

Radiografía de las condiciones macrofinancieras en China

Documento de trabajo 01/18

Mayo de 2018



CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

Javier Garcia-Arenas

Economista

javier.garcia.a@caixabank.com

Resumen

- En el 3T 2017, la deuda corporativa china se situó en un elevado 163% del PIB. Varias métricas sirven para poner en contexto esta cifra. Por ejemplo, valores superiores al 90% del PIB suelen ir asociados a efectos negativos para el crecimiento económico. Asimismo, según varias estimaciones, la deuda corporativa se encuentra claramente por encima del nivel sostenible a largo plazo.
- Buena parte de la deuda corporativa está emitida por empresas públicas, las cuales son menos eficientes y cuentan con unos niveles de apalancamiento elevados, aunque también es cierto que los poderes públicos podrían ayudar a dichas empresas en caso de necesidad. Cabe destacar, como otro factor de riesgo, que más de la mitad de la deuda corporativa vence a corto plazo.
- Uno de los principales talones de Aquiles del sistema financiero es la emisión de productos de gestión del patrimonio (WMP), los cuales representan un 32% del PIB. Los WMP son productos de ahorro, normalmente a corto plazo, que, en buena parte, se invierten en activos con un elevado riesgo y con un importante protagonismo del sector inmobiliario.
- Los bancos de pequeñas dimensiones han aumentado su peso en el sector bancario, pero ello lo han conseguido tomando más riesgos. En su conjunto, el sistema bancario chino es ahora más complejo y vulnerable.
- Otra muestra de la vulnerabilidad del sistema financiero chino la ofrece el espectacular aumento del *shadow banking*. Este sector, a través del cual se canalizan operaciones de elevado riesgo, ha aumentado un 22% anual en promedio en los últimos cinco años.

«Documento de trabajo» es una publicación de CaixaBank Research que contiene informaciones y opiniones que proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank Research y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.

1. Introducción

Recientemente, ha aumentado la preocupación de los economistas por la deuda china y, en particular, por la deuda corporativa, dado que dos terceras partes de la deuda total no financiera provienen del sector corporativo. Por ejemplo, a finales de mayo de 2017, Moody's rebajó el *rating* del crédito chino de Aa3 a A1 debido a la preocupación por el elevado endeudamiento del país. A ello se suma el aumento de la morosidad en la banca: los créditos de mala calidad¹ han pasado del 3,5%, a principios de 2014, al 5,2% en el 4T 2017, y el FMI estimó en agosto de 2016 que las pérdidas de los bancos asociadas a estos créditos podrían alcanzar el 7% del PIB chino.

Pero ¿es la preocupación por la deuda china tan solo un runrún mediático o realmente existen hechos tangibles que alimenten dicha preocupación? Esta es una de las preguntas principales que intentaremos responder en este documento de trabajo, junto con las derivadas financieras que la elevada deuda pueda tener. Para no prolongar el suspense, la respuesta es que la inquietud es fundada. Según datos del BIS, en el 3T 2017 la ratio de la deuda corporativa china respecto al PIB era del 163% y, desde finales de 2008, dicha ratio ha aumentado en 66 p. p. Si se hace una comparativa internacional, se observa que China es la única economía de peso donde tanto el nivel como el crecimiento de la deuda se sitúan en cotas tan elevadas (en EE. UU. y en la eurozona la deuda corporativa se sitúa en el 73,2% y en el 102,2% del PIB, respectivamente).

¿Cuáles son las causas de esta progresión? En realidad, estas son múltiples y complejas de desgranar pero, adoptando una perspectiva macroeconómica, es indudable que detrás de este aumento de la deuda corporativa subyace el modelo productivo de China. La crisis financiera de 2008 fue el punto de inflexión. Durante el periodo entre 2000 y 2007, el ahorro bruto total² de la economía pasó, según datos del Banco Mundial, del 37% del PIB en el 2000 a casi el 50%. Hasta la crisis, la mitad de dichos ahorros se mandaban fuera del país, lo que dio lugar a un aumento importante del superávit por cuenta corriente del gigante asiático. Sin embargo, tras la crisis financiera de 2008, las autoridades chinas eliminaron barreras que dificultaban la inversión y este hecho, junto con los bajos tipos de

¹ Los créditos de mala calidad son la suma de los *non-performing loans* (morosos) y los *special mention loans* (dudosos).

² El ahorro bruto total se define como la diferencia entre el PIB y el consumo total.

interés generados por una política monetaria laxa, provocó que la mayor parte de los ahorros se empezaran a canalizar exclusivamente hacia la inversión dentro de China. Así, la inversión doméstica pasó de representar el 34% del PIB en el año 2000 a un 48% en 2010 y, en paralelo, se produjo una fuerte expansión del crédito para sostener dicha inversión e impulsar el crecimiento. Actualmente, la inversión todavía representa más del 40% del PIB, de modo que el crecimiento de la economía china a los niveles actuales continúa dependiendo, en buena medida, del crédito. Ello indica que no será nada fácil reducir la deuda de forma sustancial a corto plazo.

2. La deuda corporativa china: ¿hay motivos para preocuparse?

Para empezar, cabe destacar que existen algunos elementos que matizan la elevada ratio (163%) de la deuda corporativa china respecto al PIB. Por un lado, esta cifra incluye buena parte de la deuda de los gobiernos locales chinos, que han usado unos vehículos especiales, llamados LGFV,³ para financiar costosos proyectos en infraestructuras y promociones inmobiliarias. Según el FMI, esta deuda representa el 41% del PIB, pero es complejo identificar qué parte estaría dispuesta a asumir el Gobierno central si los entes locales no pudieran hacerse cargo. Por otro lado, existe un problema de doble contabilidad, ya que los *entrusted loans*, que se utilizan principalmente entre empresas de la misma matriz para prestarse dinero, suponen el 17% del PIB. Teniendo en cuenta estos factores, es posible que la deuda corporativa sea un tanto menor y se acerque más a las estimaciones del FMI (145% del PIB).

Pese a estos matices, es indiscutible que el nivel de la deuda corporativa china es preocupante. Sirva de referencia que diversas estimaciones encuentran que ratios superiores al 90% pueden suponer un lastre para la economía, ya que *shocks* económicos de pequeña magnitud pueden perjudicar seriamente a las empresas endeudadas y provocar un aumento de los impagos así como una disminución de la demanda agregada.⁴ Otra vía para evaluar si el nivel es excesivo consiste en comparar la deuda privada del sector no financiero, formada por la deuda de las

³ LGFV es un acrónimo que significa *local government financing vehicles*.

