



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

La burbuja inmobiliaria y la deuda china, ¿el fin del milagro chino?

Clave: 201701375

Autor: Ignacio Ariño de Meer

Directora: Eszter Whirth

MADRID | Junio 2022

Resumen

China es una de las potencias mundiales en el mundo actual gracias al rápido crecimiento experimentado en los últimos años, conocido como el milagro chino. Sin embargo, tras la implementación de la política de las tres líneas rojas afloraron algunas de las debilidades de este sistema. Precisamente, una de las más grandes promotoras a nivel global, Evergrande, anunció una deuda de 300.000 millones de dólares, además de problemas de liquidez, que se han sucedido con varios impagos de bonos. Esto hace preguntarnos, ¿nos encontramos ante una burbuja inmobiliaria? ¿Puede el Gobierno chino evitar una crisis mundial?

Palabras clave: PIB, promotoras, inversión, deuda, burbuja inmobiliaria, especulación.

Summary

China is one of the most relevant countries nowadays thanks to the rapid growth experienced in recent years, known as the chinese miracle. However, after the implementation of the three red lines policy, some of the weaknesses of this system came to light. Indeed, one of the largest global developers, Evergrande, announced a debt of 300 billion dollars, in addition to liquidity problems, which have been followed by several bond defaults. This begs the question, are we facing a real estate bubble? Can the Chinese government avoid a global crisis?

Keywords: GDP, developers, investment, debt, real estate bubble, speculation.

ÍNDICE DE CONTENIDO

1. Introducción.....	1
1.1. Justificación y objetivos.....	1
1.2. Metodología y estructura.....	1
2. Marco teórico	2
2.1. Crédito bancario y ciclos económicos.....	2
2.2. Antecedentes históricos: Japón y Estados Unidos, ¿se repite la historia?	7
2.2.1. Burbuja inmobiliaria y financiera de Japón de los años 80	8
2.2.2. Burbuja inmobiliaria estadounidense	10
2.2.3. ¿Qué podemos aprender de las burbujas de Japón y Estados Unidos?	12
3. La deuda china y su burbuja inmobiliaria.....	14
3.1. Deuda china.....	14
3.1.1. Antecedentes históricos: cambio de la mentalidad china	14
3.1.2. Proceso de endeudamiento de la economía china	18
3.2. Burbuja inmobiliaria china	25
4. Caso Evergrande, ¿desencadenante de la próxima crisis mundial?	34
5. Posición de China, ¿puede el Gobierno Chino evitar esta crisis?	43
6. Conclusiones.....	49
7. Bibliografía.....	51

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1. Índice Nikkei 250. 1980 = 100.....	9
Ilustración 2. Tipos de interés de Estados Unidos en % (2000-2003).....	11
Ilustración 3. PIB real – China (1960-2020).....	16
Ilustración 4. Crecimiento del PIB real (% anual) – China (1961-2020).....	17
Ilustración 5. % de deuda sobre el PIB (2001-2018).....	18
Ilustración 6. Áreas de contribución al crecimiento del PIB real en China en puntos porcentuales (2000-2020).....	19
Ilustración 7. Deuda segregada por sectores en % del PIB chino (2000-2021).....	20
Ilustración 8. Crecimiento de la deuda en % del PIB entre 2008 Q1 – 2018 Q1.....	21
Ilustración 9. Deuda total del sector no financiero en % del PIB (en 2017).....	22
Ilustración 10. Comparación entre el crecimiento del PIB chino en % y el incremental capital output ratio en relación con la inversión china en activos fijos en % del PIB (2000-2020).....	23
Ilustración 11. ROA de las empresas estatales chinas en comparación con las empresas privadas en % (2000-2014).....	24
Ilustración 12. Contribución del sector inmobiliario chino en % al PIB (2000-2021)...	25
Ilustración 13. % del PIB chino proveniente del sector inmobiliario (1997-2017).....	26
Ilustración 14. Niveles de deuda de los hogares en proporción al PIB y de la renta en China y Estados Unidos (junio 2005-dic 2019).....	27
Ilustración 15. Ratio precio de la vivienda vs ingreso medio (2020).....	28
Ilustración 16. Crecimiento de la población urbana (% anual) – China (1961-2020)....	29
Ilustración 17. Población urbana (% del total) – China (1960-2020).....	29
Ilustración 18. Viviendas que ya poseía el comprador en el momento de la compra de la nueva vivienda (% de nuevos compradores).....	30
Ilustración 19. Número de préstamos a hogares vs. Venta de viviendas en China (2008-2022).....	32
Ilustración 20. Préstamos a constructoras de bancos chinos, en porcentaje del PIB.....	33

Ilustración 21. Interés de high yield en % de los bonos emitidos por las constructoras chinas (2014-2021)	34
Ilustración 22. Crecimiento de los pasivos de Evergrande vs el resto de promotoras....	37
Ilustración 23. Precio de las acciones de las grandes constructoras a lo largo de 2021 (enero 2021 = 100).....	38
Ilustración 24. Cuadro interactivo donde se representa a los 30 principales promotores inmobiliarios clasificados por ventas y agrupados por número de líneas rojas cruzadas	39
Ilustración 25. Relación entre el pasivo y el activo, excluyendo los ingresos anticipados (%) de los 30 principales promotores inmobiliarios	40
Ilustración 26. Ratio de deuda neta sobre fondos propios (%) de los 30 principales promotores inmobiliarios	41
Ilustración 27. Ratio de tesorería/deuda a corto plazo de los 30 principales promotores inmobiliarios.....	42
Ilustración 28. Rendimiento acumulado del índice - rendimientos brutos (USD)	43
Ilustración 29. Valor añadido de cada sector de actividad generado indirectamente por la demanda del sector de la construcción en % del Valor Agregado Bruto (VAB) total ...	44
Ilustración 30. Futuros de los principales metales en yuanes por tonelada.....	45
Ilustración 31. Exportaciones a China, en % de las exportaciones totales (2021E)	46
Ilustración 32. Exportaciones a China en los sectores de la construcción y los metales, en % del PIB (2021E).....	47

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Crecimiento anual de deuda permitido en base al número de líneas rojas incumplidas marcadas para el sector inmobiliario.....	32
---	----

LISTADO DE ABREVIATURAS

EE	Empresas Estatales
EE	Empresas Estatales
Fed	Reserva Federal de Estados Unidos
PIB	Producto Interior Bruto
PER	Price Earning Ratio
LGFVs	<i>Local Government Financing Vehicle</i>

1. Introducción

1.1. Justificación y objetivos

El objetivo de este TFG es analizar las dimensiones de la deuda china y la burbuja inmobiliaria que se ha creado a causa de las medidas implantadas por el Gobierno chino en el pasado para lograr el conocido milagro chino. Con ello, también nos apoyaremos en el caso Evergrande para analizar si hay un peligro para la economía mundial de sufrir otra gran crisis, o por si el contrario, hay alguna forma de evitarlo.

Con todo ello, todo el trabajo de análisis del TFG pretenderá dar respuesta a las siguientes preguntas:

- 1) ¿Cómo es la magnitud de la burbuja inmobiliaria china y cuáles son las consecuencias si explota?
- 2) ¿Puede ser la caída de Evergrande el desencadenante de la próxima crisis mundial?
- 3) ¿Cuáles serían las consecuencias mundiales si explota esta “burbuja inmobiliaria china” y que podría hacer el Gobierno chino para evitarlo?

1.2. Metodología y estructura

Para cumplir con los objetivos establecidos para el TFG y lograr dar respuesta a las preguntas formuladas en el anterior punto se procederá a la búsqueda y análisis de información en lo relativo al tema: políticas monetarias chinas (analizando primero las que han dado lugar al milagro chino, y luego las que se estén tomando ahora), datos de deuda y en especial de lo relativo al mercado inmobiliario chino, y también datos obtenidos de trabajos que analicen la situación vivida en Japón y EEUU antes de que explotara su burbuja inmobiliaria para poder establecer una comparación.

Tras la recogida y análisis de datos se procedería a estudiar más concretamente el caso Evergrande (por su importancia en el país) y las repercusiones que podría tener a nivel mundial (así como que podría hacer el Gobierno chino para evitarlo). También nos apoyaremos en la opinión de expertos de periódicos como the Financial Times, the Economist, the Wall Street Journal, South China Morning Post o El Economista, entre otros.

2. Marco teórico

2.1. Crédito bancario y ciclos económicos

A lo largo de este trabajo nos basaremos en el pensamiento de la escuela austriaca para entender lo que está sucediendo en China. Esta escuela de pensamiento económico es prácticamente opuesta al pensamiento neoclásico, que basa sus hipótesis en un mundo con agentes humanos racionales, totalmente informados que van a maximizar su utilidad y ganancias.

La escuela austriaca fue fruto de un proceso en el cual se pulieron y unieron distintas teorías económicas. Así pues, históricamente se ha nutrido de las enseñanzas de la escuela económica clásica creación de Adam Smith y de la teoría de utilidad marginal, lo que en su momento dio lugar a la escuela neoclásica austriaca. Precisamente, se puede determinar su inicio en la publicación de los *Principios de Economía Política* en 1871 de Carl Menger, dando paso posteriormente a Eugen von Bohm-Bawerk o Friedrich von Wieser, quienes expandieron las ideas austriacas y crearon las bases de la escuela austriaca.

Posteriormente, a principios del S.XX aparecen las grandes aportaciones de Ludwig von Mises, entre las cuales podemos destacar su libro *Teoría del dinero y del crédito* en 1912, y posteriormente, *Socialismo* en 1922. Pero sin duda, destaca por parte de Mises la formación de una generación de alumnos entre quienes destaca Friedrich Hayek. Hayek destaca por profundizar en la teoría del capital en relación con los ciclos económicos y mantener a flote la escuela austriaca junto a Mises cuando primaron los modelos matemáticos y de equilibrio a mediados del S. XX. En contra de la corriente keynesiana, Hayek entendía que el nivel de capital de una economía está formado por diversos elementos, correlacionados entre sí, como el stock, capacidad productiva, capital humano, capital fijo, capital variable etc. (Martín, 2018).

Con todo, la escuela austriaca basa sus hipótesis en la acción humana individual y el subjetivismo, así pues, toda acción humana va a ser una decisión del individuo dirigida a alcanzar un fin que considera importante para él según sus creencias y propósitos. Ahora bien, esta acción normalmente se desarrolla en el tiempo, pues toda esta acción conlleva el proceso de planificación para determinar que fines desea alcanzar, y una vez elegidos estos, qué medios va a utilizar para lograrlo. Posteriormente, esta acción puede generar multitud de consecuencias, las cuales conforme avance el tiempo serán cada vez más

imprevisibles (véase el asesinato del archiduque Francisco Fernando, que acabó provocando la I Guerra Mundial). Debido a ello, son defensores de las políticas económicas liberales no intervencionistas, pues razonan que el mercado se ordena por sí solo, distribuyendo mejor los recursos que el Estado, el cual los reorganiza de forma artificial a través del uso de diversos instrumentos financieros.

Dentro de las aportaciones de la escuela austriaca la que más interés nos suscita es la de los ciclos económicos. Al respecto, Huerta de Soto diferencia 5 fases muy diferenciadas dentro de los ciclos económicos (Huerta de Soto, 2020):

1.- Expansión:

Durante la bonanza económica el consumo no se reduce, y la banca lo facilita con la concesión de nuevos préstamos, incrementando la oferta de crédito (sin aumento del ahorro) y reduciendo el tipo de interés. Además, esto suele ir acompañado de una facilitación de las condiciones económicas con las que se concede el préstamo.

Hay un aumento de los precios de los bienes, lo que va a provocar un aumento de los beneficios en el sector de bienes de capital, siendo estos los bienes que se utilizan en la producción de bienes y servicios, ya que la corriente de sus rendimientos aumenta al descontarse con el nuevo tipo de interés. También hay un alargamiento artificial de la estructura productiva, motivado en gran parte por la aparición de nuevos proyectos de inversión rentables, que antes no eran tan atractivos, lo que provoca la aparición de nuevas etapas más alejadas del consumo.

El problema reside en que el ensanchamiento de la estructura productiva solo se puede acometer con ahorro. Pero este no es suficiente, por lo que se *crea dinero de la nada*¹ para sostener a los distintos agentes productivos y compensar las pérdidas que se producen hasta que se complete el proyecto de inversión llevado a cabo con la venta de bienes de consumo. En cualquier caso, este optimismo generalizado se transpone a la bolsa de valores, la cual aumenta sus índices con la especulación generada sobre los precios futuros.

¹ En referencia al dinero fabricado por los Bancos Centrales en sus imprentas, con el que ingresan liquidez en la economía. El dinero creado de la nada se refiere a aquellas políticas monetarias expansivas de endeudamiento que pretenden resolver problemas crediticios con más deuda, sin el respaldo de una economía real (producción y ahorro).

2.- Boom

Hay mayor demanda de trabajadores en el sector de bienes de capital, y suben los salarios de los mismos trabajadores al generarse más ingresos y el precio de los factores originarios de producción. Esto provoca un boom expansivo y bursátil (ya veremos ejemplos donde la capitalización bursátil de un país donde se había generado una burbuja se dispara en este momento de expansión), motivado en gran parte por una especulación desenfrenada (esto es muy palpable en las burbujas inmobiliarias, donde los precios de los inmuebles aumentan considerablemente con la creencia de que van a seguir aumentando su valor indefinidamente).

Efectivamente, los inversores están dispuestos a pagar precios cada vez más altos gracias a la liquidez de los créditos obtenidos de los bancos y al aumento al alza de los precios, con una inversión motivada por un aumento de los precios en el futuro.

3.- Crisis

Debido al aumento de los salarios por parte de los trabajadores, y de los ingresos por parte de las empresas, aumenta la demanda de bienes y servicios de consumo, entendiéndose por estos los bienes finales obtenidos tras el proceso de producción, mientras que el ingreso obtenido de la venta de bienes o prestación de servicios no crece al mismo ritmo. Sin embargo, ante el descontrol que se está generando (ya que gran parte del gasto es especulativo, y en muchos casos incluso impagable), los bancos centrales suben el tipo de interés, lo que da comienzo al *crash* (y cuyos primeros efectos podemos ver en una caída de la bolsa).

Mientras tanto, los precios de bienes de consumo aumentan relativamente más que los salarios, lo que da beneficios al sector del consumo, además de que aumenta su demanda. Esto provoca que muchas empresas se replanteen sus proyectos de inversión, pues solo aquellos que produzcan bienes y servicios de consumo final o casi final son más rentables que los intensivos en capital.

4.- Depresión

Ya, al fin, hay un momento en el que bajan los salarios reales a causa del aumento de los precios de consumo, de forma que las empresas por un lado quieren contratar más factores de producción, pero por otro se decantan antes por contratar trabajadores que bienes de

equipo o capital, pues el precio de estos últimos factores ha aumentado, mientras que el precio de los trabajadores (o salario) ha disminuido, lo que inclina a las empresas a contratar más trabajadores. Este efecto es el conocido como Efecto Ricardo², y es el contrario al que se produciría de haber habido ahorro voluntario, donde la disminución de demanda de bienes de consumo provoca un aumento del salario real, que provocaba la destitución de trabajadores por máquinas, alargando las etapas productivas y motivando que estas fueran más intensivas en capital.

En este momento, el sector de bienes de capital sufre pérdidas, ya que disminuye la demanda de bienes de capital (a causa del Efecto Ricardo), provocando una disminución de los beneficios contables. Por otro lado, aumentan los costes, ya que los salarios aumentan y también el tipo de interés (a un nivel superior incluso que al inicio de la expansión crediticia), motivado no solo por el aumento de la demanda de bienes de consumo, sino también porque las empresas siguen empeñadas en acometer sus proyectos de inversión, y están dispuestas a pagar cualquier tipo de interés para su financiación antes de asumir su error.

Consecuentemente, para la reducción de costes se despiden trabajadores y se liquidan proyectos de inversión que no se deberían haber llevado a cabo, con los casos extremos en los que las empresas habían llevado a cabo un número excesivo de estos proyectos de inversión, originando suspensiones de pagos, o incluso quiebra. Esto genera un pesimismo generalizado. Por otro lado, hay una creciente morosidad bancaria ante los numerosos impagos por parte de los deudores, provocando que los bancos marginalmente menos solventes sufran en exceso. Se inicia un período de contracción crediticia.

En este período los trabajadores se vuelven a ocupar en etapas próximas al sector del consumo, lo que provoca que se acorte la estructura productiva. Ante esto los precios de los bienes de consumo crecen (hay menos oferta y más demanda monetaria) y finalmente se produce un reajuste, donde la renta nacional y los salarios disminuyen en términos reales.

² En condiciones de pleno empleo, un incremento en la demanda de bienes de consumo producirá una disminución en la demanda de bienes de capital, y al revés (Hayek, 2011).

5.- Recuperación

Una vez se produce el reajuste nos encontramos ante un punto clave, en el que según los defensores de la escuela austriaca la recuperación se puede dar en caso de ahorro voluntario, ya que, si sucede, no volveríamos a una expansión del crédito y manipulación del tipo de interés que van a provocar inversiones especulativas y desenfrenadas, que al no estar respaldadas por ahorro vuelven a provocar la explosión de la burbuja.

Por otro lado, hay que sumar al pensamiento que subyace detrás del razonamiento de la escuela austriaca analizado hasta ahora (la acción humana individual y el subjetivismo), el hecho de que para que el dinero tenga *valor de uso* es necesario *valor de cambio*. Por ello, están en contra de la intervención organismos como los bancos centrales en las economías, ya que aquellos activos que han sustituido al oro (véase los billetes de banco y cheques), no son dinero como tal, aunque tengan la misma función.

De esta forma, explican que muchas de las caídas que se ven a día de hoy en la bolsa se deben en gran parte a activos sobrevalorados que estaban respaldados por *dinero* creado de la nada por los bancos centrales (y que en muchos casos era invertido en empresas improductivas). Daniel Lacalle (2020) opina respecto de la inyección de dinero por los bancos centrales con la crisis del coronavirus que: *«No hay falta de estímulo monetario en la economía. La oferta monetaria mundial se ha disparado hasta los 81 billones de dólares, un máximo histórico, en medio de la epidemia, la mayoría de las principales economías han recortado los tipos y han aplicado tasas reales cero y negativas. De hecho, los principales bancos centrales ya estaban inyectando más de 150.000 millones de dólares al mes (Banco de la República Popular de China, BCE, Reserva Federal, etc.) en una economía dopada mucho antes de que el coronavirus fuera noticia»*.

A pesar de que el trabajo se va a realizar con un pensamiento basado principalmente en la escuela austriaca parece oportuno el uso de la hipótesis de la inestabilidad financiera, teoría formulada por el autor postkeynesiano Hyman P. Minsky. Precisamente, este aborda los estudios de Keynes explicando que le faltaba precisar sus teorías teniendo en cuenta un contexto cíclico y especulativo (Sedeño Fuente, 2015). Así pues, en su libro *Stabilizing an Unstable Economy* desarrolla la hipótesis de la inestabilidad financiera, distinguiendo tres etapas diferentes en los préstamos: cobertura, especulativa y Ponzi:

- La etapa cobertura se corresponde a una etapa posterior a una crisis, donde los actores (bancos y prestatarios) actúan con cautela, asegurando que los préstamos que se otorgan puedan devolverse en el plazo pactado.
- En la etapa especulativa nos encontramos en un escenario donde ha aumentado la confianza de los bancos, quienes empiezan a otorgar préstamos donde el prestatario únicamente puede devolver los intereses, mientras que el principal lo asegura ofreciendo un bien como garantía que, en principio, debería subir de valor. Aquí es donde tiene lugar la parte de especulación, donde las empresas se comprometen a pagar deudas que exceden los ingresos en efectivo que tienen en el corto plazo. El gran problema viene cuando no pueden liquidar sus deudas, por lo que tienen que volver a renegociar el contrato, emitiendo nuevos pasivos, para así devolver el principal de la deuda acumulada.
- Por último, la etapa Ponzi tiene lugar cuando los bancos hacen préstamos a empresas o personas que no pueden pagar ni el principal ni los intereses, se basan únicamente en el aumento del valor de los bienes. Aquí tiene lugar el llamado “momento Minsky”, que tiene lugar cuando la estructura financiera se desploma. Esta situación tiene lugar cuando los prestatarios se dan cuenta de que no pueden pagar deudas, y los bancos de que parte de esas deudas nunca se van a recuperar. Por tanto, normalmente los prestatarios suelen minimizar las deudas vendiendo sus bienes, lo cual provoca que el precio de unos bienes que ya estaban inflados caiga aún más.

