos de solución de controversias entre inversores y Estados en los sectores extractivos y los problema que se plantean para los países africanos	Kinda Mohamadih and Daniel Uribe
66	March 2016	The Bolar Exception: Legislative Models And Drafting Options	Carlos M. Correa
67	June 2016	Innovation and Global Intellectual Property Regulatory Regimes: The Tension between Protection and Access in Africa	Nirmalya Syam and Viviana Muñoz Tellez

68	Junio de 2016	Protección de las inversiones internacionales: análisis comparativo entre el TPP y los nuevos modelos de tratados de inversión de los países en desarrollo	Kinda Mohamadih and Daniel Uribe
69	July 2016	Intellectual Property and Access to Science	Carlos M. Correa
70	August 2016	Innovation and the Global Expansion of Intellectual Property Rights: Unfulfilled Promises	Carlos M. Correa
71	Octubre de 2016	Recuperar la soberanía sobre los recursos naturales: los casos de Bolivia y el Ecuador	Humberto Campodónico
72	November 2016	Is the Right to use Trademarks Mandated by the TRIPS Agreement?	Carlos M. Correa
73	February 2017	Inequality, Financialization and Stagnation	Yilmaz Akyüz
74	February 2017	Mitigating The Regulatory Constraints Imposed By Intellectual Property Rules Under Free Trade Agreements	Carlos M. Correa
75	Marzo de 2017	El ejercicio de los derechos del agricultor relativos a las semillas	Carlos Correa
76	Mayo de 2017	Repercusiones de la crisis financiera en los países del Sur y perspectivas de crecimiento	Yilmaz Akyüz y Vicente Paolo Yu III
77	Mayo de 2017	El acceso a tratamientos para el virus de la hepatitis C: un problema mundial	Germán Velásquez
78	Julio de 2017	El tema de la propiedad intelectual, la salud pública y el acceso a medicamentos en las organizaciones internacionales	Germán Velásquez
79	Septiembre de 2017	Access to and Benefit-Sharing of Marine Genetic Resources beyond National Jurisdiction: Developing a New Legally Binding Instrument	Carlos M. Correa
80	Octubre de 2017	La sincronización de los mercados financieros y de productos básicos: doble auge, doble problema	Yilmaz Akyüz
81	Noviembre de 2017	Promoting Sustainable Development by addressing the impacts of climate change response measures on developing countries	Martin Khor, Manuel F. Montes, Mariama Williams y Vicente Paolo P. Yu III
82	Noviembre de 2017	El debate internacional sobre los medicamentos genéricos de origen biológico	Germán Velásquez
83	Noviembre de 2017	China's Debt Problem and Rising Systemic Risks: Impact of the global financial crisis and structural problems	Yuefen Li
84	Febrero de 2018	Playing with Financial Fire: A South	Andrew Cornford

Perspective on the International Financial  
System

85	Mayo de 2018	Acceso a medicamentos: experiencias con licencias obligatorias y uso gubernamental- el caso de la Hepatitis C	Carlos M. Correa y Germán Velásquez
----	--------------	---	-------------------------------------



# **CENTRO DEL SUR**

**Chemin du Champ d'Anier 17**

**PO Box 228, 1211 Ginebra 19**

**Suiza**

**Teléfono: (41 22) 791 8050**

**Fax: (41 22) 798 8531**

**Email: [south@southcentre.int](mailto:south@southcentre.int)**

**Sitio web:**

**<http://www.southcentre.int>**

**ISSN 1819-6926**