⁴ Véase Cecchetti, S., Mohanty, M. S. y Zampolli, F. (2011), «The real effects of debt», Bank for International Settlements, Working Paper, n.º 352.

empresas no financieras y de los hogares, con su evolución tendencial, métrica que en inglés se llama *credit-to-GDP gap* y que se podría traducir como «brecha de crédito/PIB». Según el BIS, la historia nos dice que, cuando el nivel actual del crédito (en porcentaje del PIB) supera en 10 p. p. a su tendencia a largo plazo, se suelen producir crisis financieras en los tres años siguientes. Pues bien, en el 3T 2017, China tenía una brecha de crédito/PIB de 16,7 p. p., muy por encima del umbral del 10. De hecho, dicha métrica se ha emplazado de forma ininterrumpida desde 2012 por encima del umbral debido a la creciente deuda corporativa (la deuda de los hogares es moderada, ya que solamente representa el 43,7% del PIB). A ello hay que sumar que, según datos oficiales, el crecimiento del crédito total creado continúa siendo mayor que el crecimiento nominal de la economía china, lo que sugiere que la ratio entre la deuda y el PIB seguirá aumentando a corto plazo. En esta línea, el Informe de Estabilidad Financiera del FMI publicado en abril de 2017 levantó bastante polvareda, puesto que muestra que la progresión y los niveles de la ratio de crédito respecto al PIB en China son parecidos a Japón antes del estallido de la burbuja nipona de los noventa, a Tailandia en la antesala de la crisis de los tigres asiáticos o a España a las puertas de la crisis inmobiliaria. Con todo, esta comparación podría resultar excesivamente agorera porque, tal y como veremos en la sección 5 de este documento, China todavía tiene suficiente margen y herramientas para reconducir la situación y evitar una crisis financiera, aunque ello dependerá fundamentalmente de la voluntad política de las autoridades y de cómo se encare el proceso de desapalancamiento.

Siguiendo con el estudio de la deuda, un factor negativo a tener en cuenta es que, según el FMI, el 55% de la deuda corporativa está emitida por empresas públicas (SOE),⁵ menos eficientes y con unos niveles de apalancamiento elevados, aunque también es cierto que los poderes públicos podrían ayudar a dichas empresas en caso de necesidad. Para ser conscientes de la magnitud de dichas ineficiencias basta con un ejemplo: la contribución de las empresas públicas al *output* total chino es de solamente un 16% (un 40% hace una década), pero, en cambio, el crédito canalizado hacia dichas empresas representa la mitad del total. Asimismo,

⁵ SOE es un acrónimo que significa *state-owned enterprise*.

⁶ Véase Liao, M., Sun, T. y Zhang, J. (2016), «China's Financial Interlinkages and Implications for Inter-Agency Coordination», IMF Working Paper.

⁷ El *shadow banking*, que significa «banca en la sombra» en inglés, es el conjunto de entidades financieras, infraestructura y

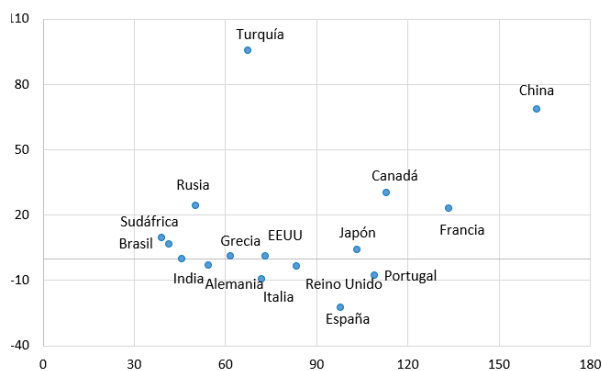
destaca la elevada concentración de la deuda corporativa en unos pocos sectores: un 32% del total en el sector manufacturero, un 29% en el sector inmobiliario y de la construcción, y un 23% en minería y servicios básicos. Esta concentración puede elevar el riesgo sistémico de la deuda en caso de que alguno de estos sectores entre en crisis y no pueda hacer frente a sus obligaciones.

Por último, es importante analizar la financiación de la deuda y su vencimiento. La deuda se ha financiado, en buena medida, a través del crédito facilitado por el sector bancario, de modo que resulta ineludible estudiar la relación de dicho sector con el sector corporativo. Así, en 2016, la contribución del sector bancario al crédito total fue, según datos oficiales, de un 66,6%. No obstante, su contribución era del 87% en 2008,⁶ con lo que el peso del sector bancario ha disminuido ante la pujanza del *shadow banking*.⁷

Por otra parte, el 63% de la deuda corporativa en 2017⁸ era a corto plazo (ni en EE. UU. ni en la eurozona la deuda a corto plazo supera un tercio del total). Ello sugiere que algunas empresas podrían verse en apuros en un futuro no muy lejano si el grifo de la financiación se cierra y surgen dificultades para refinanciar dicha deuda.

Gráfico 1. Comparativa internacional de la deuda corporativa

Crecimiento de la ratio de deuda corporativa/PIB 2009-2017 (%)



Ratio deuda corporativa/PIB en 2017

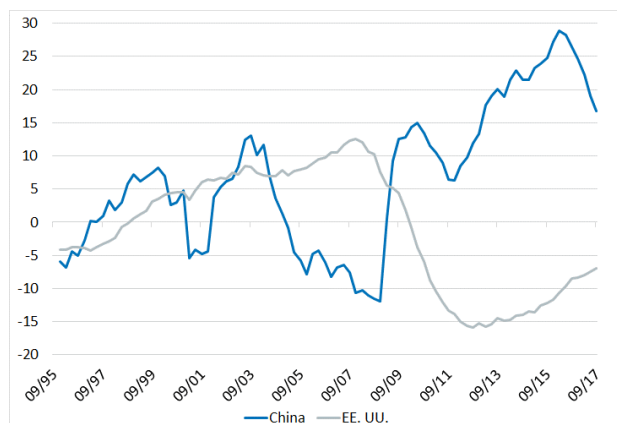
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BIS.

prácticas que sustentan operaciones financieras que ocurren fuera del alcance de las entidades reguladoras.

⁸ La deuda corporativa con vencimiento a corto plazo solamente representaba el 22% del total en 2010.

Gráfico 2. China vs. EE. UU.: brecha de crédito/PIB*

Porcentaje del PIB (%)

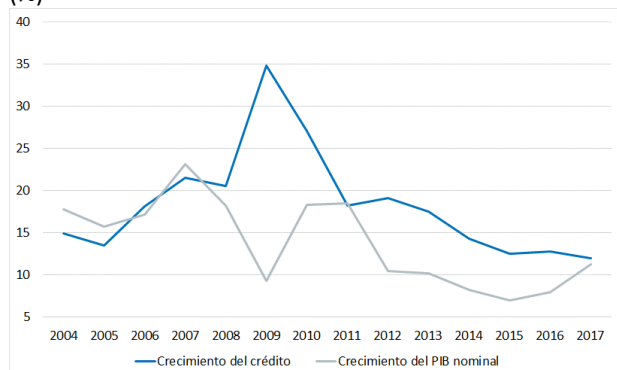


Nota: * La brecha de crédito/PIB se calcula como la desviación de la ratio de crédito/PIB respecto de su tendencia a largo plazo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BIS.