Con este análisis sobre el pensamiento de la escuela austriaca, apoyado en la hipótesis de la inestabilidad financiera, se procederá a analizar anteriores crisis que han tenido a lo largo de nuestra Historia, y en particular, la que se presupone que existe a día de hoy en China. Se hará especial énfasis en algunos rasgos característicos del proceso explicado anteriormente (bajada de los tipos de interés, financiación por parte de los bancos, especulación sin asunción de los riesgos, subida de los precios etc.), y el papel de los bancos centrales.

2.2. Antecedentes históricos: Japón y Estados Unidos, ¿se repite la historia?

El hecho de que China sea a día de hoy la primera potencia mundial es una de las muchas consecuencias que han surgido a partir de su liberalización hacia la inversión extranjera alrededor de 1979, siendo muestra de ello el hecho de que en los años 60 y 70 prácticamente no recibió inversión extranjera, mientras que en 1982 se recibieron 430 millones de dólares, y ya en 2013 la cuantía subió a 290.000 millones de dólares (Berasaluze, 2021). Al respecto, datos del Banco Mundial muestran como su PIB en

términos reales ha subido desde 178.281 millones de dólares en 1979 a 14,723 billones de dólares en 2020, con una subida prácticamente exponencial a partir de finales de los años 90.

Es en estos años, concretamente en 1998, donde se produce una reforma del sector inmobiliario, y que ha potenciado el crecimiento de la industria en China (de hecho, es el sector que más dinero genera, cuando antes era la agricultura) y de la urbanización a gran escala, reflejo de ello son las grandes ciudades chinas como Shanghái (23 millones de habitantes), Pekín (17,5 millones de habitantes), Cantón (15 millones de habitantes) o Shenzhen (13,3 millones de habitantes).

Sin embargo, tal crecimiento ha generado dudas acerca de si se ha creado una burbuja inmobiliaria, ya que encontramos datos como que en 2020 el mercado inmobiliario chino tenía un valor 6 veces superior al valor del mercado bursátil, mientras que el valor del mercado estadounidense era equivalente al valor en el mercado bursátil. También, a día de hoy los activos del mercado inmobiliario chino tienen un valor de 65 billones según Shao Yu (2019), economista jefe de Orient Securities, lo que no solo representa el tamaño del mercado inmobiliario en Estados Unidos, la Unión Europea y Japón juntos, sino que es 5 veces más grande que el PIB chino. Claramente estos datos solo representan la punta del iceberg, pero que sirven para entender hasta dónde puede llegar la magnitud de los datos.

Sin embargo, este no es un hecho sin precedentes, sino que existen dos en concreto que ayudan a entender si realmente nos encontramos ante una burbuja inmobiliaria: la burbuja inmobiliaria y financiera de Japón de los años 80 y la burbuja inmobiliaria de los Estados Unidos antes de 2008.

2.2.1. Burbuja inmobiliaria y financiera de Japón de los años 80

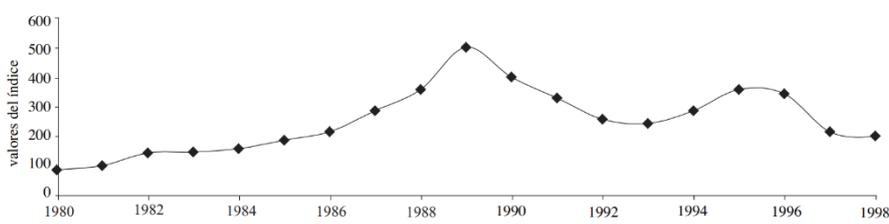
La burbuja inmobiliaria de Japón estuvo causada por causas financieras, fruto del desarrollo económico y social de Japón tras la posguerra. Tras el Acuerdo de Plaza en 1985 hubo una revalorización del yen japonés ante la presión de Estados Unidos, pues pretendían que Japón vendiera menos a Estados Unidos y comprara más. Sin embargo, aunque parecía una solución más lógica, no fue la ruta tomada, sino que Japón se convirtió en “el comprador del mundo” aprovechando la apreciación. Ante la apreciación del yen, el Banco de Japón llevó a cabo una política monetaria expansiva en la segunda mitad de los años 80 para lo cual el Banco Central de Japón decidió reducir el tipo de descuento

(pasando de un 5% en 1985 a un 2,75% en 1987), para potenciar el crecimiento del PIB en respuesta a la reducción de exportaciones y aumento de importaciones que produjo la apreciación del yen (Rosales, 2010).

Por un lado, se consiguió el objetivo deseado, con una tasa del crecimiento del PIB del 6% en 1988, pero también generó un crecimiento de la oferta monetaria, que creció a un 10% anual, lo que dio lugar a una gran disponibilidad de crédito que no pudo soportar la economía y que se redirigió al mercado bursátil y al mercado inmobiliario, motivados por la especulación y la inversión en activos inmobiliarios. Por otro lado, a esto hay que sumarle que el gobierno japonés pasó a ser menos intervencionista, provocando que los bancos incrementaran los créditos (el crédito bancario pasa a tener una tasa anual de crecimiento del 10%), con ciertos riesgos, pasando a otorgar préstamos a deudores no tan solventes. Esto provocó que Japón presentara datos como los que se van a dictar a continuación (Navarro, 2021):

- Valoración de empresas a un PER de 60x. Cabe destacar además que el Industrial Bank of Japan llegó a tener un PER de 100x.
- Aumento del precio de las acciones en un 240%, provocando que el mercado bursátil de Japón representara el 47% del MSCI World (que es el índice que representa la capitalización bursátil de todo el mundo). Por otro lado, el Nikkei 225 subió un 590% entre 1980 y 1990, es decir, aumentó en solo 10 años más de 5 veces su valor (ver Ilustración 1).

Ilustración 1. Índice Nikkei 250. 1980 = 100



Fuente: Rosales (2010)

- En aquel momento nueve de los 10 mayores bancos del mundo eran japoneses.
- Aumento de los precios de los activos inmobiliarios japoneses del 550%, justificado por el poco espacio físico disponible en Japón, aunque en realidad fue también provocado por la gran cantidad de préstamos que otorgaban los bancos. Esto provocó

algunas comparaciones surrealistas como que los barrios más caros de Tokio fueran 3,5 veces más caros que los barrios del mismo estilo de Manhattan, que el valor del suelo de Tokio fuera equivalente al de Estados Unidos, los bienes raíces de Japón fueran 4 veces los de Estados Unidos, e incluso el barrio de Ginza valía más que todos los bienes raíces de Canadá.

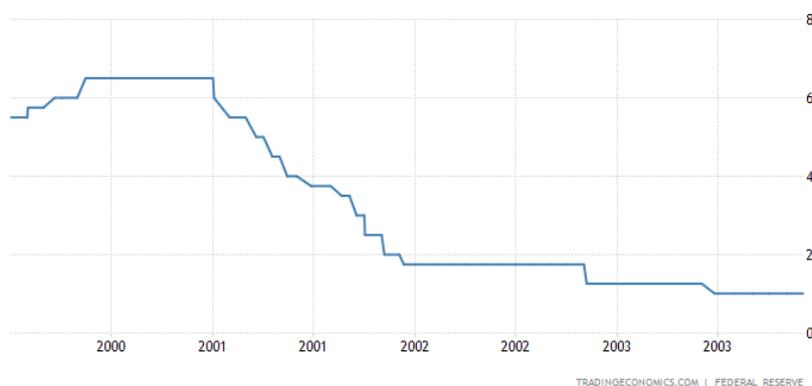
Vemos que eran datos ciertamente alarmantes, pero que mucha gente no se creía en aquel momento. En cualquier caso, el Banco de Japón decidió acabar con la política expansiva contrayendo la oferta monetaria y aumentando los tipos de interés, que pasaron, solo en 1989, de 2,75% a un 4,5%, y que llegaron hasta el 6% en 1990. Esto fue devastador, ya que en aquel momento la economía japonesa se basaba en la especulación, donde los agentes bancarios concedían préstamos esperando el aumento de los precios en los bienes raíces, y en el bajo coste de los préstamos (a causa de los bajos tipos).

Por ello en cuanto aumentaron los tipos de interés, los precios de los bienes raíces comenzaron a bajar. Esto provocó la explosión definitiva de la burbuja, ya que gran parte de los préstamos otorgados por los bancos fueron a deudores poco o nada solventes que no pudieron pagar de vuelta, y consecuentemente los numerosos bancos quebraron al no poder hacer frente a los impagos.

2.2.2. Burbuja inmobiliaria estadounidense

Si bien ya en los años 90 en el mercado inmobiliario estadounidense se aprecian subidas de los precios, encontramos como mayor desencadenante de la burbuja creada la política monetaria que llevó a cabo la Fed para responder a los ataques del 9/11 y el colapso de la burbuja de las puntocom en el 2000, Chen (2020). Al igual que en Japón, la Fed decidió realizar grandes recortes en los tipos de interés.

Ilustración 2. Tipos de interés de Estados Unidos en % (2000-2003)



Fuente: *Trading Economics* | Fed

Tal y como se puede apreciar en la Ilustración 2, pasó en el año 2001 de ser un 6,25% a un 1,75%, para finalizar en torno a un 1% en 2003 (en aquella época el tipo de interés real fue incluso negativo, es decir, que los tipos de interés nominales eran menores que la inflación existente en Estados Unidos), lo que provocó una expansión del crédito hipotecario.

Ante esta bajada de interés muchas empresas pudieron realizar proyectos de inversión sin viabilidad alguna realmente, pero es sobre todo en el mercado inmobiliario donde se concentró gran parte de esta actividad. Así pues, Ravier (2019) afirma que entre 2003 y 2006 se construyeron más de 4,6 millones de hogares, llegando a haber un aumento de los precios de un 40%, provocado en gran medida debido a que muchos consumidores podían comprar casas, aunque no pudieran pagarlo, simplemente avalando su compra con un préstamo del banco (que normalmente no analizaba correctamente el riesgo crediticio). La mayoría de estas hipotecas eran hipotecas *subprime*, las cuales se caracterizan por ser consideradas de alto riesgo debido a la persona a la que se le concede el préstamo³, puesto que en condiciones normales no le sería concedido el préstamo por no tener trabajo o ingresos de forma estable.

En 2004 se manifestó la intención de la Fed de aumentar los tipos de interés, para evitar sufrir los síntomas de la inflación existente en el momento y acabar con la compra injustificada de viviendas. Con ello, en poco tiempo el tipo de interés aumentó de un 1% a un 5,25% (ver Ilustración 2), lo que redujo la demanda de propiedades, provocó una

³ Estas personas fueron denominadas clientes ninja, ya que no tenían ingresos, trabajo ni propiedades.

caída de precios y puso en jaque a los bancos, que empezaron a sufrir numerosos casos de deudores insolventes, o de deudores que simplemente no querían seguir pagando el préstamo concedido por la compra de la casa cuando el valor de esta era hasta 6 veces menor.

La crisis inmobiliaria de Estados Unidos desató la fatal crisis financiera de 2008, que azotó el mundo entero. Esto fue debido a que estas hipotecas subprime se iban agrupando unas con otras, con la creación de nuevos instrumentos financieros hubo una titulación de estas hipotecas y títulos (como *mortgage backed securitties o collateralised debt obligations*) se vendiera a bancos, fondos de pensiones y otros inversores institucionales, y después se transmitían sin ningún tipo de control a lo largo de todo el mundo (Utrera, 2018), ocasionando que al final la gente prácticamente ni supiera lo que tenía. Una vez explota la burbuja inmobiliaria todos los bancos sufrieron, o bien por el impago de los deudores, o por haber invertido en las hipotecas subprime. Finalmente, ya con la caída del banco de inversión Lehman Brothers (que había invertido grandes cantidades en activos financieros que tenían las hipotecas subprime como activo subyacente) se colapsó el sistema financiero, por la caída de un gigante, en teoría invencible.

2.2.3. ¿Qué podemos aprender de las burbujas de Japón y Estados Unidos?

De la burbuja de Japón podemos ver como el Banco Central de Japón, para que la burbuja inmobiliaria y financiera no se hiciera aún más grande decidió aumentar tipo de interés e implementar una política monetaria restrictiva, lo que produjo una contracción de la financiación y mejora del umbral de crédito. Más tarde, el gobierno decidió intervenir ajustando impuestos, lo que aumentó el coste de propiedad de los terrenos y la carga fiscal, lo que acabó provocando la venta de muchos terrenos.

Esta intervención por parte del Banco de Japón los llevó a vivir la “Década perdida”. En estos años Japón se encargó de limpiar las cuentas de los bancos, reformar el sistema de supervisión financiera implementando nuevos sistemas de control para no llegar a los niveles de riesgos que vimos en aquella época (Hernández, 2020).

Por otro lado, la burbuja americana se creó debido a que hubo una desviación de los precios de mercado del precio de venta, ya que la Fed subió el tipo de interés varias veces (hasta 17), y gran parte de los activos subprime estaban financiados con un tipo de interés variable, lo que provocaba que con cada reajuste fuera subiendo el precio que tenían que

pagar los deudores (Chen, 2020). Puesto que los bancos no midieron bien el riesgo, nos encontramos con la situación explicada anteriormente.

Si bien esta crisis afectó al mundo entero, en América vemos como la vuelta a la normalidad se inició mucho antes (entre 2009 y 2010), para lo cual la Fed implementó medidas de *quantitative easing*⁴ y compra de deuda nacional (Libre Mercado, 2012), lo que provocó una rápida estabilización y recuperación de las empresas norteamericanas. Paralelo a las acciones tomadas por la Fed, en Estados Unidos se implementaron otras medidas de expansión monetaria como la disminución de impuestos, inversión por parte del gobierno, revisión del sistema financiero de supervisión e implementación de más medidas de control etc.

Esta reflexión lleva a pensar que China se encuentra ahora en una posición en la cual la decisión que tome acerca de cómo actuar va a definir cómo van a vivir los próximos años. Hemos visto dos modelos muy diferentes sobre cómo afrontar una burbuja, por un lado, el japonés, donde el Estado intervino activamente, para acabar rápidamente con la especulación y sanear el sistema financiero, y por otro lado el norteamericano, donde el Estado decidió ser más liberalizador, pues solo tuvo que implementar algunos sistemas de control, pudiendo dejar la parte de financiación a los bancos.

En cualquier caso, un modelo u otro dependen de un gran número de factores, pero dejan claro que China debe evitar, y es muy importante, niveles de especulación como los que vimos (no solo en el mercado inmobiliario), donde los precios de los bienes inmobiliarios y productos bursátiles estaban inflados y eran irreales por la gran cantidad de dinero que se invertía y que se debería dirigir a otras áreas, aun cuando no fuera tan atractiva la opción de inversión.

⁴ Son aquellos programas que tienen como objetivo la compra de activos de deuda pública por parte de los bancos centrales para introducir dinero y estimular la economía. El objetivo es aumentar la demanda de estos activos para que suba su precio y baje la rentabilidad (lo cual reduce el coste de financiación del Estado), y por otro lado aumentar el precio de la deuda pública (para que el precio de activos con riesgo sea relativamente más barato y atractivo).

3. La deuda china y su burbuja inmobiliaria

3.1. Deuda china

3.1.1. Antecedentes históricos: cambio de la mentalidad china

Una vez analizada la historia que nos precede, se procederá a analizar la situación en la que se encuentra actualmente China. Aunque previo al análisis de datos cabe realizar un breve recordatorio de las políticas aplicadas con las que China logró un fuerte crecimiento económico, o también denominado como el “milagro chino”.

China llevó a cabo una gran reforma a partir de 1978 donde pasó a convertirse de un país rural sin apenas industria que dependía de su propia producción, a una de las mayores potencias mundiales en apenas 40 años. Estos cambios supusieron una reforma económica y política, si bien el Partido Comunista Chino se mantuvo en el eje central del poder político en China, que tenía como objetivo la liberalización económica y la apertura al exterior. Entre los cambios, Sebastián (2004) identifica que destacan por su relevancia:

1.- La liberalización en el margen de los precios: así pues, encontramos que al principio se conjuntaron precios políticos previstos en los planes centralizados (que permitieron a muchos una adaptación progresiva que no habría tenido lugar de haber habido una liberalización total desde el principio), y libertad de precios y transacciones, siempre y cuando se cumplieran las previsiones del Plan⁵.

Con todo, 10 años después del comienzo del Plan, en 1988, había más transacciones a precio de mercado que precios políticos, y en 1996 las transacciones a precios políticos del plan eran menos de un 15% del total.

2.- Desarrollo del sector empresarial: como hemos dicho antes, en China se pasa de un modelo centralizado, donde el sector empresarial era propiedad de los gobiernos locales, a un modelo liberalizado, donde las empresas se han ido privatizando poco a poco. Aun así, cabe destacar que en el caso de China las empresas privadas chinas y extranjeras compiten con las empresas estatales (que en muchos casos suelen ser las grandes empresas del sector en concreto), siendo muestra de ello que estas últimas representaban

⁵ Este se refiere a la nueva orientación de política económica que se adoptó en 1978, girando en torno a la liberalización del sistema económico y apertura de las relaciones comerciales, teniendo como objetivo una China moderna y desarrollada.

en 2019 alrededor de un 40% de las empresas a nivel local y nacional, y generaban cerca del 30% del PIB chino, tal y como destaca Desk, (2020).

Aunque cabe destacar, tal y como explicaremos más adelante, que las empresas estatales son claramente ineficientes, al ser poco rentables y requerir constantemente financiación del propio Estado o de los bancos. Así pues, tal y como dice Desk, (2020), *“en junio de 2018 el rendimiento promedio de los activos entre las empresas estatales era del 3,9%, en comparación con el 9,9% de las empresas privadas. Además, las empresas estatales (EEs) representaban el 28% de los activos industriales de China, pero contribuían únicamente con el 18% de los beneficios totales. De igual manera, las EEs acumularon una deuda de 100 billones RMB (15 billones de dólares) a finales de 2017, equivalente a un 120% del PIB nacional”*.

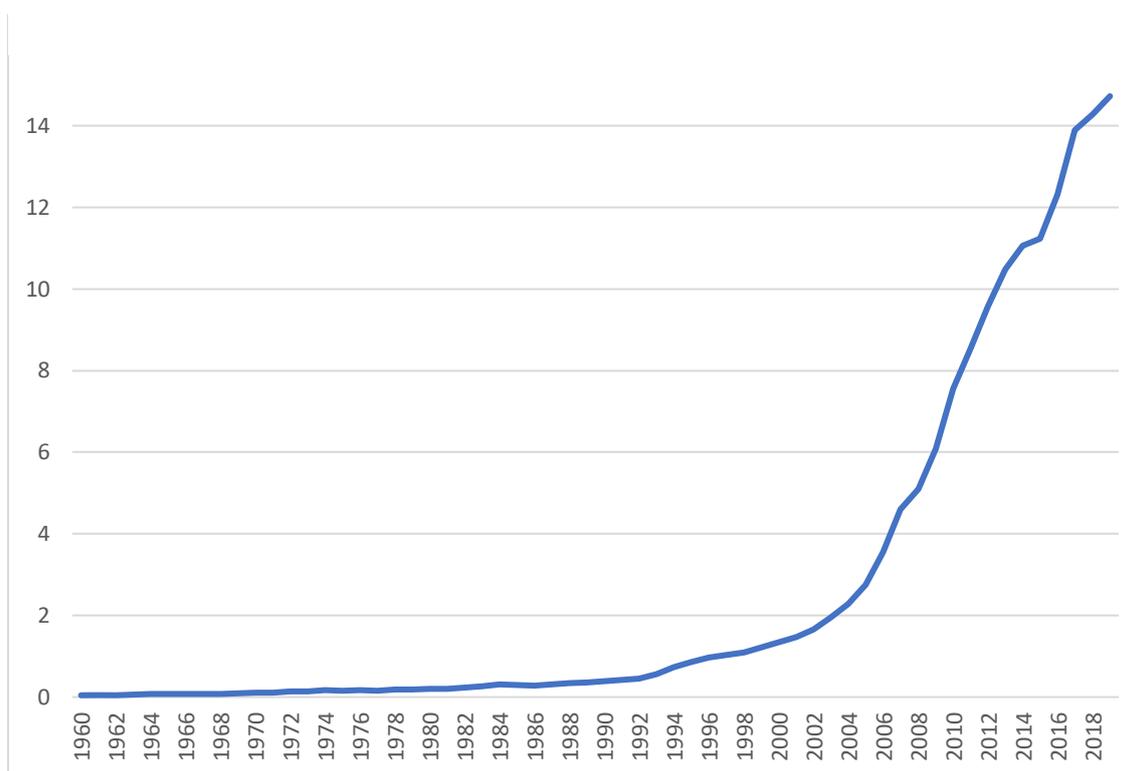
3.- Paso de un modelo fiscal centralizado a uno federal: efectivamente, en China las haciendas territoriales contribuyen a la hacienda central, pero de forma autónoma, permitiendo que cada una pudiera seguir un ritmo de crecimiento y modernización que se ajustara a sus recursos y necesidades. Si bien, desde el Gobierno Central se exige un crecimiento, obligándose en 2021 a crecer al menos un 6%, según Nieves (2021).