Gráfico 3. China: crecimiento del crédito y del PIB

(%)

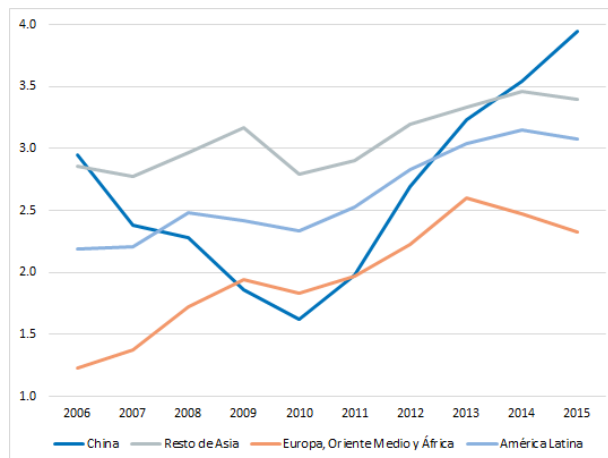


Nota: El crédito generado se mide con el Total Social Financing, métrica creada por el banco central chino en 2004.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del banco central chino y el National Bureau of Statistics of China.

Gráfico 4. China: endeudamiento empresarial

(Ratio deuda bruta/EBITDA*)



Nota: *El EBITDA es el beneficio bruto de explotación de las empresas calculado antes de deducir los gastos financieros.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

3. El sistema financiero chino: ¿un gigante con pies de barro?

Las dudas sobre la sostenibilidad de la elevada deuda china analizadas en el apartado anterior han alimentado la preocupación sobre el estado de salud del sistema financiero del país. Más allá del aumento de la deuda, preocupan su calidad y las instituciones que están protagonizando este fenómeno, dos factores que como veremos están muy relacionados. El análisis del sistema financiero chino y los puntos de conexión con la deuda corporativa son, por tanto, el principal foco de atención de esta sección del documento.

Para empezar, hay que señalar que los bancos del sector formal son las instituciones que predominan en el sistema financiero chino. Sus activos triplican los activos del resto del sector que conforma el denominado *shadow banking*. A su vez, los grandes bancos públicos dominan el sector, con un 37% de los activos bancarios. Con todo, el mapa bancario está cambiando: dicha cifra se acercaba al 50% hace apenas seis años. Y es que, recientemente, han irrumpido con fuerza bancos de dimensiones más reducidas, principalmente los bancos comerciales urbanos, que ya poseen el 12,6% de los activos bancarios (menos del 1% en 2011), así como los bancos comerciales de capital mixto⁹ (17,8% de los activos actualmente y 16% en 2011). Hoy en día

⁹ El Gobierno no es el propietario de los bancos de capital mixto, aunque, en general, cuenta con una participación minoritaria.

existen 133 bancos comerciales urbanos y 12 bancos de capital mixto en China. El sistema bancario se financia principalmente a través de los depósitos domésticos, con una ratio de créditos sobre depósitos del 100%.¹⁰ Pese a que dicha ratio ha aumentado significativamente desde el 80% de 2009, se halla todavía muy por debajo de los niveles que exhibían las economías desarrolladas antes de la crisis financiera (por ejemplo, EE. UU. en 2008 tenía un nivel cercano al 350%).

Si nos centramos en el análisis de la calidad de la deuda, las cifras oficiales de créditos morosos están por debajo del 2% del total, pero los principales organismos y estudios coinciden en que la deuda de calidad dudosa es superior. Por un lado, no toda la deuda de mala calidad está clasificada como morosa, sino que también hay *special mention loans*, que son aquellos préstamos donde existe una probabilidad elevada de que no se puedan devolver. Por el otro, existe la sospecha de que muchos préstamos dudosos se han titulizado y reconvertido en productos de gestión de patrimonio (*wealth management products* en inglés, más conocidos como WMP) que la banca tradicional ha transferido a la banca en la sombra o a clientes minoristas. Los WMP son productos de ahorro, normalmente a corto plazo, que ofrecen una elevada rentabilidad y son una fuente de riesgo importante por dos razones. La primera es que una buena parte se invierte en activos con un elevado riesgo, con un importante protagonismo del sector inmobiliario (en el que los temores a que se haya gestado una burbuja son sobradamente conocidos). La segunda es que existe un riesgo de desajuste en el vencimiento entre activos y pasivos (*maturity mismatch*), ya que los WMP que se venden suelen vencer a corto plazo (seis meses), pero los activos detrás de estos vehículos tienen vencimientos mucho más largos y son poco líquidos. Una fuente adicional de preocupación es el elevado grado de incertidumbre que existe sobre el verdadero riesgo que estos productos suponen para los bancos: el 74% de los WMP no disponen de una garantía explícita y se teme que, en caso de impago, los bancos tendrían que asumir parte de las pérdidas. Cabe decir que estos productos ascendían a 26,5 billones de yuanes a finales de 2017 (32% del PIB), cifra llamativa teniendo en cuenta que solamente representaban 7 billones de yuanes en 2012. Con todo, hay que matizar que a finales de 2016 los WMP ascendían a 30 billones de yuanes, de modo

que en el último año la mayor presión regulatoria de las autoridades chinas para reducir el *shadow banking* ha servido para frenar la progresión de estos productos.

Ante esta situación, la pregunta que cabe hacerse es qué agentes e instituciones del sector financiero han participado de los excesos de los últimos años con mayor entusiasmo. La respuesta es que han sido los pequeños y medianos bancos comerciales urbanos y de capital mixto así como los bancos rurales,¹¹ que no gozan del mismo grado de apoyo estatal, los que mayoritariamente han utilizado los WMP, para sacar sus activos con un mayor riesgo de sus balances. Así, los bancos de capital mixto ya superan a los bancos estatales como principales emisores de dichos productos en el sector bancario, mientras que los bancos comerciales urbanos y rurales son los que presentan tasas de crecimiento más elevadas en el uso de WMP en estos últimos años, tal como se puede observar en el gráfico 7. Los riesgos del sistema financiero se han acentuado recientemente, ya que dichos bancos han acudido en masa al mercado interbancario: dicho mercado representa actualmente el 16% de la financiación total de los bancos frente al 8% en 2010 según datos del FMI. En la medida en que dichos bancos han aumentado significativamente su dependencia del mercado interbancario, los riesgos de contagio desde este segmento de bancos al resto del sistema también se han agudizado. El último toque de alerta lo han dado las principales agencias de *rating*, como Moody's y S&P, advirtiendo de que los bancos pequeños han empezado a invertir en los WMP de otros bancos.

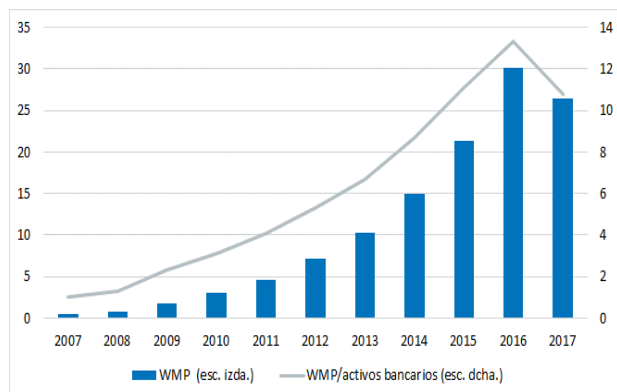
Otro factor a destacar que amenaza la calidad de la deuda es el alto grado de exposición de los bancos comerciales urbanos y rurales con respecto al mercado inmobiliario. Este fenómeno se explica por los estrechos lazos que dichos bancos mantienen con el poder local, lo que ha provocado que se hayan concedido una gran cantidad de créditos a inversores y gobiernos locales para financiar costosos proyectos inmobiliarios de dudosa viabilidad. Una disminución abrupta de los precios de la vivienda o de la tierra podría tener un impacto negativo notable en el balance de estos bancos, ya que reduciría el valor de las garantías utilizadas en los créditos y haría aumentar la tasa de morosidad.

¹⁰ Según estimaciones de Gavekal Dragonomics

¹¹ Los bancos rurales, cuyo número asciende a 2.350, han tenido durante los últimos años un porcentaje de los activos bancarios estable en torno al 13%.

Gráfico 5. China: productos de gestión de patrimonio (WMP)

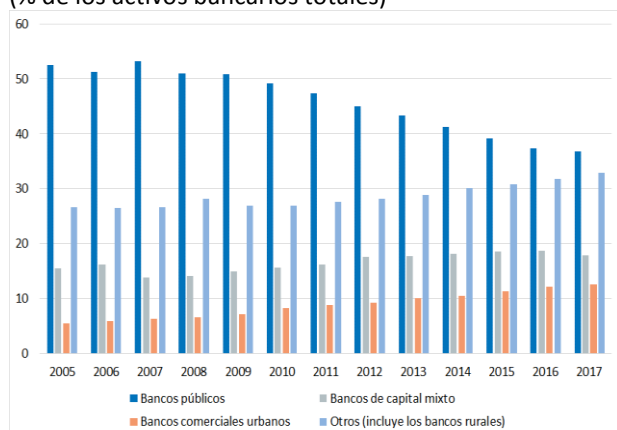
(Billones de yuanes) (%)



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de la Chinese Banking Regulatory Commission (CBRC) y del FMI.

Gráfico 6. China: sistema bancario

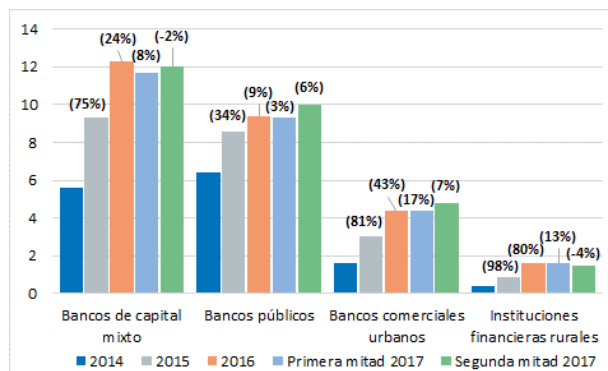
(% de los activos bancarios totales)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la China Banking Regulatory Commission (CBRC).

Gráfico 7. China: emisiones de WMP según el tipo de banco

(Billones de yuanes)



Nota:* El porcentaje que aparece en paréntesis es la tasa de crecimiento interanual de las emisiones de WMP. No hay datos disponibles para el 2014.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de China Banking Wealth Management Registration System y Moody's.

4. El *shadow banking* en China: una sombra alargada

En China, más allá del elevado nivel de deuda corporativa, otro factor que aviva la preocupación sobre la estabilidad financiera es el rol que está jugando el sector bancario informal, más conocido como *shadow banking*. En esta parte del documento nos centraremos en un análisis descriptivo que permita calibrar el peso, las características y los riesgos de este sector.

En cuanto a la envergadura del *shadow banking*, cabe señalar que el análisis se complica por la elevada incertidumbre sobre su verdadero tamaño, dado que las estadísticas oficiales no proveen una estimación directa. Moody's estima que este sector alcanzó los 65,6 billones de yuanes a finales de 2017 (26,7% del total de activos bancarios).¹² Esta cifra *per se* no es excesivamente elevada, ya que representa el 79,6% del PIB chino, muy por debajo del 150% del PIB que este sector representa en EE. UU. Lo que realmente preocupa es el fuerte crecimiento que ha experimentado el sector: según el Financial Stability Board, el *shadow banking* chino ha crecido más de un 30% anual en promedio entre 2013 y 2016 (un 22% anual entre 2012 y 2017) frente a un 10% en el resto del mundo. Con todo,

¹² Otras estimaciones más conservadoras, realizadas por *The Economist* con datos del banco central chino y de WIND, lo sitúan alrededor de 40 billones de yuanes.

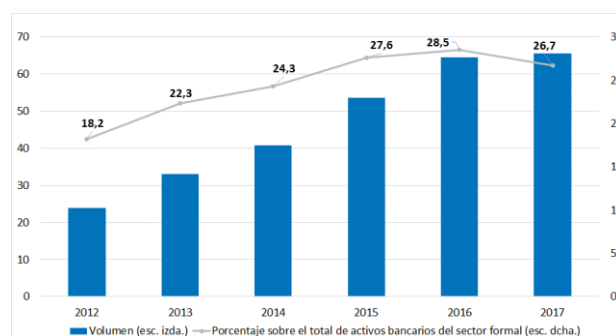
hay que destacar que el mayor control sobre la emisión de los productos del *shadow banking* (en especial de los WMP) ha permitido reducir su peso este último año en 8 p. p.

Si analizamos la configuración del *shadow banking*, destacan, en primer lugar, los productos de gestión del patrimonio o WMP, que representan un 40% del total del sector y cuyo volumen se ha casi triplicado desde 2014.¹³ Actualmente, el 42% de los WMP se invierten en activos de renta fija y el 16% en otros productos del *shadow banking*, como *trust* y *entrusted loans*. En vista del mal uso que a menudo se da a estos productos, las autoridades reguladoras chinas recientemente han obligado a las entidades financieras con un capital neto inferior a 5.000 millones de yuanes a que inviertan sus WMP en activos con un riesgo limitado, como deuda pública. En segundo lugar, con un 21%, tenemos los *entrusted loans*, que son créditos entre empresas. Los *entrusted loans* no se consideran préstamos bancarios y se han utilizado, en buena parte, para conceder créditos con un tipo de interés (y un riesgo) elevado, aunque conviene matizar que aquí el *shadow banking* actúa como simple intermediario para facilitar la operación y, por tanto, no asume ningún riesgo, como mínimo, de forma directa. Les siguen con un 13% del total, los *trust loans*, préstamos ofrecidos por instituciones financieras del sector informal. En cuarto lugar, aparecen las aceptaciones bancarias, aunque su peso se ha reducido notablemente.