4.- Protección a las empresas y usuarios privados frente al Estado: para evitar abusos por parte del Estado permitieron transacciones en efectivo y mantener ciertos activos opacos en los bancos (aunque todos los depósitos a partir del 2000 ya no pueden ser opacos).

Con todo ello, lo que China ha logrado en los últimos 40 años fue un fuerte crecimiento económico, educativo y de atracción de inversión extranjera. Si bien se hará hincapié en el primer pilar.

Efectivamente, China ha logrado crecer a un ritmo desenfrenado con las reformas iniciadas a finales de los años setenta y principios de los ochenta, logrando convertirse en una de las potencias mundiales.

Ilustración 3. PIB real – China (1960-2020)



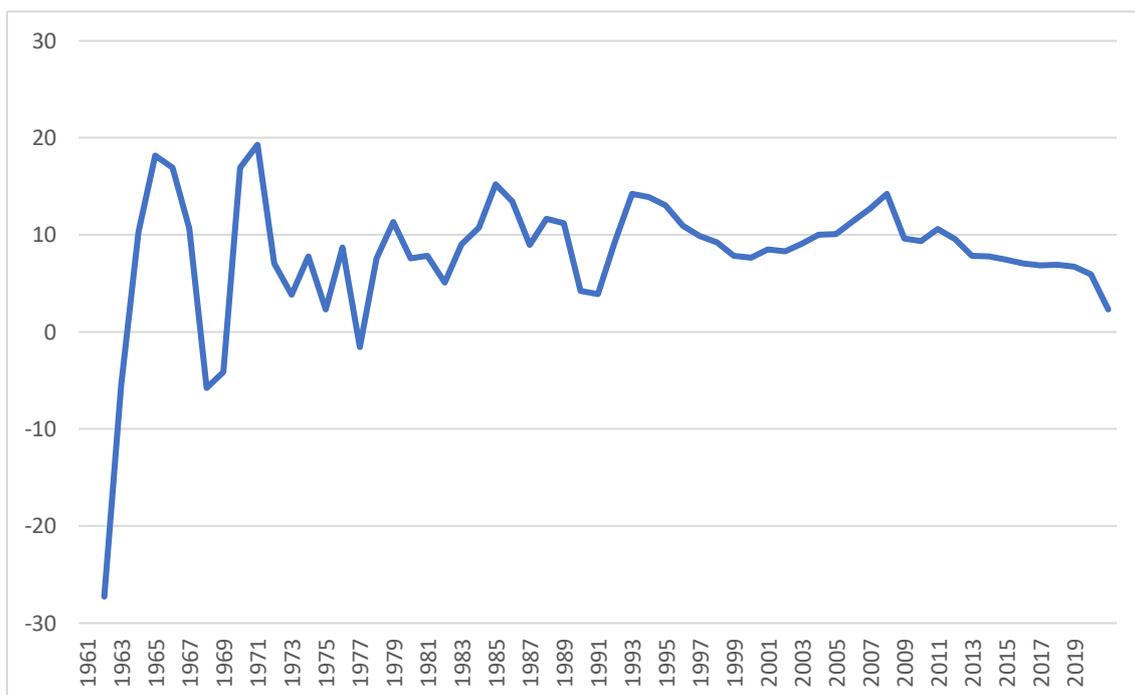
Fuente: *Banco Mundial*

Efectivamente, tal y como se puede apreciar en la Ilustración 3, China ha sufrido un crecimiento exponencial gracias al cual ha pasado de tener un PIB de 364.000 millones de dólares en 1978 a 14,6 billones de dólares, o, dicho en otras palabras, ha crecido aproximadamente un 4.000% en apenas 40 años.

Sin embargo, aunque el PIB sea de 14,6 billones, frente a los 20 billones de Estados Unidos, su PIB per cápita es de 10.434 \$/persona frente a los 63.593 \$/persona de Estados Unidos. Esto indica que aún es un país en vía de desarrollo, puesto que además no representa fielmente las desigualdades existentes en el país, ya que tenemos que tener en cuenta que si en 2016 había 318 billonarios en China en comparación con los 563 billonarios que había en Estados Unidos, en 2017 los números pasaron a ser 475 billonarios en China por los 585 billonarios de Estados Unidos. Lo cual indica que la riqueza del país se está aglutinando en unas pocas personas (la población de China es de 1.402 millones de personas).

Indicativo de ello es el índice Gini, que indica la desigualdad de la renta, y se obtiene multiplicando por 100 el coeficiente de Gini. El valor de este coeficiente oscila entre cero y uno, siendo cero la igualdad perfecta, y uno la desigualdad absoluta. Así pues, en 2021 el índice Gini de China se sitúa en 38,2, lo que indica que la renta no está igualmente repartida.

Ilustración 4. Crecimiento del PIB real (% anual) – China (1961-2020)



Fuente: *Banco Mundial*

Por otro lado, también cabe recalcar que el crecimiento que se ha logrado en China ha sido gracias provocado por un crecimiento anual del PIB (muchas veces marcado por el Gobierno Central, tal y como comentábamos antes), que ha oscilado en el S.XXI en torno al 8%, logrando su punto más alto en 2007 justo antes de sufrir la crisis financiera de 2008.

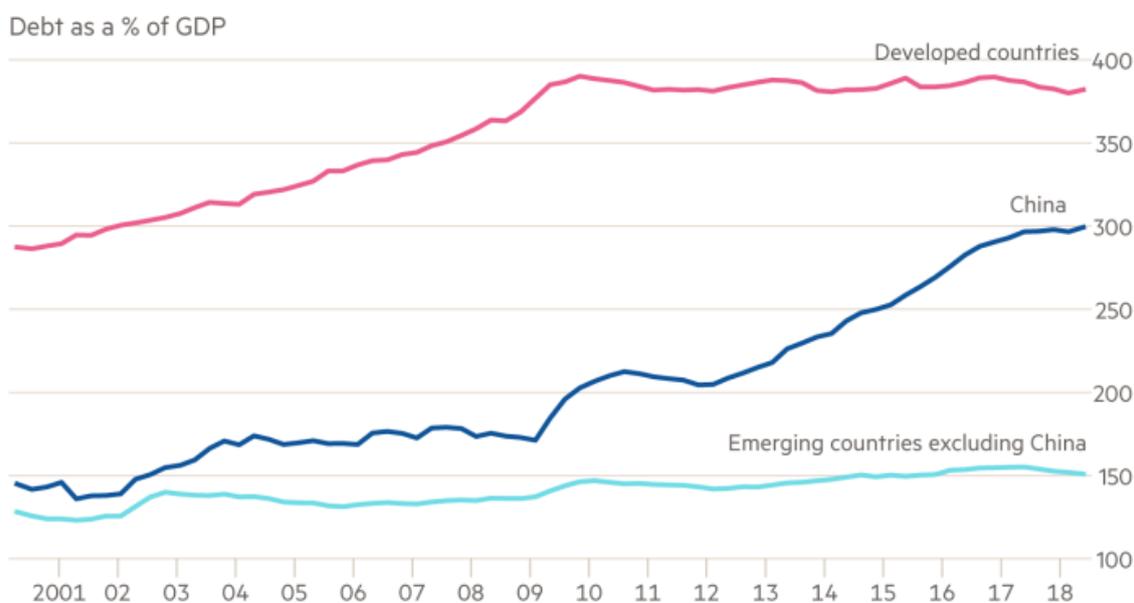
Precisamente desde que en 2007 alcanzara su punto más alto en el S.XXI con un crecimiento del 14,2%, el crecimiento anual ha decrecido a excepción de 2010. Este decrecimiento puede ser un indicador de que el modelo de crecimiento chino está empezando a sufrir, y podría precisar de una reforma antes de sufrir mayores consecuencias.

3.1.2. Proceso de endeudamiento de la economía china

Sin embargo, el comienzo de la burbuja tiene su raíz a partir de 2008. La principal razón es el modelo de crecimiento chino, que se basa destinar al ahorro gran parte de su renta nacional. Orlik (2020) precisa que ese ahorro se puede o bien prestarlo a otros países y que posteriormente sea ingresado en la economía china bajo la apariencia de demanda de exportación, o prestárselo a ellos mismos y que vuelva bajo la apariencia de inversión, y es precisamente como se ha creado estos últimos años, tal y como dice. Precisamente, un crecimiento en la deuda china, tal y como podemos ver a en la Ilustración 5:

Ilustración 5. % de deuda sobre el PIB (2001-2018)

After the crisis China's indebtedness approached those of wealthier countries



Sources: IIF, FT research
© FT

Fuente: Financial Times

Como se puede apreciar, en los años previos a 2008 la deuda representó de media un 175% del PIB chino, pero a partir de 2009 se disparó a estar por encima del 200%, y ha seguido creciendo hasta encontrarse hoy en día a un 300%. Si se aíslan los números a las empresas, la deuda de las empresas chinas representa un 160% del PIB, en comparación con el 115% del PIB en la Eurozona o el 85% en Estados Unidos (Pike, 2021).

Esto se debe a la respuesta que tuvo el gobierno chino para hacer frente a la caída de exportaciones por la crisis económica, la cual, como bien se ha dicho antes, se transformó

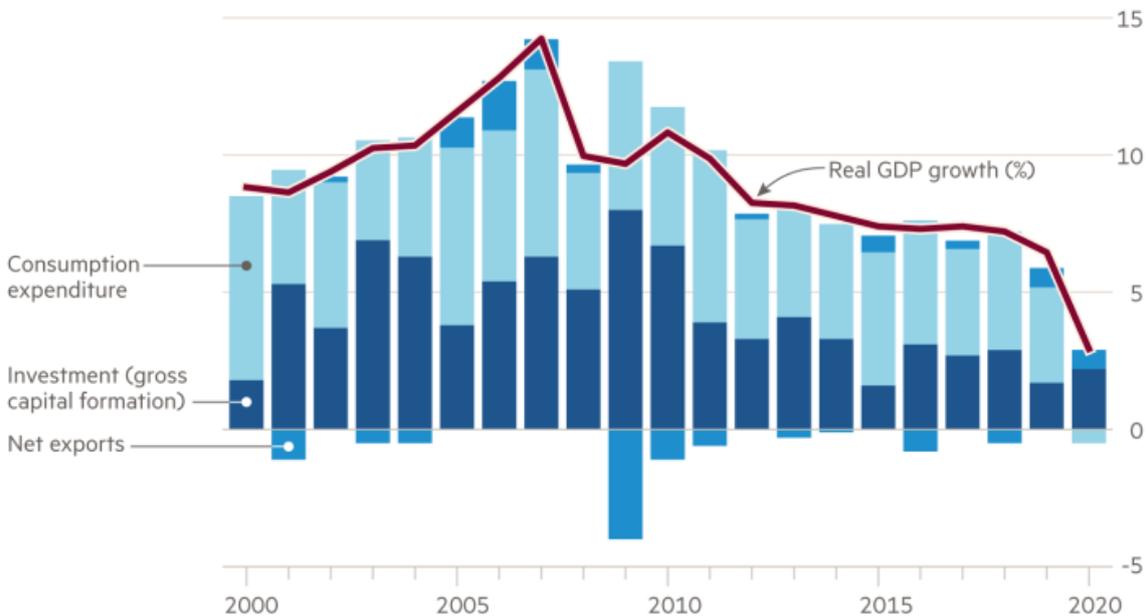
en inversión para seguir manteniendo el ritmo de crecimiento económico de los años anteriores. Así pues, la inversión bruta en China pasó a representar de un 41% en 2007 a un 48% en 2010. Para poner en contexto, solo entre 2007 y 2017 China aumento su deuda por valor de 24 billones de dólares, mientras que la deuda total del gobierno estadounidense es de 20 billones de dólares. Las razones, como bien se ha dicho, eran mantener el ritmo de crecimiento, de forma que los bancos otorgaban un crédito si eran destinados para proyectos que traerían crecimiento para la economía china. Kamp (2018) dijo: *"Mientras siga creciendo todo va bien. Cuando deja de crecer se derrumba"*.

El problema es que el crecimiento chino se ha hecho extremadamente dependiente de la inversión bruta. Precisamente en la Ilustración 6 se puede apreciar la contribución de la inversión al crecimiento del PIB chino

Ilustración 6. Áreas de contribución al crecimiento del PIB real en China en puntos porcentuales (2000-2020)

How investment demand drives economic growth

Contributions to China's GDP growth (% points)



Source: Haver Analytics
© FT

Fuente: Financial Times

Precisamente, aquí donde tenemos representado también el crecimiento del PIB real chino podemos ver como el crecimiento de las exportaciones netas entre 2005-2007 contribuye notablemente al crecimiento del PIB, para luego empezar un decrecimiento a lo largo de los años con la disminución de la exportación neta china. Por otro lado, en 2009 aparece

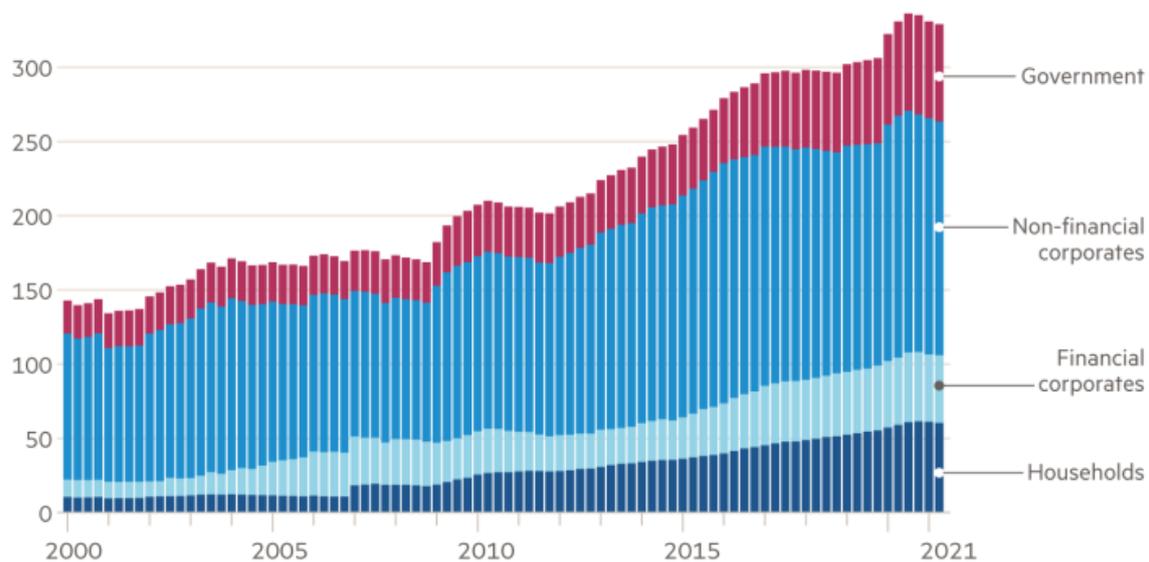
representado el esfuerzo del gobierno chino por contrarrestar la caída de la exportación china con un aumento notable de la inversión, que, si bien se tradujo en un crecimiento del PIB chino en 2012, ha ido decreciendo posteriormente a lo largo de los años, contribuyendo también a la ralentización del crecimiento de la economía china.

Sin embargo, el gran problema es que un crecimiento de la inversión suele estar asociado con un gran crecimiento de la deuda, lo que se corresponde con lo visto en la Ilustración 7, donde a partir de 2009 podemos ver un crecimiento notable de la deuda china en relación con el PIB chino. Además, Krugman (reconocido economista estadounidense) en 2016 dijo *"en términos de ahorro excesivo, falta de oportunidades de inversión, una burbuja inmobiliaria. Se parece mucho cualitativamente a [Japón], pero con mucha menos red de seguridad"*.

Ilustración 7. Deuda segregada por sectores en % del PIB chino (2000-2021)

The debt explosion that followed the global financial crisis

Chinese debt as a % of GDP, by sector



Source: Institute of International Finance
© FT

Fuente: Financial Times

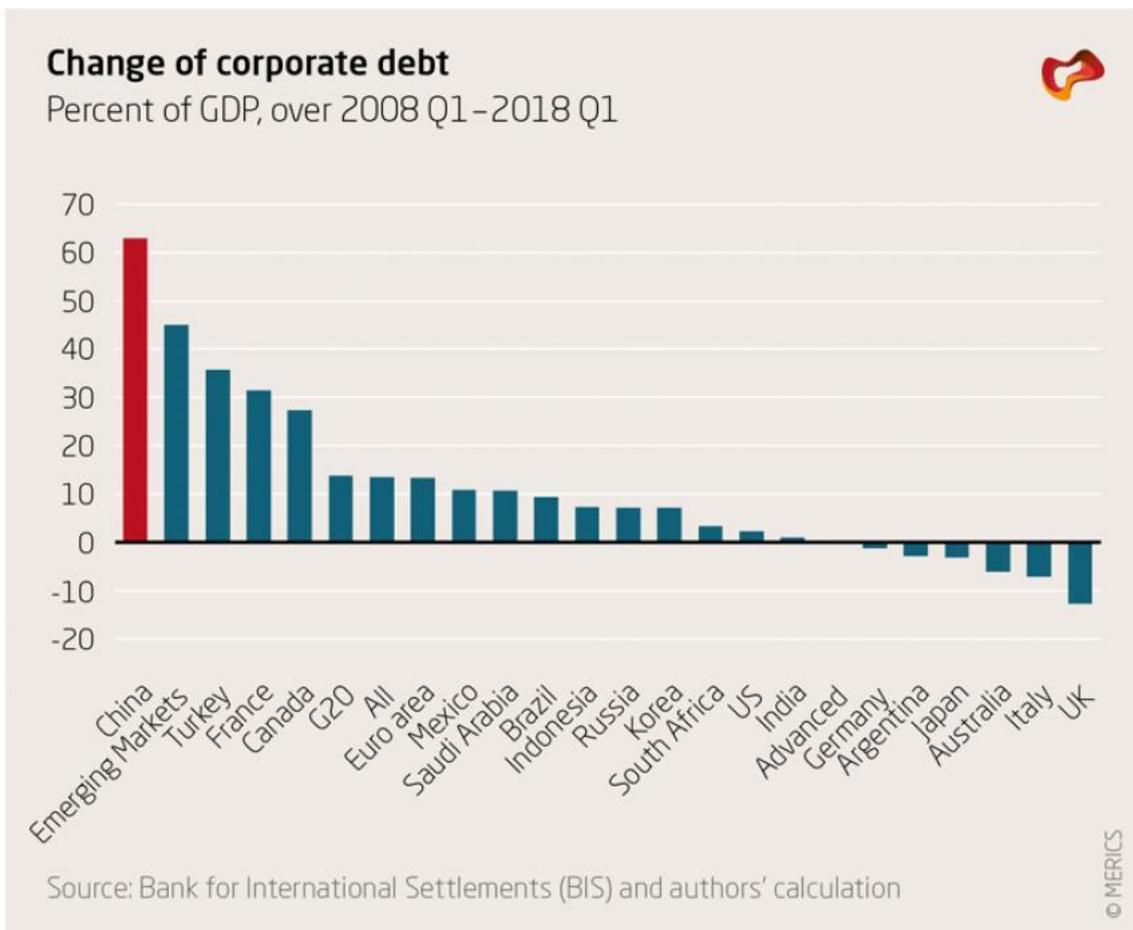
Por ello, la pregunta que queda es, ¿de dónde proviene la deuda china? ¿Dónde se ha visto un crecimiento de la misma? Para ello conviene analizar la Ilustración 7.