Finalmente, pasamos a analizar los riesgos relacionados con el sector. La expansión del sector bancario informal ha tenido efectos positivos como la diversificación de los riesgos financieros y el acceso al crédito a agentes que no pueden acceder al sector bancario formal. Sin embargo, en China, ello ha sido contrarrestado por el hecho de que las actividades del *shadow banking* se han canalizado hacia vehículos y prácticas financieras con un elevado riesgo, y muchas veces con la participación del sector bancario formal. Así, por ejemplo, un 11% de los WMP han sido comprados por bancos del sector formal en el mercado interbancario, porcentaje tan solo del 3% a finales de 2014. Un elemento inquietante para tener en cuenta es que muchos bancos tradicionales, con la ayuda del *shadow banking*, han reclasificado préstamos, muchos de ellos de mala calidad, en otros productos financieros que requieren provisiones mucho menores. Como dichos préstamos reclasificados

presentan, en realidad, un riesgo elevado que no ha sido provisionado adecuadamente y los bancos no han logrado, en buena parte de los casos, transferir el riesgo, esta práctica podría generar tensiones importantes en el sistema financiero. De hecho, estos «préstamos en la sombra» representaban el 14% del PIB en junio de 2017. Hay que resaltar que los bancos comerciales regionales pequeños y medianos han sido especialmente proclives a abusar de las malas praxis y de ahí la reciente intervención de los reguladores chinos para limitar la exposición de dichos bancos a los WMP.

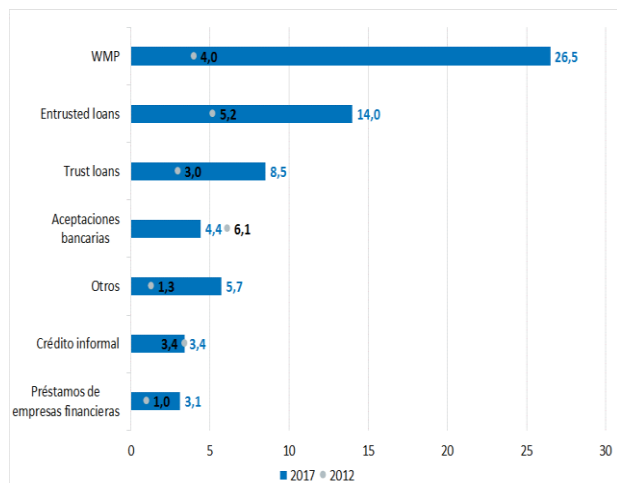
Gráfico 8. China: tamaño del *shadow banking*
(Billones de yuanes) (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central de China, Moody's, China Trustee Association y China Wealth Management Registrations System.

¹³ Véase la sección 3 de este documento para más detalles sobre los *wealth management products* (WMP).

Gráfico 9. China: composición del shadow banking
(Billones de yuanes)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del banco central de China, Moody's, China Trustee Association y China Wealth Management Registrations System.

5. Mecanismos de corrección: ¿cuánto margen tiene China?

En este apartado, se estudiarán las medidas que están tomando las principales autoridades chinas en relación con la elevada deuda corporativa y con los riesgos derivados para el sistema financiero, y se introducirá un análisis normativo sobre qué mecanismos y políticas habría que seguir. La estructura es la siguiente: se empieza por un análisis descriptivo y una valoración de las principales medidas tomadas para solucionar el problema de la deuda corporativa. A continuación, se desarrolla un análisis normativo sobre los mecanismos públicos y privados de los que dispone China para encauzar el problema de la deuda. Finalmente, se estudian los mecanismos disponibles en los ámbitos de a) la regulación financiera, b) la política monetaria y c) la política fiscal.

5.1 Análisis descriptivo de las medidas tomadas en relación con la deuda corporativa

Las principales medidas del Gobierno chino hasta la fecha han sido el diseño de un plan de permuta de deuda por capital y la reducción del potencial productivo de dos sectores ineficientes como son el carbón y el acero. Ello se ha visto acompañado de un cambio de tono, ya que las principales autoridades chinas, incluyendo al primer ministro Li Keqiang, han hecho más hincapié desde la segunda

mitad de 2016 en los problemas provocados por el apalancamiento de las empresas.

El plan de permuta de deuda por capital tiene dos etapas. En la primera, un ente externo como puede ser, por ejemplo, una institución de administración de activos, capta fondos a través de WMP, financiación de otros bancos o capital social (por ejemplo, seguros, inversores y fondos de pensiones) y compra la deuda al banco. En la segunda, dicho ente negocia con la empresa deudora un canje de la deuda adquirida por una parte del capital de la empresa. El enfoque de este plan es menos dirigista que los planes de intercambio de deuda por acciones realizados en 1999, ya que los bancos son los encargados de acogerse a este plan según su voluntad y pueden decidir qué parte de su deuda eligen y a qué entidad venden la deuda. Sin embargo, hay limitaciones: solo aquellas compañías «en dificultades temporales» pero «con potencial a largo plazo» pueden intercambiar sus deudas y se excluyen del plan los préstamos morosos (no así los de categoría dudosa). El plan beneficiará tanto a los bancos implicados, que podrán mejorar sus balances, como a las compañías en apuros, cuya carga se verá aliviada. Sin embargo, conviene resaltar que el plan apenas reducirá el nivel global de la deuda corporativa: el Gobierno chino espera que la cantidad intercambiada no supere los 3 billones de yuanes, una gota en el vasto océano en comparación con la ingente deuda corporativa, cifrada en 116 billones de yuanes. Además, el plan solamente redistribuye el riesgo pero sin apenas disminuirlo: los bancos que financien a las entidades encargadas de hacer los canjes y los consumidores a los que se venden los WMP o que tienen sus ahorros en fondos de pensiones y compañías aseguradoras envueltas en el plan pasarán a soportar buena parte del riesgo.

La otra medida tomada ha sido la reducción de la capacidad productiva en los sectores del carbón y del acero, sectores estratégicos con un elevado peso de empresas públicas fuertemente endeudadas. El objetivo es aumentar la eficiencia de dichas empresas para que así puedan reducir su deuda. Como el Gobierno controla las empresas en estos sectores, se trata de una medida factible y positiva, ya que permitirá reducir el exceso de capacidad de dichas industrias, caracterizadas por su ineficiencia. Con todo, solamente se centra en dos sectores ineficientes muy concretos en vez de afrontar las carencias de las empresas públicas en su conjunto.