Como podemos ver, la deuda china tiene tres principales focos de endeudamiento, si bien los que más han crecido en estos últimos años son la deuda corporativa no financiera, que

ha pasado de un 118% en 2010 a un 159% del PIB este año (Financial Times, 2021), y la deuda de los hogares, que ha pasado de un 26% en 2010 a un 61,2% este año, creciendo a un ritmo del 12% por año desde 2007 según el Financial Times (2018).

En lo que respecta a la deuda corporativa, precisamente China es el país donde más ha crecido entre 2008-2018, creciendo hasta 65 puntos porcentuales el ratio de deuda corporativa en relación con el PIB, tal y como se puede ver en la Ilustración 8:

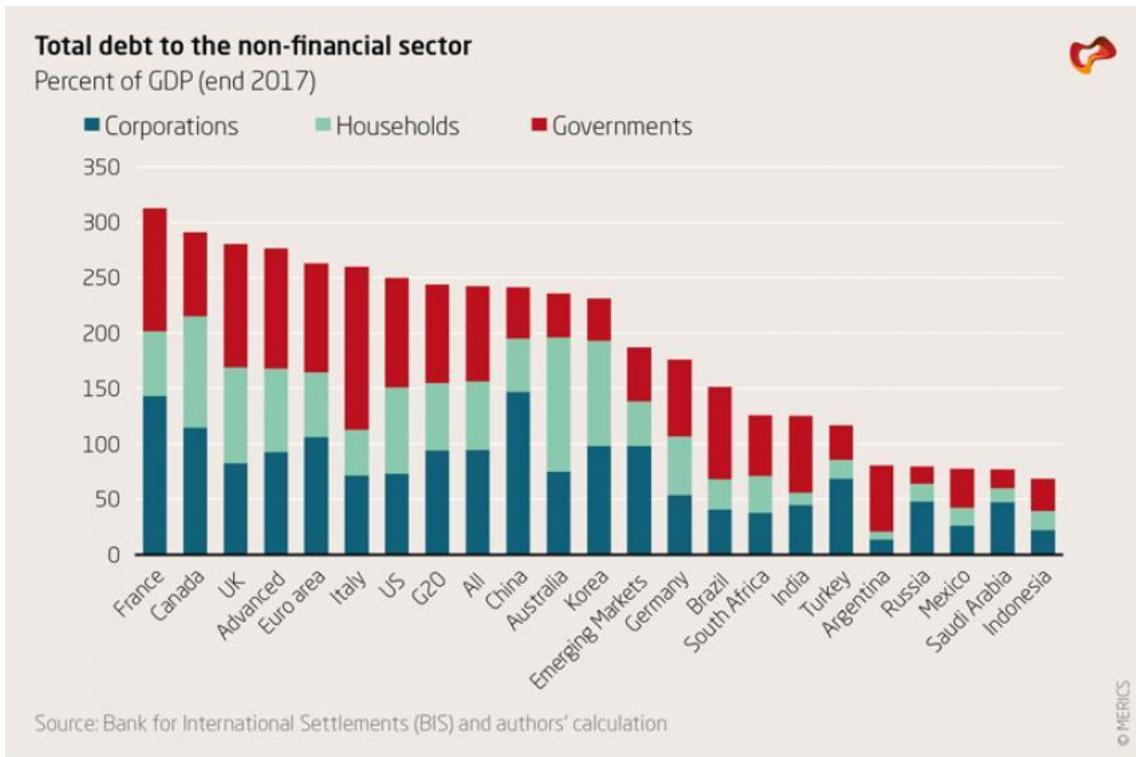
Ilustración 8. Crecimiento de la deuda en % del PIB entre 2008 Q1 – 2018 Q1



Fuente: Merics

Sin embargo, lo más destacable es que, si analizamos la economía china, solo es comparable con la rusa, donde la deuda corporativa no financiera proviene principalmente de empresas (véase la Ilustración 9). Además, destaca también el hecho de que mientras que la deuda corporativa es excesivamente grande en comparación con otros países (más del doble en comparación con Estados Unidos, y aún más si lo comparamos en números relativos), la deuda gubernamental es mucho más pequeña.

Ilustración 9. Deuda total del sector no financiero en % del PIB (en 2017)



Fuente: Merics

De acuerdo con Ma (2019), destaca especialmente un factor en comparación con otros países: el llamado *shadow borrowing*⁶. A partir de 2009 se lanzó en China un programa de estímulo económico que fue financiado en parte por los LGFVs, debido a que en China los funcionarios de la administración local ascendían más rápido si lograban un mayor crecimiento del PIB local. Ahí radica la duda en si parte de la deuda corporativa sea también del gobierno o no.

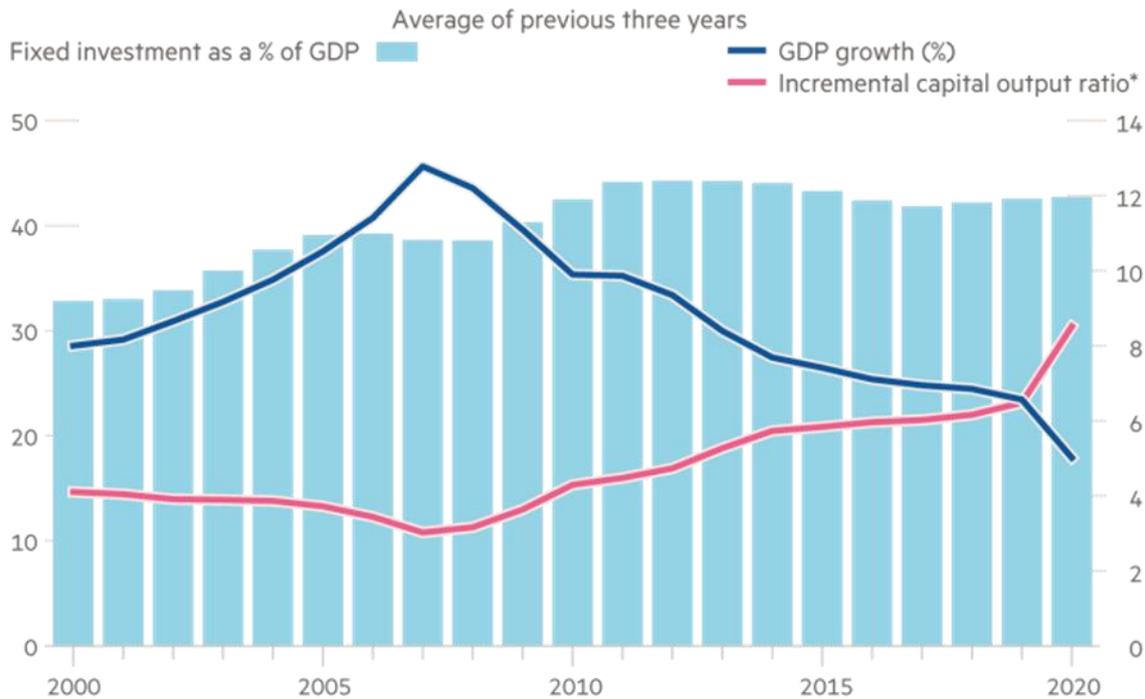
Por otro lado, cabe destacar que la inversión en China ha sido definida como ineficiente. Si nos fijamos en la Ilustración 10 podemos apreciar cómo a pesar del crecimiento de la inversión en activos fijos se ha ralentizado el ritmo de crecimiento del PIB chino con el paso de los años, mientras que el *incremental capital output ratio* ha ido creciendo⁷, lo cual indica que se está invirtiendo en activos que no contribuyen al crecimiento de la producción de un país.

⁶ Se refiere a obligaciones de deuda emitidas por entidades corporativas vinculadas a los gobiernos locales chinos, conocidas también como “local government financing or funding vehicles” (LGFVs) (China Monitor, 2019)

⁷ El incremental capital output ratio nos indica la relación existente entre la inversión realizada y el aumento del PIB

Ilustración 10. Comparación entre el crecimiento del PIB chino en % y el incremental capital output ratio en relación con la inversión china en activos fijos en % del PIB (2000-2020)

Rising investment and falling growth means declining returns



* Fixed investment share in GDP divided by GDP growth
Source: Haver Analytics
© FT

Fuente: Financial Times

Con todo, el hecho de que las empresas estatales chinas contribuyan a cerca del del 30% del PIB chino (proporción muy superior a la de países desarrollados) nos indica el porqué de esta inversión ineficiente. Para ello solo hace falta ver en la Ilustración 11, que nos indica como el ROA⁸ de las empresas privadas es casi el doble que el de las empresas estatales.

⁸ El ROA o Return On Assets indica la rentabilidad que se obtiene de los activos de la empresa.

Ilustración 11. ROA de las empresas estatales chinas en comparación con las empresas privadas en % (2000-2014)



Fuente: The Economist

Así pues, entre 2009 y 2013 la inversión ineficiente llegó a ser la mitad de la inversión total de la economía china (Anderlini, 2014). Gran parte de la inversión fue realizada en el mercado inmobiliario, que analizaremos posteriormente.

Existe un dato especialmente relevante y es el de las ciudades fantasma. Según Batarags (2021), las casas vacías sumaban un valor de 52 billones de dólares en 2019 (el doble que el tamaño del mercado inmobiliario en Estados Unidos). Por otro lado, en 2017 el 21% de las casas estaban vacías, cerca de 65 millones (lo suficiente como para albergar casi la totalidad de la población británica). Precisamente, según Castro (2018), China es el país con una mayor proporción de viviendas vacías del mundo (un 22,4 %), muy por delante de Japón (13,5 %) o Estados Unidos (12,7 %).

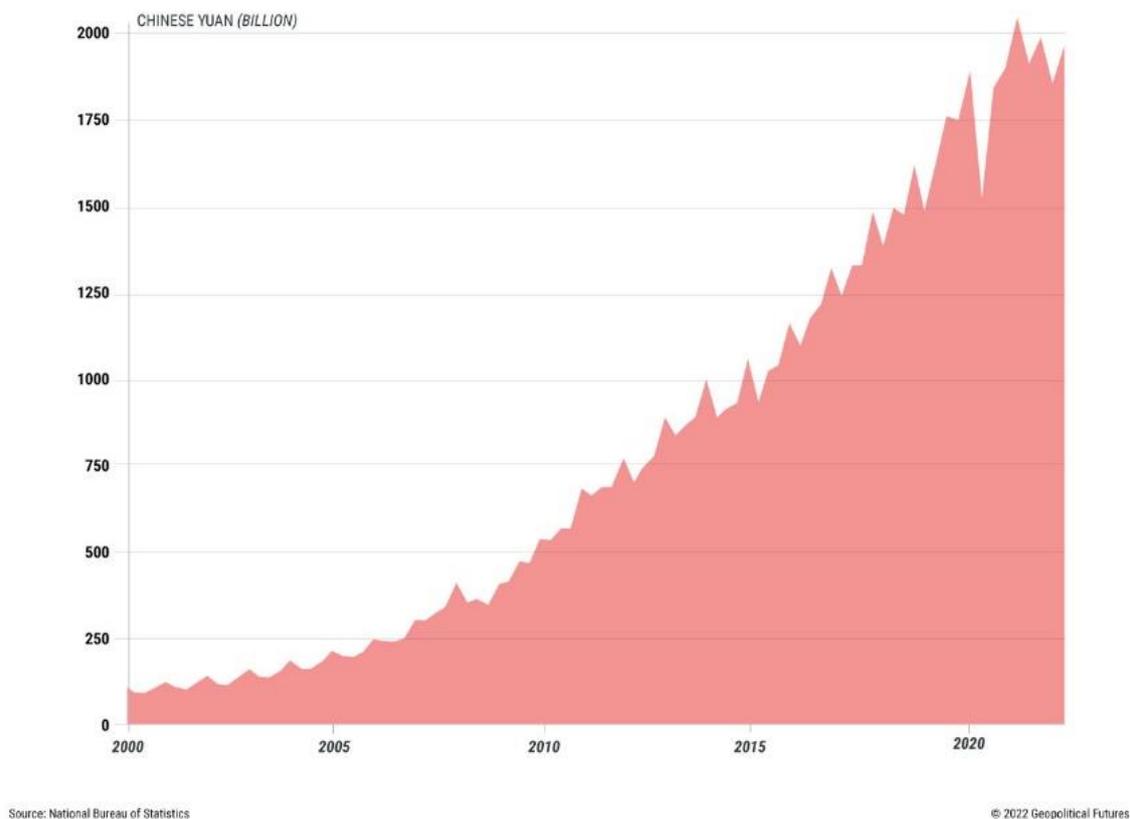
Y este es uno de los muchos ejemplos de cómo la inversión es ineficiente en China, orientada más a la producción y al crecimiento cortoplacista del PIB, pero en pocos casos con perspectivas a largo plazo.

3.2. Burbuja inmobiliaria china

Como se ha dicho anteriormente, China ha crecido sin desenfreno en los últimos 40 años, logrando un crecimiento medio anual del PIB cercano al 8%, que, en los últimos años, ha comenzado a ser cada vez más plano, mostrando rendimientos decrecientes. Como dice Nieves (2021): *A medida que se agotaba el motor de la productividad (producir más y mejor con una serie de recursos), China ha intentado mantener el motor alimentado a través de gasto puro y duro, pan para hoy y ya veremos que pasa mañana (cuando haya que devolverla deuda).*

En los últimos 40 años China ha experimentado una rápida urbanización, pasando de tener una población urbana del 19% en 1978 a ser del 61% hoy en día, según datos del Banco Mundial. Así pues, a partir del año 2000 el sector inmobiliario pasó a ser una de las principales fuerzas de crecimiento en China, siendo una parte capital para mantener ese crecimiento del PIB del 8% anual, influencia que ha ido creciendo con el paso de los años, tal y como se puede ver en la Ilustración 12:

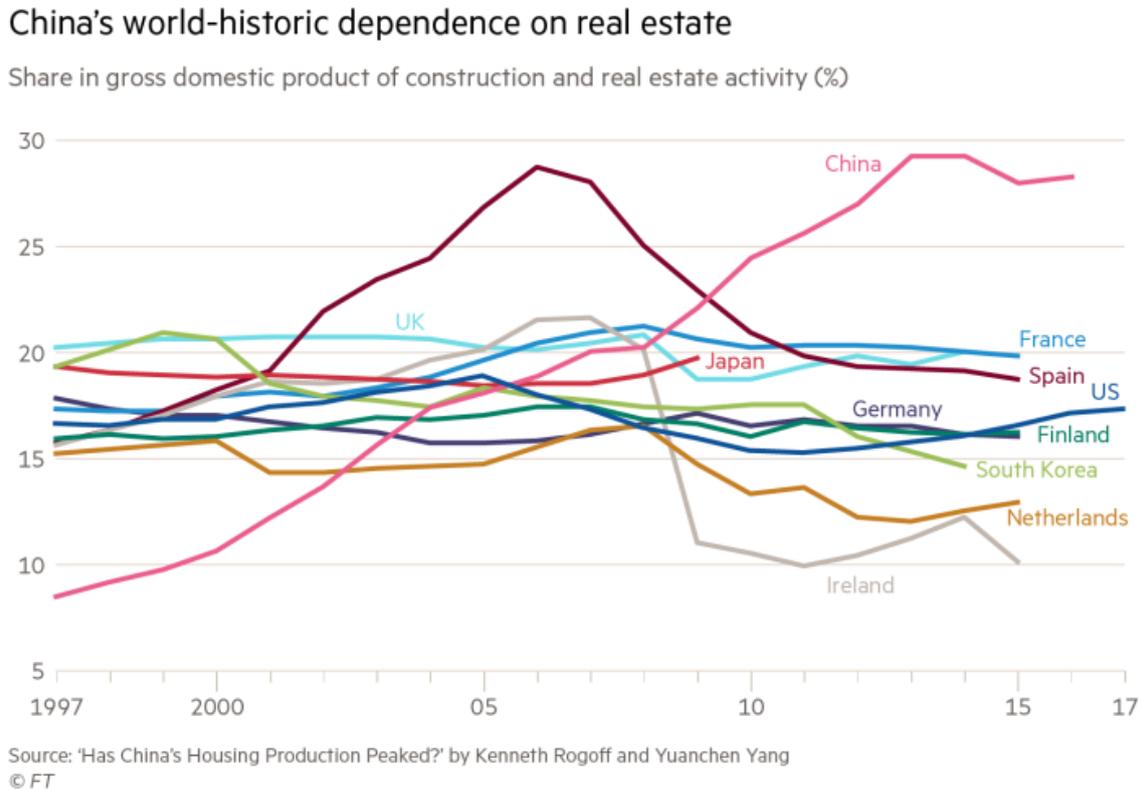
Ilustración 12. Contribución del sector inmobiliario chino en % al PIB (2000-2021)



Fuente: Geopolitical Futures

Por otro lado, para entender la dimensión e importancia que tiene el sector a día de hoy en la economía china solo hace falta ver el siguiente gráfico:

Ilustración 13. % del PIB chino proveniente del sector inmobiliario (1997-2017)



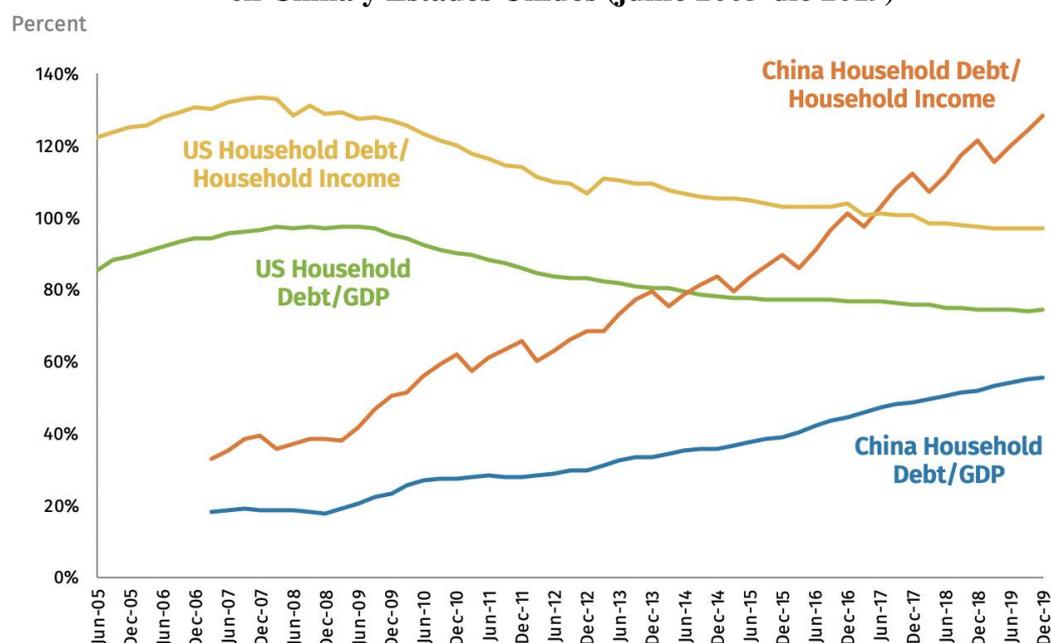
Fuente: Financial Times

Como se puede apreciar, el sector inmobiliario sumó un 29% del PIB chino en 2016. Si observamos el gráfico, a día de hoy ningún país desarrollado se acerca a esos niveles, y solo son comparables con los de la España de 2006. Además, el sector inmobiliario y la construcción emplean a casi el 20% de la mano de obra urbana de China. Por otro lado, la venta de terrenos representa un tercio de los ingresos de las administraciones locales, obsesionadas por llegar al objetivo establecido por Pekín para el crecimiento del PIB (Sandbu, 2021). Según Wolf (2021), aproximadamente el impacto en el PIB chino proveniente del sector inmobiliario fue causado en un 80% por la inversión (destacando el hecho de que un tercio de esta alta inversión en China fuera destinada al sector de la propiedad).

Otros datos destacan también como que la construcción representa alrededor del 16% del empleo urbano en China, el 30% de los préstamos bancarios chinos se destinan a la construcción de viviendas, y al menos el 60% de los préstamos bancarios están

respaldados por propiedades como garantía (Herczegh, 2022). Precisamente, si observamos la Ilustración 14, podemos ver como los niveles de deuda en el de los hogares han crecido en comparación con sus ingresos hasta los niveles en los que se encontraba Estados Unidos antes de la crisis financiera de 2008. Además, la deuda de los hogares respecto al PIB chino también sigue creciendo.

Ilustración 14. Niveles de deuda de los hogares en proporción al PIB y de la renta en China y Estados Unidos (junio 2005-dic 2019)



Source: US Federal Reserve, People's Bank of China, National Bureau of Statistics.

Fuente: Rodium Group

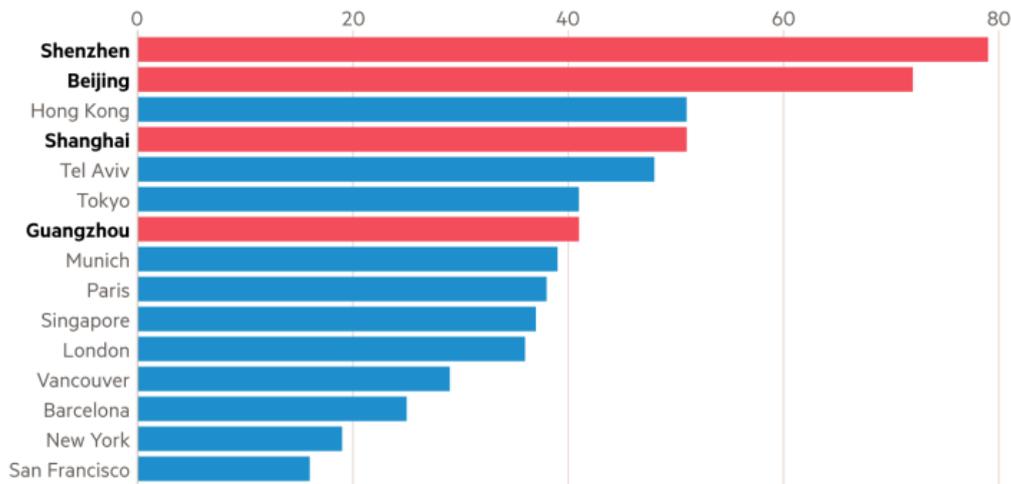
Esto solo ha sido posible debido a que la mayor parte de la expansión de la deuda de los hogares de China en los últimos años corresponde a la deuda hipotecaria, que el PBOC sitúa en 30,1 billones de yuanes (4,3 billones de dólares) a finales de 2019, frente a los 11,5 billones de yuanes de finales de 2014 (Wright y Feng, 2020). Como la deuda hipotecaria ha ido creciendo, también ha crecido el precio de la vivienda, provocando que las familias tengan que pedir más préstamos a los bancos.

En cualquier caso, en el paso, en un afán por mantener la curva de crecimiento, y dada la dependencia del sector inmobiliario, se redujo el control del gobierno chino debido a que los inversores y promotores inmobiliarios asumieron que dada la importancia que tenía el sector en la economía china el gobierno respaldaría cualquier crisis que se encontrara. Sin

embargo, ya a partir de 2014 se empezó a vislumbrar más seriamente la posible aparición de una burbuja inmobiliaria, dado el espíritu especulativo y el aumento de los precios.

Precisamente el primero y más destacable es el precio de las viviendas en China. Si se observa la Ilustración 15, cuatro de las 10 ciudades más caras del mundo son chinas (sin contar Hong Kong), por delante de ciudades como París, Londres o Nueva York.

Ilustración 15. Ratio precio de la vivienda vs ingreso medio (2020)



Sources: Numbeo; Rogoff & Yang 'Peak China Housing' (NBER 2020)
© FT

Fuente: Financial Times

Por otro lado, también se puede analizar la relación entre el salario medio y el precio de compra por metro cuadrado. En este caso el coste del metro cuadrado en el centro de Pekín es de 101.111,08 yuanes (12.924,38 euros), cifra superior a Nueva York (12.705,63 euros) aun cuando el salario neto pequinés es casi un 75 % inferior al neoyorquino (Castro, 2018). Todo esto explica dos cosas:

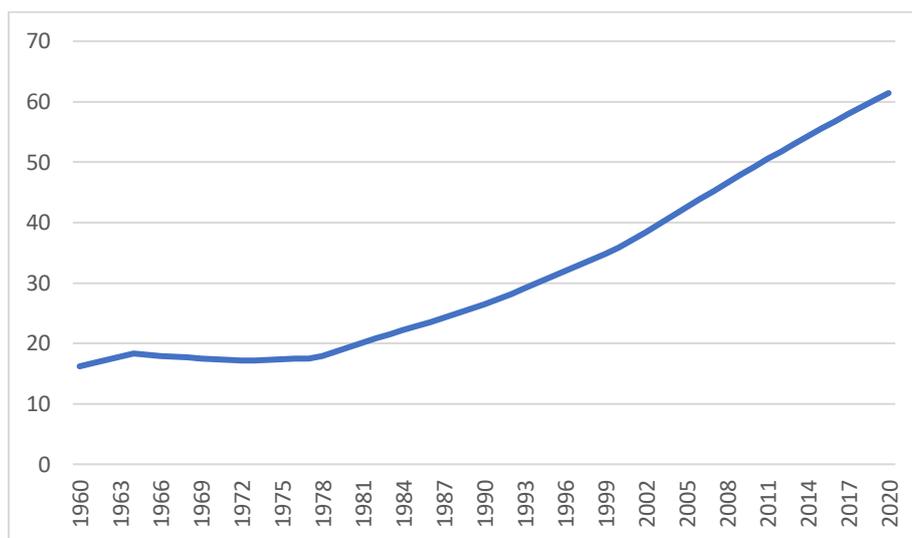
En primer lugar, el hecho de que haya tantas casas vacías en China, ya que los ciudadanos no se pueden permitir comprar una vivienda de propiedad.

En segundo lugar, que los precios de las viviendas son muy altos en comparación con lo que se puede permitir la gente, lo que indica que nos encontramos ante precios inflados.

No solo eso, sino que existen otros datos que muestran como en el sector inmobiliario existen precios insostenibles y un apalancamiento excesivo, además de un enorme exceso de capacidad. De acuerdo con Wolf (2021), *la relación entre precios e ingresos en Pekín, Shanghái y Shenzhen es muy superior a la de otras grandes ciudades del mundo; la*

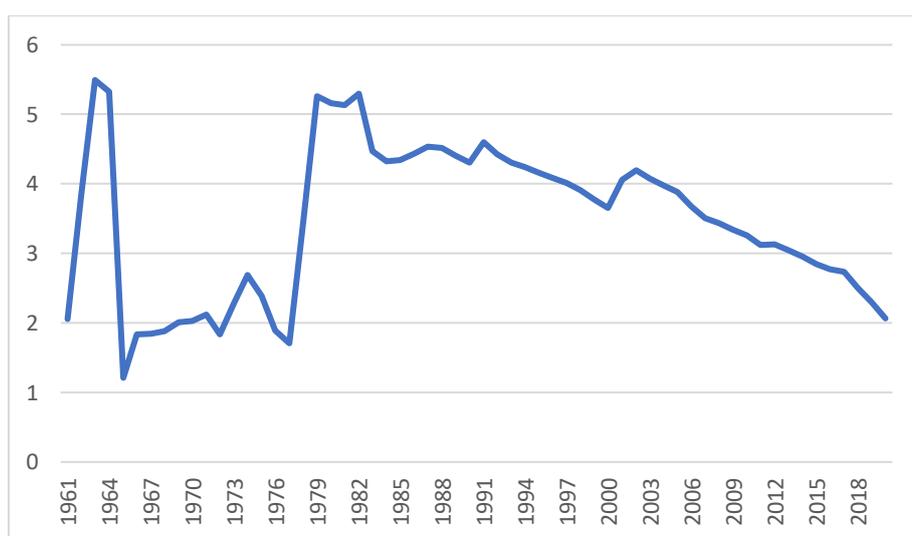
riqueza inmobiliaria representaba el 78% de todos los activos chinos en 2017, frente al 35% en Estados Unidos; los ratios de endeudamiento de los hogares son comparables a los de los países de renta alta; las tasas de vacantes y otras medidas de exceso de capacidad son elevadas; y las tasas de propiedad de la vivienda habían alcanzado el 93% en 2017. Además, la formación de familias se está ralentizando, la población china está envejeciendo y el 60% de ella ya está urbanizada. Todo ello indica que el boom inmobiliario debe terminar.

Ilustración 16. Crecimiento de la población urbana (% anual) – China (1961-2020)



Fuente: Banco Mundial

Ilustración 17. Población urbana (% del total) – China (1960-2020)

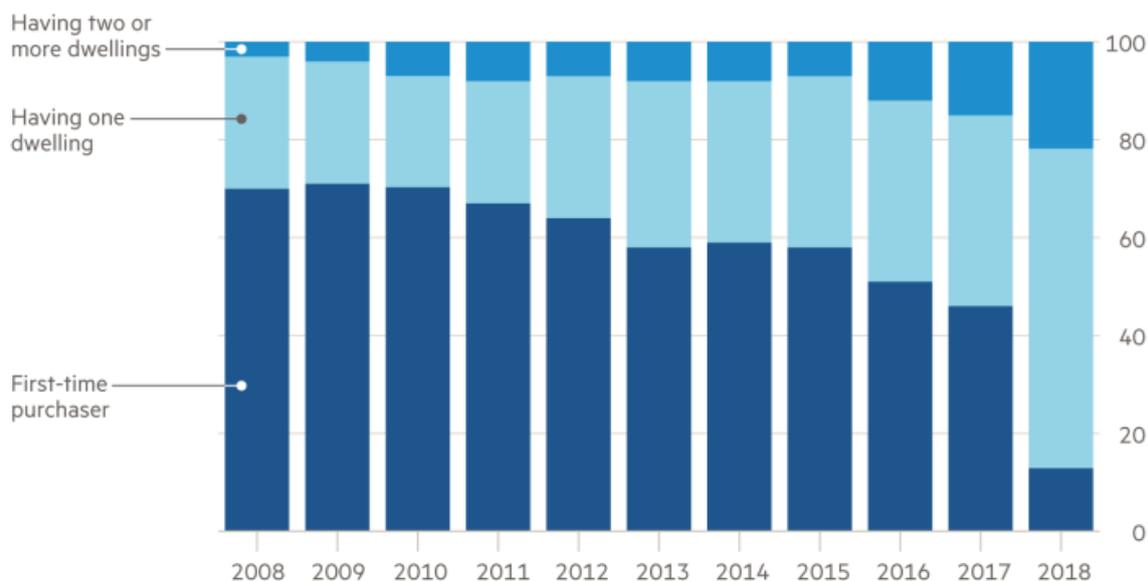


Fuente: Banco Mundial

Si observamos la Ilustración 16 se puede observar como a partir de 1978 se aumenta el ritmo de crecimiento de la población urbana hasta llegar a estar por encima del 60% en 2020. Por otro lado, en la Ilustración 17 se puede observar una progresiva ralentización del crecimiento de la población urbana a partir del año 2003. Esto nos indica que el éxodo rural es cada vez menos pronunciado, y tal como decía Wolf, el boom inmobiliario debe acabar, ya que las ciudades no pueden seguir creciendo a este ritmo, ya que no hay gente para habitar las casas a día de hoy. Precisamente, según datos del Banco Mundial (2020), la población urbana en la Unión Europea es del 75%, únicamente un 15% más que en China, y en Estados Unidos un 83%. No se duda de que la población China pueda llegar a estos niveles, pero hay que tener en cuenta que estamos hablando de países que iniciaron su Revolución Industrial a lo largo del S.XIX, no a finales del S.XX, y que China realmente aún un país en vía de desarrollo.

En lo que se refiere a los altos precios podemos retroceder a la a la segunda fase de los ciclos económicos según la teoría austriaca donde tiene lugar una especulación desenfrenada. Efectivamente, más del 90% de las personas es dueña de una vivienda, en comparación con el 65% existente en Estados Unidos o el 51,1% de Alemania. Pero realmente, en lo que se refiere a especulación es preciso analizar la Ilustración 18:

Ilustración 18. Viviendas que ya poseía el comprador en el momento de la compra de la nueva vivienda (% de nuevos compradores)



Sources: Survey and Research Center for China Household Finance; Rogoff & Yang 'Peak China Housing' (NBER 2020)
© FT

Fuente: *Financial Times*

Como se puede observar en la Ilustración 18, en 2008 aproximadamente un 70% de las personas compraban su primera casa, sin embargo, ese número se ha reducido a un 10% aproximadamente en 2018. Esto significa que casi un 90% de las personas compraron su segunda vivienda, tercera, cuarta etc. en 2018. Esto es en parte por dos razones:

Primero, la cultura china, según Sam Lecornu (2021), CEO y cofundador de Stonehorn Global Partners, *"La riqueza de los hogares chinos se basa en el ladrillo, el cemento y el fervor especulativo. Pero en el lado cultural, no solo existe la aspiración de ser propietario, sino que también hay una exigencia social no escrita de que, por ejemplo cuando te vas a casar, debes tener una propiedad"*, además añade *"No hay muchos chinos que consideren el alquiler como primera opción. Tener una propiedad en China es, por definición, el equivalente al sueño americano"*. En definitiva, ser dueño de una vivienda es un símbolo de estatus social y fortaleza financiera en la cultura tradicional china.

Segundo, el espíritu especulativo. Precisamente, queda claro que los chinos deben tener al menos una casa, pero resulta que en 2018 casi el 90% de los compradores compró una nueva vivienda (sumada a las que ya tuviera). De hecho, en 2017 Xi Jinping dijo "las casas son para vivir en ellas, no para especular", dado el desenfreno existente a la hora de comprar casas. El hecho de que la gente compre casas por especulación solo provoca la creación de una burbuja, la cual aparece cuando el precio de un activo sube mucho más por encima de su valor real bajo la creencia de que el siguiente comprador pagará un precio aún mayor por el bien.

Además, el problema es peor si tenemos en cuenta que la población se está envejeciendo debido a la implementación de la política de hijo único en China. Esta situación es grave, pues los jóvenes se encuentran en la posición donde han de cuidar de sus padres cuando no pueden valerse por sí mismos sin disponer de un salario con el que comprar una vivienda para cuidar de una familia entera (incluyendo sus ascendientes).

Precisamente, para evitar que explotara la burbuja el gobierno chino implementó en 2020 la política de las tres líneas rojas, con la intención de mejorar la salud financiera del sector reduciendo el apalancamiento de los promotores, mejorando la cobertura de la deuda y aumentando la liquidez. Las tres líneas rojas son no sobrepasar:

- Ratio de pasivos y activos de más del 70%.
- Un nivel de apalancamiento neto de más del 100%.
- Una relación de liquidez sobre deuda a corto plazo de más de 1

Si los promotores no cumplían con una, dos o las tres líneas rojas, entonces los reguladores chinos impondrían límites a los mismos sobre hasta cuanto pueden hacer crecer su deuda.

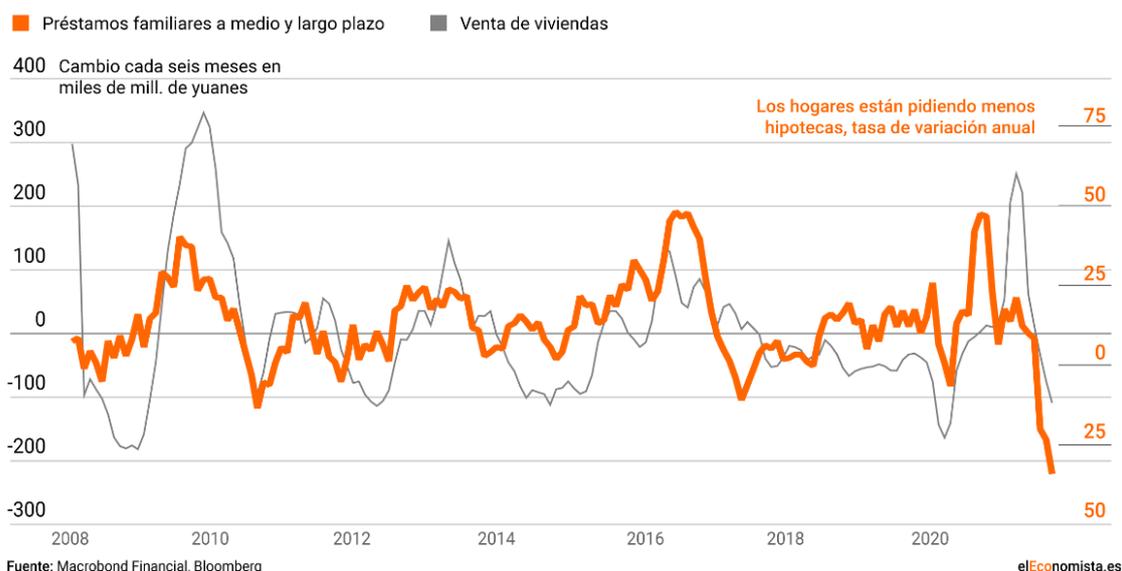
Tabla 1. Crecimiento anual de deuda permitido en base al número de líneas rojas incumplidas marcadas para el sector inmobiliario

Nº de líneas incumplidas	Crecimiento anual de deuda permitido
0	15%
1	10%
2	5%
3	0%

Fuente: UBS

La medida, aunque positiva para evitar el crecimiento de la burbuja, parece haber destapado muchos de los aspectos ocultos del sector inmobiliario en China. Así pues, hay que recordar que hablamos de inmobiliarias y promotoras, que se han endeudado con tipos de interés bajos, para atender a una demanda sostenida por crédito.

Ilustración 19. Número de préstamos a hogares vs. Venta de viviendas en China (2008-2022)



Fuente: El Economista

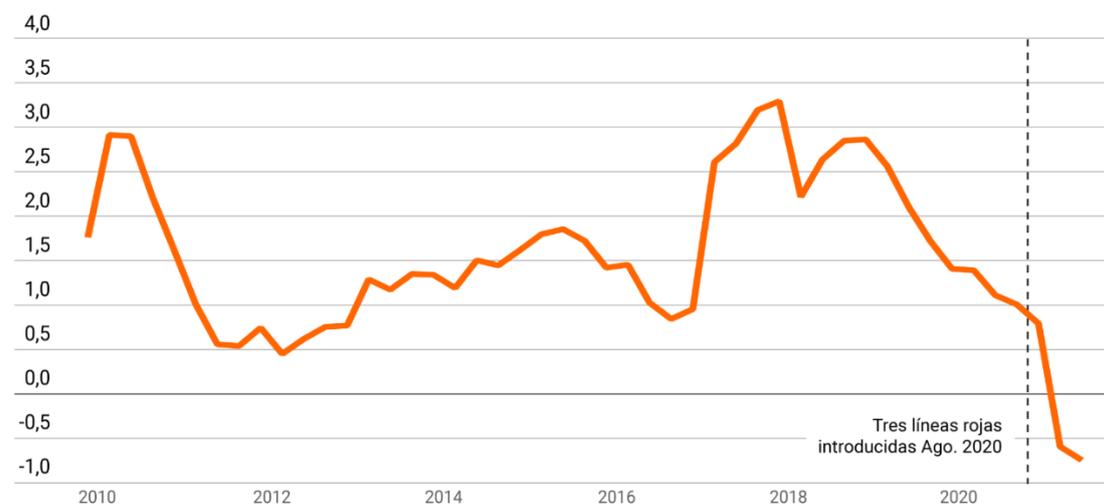
Si observamos la Ilustración 19, podemos apreciar cómo desde la implementación de la política de las tres líneas rojas han caído tanto los préstamos solicitados por familias,

como la venta de viviendas, debido a que la población china, en su mayoría, no se lo puede permitir. En concreto, parece ser que la venta de viviendas ha disminuido en 100 millones de yuanes en la segunda mitad de 2021, y los préstamos familiares a medio y largo plazo han disminuido un 25% en el mismo período de tiempo.