5.2 Análisis normativo de la deuda corporativa

Para solucionar el problema, se debería tomar un enfoque amplio y extenso en el que se tenga en cuenta tanto a los deudores como a los acreedores con el objetivo de reducir el riesgo y no solamente transferirlo a otros agentes de la economía. Los poderes públicos deberían tener un papel proactivo debido a su peso en la economía china (los bancos y las empresas propiedad del Estado conservan una influencia notable) y al margen que brinda el moderado nivel de la deuda pública del Gobierno central. El mecanismo óptimo sería una fórmula intermedia donde el Gobierno diese directrices claras y facilitase la coordinación de los bancos con las empresas, pero dando más protagonismo de forma paulatina a los agentes privados en la toma de decisiones para atenuar problemas de *moral hazard*. Algunas medidas proactivas y generales, que requerirían de la cooperación entre las empresas públicas, los bancos y los supervisores financieros, serían:

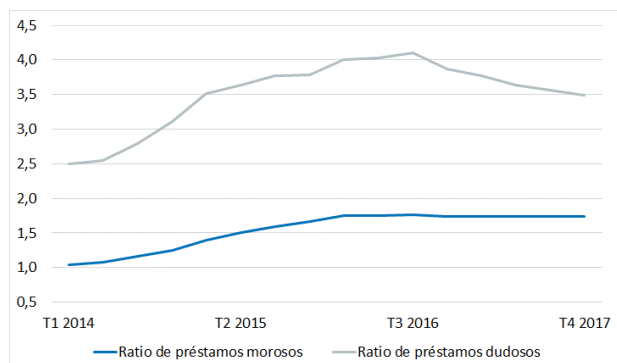
- Reestructuración y saneamiento del sector corporativo:
El objetivo es identificar aquellas empresas en dificultades financieras y clasificarlas en aquellas que son viables, las cuales deberían ser reestructuradas, y empresas no viables, las cuales deberían ser liquidadas. El Gobierno podría crear un ente independiente formado por expertos o dejar que los acreedores tomen las principales decisiones.
- Reconocimiento de pérdidas y reestructuración financiera:
Las entidades supervisoras y reguladoras deberían requerir a los bancos el reconocimiento de sus pérdidas. Actualmente, la ratio de morosidad es solamente del 1,74, pero ello es engañoso por dos razones. Por un lado, en China esta categoría está reservada a préstamos con una morosidad de más de 90 días, pero solamente si los bancos reconocen la pérdida.¹⁴ Por el otro, muchos préstamos morosos se han sacado fuera de balance, aunque los bancos continúan soportando el riesgo, tal y como se vio en la sección 3 de este documento. Una vez se reconozcan las verdaderas pérdidas, se podrían implementar mecanismos como planes de permuta de deuda por capital más ambiciosos o la

titulización o venta de los préstamos morosos, por ejemplo, mediante su absorción por un banco malo (el Estado tiene suficiente margen para crear un banco de este tipo y absorber las pérdidas).

- Diseño de un reparto justo de la carga:
Las pérdidas resultantes se deberían repartir de forma razonable, teniendo en cuenta la antigüedad o *seniority* de las reclamaciones de los bancos, compañías e inversores implicados. Para ello, el criterio de asignación debería internalizar potenciales problemas de *moral hazard*, la capacidad para devolver las deudas y los costes sociales. Sería deseable llevar a cabo este proceso de manera gradual y caso por caso para evitar dislocaciones importantes del sistema financiero.
- Mejora de la gobernanza corporativa y reforma del sector:
Se trata de una medida compleja pero fundamental. Habría que introducir medidas para reformar la estructura de las empresas públicas y mejorar su gobernanza corporativa. Una forma pertinente de conseguirlo sería dar más protagonismo a las empresas privadas que gradualmente podrían hacerse cargo de las empresas públicas. Ello debería ir acompañado de mecanismos de control y racionalización del gasto de las empresas públicas y, a un nivel más amplio, el fomento de la libre competencia y la eliminación de las barreras de entrada. Finalmente, habría que adecuar el sistema legal a todos los cambios para facilitar un funcionamiento ágil y eficaz por parte de los tribunales.

¹⁴ La ratio de préstamos dudosos es sensiblemente mayor y se emplaza cerca del 4%.

Gráfico 10. China: préstamos morosos y dudosos
(% sobre los préstamos totales)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión de Regulación Bancaria China (CBRC).

5.3 Mecanismos de política financiera

El banco central chino dejó claro por primera vez en 2016 su intención de controlar la emisión de WMP de la mano de medidas que limitan la exposición de los bancos más pequeños a los WMP¹⁵ y, además, decidió incluir a partir del 1T 2017 un seguimiento de los WMP dentro de la evaluación macroprudencial trimestral que realiza. Ello permite atisbar una toma de conciencia del problema, que no existía anteriormente. Con todo, se trata de medidas insuficientes, puesto que no darán lugar al retorno de estos productos a los balances de los bancos, con lo que algunos indicadores claves del sistema financiero como la ratio de préstamos y depósitos o los activos ponderados por riesgo no se verán afectados. Al menos, estas medidas están dando paso a una actitud más cautelosa por parte de los bancos a la hora de emitir WMP, para evitar una penalización en la evaluación macroprudencial. Ello se ha reflejado en la disminución de WMP, que han pasado de 30 billones de yuanes en 2016 a 26,5 billones en 2017, tal como hemos visto en la sección 3. Con todo, las nuevas medidas no solucionarán el problema, aunque contribuirán a mitigarlo hasta cierta medida. Una de las razones por las que difícilmente lo resolverán es que ya se ha empezado a observar un cierto efecto de sustitución: los bancos han sido superados por fondos de inversión y compañías de corretaje como principales emisores de estos productos. El motivo es que estos sectores financieros no se están viendo afectados por las

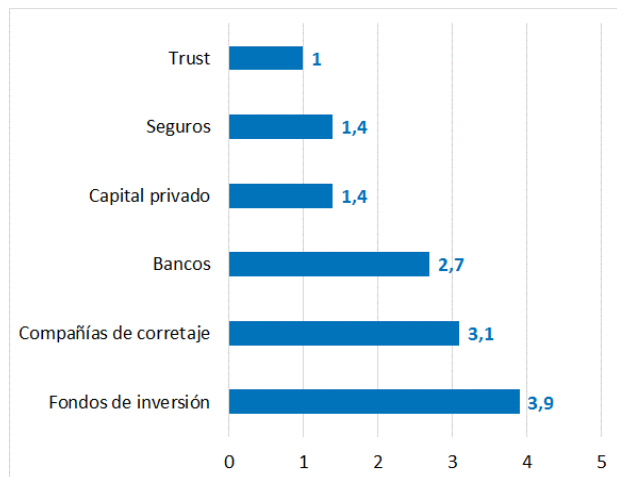
¹⁵ Véase la sección 4 de este documento de trabajo para más detalles sobre dichas medidas.

medidas que se han implementado hasta la fecha para limitar las emisiones de WMP, que se centran en el sector bancario. A esto se debe sumar que en 2016 y 2017 se produjo una gran expansión de los certificados negociables de depósitos (pasaron de 5,3 billones de yuanes en 2015 a 20,2 billones en 2017), unos instrumentos de crédito a corto plazo similares a los WMP,¹⁶ pero que no se han incluido hasta 2018 en la supervisión macroprudencial del banco central. Finalmente, la menor emisión de WMP se está viendo compensada por un repunte en el uso de otros productos del sector informal como los *trusted loans* o los *entrusted loans*. Todo ello sugiere que sería deseable un enfoque mucho más sistemático y global a fin de tomar medidas que mejoren la estructura del pasivo del sistema financiero. Dos objetivos insoslayables son un mayor control sobre la emisión de los distintos productos del conjunto del *shadow banking* y una reducción de la dependencia del sector bancario respecto al mercado interbancario, respectivamente. Una medida imprescindible relacionada con el primer objetivo sería la introducción de estándares de calidad crediticia que se aplicasen de forma idéntica tanto a los préstamos como a aquellos productos financieros cuyos activos subyacentes presentan riesgos crediticios. Otro elemento clave en el área financiera consistiría en una supervisión más pormenorizada de los productos del *shadow banking*, incluyendo su transferencia a los balances de los bancos para que puedan ser debidamente provisionados.

¹⁶ Estos certificados no requieren de un colateral o garantía y son muy populares entre los bancos pequeños para obtener financiación en el mercado secundario.

Gráfico 11. China: aumento de los WMP entre el inicio de 2015 y la primera mitad de 2016

(Billones de yuanes)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del CEIC y Natixis.

5.4 Mecanismos de política monetaria

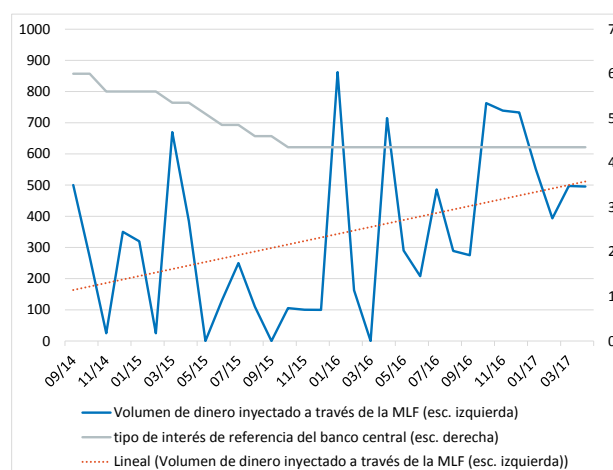
La política monetaria es una herramienta indispensable para la estabilidad financiera. El banco central chino se embarcó en políticas monetarias muy laxas entre finales de 2014 y octubre de 2015. Y es que en apenas un año el tipo de referencia de los depósitos pasó del 6% al 4,35%. Buena parte de este dinero se canalizó hacia los mercados inmobiliarios en Shanghai, Shenzhen y Hong Kong, lo que provocó un cierto sobrecalentamiento de estos mercados. Con todo, a finales de 2015, se produjo un cambio de orientación en el banco central y desde entonces no se ha vuelto a bajar el tipo de interés de referencia. Por el contrario, el banco central ha inyectado dinero a las instituciones financieras a través de operaciones abiertas de mercado y, desde 2014, de la *Medium-term Lending Facility* (MLF), la cual es utilizada generalmente por los grandes bancos estatales (se trata de una herramienta muy selectiva de *targeted lending*) para financiarse a medio plazo. Inyectar y retirar dinero a través de estas herramientas permite modificar el nivel de liquidez de la economía. De hecho, la MLF se está usando con un propósito muy específico: aumentar los costes de endeudamiento en el mercado interbancario con el objetivo de reducir el apalancamiento y desincentivar que las empresas se continúen endeudando (los bancos pagan intereses al banco central por los préstamos facilitados a través de estas operaciones). No

obstante, estas medidas tienen un efecto limitado y poco efectivo, dado que aquellos bancos que no pueden acceder a la financiación de la MLF o que se ven expuestos a un aumento de los costes de financiación están recurriendo con mayor frecuencia al *shadow banking*, por lo que el desapalancamiento está siendo modesto en el primer tramo de 2018. Este cambio de orientación de la política monetaria de expansiva a más cauta también se reflejó en el tono del discurso anual de Li Keqiang en la Asamblea Nacional Popular de 2017, ya que pasó de abogar por una política monetaria «flexible y adecuada» en 2016 a una política «neutral y prudente» en 2017. Con todo, si bien este cambio de rumbo abre un horizonte más esperanzador, ya que atenúa hasta cierto punto el potencial efecto negativo de la política monetaria sobre la estabilidad financiera, sería deseable un enfoque más decidido que viniera acompañado de una reducción de los riesgos en el *shadow banking*. Asimismo, una coordinación más fluida y estrecha entre el banco central y las autoridades reguladoras del sistema bancario (la Comisión de Regulación Bancaria China o en sus siglas en inglés, CBRC) tendría efectos beneficiosos para fortalecer los mecanismos de supervisión y control del sistema financiero.

Gráfico 12. China: operaciones de mercado abierto y tipos de referencia

(Miles de millones de yuanes)

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del banco central de China.

5.5 Mecanismos de política fiscal

Cuando se analiza la política fiscal china hay que distinguir claramente entre el Gobierno central y las administraciones locales. El primero goza de una posición saneada, con una deuda pública en torno al 20,0% del PIB en 2017, lo que le da un amplio margen fiscal para emprender políticas proactivas que coadyuven a reducir el apalancamiento del sector corporativo. En cambio, la situación de las administraciones locales es menos halagüeña: tal como vemos en el gráfico 13, en 2017, dicha deuda ya superaba el 40% del PIB y el FMI prevé que continúe aumentando y rebase el 50% en 2021. Es interesante recordar que, en realidad, buena parte de la deuda local se ha contabilizado históricamente como deuda corporativa, ya que hasta 2015 las administraciones locales no podían pedir prestado dinero de forma explícita y emitían, con el fin de eludir dicha restricción, los LGFV,¹⁷ vehículos que en buena parte financiaron proyectos de infraestructuras y del sector inmobiliario. La nueva ley presupuestaria de 2015 fue un primer paso positivo para solucionar este problema, ya que 14 billones de yuanes (20% del PIB de 2015) en estos productos se reconocieron como deuda de los gobiernos locales y se inició un programa de canje de estas obligaciones por bonos.¹⁸ Asimismo se autorizó a los gobiernos locales a emitir nuevos bonos, previa autorización de la Asamblea china, cuyas emisiones deberán recogerse en los presupuestos de los gobiernos locales. Sin embargo, habría que acompañar estas esperanzadoras medidas con reformas más profundas. Por un lado, se tendría que elaborar un plan que especificase las responsabilidades de los gobiernos locales en caso de impago para mitigar la incertidumbre y problemas de inseguridad jurídica. Por el otro, los gobiernos locales se tendrían que poder dotar de suficientes ingresos para hacer frente a sus gastos, ingresos que fueron sustancialmente recortados tras la reforma fiscal de 1994.