Pero esto es un problema para las promotoras, pues necesitan reducir su deuda, lo cual solo se puede conseguir a través de la venta de sus activos, es decir, de viviendas. Algo sumamente difícil si las familias no piden hipotecas (ya que no pueden pagar una vivienda en efectivo).

Por otro lado, a pesar de que ya se había iniciado la caída de los préstamos concedidos a las constructoras, se puede apreciar como el número de préstamos ha caído en picado (Ilustración 20). La razón es simple, las constructoras no cumplen, por lo general, con los límites establecidos (aspecto sobre el cual se profundizará en el siguiente punto). de forma que no se piden tantos préstamos, ya que no pueden aumentar su deuda tanto en comparación con años anteriores.

Ilustración 20. Préstamos a constructoras de bancos chinos, en porcentaje del PIB



Fuente: Macrobond Finacial, Bloomberg

elEconomista.es

Fuente: El Economista

Precisamente esta combinación de factores provoca la desconfianza de los inversores en las promotoras, tal y como se puede ver en la Ilustración 21. A partir de la implementación de la política de las tres líneas rojas se ha disparado el interés que pagan los bonos de estas empresas, sobre todo los que están denominados en dólares, que son los que han entrado en default por el impago de los intereses (Nieves y Barriocanal, 2021).

Ilustración 21. Interés de high yield en % de los bonos emitidos por las constructoras chinas (2014-2021)



Fuente: Macrobond Finacial, Bloomberg

elEconomista.es

Fuente: El Economista

Todos estos datos no hacen sino confirmar que estamos ante una situación en la cual puede explotar la burbuja inmobiliaria china en cualquier momento. Son significativos los altos precios de las viviendas chinas en comparación con el resto del mundo, la especulación de los habitantes chinos al comprar más de una vivienda (es decir, que no las compran para vivir, sino para sacarle alguna rentabilidad), la gran oferta existente debida al gran número de viviendas vacías, y en contra, la necesidad de las grandes promotoras de vender sus activos para reducir su deuda y cumplir con las 3 líneas rojas. Reflejo de todo ello es precisamente lo expuesto en la Ilustración 21, donde se muestra la desconfianza de los inversores, los cuales solo están dispuestos a comprar bonos de estas empresas si a cambio obtienen una gran rentabilidad.

4. Caso Evergrande, ¿desencadenante de la próxima crisis mundial?

Desde que Evergrande anunciara que tenía una deuda de 300.000 millones de dólares a mediados de 2021 el mundo ha empezado a temer el inicio de una crisis mundial, algo similar a lo que pasó cuando Lehman Brothers entró en bancarrota. Evergrande es la promotora inmobiliaria más grande de China, representando sus pasivos un 2% del PIB chino. Tiene 200.000 empleados y genera 3,8 millones de empleos indirectos. Posee casi 1.300 proyectos en 280 ciudades y ha vendido casas a 12 millones de propietarios (Peralta, 2021).

Pero todo ha explotado tras la aparición del COVID, que provocó la falta de materiales necesarios para la construcción, el cierre de instalaciones y despido de personal para ahorrar costes. Sumado a ello los trabajadores se enfrentaron a una reducción de su salario provocando ello una escasez de dinero para acometer la compra de nuevas viviendas. Con todo, la adopción del Gobierno chino de la política de las tres líneas rojas ha terminado por dinamitar la situación en la que se encontraba Evergrande. Muestra de ello es que en agosto de 2020 la empresa envió al Gobierno una carta anunciando problemas de liquidez y que esto podría ocasionar el impago de sus préstamos.

Tras ello, Evergrande planificó un plan con el objetivo de reducir su deuda a la mitad para 2023. Puso a la venta propiedades con 30% de descuento y empezó a vender partes de sus negocios automovilístico y tecnológico. Pero también gran parte de esas viviendas no estaban construidas o terminadas (Fernández, 2021). Concretamente Evergrande tenía más de 500 proyectos parados de un total de 800 en agosto de 2021 (Cheng, 2021).

Estas medidas resultaron ser insuficientes, por lo que Evergrande fue perdiendo la confianza de sus compradores e inversores, aumentando la deuda, perdiendo liquidez y empeorando su calificación crediticia, provocando ello una pérdida del valor de sus bonos y acciones. En julio de 2020 la justicia china congeló parte de los activos de la empresa como consecuencia de una demanda del banco Guanfa y otra de un contratista (Peralta, 2021). Lo que provocó que se degradaran aún más sus calificaciones y cada vez más acreedores revelaron que la empresa les debía dinero. Recientemente la agencia de calificación crediticia Fitch ha retirado la calificación a Evergrande y dos de sus filiales por incumplimiento de bonos (en diciembre de 2021 calificó a Evergrande en estado de "incumplimiento restringido").

A raíz de ello Evergrande empezó a recibir una gran cantidad de demandas y ya en agosto de 2021 la empresa anunció una disminución interanual del 29% en las ganancias netas y advirtió que la falta de liquidez podía poner en riesgo la conclusión de proyectos inmobiliarios que había paralizado por la crisis. Para finales de 2021 Bloomberg anunció que Evergrande tendría que pagar a sus acreedores unos 669 millones de dólares en bonos y que, para marzo y abril de 2022, tenía que pagar otros 3.450 millones. Evergrande tiene además una deuda con cientos de miles de clientes que adelantaron dinero por propiedades que aún no se construyen. Precisamente, Evergrande tiene 1,5 millones de clientes que pagaron por casas que aún no se habían construido (Pike, 2021).

Para llegar a esa situación Evergrande ha incurrido en un modelo de negocio basado en el crédito y la deuda, en vez de utilizar el dinero obtenido de sus construcciones reinvirtiéndolo de nuevo.

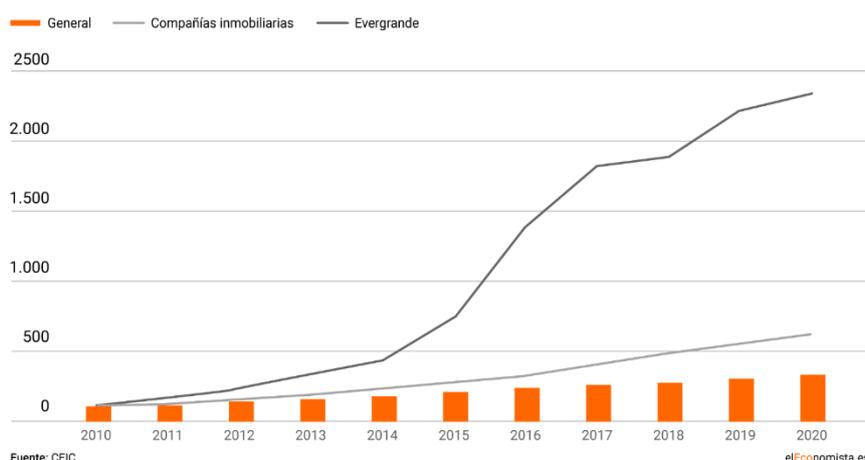
Operativamente Evergrande funcionaba transfiriéndose el capital recaudado por Evergrande Wealth, a través de productos financieros, para llenar la deuda generada y poder utilizar ese dinero para llevar a cabo proyectos de construcción, no devolviendo el principal y los intereses a Evergrande Wealth. El resultado fue el dicho con anterioridad: los productos financieros de Evergrande no pudieron ser rescatados a su vencimiento, revelando al público la deuda de 300.000 millones (Cheng, 2021).

Por otro lado, Evergrande también debía dinero a las constructoras, teniendo a mediados de 2020 8.441 socios *upstream* y *downstream*, de los cuales la mayoría tenía pagos impagados por Evergrande. Evergrande utilizó facturas a corto plazo no garantizadas para pagar estas deudas. Según el informe financiero de Evergrande, *"las deudas comerciales y otras deudas ascendían a 951.133 millones de yuanes o 147.210 millones de dólares"* a 30 de junio de 2021 (Cheng, 2021).

En tercer lugar, los activos de Evergrande están reduciéndose, ya que, a finales de junio de 2021, Evergrande tenía unos activos totales de 2.377.500 millones de yuanes y unos pasivos totales de 1.966.500 millones de yuanes. Entre estos casi 2 billones de yuanes de pasivo, los pasivos que devengan intereses son 571.700 millones de yuanes (Cheng, 2021).

Si bien parece que Evergrande tiene 400.000 millones de yuanes de activos netos después de deducir el total de los pasivos, de los cuales la mayor parte son terrenos comprados y construcciones en curso. Sin embargo, en la realidad nos encontramos con que el precio de adquisición de los terrenos es muy inferior al precio de mercado (y además puede ser recuperado por el Gobierno chino), el valor de los edificios no construidos es prácticamente nulo y además Evergrande tiene gran parte de su deuda oculta fuera de sus estados financieros: *"Es un secreto bien conocido que las empresas inmobiliarias tienen una gran cantidad de pasivos fuera de balance. Sigue siendo un misterio cuánta deuda fuera de balance tiene Evergrande, y si supera los activos netos actuales de Evergrande."* (Cheng, 2021). Para ver cómo han crecido los pasivos de Evergrande en relación con el resto de las promotoras cabe analizar la siguiente gráfica:

Ilustración 22. Crecimiento de los pasivos de Evergrande vs el resto de promotoras



Fuente: El Economista

Consecuentemente, ha habido un gran número de personas que ha comparado esta situación con la existente en 2008 con la bancarrota de Lehman Brothers. Precisamente, en este caso el dilema del Gobierno chino es parecido al que se encontró Estados Unidos en 2008.

Si bien podría optar por dejar que Evergrande cayera, esta no parece ser la primera opción del Gobierno chino. Respecto de los antecedentes históricos cabe recordar que Lehman Brothers tenía 600.000 millones de dólares de deuda, siendo el cuarto banco de inversión del país, lo que se asemeja a la situación de Evergrande, pero también es cierto que Estados Unidos rescató a numerosos bancos, además de a Fannie Mae y Freddie Mac (enfocadas en créditos hipotecarios). Si cabe la posibilidad de que el Gobierno chino deje caer parte de Evergrande, sobre todo aquellas filiales más endeudadas, pero según analistas y expertos parece más probable la opción de ayudar a Evergrande para mandar un mensaje de tranquilidad. En cualquier caso, este aspecto será tratado en el siguiente punto, donde se profundizará en las posibles vías de acción del Gobierno chino.

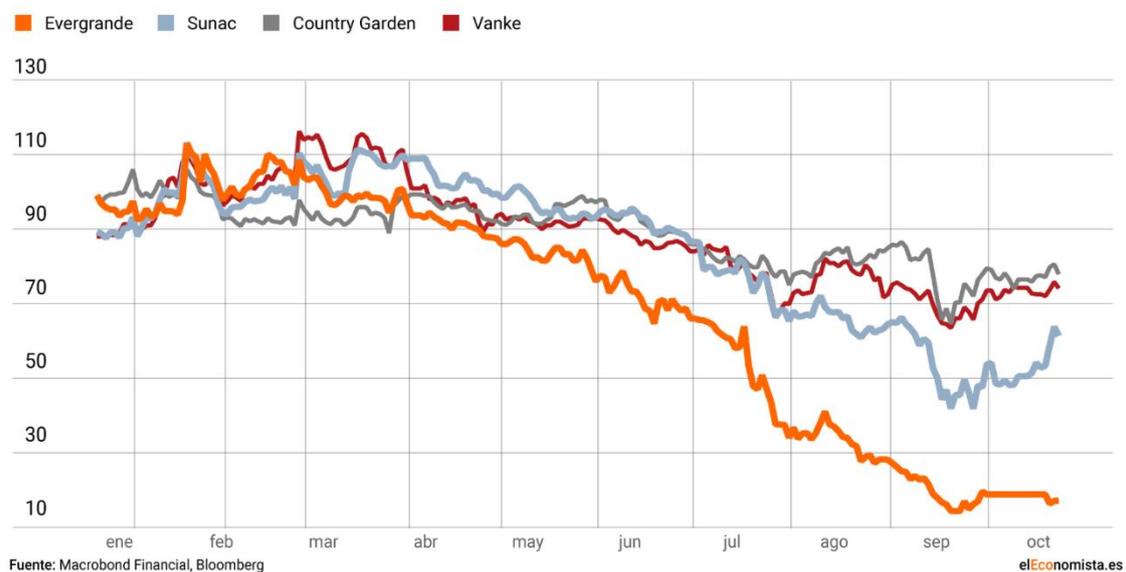
En cualquier caso, no parece que la situación de Lehman Brothers se asemeje a la de Evergrande por dos razones principalmente:

- Esta situación se veía venir desde la implementación de la política de las tres líneas rojas, cuando ya Evergrande avisó al Gobierno chino acerca de sus problemas de liquidez.
- El hecho de que Estados Unidos tuvo que aprobar una legislación, no existente hasta el momento claro, mientras que el Gobierno chino tiene total potestad para intervenir. Precisamente, gran parte del mercado inmobiliario es controlado a través de bancos

estatales chinos, de forma que mientras que en Estados Unidos no se conocía la situación real de la burbuja, en China el Gobierno tiene una idea bastante aproximada acerca de las compañías que se encuentran en una situación más delicada, lo que les permite actuar sin “estar a ciegas”.

Realmente, lo que preocupa a nivel global no es Evergrande en sí mismo, sino la situación en la que se encuentran numerosas promotoras inmobiliarias del país. Desde la implementación de la política de las tres líneas rojas la cotización de estas ha caído en picado, tal y como se puede observar a continuación:

Ilustración 23. Precio de las acciones de las grandes constructoras a lo largo de 2021 (enero 2021 = 100)



Fuente: El Economista

Evergrande solo en 2021 disminuyó su cotización hasta un 10% del precio por acción que tenía en enero de 2021.

Y es que la política de las tres líneas rojas ha desvelado muchas de las deficiencias en las que se encontraba el sector inmobiliario en China. Hale, T., Lockett, H., & Lin, A. (2021) aseguran que casi la mitad de las 30 promotoras más grandes de China, un total de 14, había violado al menos una de las líneas rojas impuestas por el Gobierno chino (véase la Ilustración 24).

Ilustración 24. Cuadro interactivo donde se representa a los 30 principales promotores inmobiliarios clasificados por ventas y agrupados por número de líneas rojas cruzadas



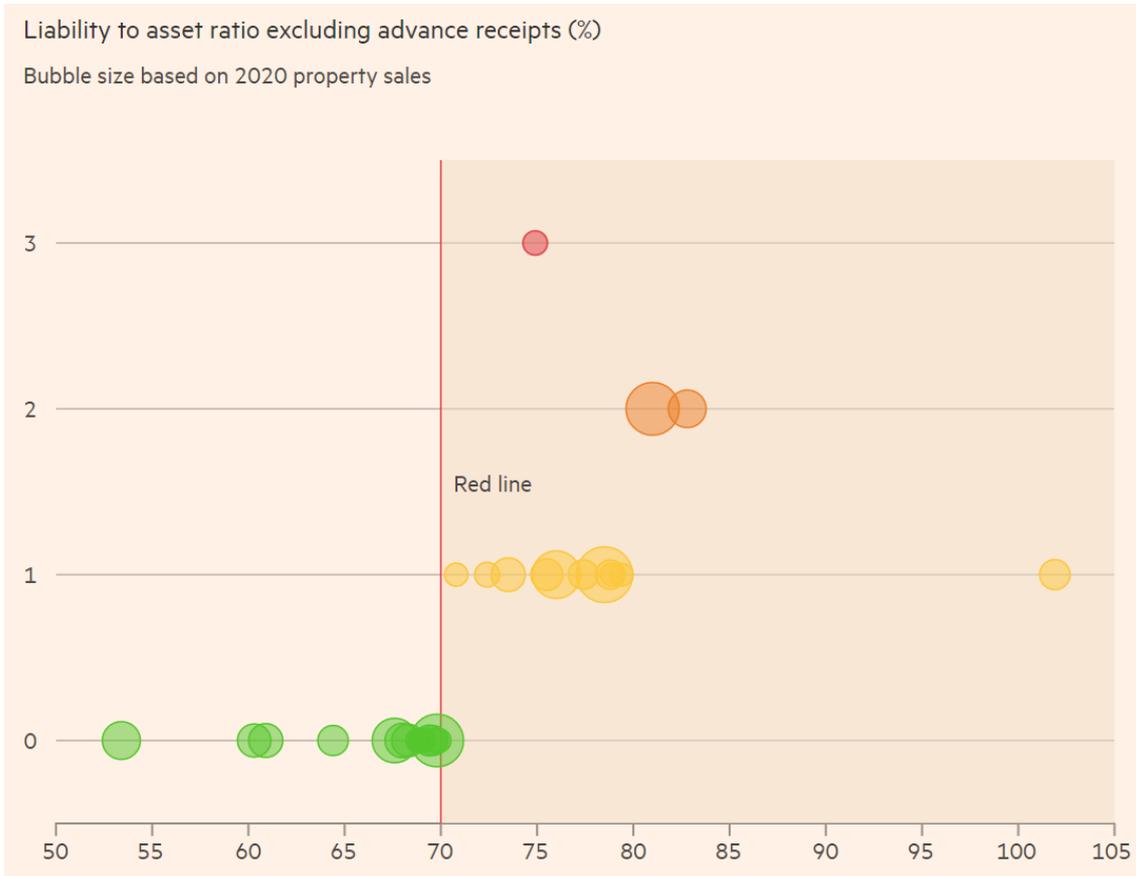
Fuente: Financial Times

Ahora corresponde analizar cuál es la situación de las promotoras en relación con las líneas rojas:

Relación entre el pasivo y el activo, excluyendo los ingresos anticipados (%): en la Ilustración 25 se puede observar como todas las promotoras que habían incurrido en al menos una línea roja también habían incurrido en esta, además de que unas cuantas estaban cerca de superar el límite del 70% establecido. Según Hale, T., Lockett, H., & Lin, A. (2021), esto se debe a la práctica llevada a cabo por Evergrande de vender propiedades antes de su finalización a los compradores de viviendas y recibir el pago por adelantado. Por tanto, aunque parecía que había muchas empresas sin deuda, en realidad lo que pasaba era que los promotores añadían "pasivos contractuales" a sus balances para contrarrestar el dinero en efectivo que ha entrado, antes de obtener beneficios por la finalización de los proyectos. Por otro lado, también se menciona que en este ratio no se tienen en cuenta obligaciones que están fuera de la balanza de pagos de las compañías, que si se incluyeran aumentarían la deuda y el apalancamiento.

En cualquier caso, queda bastante claro que hay solo 4 promotoras por debajo del 65% en este ratio, lo que indica que las promotoras inmobiliarias chinas están en su mayoría muy endeudadas.

Ilustración 25. Relación entre el pasivo y el activo, excluyendo los ingresos anticipados (%) de los 30 principales promotores inmobiliarios

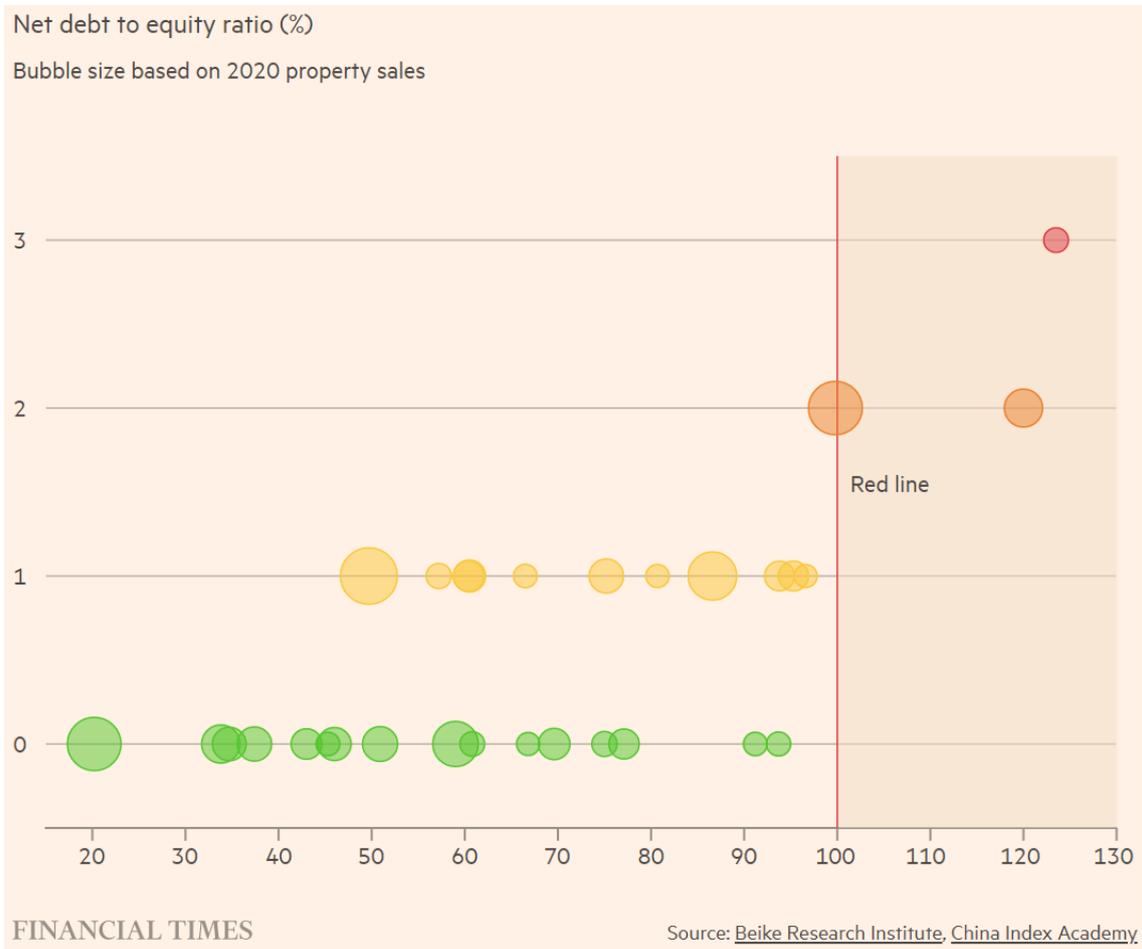


Fuente: Financial Times

Ratio de deuda neta sobre fondos propios (%): en la Ilustración 26 se puede observar cómo Greenland (que es la que ha cruzado dos líneas rojas) y Guangzhou R&F son las únicas en haber cruzado esta línea.

En este caso se está comparando el endeudamiento con el valor de una empresa. El peligro está en que, si la burbuja explota, o sucediera algún hecho no previsto, el valor en el mercado bursátil de las promotoras podría caer en picado, provocando que aquellas promotoras inmobiliarias que están más próximas a pasar la línea roja la acaben pasando.

Ilustración 26. Ratio de deuda neta sobre fondos propios (%) de los 30 principales promotores inmobiliarios



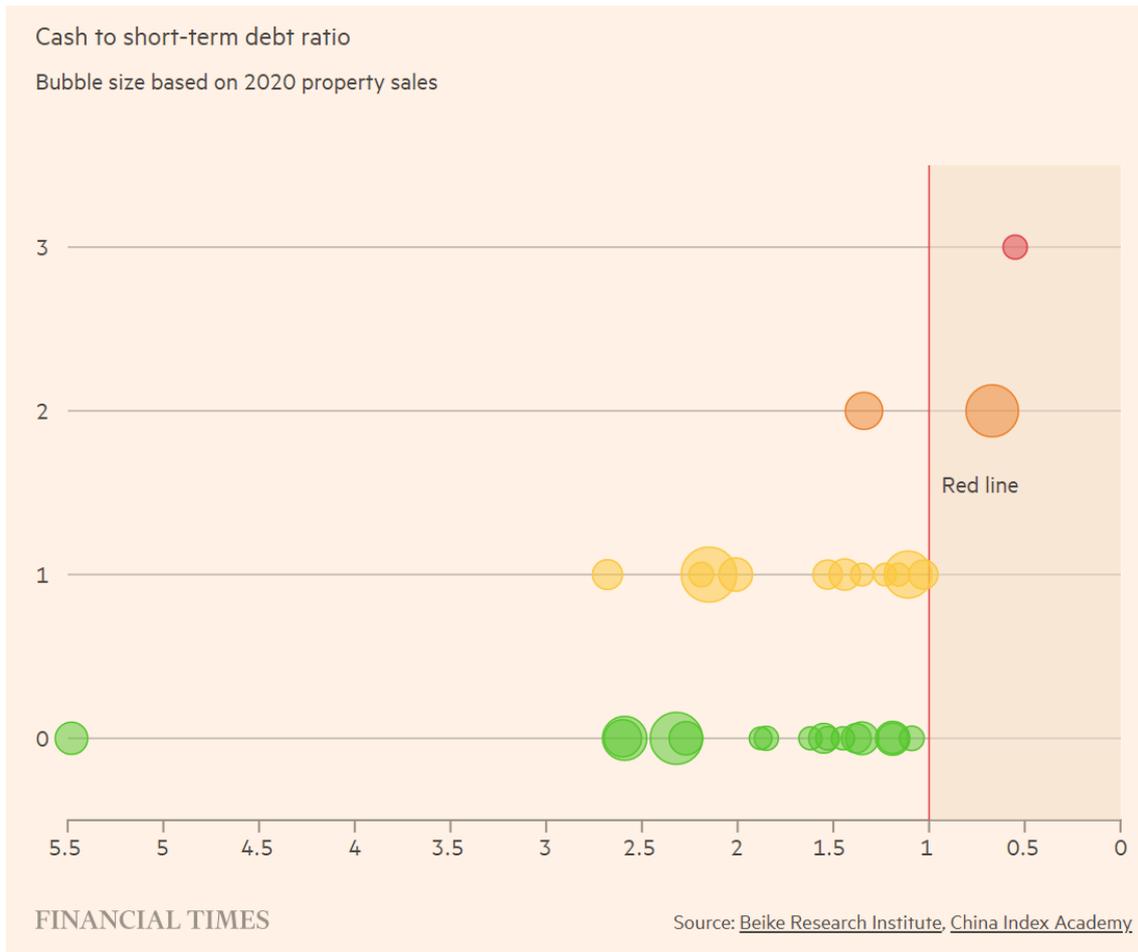
Fuente: Financial Times

Ratio de tesorería/deuda a corto plazo: en la Ilustración 27 se puede observar como, al igual que el ratio de deuda neta sobre fondos propios (%), ha sido cruzada por dos empresas (aunque en este caso Evergrande en vez de Greenland). Aunque también hay que tener en cuenta que hay unas cuantas promotoras, que han cruzado una línea o ninguna, próximas a cruzar este ratio.

En este ratio se compara cuánto dinero dispone la empresa para pagar las deudas que están a punto de vencer. El problema de que haya tantas promotoras próximas a cruzar la línea es que pueden en cualquier momento pasar a estar en situación de impago. Además, no hay más que ver la situación de Evergrande, que ha intentado vender gran parte de sus activos, incluyendo su negocio de coches eléctricos, prácticamente sin éxito. De forma que si alguna promotora se enfrentara a ello tendría grandes problemas para vender sus activos, tal y como se ha visto con Evergrande.

Precisamente, las ventas contratadas de los promotores inmobiliarios chinos se debilitaron en el primer cuatrimestre del 2022, cayendo las ventas contratadas agregadas de los 100 principales promotores más de un 40% interanual (Hui, Cheng & Kam, 2022).

Ilustración 27. Ratio de tesorería/deuda a corto plazo de los 30 principales promotores inmobiliarios



Fuente: *Financial Times*

A día de hoy nos encontramos en un escenario donde están teniendo lugar numerosos impagos de bonos. Así pues, en 2021 tuvieron lugar más de 10 impagos de bonos por parte de los promotores chinos (Feng, 2022). Además, el hecho de que las promotoras estén intentando conseguir nuevos fondos para pagar sus deudas hace que la rentabilidad que tenga que ofrecer a los inversores sea muy alta (un 20% de media). Por otro lado, cabe destacar que las promotoras más ineficientes en los últimos años, las promotoras chinas estatales, representaron casi el 90% de las emisiones de bonos del sector en el primer trimestre de 2021 (Zhang, Shen & Cheng, 2022).

Cada vez es más palpable pues los problemas de liquidez de las promotoras inmobiliarias chinas, las cuales, desde principios de 2021, han incumplido 8.800 millones de dólares en bonos offshore y el equivalente a 5.100 millones de dólares en bonos onshore denominados en yuanes (Feng, 2022).

Esto provoca que siga disminuyendo la confianza en las promotoras chinas. Si observamos el MSCI Index⁹, se puede apreciar una caída del MSCI China en comparación con los MSCI de los mercados emergentes y el MSCI ACWI.

Ilustración 28. Rendimiento acumulado del índice - rendimientos brutos (USD)



Fuente: MSCI China Index

Tal y como se puede apreciar, el MSCI China ha caído un 21.64% en 2021, en comparación con el 2.22% que ha caído el MSCI de los mercados emergentes o la subida de 19.04% del MSCI ACWI (MSCI China Index, 2022). Esto se debe en gran parte a la situación actual del mercado inmobiliario chino, que representa un 29% del PIB chino actualmente (Sánchez-Cascado, 2022). Precisamente, su importancia y situación arrastran a la economía china, por lo que cabe preguntarse, ¿Qué opciones tiene el Gobierno chino?

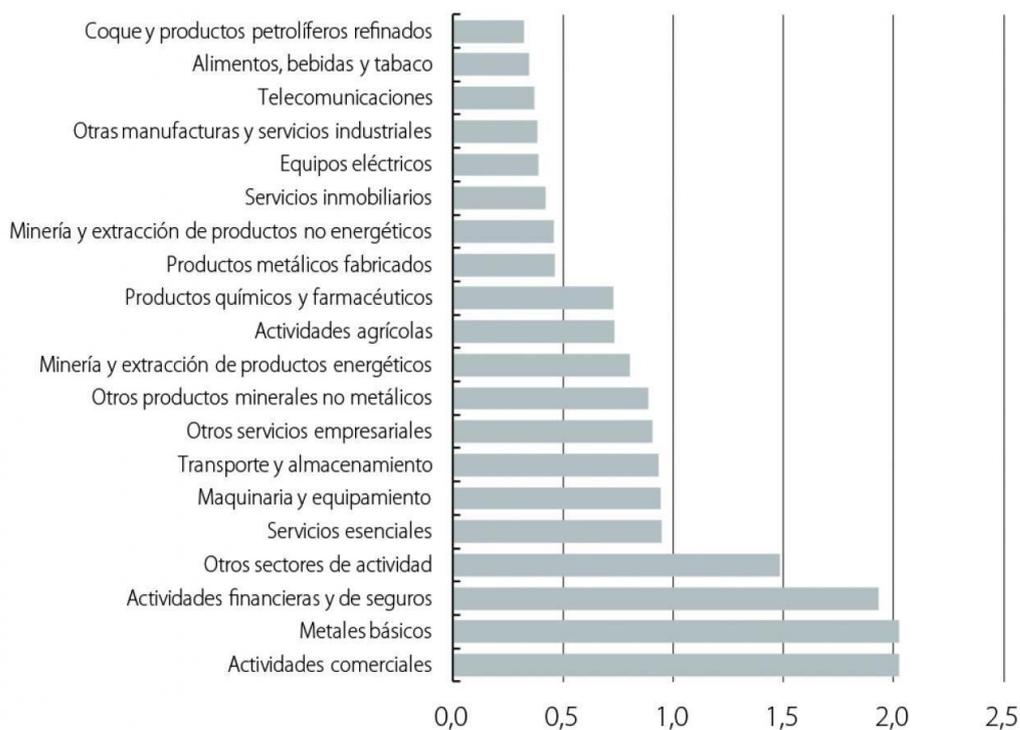
5. Posición de China, ¿puede el Gobierno Chino evitar esta crisis?

China se encuentra en una situación especialmente delicada, puesto que cuando hablamos del sector inmobiliario también hay que tener en cuenta el resto de sectores que se verían afectados ante un posible explosión de la burbuja. Si observamos la Ilustración 29,

⁹ Los índices MSCI están elaborados por la empresa MSCI Inc. y muestran la evolución de los mercados más importantes del mundo, mostrando una evolución trimestral, por lo que son una referencia para muchos fondos de inversión.

podemos observar la magnitud y relevancia que tiene el sector inmobiliario en la actividad que se genere en el resto de sectores:

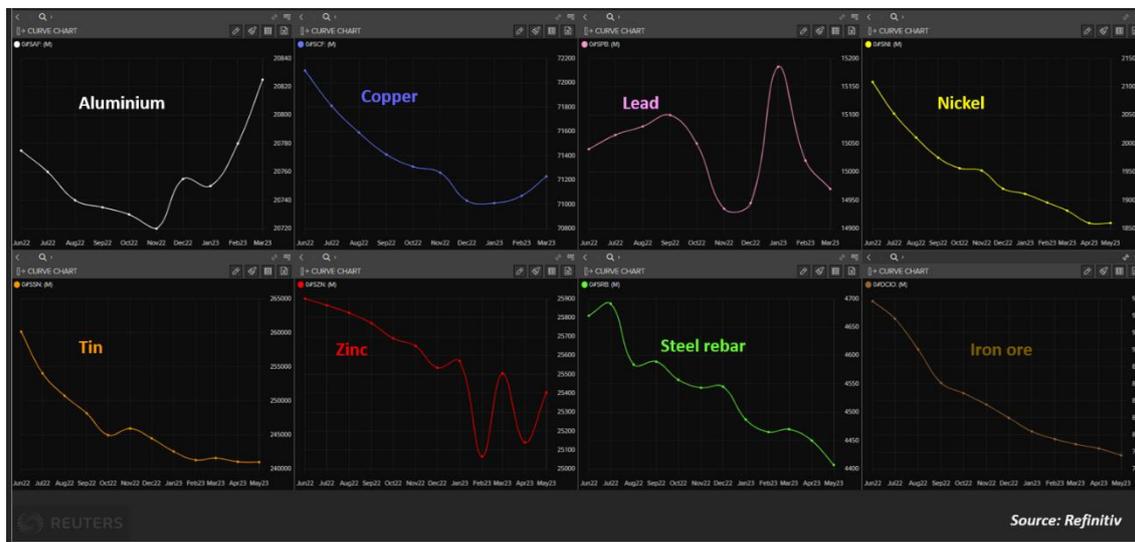
Ilustración 29. Valor añadido de cada sector de actividad generado indirectamente por la demanda del sector de la construcción en % del Valor Agregado Bruto (VAB) total



Fuente: CaixaBank Research

Tal y como se puede apreciar, cuando calculamos el peso de la demanda final del sector construcción, no tenemos que tener en cuenta únicamente su efecto directo sobre el PIB, que se estima en un efecto final del 7%, sino también la demanda adicional que genera en otros sectores (tal y como se aprecia en la Ilustración 29), generando un efecto arrastre del 17,5%. Por ejemplo, en el caso de los metales, cuya demanda adicional generada está en torno al 2%, se puede apreciar el efecto devastador provocado por la reciente crisis del sector inmobiliario chino en la Ilustración 30. Precisamente, se espera que el precio de los principales metales vaya a caer a lo largo de 2022 a causa de la baja demanda. Parece incluso que, en algunos casos, este efecto se va a postergar para caer por debajo de mínimos de los niveles pandemia (Zhang & Maguire, 2022).

Ilustración 30. Futuros de los principales metales en yuanes por tonelada



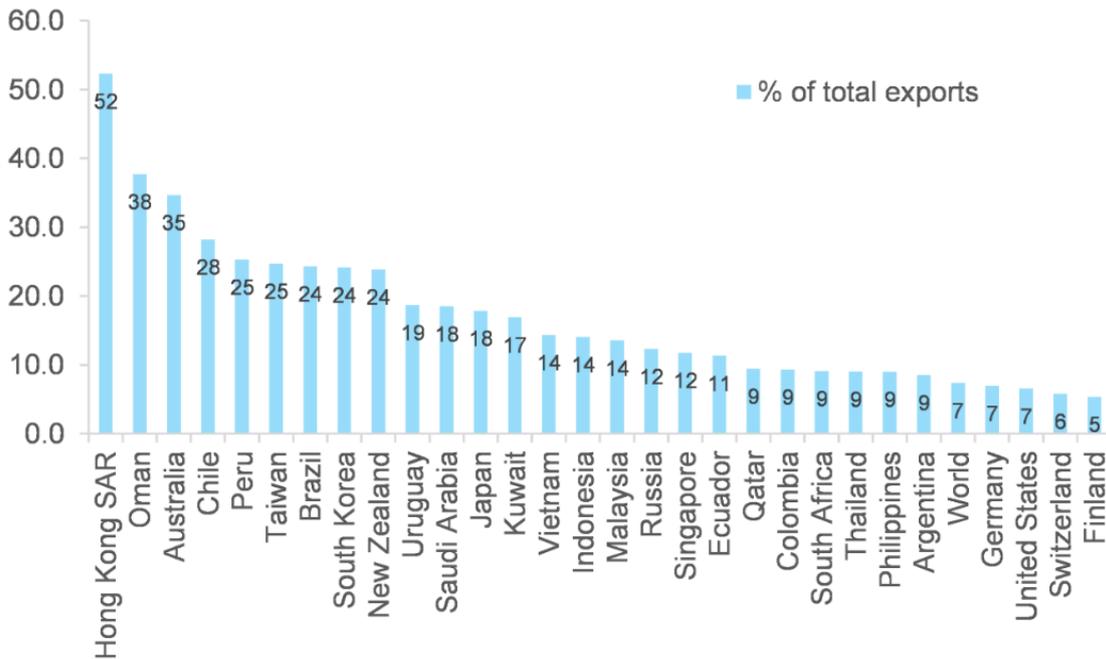
Fuente: Reuters

En lo que se refiere a la economía china una caída abrupta de la actividad del sector inmobiliario podría generar efectos parecidos a los ocurridos entre 2014 y 2015, cuando la inversión residencial y los precios de la propiedad cayeron bruscamente (Pinheiro de Matos, 2022). Tal sería el efecto dominó si se perdiera la confianza del mercado que si la actividad del sector inmobiliario cayera un 20% el PIB chino podría caer hasta un 5% (incluyendo los efectos indirectos en el resto de los sectores). Por tanto, para evitar que se descontrole la situación es opinión de muchos expertos que China va a optar por tratar de mantener y recuperar la confianza de los inversores y aislar, en la medida de lo posible, los efectos que pueda tener el reajuste del sector inmobiliario sobre otros sectores.

En el plano internacional China se ha convertido en el mayor exportador del mundo y el segundo mayor importador del mundo. A pesar de ser visto como un país muy estricto, ha optado por abrirse al exterior, representando el comercio exterior el 35% de su PIB en 2020. Exporta principalmente, equipos eléctricos y electrónicos (27%), la maquinaria, los reactores nucleares, las calderas (17%), muebles, rótulos luminosos, edificios prefabricados (4,2%), plásticos (3,7%), aparatos ópticos, fotográficos, técnicos y médicos (3,1%), vehículos distintos de los ferroviarios, tranvías (2,9%), los demás artículos textiles confeccionados, conjuntos, ropa usada (2,9%). Por otro lado, importa principalmente equipos eléctricos y electrónicos (27%), combustibles minerales, aceites, productos de destilación (13%), maquinaria, reactores nucleares, calderas (9,3%),

escorias y cenizas de minerales de hierro (8,8%), aparatos ópticos, fotográficos, técnicos y médicos (4,8%), vehículos distintos de los ferroviarios y tranvías (3,6%) (Santander | Trade Markets, 2022). Lo cual representa el papel de China en el contexto del comercio global, tal y como se puede observar en la Ilustración 31.

Ilustración 31. Exportaciones a China, en % de las exportaciones totales (2021E)



Fuente: Solunion

Sin embargo, si observamos específicamente el sector de la construcción, y de los metales, podemos observar como a nivel global sería América Latina la principal damnificada en caso de que explotara la burbuja inmobiliaria china.