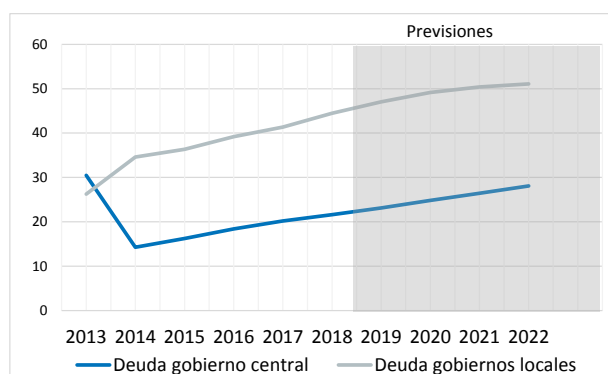
El problema de los LGFV deriva de un sistema de incentivos mal diseñado: uno de los principales criterios para evaluar a las autoridades locales son los datos de crecimiento de la economía a nivel local, con lo que dichas autoridades empezaron a emitir vehículos financieros que sortearan la

¹⁷ Véase la sección 2 de este documento de trabajo para más detalles sobre estos vehículos financieros.

prohibición de endeudarse, con la finalidad de estimular la economía y cumplir el *target* de crecimiento. Al tener un margen fiscal de ingresos exiguo, se han producido importantes desequilibrios supuestarios a nivel local y provincial que ahora hay que subsanar.

Gráfico 13. China: deuda del Gobierno central y de los gobiernos locales

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

6. Conclusiones

En este documento se ha determinado que la deuda corporativa en China es elevada y ha crecido muy rápidamente en los últimos años, por lo que puede ser una fuente de problemas.

A ello hay que sumar el hecho de que los riesgos del sistema financiero chino se han acrecentado de forma notable en estos últimos años. Los bancos de pequeñas dimensiones han cobrado protagonismo, pero se han convertido en las instituciones más vulnerables. Ello ha provocado un aumento de la complejidad e interconexión del sistema financiero y ha conllevado una atomización significativa de los riesgos y un aumento de la exposición al sector inmobiliario.

Un elemento importante ha sido el auge del sector informal bancario chino, fenómeno indiscutible pese a que su dimensión no resulta todavía alarmante. Dicho sector supone un foco de riesgo relevante debido al tipo de productos que ofrece y a su

¹⁸ A principios de 2016, ya se habían canjeado 3,2 billones de yuanes, según el FMI.

interconexión con el sector bancario formal. Ello podría traducirse en problemas de liquidez y solvencia a medio plazo. No en vano, las autoridades regulatorias chinas ya han empezado a actuar, aunque serían deseables medidas más vigorosas para evitar que el sector informal se convierta en un auténtico quebradero de cabeza.

Las autoridades chinas han empezado a tomar conciencia del problema de la excesiva deuda corporativa y de los riesgos que conlleva para el sistema financiero. La cara es que se han empezado a tomar medidas correctivas. La cruz es que todavía falta mucho trecho por recorrer. Y es que las autoridades chinas se enfrentan a una auténtica disyuntiva: encauzar de verdad el problema de la deuda supondría una ralentización de la economía a corto plazo más acentuada a cambio de unas perspectivas económicas más esperanzadoras a medio y largo plazo merced a un crecimiento más equilibrado. La alternativa es una huida hacia adelante que permitiría tasas de crecimiento mayores a corto plazo, pero a expensas de una deuda insostenible e importantes riesgos financieros y económicos a medio plazo. Solo el tiempo dirá qué vía decide emprender el gigante asiático. La única certeza es que se trata de un tema que habrá que seguir muy de cerca.

7. Referencias

Cai, J., Kutan, A. M., Liu, J. y Zhang, D. (2016), «Real estate investments and financial stability: evidence from regional commercial banks in China», *The European Journal of Finance*.

Cecchetti, S., Mohanty, M. S. y Zampolli, F. (2011), «The real effects of debt», *Bank for International Settlements, Working Paper*, n. 352.

Chen, H., Chow, K. y Tillman, P. (2016), «The effectiveness of monetary policy in China: Evidence from a Qual VAR», *Hong Kong Institute for Monetary Research, HKIMR Working Paper n.º 06/2016*.

Elliott, D., Kroeber, A. y Qiao, Y. (2015), «Shadow banking in China: A primer», *Economic Studies at Brookings*.

Financial Stability Board (2015), «Global Shadow Banking Monitoring Report 2015».

Fondo Monetario Internacional (2016), «The People's Republic of China: 2016 Article IV».

Fondo Monetario Internacional (2017), «Global Financial Stability Report».

García-Herrero, A. (2016), «Chinese banks: the way forward», *Bruegel*.

García-Herrero, A. (2017), «Key risk to China's shadow banking in 2017: Banks and WMPs», *Natixis China Hot Topics*.

Hachem, K. y Zheng, M. H. (2015), «The rise of China's shadow banking system», *Chicago Booth Working Papers*.

Hung, S., Yin, D. y Wan, Y. (2017) «Chinese banks: risks of banking industry and costs of corporate deleveraging», *Moody's Investor Service*.

Jin, H. y Rial, I. (2016), «Regulating Local Government Financing Vehicles and Public-Private Partnerships in China», *IMF Working Paper*.

Law, D. *et al.* (2016), «Resolving China's Corporate Debt Problem», *IMF Working Papers*.

Liao, M., Sun, T. y Zhang, J. (2016), «China's Financial Interlinkages and Implications for Inter-Agency Coordination», *IMF Working Paper*.

Long, C. (2016), «The weak links in the financial system», *Gavekal Dragonomics Ideas*.

Moody's Investors Service (2017), «Quarterly China Shadow Banking Monitor», *Informes de febrero y mayo de 2017*.

Park, K. H. (2016), «How Competitive and Stable is the Commercial Banking Industry in China after Bank Reforms?», *KDI Journal of Economic Policy*, 38(1): 53-70.

Perry, E. y Weltewitz, F. (2015), «Wealth Management Products in China», *Reserve Bank of Australia Bulletin*, June Quarter 2015.