Ilustración 32. Exportaciones a China en los sectores de la construcción y los metales, en % del PIB (2021E)



Fuente: Solunion

Precisamente, si observamos la Ilustración 32 podemos observar como un gran número de países de América Latina se encuentran entre aquellos que exportan materiales relacionados con la construcción o los metales, destacando entre estos Chile, Perú, Brasil.

Tal y como se ha dicho a lo largo del trabajo China ha basado su crecimiento en mano de obra barata y deuda, repartidas por los bancos públicos en búsqueda del ansiado crecimiento económico de China. Para ello, ha invertido una gran cantidad de dinero en viviendas, carreteras, fábricas, trenes etc. Sin embargo, la alta especulación ha provocado que el Gobierno opte por ir desinflando la burbuja inmobiliaria poco a poco, haciendo frente además a una crisis energética. Para ello parece que van a optar por una política más estricta, con el objetivo de reducir el apalancamiento.

Además, el sector inmobiliario contribuyó con un 24% a los ingresos fiscales totales en 2020 y, en términos más generales, contribuyó con un 44,0% a los ingresos totales del gobierno (Nieves, 2021). Coinciden muchos expertos que ante un sector de tal magnitud China va a optar por ser más selectiva con las acciones que tome. Precisamente, el hecho de conocer el estado real de las empresas mucho mejor que el Gobierno de Estados Unidos en la crisis de 2008 le permite seleccionar aquellas empresas que realmente pueden ser salvadas y aportan a la economía.

De hecho, el Gobierno chino y el PBOC han abogado por inyecciones de liquidez y ayudas fiscales a aquellas empresas más perjudicadas, para bloquear los posibles canales de contagio financieros (García Arenas, 2021). En lo relativo al sector inmobiliario el Gobierno chino ha prometido apoyo a las inmobiliarias, siendo muestra de ello el hecho de que Evergrande había reanudado las tareas de construcción en un 92,9 % de sus promociones a finales de 2021.

Por otro lado, también se está optando por reducir la dependencia que el PIB chino tiene sobre el sector inmobiliario.

En suma, nadie puede predecir las consecuencias que puede tener la desaceleración económica que está experimentando China, pero parece poco probable que nos enfrentemos a un escenario de efecto dominó de defaults, tal y como pasó en la crisis financiera de 2008. Precisamente, las características del Gobierno chino y su capacidad para intervenir en la economía indican la posibilidad de que el Gobierno pueda controlar la crisis. Además, su voluntad de aislar lo máximo posible a pequeños inversores en procesos de default, a la vez que tratan de aislar y minimizar los efectos de la ralentización del sector inmobiliario hacen esperar que no nos encontremos antes una situación de dimensiones catastróficas.

A corto plazo sí que parece vital recuperar la confianza de los inversores, pues dado el escenario de deuda de las promotoras y las condiciones demográficas de China parece vital su apoyo. Para ello, China debe llevar a cabo una serie de medidas que garanticen una política monetaria y fiscal que permitan la reestructuración de empresas, garanticen el acceso a crédito por parte de los pequeños inversores y frenen los riesgos con las ventas anticipadas de vivienda (Pinheiro de Matos, 2022).

Un estudio realizado por Canakci (2021) concluye que hay un impacto negativo de la inflación y el tipo de interés en la deuda de los hogares. Además, China se encuentra en una situación donde la deuda de los hogares aumenta más rápido que los ingresos disponibles mientras que el gasto de los hogares disminuye. Por ello, Canakci aboga por unas políticas monetarias y fiscales con el fin de:

- 1) Reducir la inflación para que la deuda no sea una carga para los ciudadanos y incremente el consumo.
- 2) Reducir la tasa de interés para ayudar a las empresas y ciudadanos a pagar sus deudas y volver a los niveles de actividad prepandémicos.

6. Conclusiones

Tras el análisis realizado a lo largo del trabajo ya se puede responder a las preguntas que se formulaban al inicio.

En primer lugar, se concluye que en efecto nos encontramos ante una burbuja inmobiliaria. Ello se puede deducir por:

- La inversión llevada a cabo en China, para aguantar el ritmo de crecimiento económico, y que ha provocado una deuda que representa el 300% del PIB chino. Sin embargo, esta inversión no ha sido eficiente, lo que ha provocado una ralentización del crecimiento del PIB chino provocando que algunos autores asemejen este escenario al vivido en Japón en la década de los 80 y los 90. El 80% del impacto causado en el PIB chino por causa del sector inmobiliario vino debido a la inversión. Destacaba para mal como ejemplo el número de casas vacías en China (un 22,4%) en comparación con el resto del mundo.
- La influencia que tiene el sector inmobiliario en el PIB chino, pues aproximadamente un 30% del PIB chino proviene de este sector, además de que emplean a un 20% de la mano de obra urbana.
- El hecho de que un 60% de los préstamos bancarios estén respaldado por propiedades como garantía, lo que lleva a explicar que la gente se endeuda y ofrece como garantía un bien del cual se espera que suba de valor, tal y como predijo Minsky en su hipótesis de la inestabilidad financiera.
- Que 4 de las 10 ciudades más caras del mundo se encuentren en China, sin tener en cuenta Hong Kong o Singapur, lo que se asemeja a lo vivido en Japón o Estados Unidos, donde el precio de las viviendas subió a causa de la especulación. Precisamente, se confirma que ha habido una alta especulación cuando veíamos antes como cerca del 90% de los compradores de viviendas ya tenían otra en propiedad.

Todos estos datos nos indican que nos encontramos ante una burbuja inmobiliaria de dimensiones dantescas. Respecto de los ciclos económicos parece que nos encontramos en la etapa de la crisis próximos a la depresión, ya que ha habido una expansión crediticia y aumento de los precios motivado por la especulación de que estos van a seguir subiendo en el futuro. Así pues, nos encontramos ante muchas empresas que no pueden pagar sus deudas y se están replanteando sus proyectos. Precisamente, algunas liquidan estos

proyectos, que en muchas ocasiones no se debieron llevar a cabo, originando suspensiones de pagos o incluso quiebras.

En segundo lugar, correspondía responder a la pregunta de si Evergrande podía ser el desencadenante de la próxima crisis mundial. En este caso se concluye que, si bien nos encontramos ante un escenario que podría recordar a lo vivido con Lehman Brothers, no se espera que estemos próximos a la próxima crisis mundial. Esto es por varias razones:

- La deuda de Lehman Brothers era el doble que la de Evergrande.
- El hecho de que gran parte de los préstamos sean otorgados por bancos estatales chino permite que el Gobierno chino tenga una idea de la verdadera situación en la que se encuentra la economía china. Esto permite que puedan tomar acciones para rescatar empresas que sí sean necesarias para el crecimiento de la economía china, y dejar caer otras que quizás no tanto.
- El aislamiento internacional. Precisamente, cuando hablamos del mercado inmobiliario chino hablamos de promotoras que, en su mayoría, tienen proyectos que se desarrollan en China. Por tanto, hay cierto aislamiento internacional, lo que no provocaría una reacción en cadena como la vista con Lehman Brothers.
- La naturaleza del modelo chino. Precisamente, si hablamos de la política china es para referirnos a un sistema político intervencionista. Por tanto, el Gobierno chino puede tomar las decisiones que estime convenientes, sin que ello suponga un verdadero problema, siempre y cuando no tome decisiones drásticas.

En tercer y último lugar, correspondía responder a la pregunta de cuales eran las posibles acciones que podía llevar a cabo el Gobierno chino. En este caso cabe destacar que nos hemos encontrado con una situación especialmente delicada desde la implementación de la política de las tres líneas rojas, que indica la situación de apalancamiento de las promotoras inmobiliarias chinas. Además, en el plano internacional, se ha podido ver la relevancia que tiene el sector inmobiliario en el resto de sectores, y si se habla de países, el impacto que tiene en América Latina.

Si se recuerda la situación vivida en Estados Unidos, la subida de tipos de interés supuso una contracción de la economía que sacudió el mundo entero. Es por ello que China ha decidido por recuperar la confianza de los inversores, inyectar liquidez y ayudar a las empresas más perjudicadas. Por otro lado, visto el impacto negativo de la inflación en los

hogares parece claro que tiene que llevar a cabo medidas que reduzcan la misma para así lograr una reactivación de la economía china y del consumo.

7. Bibliografía

Agencia Efe. (2018). *Contener el precio de la vivienda, un reto constante para el Gobierno chino.* www.efe.com.

<https://www.efe.com/efe/america/economia/contener-el-precio-de-la-vivienda-un-reto-constante-para-gobierno-chino/20000011-3820653#:~:text=Seg%C3%BAAn%20datos%20de%20Numbeo%2C%20una,%2075%20%25%20inferior%20al%20neoyorquino.>

BBC News Canal. (2021). *Qué ha llevado a que el 90% de los chinos sean propietarios de sus casas.* El Tiempo. <https://www.eltiempo.com/mundo/asia/por-que-el-90-de-los-ciudadanos-chinos-sean-propietarios-de-sus-casas-622206>

Canakci, M. (2021). *The Impact of Monetary Policy on Household Debt in China.* *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(4), 653-663.

Chen, D. (2020). *The Analysis of Japan and America Real Estate Bubble Formation and Burst Process and Its Enlightenment to China.* In 2020 2nd International Conference on Economic Management and Cultural Industry (ICEMCI 2020) (pp. 528-532). Atlantis Press.

Cheng, X. (2021). *China's Evergrande Crisis Could Lead to a Massive Domino Effect in Real Estate.* Vision Times. <https://www.visiontimes.com/2021/10/05/the-evergrande-crisis-will-create-a-domino-effect-in-chinas-real-estate-industry.html>

COVID-19 and China's Household Debt Dilemma. (2020). Rhodium Group. <https://rhg.com/research/china-household-debt/>

Desk, S. (2020). *China y las reformas de las empresas estatales: impacto en el mercado.* China Briefing News. <https://www.china-briefing.com/news/china-y-las-reformas-de-las-empresas-estatales-que-significa-la-ultima-ronda-de-reformas-para-el-mercado/>

Ding, Y. (2017). *La tasa de cobertura de educación obligatoria en China supera el nivel medio de los países de altos ingresos.* Diario del Pueblo. <http://spanish.peopledaily.com.cn/n3/2017/0726/c31621->

9246765.html#:~:text=La%20tasa%20de%20escolarizaci%C3%B3n%20enc
entros,de%20secundaria%20b%C3%A1sica%20del%20104%25.

Feng, R. (2022). *Chinese Property Developers' Broken Promises Erode Investor Confidence*. WSJ. <https://www.wsj.com/articles/chinese-property-developers-broken-promises-erode-investor-confidence-11646305569#:~:text=Since%20the%20beginning%20of%202021%2C%20Chinese%20developers%20have%20defaulted%20on,years%2C%20according%20to%20Fitch%20Ratings>

Fernandez, A. (2021). *¿Qué ha pasado con Evergrande?* La Vanguardia. <https://www.lavanguardia.com/vida/junior-report/20210927/7741667/evergrande-inmobiliaria-burbuja-mercados.html>

G., R. D. (2018). *Sociedad de Tasación avisa de que el precio de la vivienda ya está en equilibrio*. Cinco Días. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/07/12/midinero/1531417931_652601.html

Gao Y. (2021). Wang He: Has the turning point of China's real estate come? | Real estate bubble | Evergrande defaults | Real estate companies are struggling to survive. *Breaking Latest News*. <https://www.breakinglatest.news/business/wang-he-has-the-turning-point-of-chinas-real-estate-come-real-estate-bubble-evergrande-defaults-real-estate-companies-are-struggling-to-survive/>

García Arenas, J. (2021). *Las recetas de China ante su año más difícil: margen y políticas económicas*. CaixaBank Research. <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/sector-publico/recetas-china-ante-su-ano-mas-dificil-margen-y-politicas>

Hale, T., Lockett, H., & Lin, A. (2021). *Half of China's top developers crossed Beijing's 'red lines'*. Financial Times. <https://www.ft.com/content/d5803d64-5cc5-46f0-bed0-1bc207440f9c>

- Hayek, F. (2011). *Tres aclaraciones sobre el efecto Ricardo*. REVISTA PROCESOS DE MERCADO, 367-382.
- Herczegh, V. (2022). *Real Estate Is China's Biggest Economic Vulnerability*. Geopolitical Futures. <https://geopoliticalfutures.com/real-estate-is-chinas-biggest-economic-vulnerability/>
- Hernández, A. (2020). *Las «décadas perdidas» de Japón: entre el mito y la realidad*. CaixaBank Research. <https://www.caixabankresearch.com/es/decadas-perdidas-japon-entre-mito-y-realidad>
- Hui, S., Cheng, A. & Kam, T. (2022). *China Developers' Debt Exchanges to Rise on Weak Sales, Lack of Funding Access*. Fitch Ratings. <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/china-developers-debt-exchanges-to-rise-on-weak-sales-lack-of-funding-access-08-03-2022>
- Iza, J. B., & Tellaeche, J. A. R. (2021). *Trade, FDI and Economic Growth in China: 1982-2017*. Portes: Revista Mexicana de Estudios Sobre la Cuenca del Pacífico, 15(29).
- Klein, M. C. (2018). *China's household debt problem*. Financial Times. <https://www.ft.com/content/da975440-1d45-35d7-8118-bf4340949d20>
- La FED anuncia una inyección masiva de dinero para «estimular» el empleo*. (2012). Libre Mercado. <https://www.libremercado.com/2012-09-13/la-fed-lanza-la-tercera-ronda-de-inyeccion-monetaria-en-eeuu-1276468461/>
- Lacalle, D. (2020). La Reserva Federal entró en pánico y su reducción de los tipos de interés está empeorando la economía. *Mises Institute*. <https://www.dlacalle.com/la-reserva-federal-entro-en-panico-y-su-reduccion-de-los-tipos-de-interes-esta-empeorando-la-economia/>
- Ma, G. (2019). *China's high and rising corporate debt*. Merics. <https://merics.org/en/report/chinas-high-and-rising-corporate-debt>
- Martín, A. (2018). *La importancia del capital*. Value School. <https://valueschool.es/importancia-capital/>

MSCI China Index (2022). *MSCI CHINA INDEX (USD)*. MSCI.

<https://www.msci.com/documents/10199/aa99c3a4-d48b-44ac-8caa-49522caa9021>

Naciones Unidas (2021). *Investment Trends Monitor January 2021*. United Nations | UNCTAD. https://unctad.org/system/files/official-document/diaeiainf2021d1_en.pdf

Navarro, J. J. (2021). *La burbuja japonesa de los años 80: locura financiera, Yakuza y poder*. El Blog Salmón. <https://www.elblogsalmon.com/historia-de-la-economia/burbuja-japonesa-anos-80-locura-financiera-yakuza-poder>

Nieves, V. (2021). *La historia de la burbuja que nunca explota: el secreto del fuerte crecimiento de China en los últimos años*. elEconomista.es. <https://www.economista.es/economia/noticias/11095456/03/21/La-historia-de-la-burbuja-que-nunca-explota-el-secreto-del-fuerte-crecimiento-de-China-en-los-ultimos-anos.html>

Nieves, V. (2021, 20 septiembre). *¿Se acerca China a su momento Lehman? La crisis de Evergrande es una amenaza cada vez mayor*. elEconomista.es. <https://www.economista.es/economia/noticias/11398083/09/21/Se-acerca-China-a-su-momento-Lehman-La-crisis-de-Evergrande-es-una-amenaza-cada-vez-mayor.html>

Nieves, V. (2021b). *La historia de la burbuja que nunca explota: el secreto del fuerte crecimiento de China en los últimos años*. elEconomista.es. <https://www.economista.es/economia/noticias/11095456/03/21/La-historia-de-la-burbuja-que-nunca-explota-el-secreto-del-fuerte-crecimiento-de-China-en-los-ultimos-anos.html>

Nieves, V., & Barriocanal, J. (2021). *Cinco gráficos para entender la implosión inmobiliaria en China con Evergrande como protagonista*. elEconomista.es. <https://www.economista.es/vivienda/noticias/11452741/10/21/Cincos-graficos->

para-entender-la-implosion-inmobiliaria-en-China-con-Evergrande-como-protagonista.html

Orlik, T., & Dollar, D. (2022). *Will China's debt bubble ever pop?* Brookings. <https://www.brookings.edu/podcast-episode/will-chinas-debt-bubble-ever-pop/>

Peralta, L. A. (2021). *Evergrande, la inmobiliaria más endeudada del mundo pone nerviosos a los inversores*. Cinco Días.

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/09/18/companias/1631984620_922199.html

Pike, J. (2021). *China's Bubble Economy*. Global Security.

<https://www.globalsecurity.org/military/world/china/economy-bubble.htm>

Pinheiro De Matos, L. (2022). *El sector inmobiliario chino (parte II): ¿aterrizaje de emergencia o vuelo a baja altitud?* CaixaBank Research.

<https://www.caixabankresearch.com/es/analisis-sectorial/inmobiliario/sector-inmobiliario-chino-parte-ii-aterrizaje-emergencia-o-vuelo>

Pinheiro De Matos, L. (2022). *El sector inmobiliario chino: no da igual 8 que 80*.

CaixaBank Research. <https://www.caixabankresearch.com/es/analisis-sectorial/inmobiliario/sector-inmobiliario-chino-no-da-8-80>

Ravier, A. (2019). *La burbuja inmobiliaria americana*. Ensayos de Política Económica, 1(5), 74-95.

Rosales, R. S. (2010). *La crisis financiera del Japón de los años 90: algunas lecciones de la década perdida, 1992-2003*. Análisis Económico, 25(60), 201-239.

Sánchez-Cascado, M. (2022). *China activa 165.000 millones para salvar su mercado inmobiliario*. La Razón.

<https://www.larazon.es/economia/20220111/v7a4vfx6nf63ns6aatkloxlh4.html#:~:text=PIB%20a%20la%20baja&text=El%20precio%20de%20sus%20acciones,al%20ralentizar%20la%20actividad%20econ%C3%B3mica>

- Sandhu, M. (2021). *The real meaning of China's Evergrande problem*. Financial Times.
<https://www.ft.com/content/6b6a888b-897c-4d71-99f8-d14a97271022>
- Santander | Trade Markets (2022). *Chinese foreign trade in figures - Santandertrade.com*. Santander. <https://santandertrade.com/en/portal/analyse-markets/china/foreign-trade-in-figures>
- Sebastián, C. (2004). *El «milagro» chino*. Cinco Días.
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2004/12/04/economia/1102276548_850215.html
- Sedeño Fuente, R. (2015). *Hipótesis de la inestabilidad Financera y su modelización*. The Economist. (2014). *Fixing China Inc*.
<https://www.economist.com/china/2014/08/30/fixing-china-inc>
- UBS Editorial team. (2022). *china-three-red-lines*. UBS | Asset Management.
<https://www.ubs.com/global/en/assetmanagement/insights/thematic-viewpoints/apac-and-emerging/articles/china-three-red-lines.html>
- Utrera, L. F. (2018). *Tiempo de conceptos: ¿Qué son las hipotecas subprime?* IEB.
<https://www.ieb.es/tiempo-de-conceptos-que-son-las-hipotecas-subprime/>
- van der Kamp, J. (2018). *My prediction: the coming collapse of China's Ponzi scheme economy*. South China Morning Post.
<https://www.scmp.com/news/article/2108442/my-prediction-coming-collapse-chinas-ponzi-scheme-economy>
- Wolf, M. (2021). *The economic threats from China's real estate bubble*. Financial Times.
<https://www.ft.com/content/1abd9d4b-8d94-4797-bdd7-bee0f960746a>
- Zhang, M., & Maguire, G. (2022). *Analysis: China's metals traders offload stockpiles as bleak demand outlook bites*. Reuters.
<https://www.reuters.com/markets/commodities/chinas-metals-traders-offload-stockpiles-bleak-demand-outlook-bites-2022-06-01/>

Zhang, S., Shen, K. & Cheng, A. (2022). *State-Owned Chinese Developers Continue to Dominate Sector's Onshore Issuance*. Fitch Ratings.

<https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/state-owned-chinese-developers-continue-to-dominate-sectors-onshore-issuance-26-04-2022>