

La transformación económica requiere la optimización del desarrollo financiero, no la maximización del desarrollo financiero. Para equilibrar la relación entre las finanzas y la economía real, una idea importante es aliviar las externalidades negativas de las finanzas, internalizarlas y dejar que los participantes en el mercado asuman los costos de los riesgos correspondientes, mejorando así la calidad del desarrollo financiero.

En las décadas de los años 80 y 90 del siglo pasado, a fin de lograr el objetivo de desarrollo de la convergencia económica, el sistema financiero de China ejerció un control estricto del acceso, los tipos de interés, los tipos de cambio y los flujos de capital, dirigiendo los limitados recursos financieros a los sectores prioritarios de desarrollo y apoyando un rápido crecimiento económico a costa de la «contención financiera».

Por el contrario, en la última década, las finanzas de China se han desarrollado a un ritmo mucho más rápido que el crecimiento económico, lo que ha creado un fenómeno de «expansión financiera» estructural poco frecuente en la historia económica de las grandes potencias.

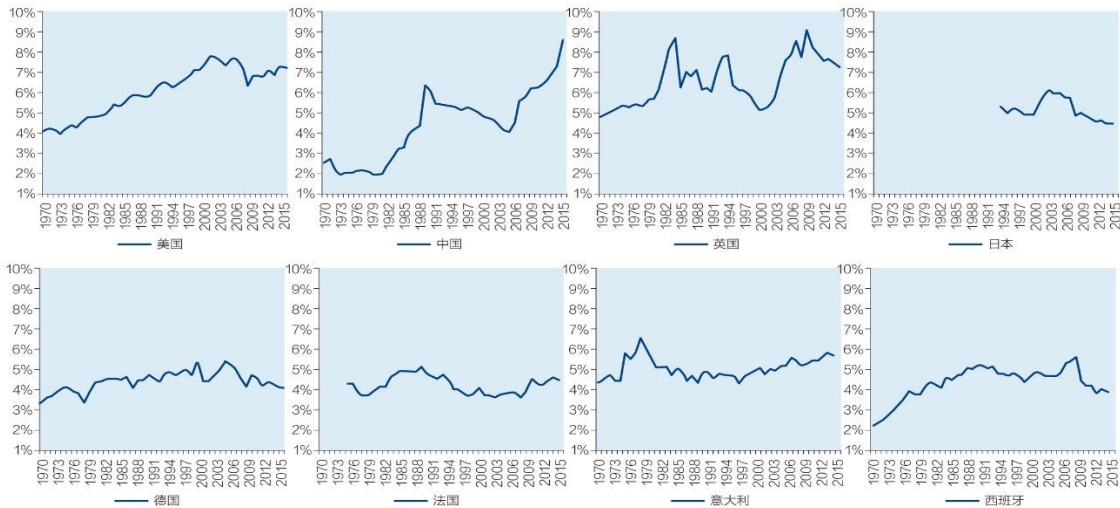
I. De la contención financiera a la expansión financiera

En 2017, el valor añadido del sector financiero de China fue de 6,57 billones de RMB, el segundo subsector en el sector de los servicios después de la venta mayorista y minorista, y superior al valor conjunto de los tres subsectores de la tecnología de la información, el arrendamiento financiero, los servicios empresariales y el alojamiento y la restauración. En términos de datos mundiales comparables, el valor añadido del sector financiero de China en 2015 era de 929,2 millardos de dólares (dólares actuales), y ya ocupa el segundo lugar en el mundo, con el 71,9% del tamaño del sector financiero de los Estados Unidos (1,29 billones de dólares), alcanzando el nivel de desarrollo de los Estados Unidos en el año 2005. Según nuestra investigación, el valor añadido del sector financiero de China es de casi 200 millardos de dólares, más que el tamaño total del sector financiero en Japón, el Reino Unido y Alemania, que están clasificados entre el 3º y el 8º lugar. Si el sector financiero de China se considerara como una economía para competir en la carrera global del PIB, ocuparía el puesto 16.

Por su peso específico en la economía nacional el sector financiero de China ocupa el primer lugar entre las principales potencias. El año 2015, el valor añadido del sector financiero de China como porcentaje del PIB alcanzó un máximo histórico del 8,5%, superior al de los Estados Unidos (7,2%), el Reino Unido (7,3%) y aproximadamente el doble del de Japón, Alemania, Francia, Italia y España (Figura 1). El año 2017, la participación del sector financiero de China en la economía cayó al 7,9%, pero en la historia del desarrollo financiero de las grandes potencias, el peso específico actual del sector financiero de China sigue siendo el segundo después del pico alcanzado por el Reino Unido antes y después de la crisis de 2009. Desde el punto de vista de la estructura financiera, en 2016 China contaba con 12 bancos entre los 50 primeros del mundo, cuyas

ganancias representaron el 42,9% de las ganancias totales de los 50 primeros bancos mundiales; a finales del año 2016 el mercado de valores de China era de 7,6 billones de dólares de capitalización bursátil y ocupaba el segundo lugar en el mundo, en comparación con el tercero del Japón y el cuarto

图 1: 主要经济体金融业占 GDP 比重的变化: 1970 年-2015 年



资料来源: EU KLEMS, Wind 以及作者计算 制图: 于宗文

El valor total de Francia es aún más elevado.

Aunque el rápido aumento de la participación del sector financiero en la economía china en la última década ha sido notable, no es único. La figura 1 ilustra los cambios del valor añadido financiero como porcentaje del PIB en las principales potencias financieras desde 1970. Desde el período posterior a la Segunda Guerra Mundial hasta principios de la década de 1970, los sistemas financieros de las economías desarrolladas también estuvieron sometidos durante mucho tiempo a la «contención financiera» por los controles de los tipos de interés, de los tipos de cambio, de los flujos de capital y otros, y la participación del sector financiero se situó en su mayor parte en el rango del 4%. El colapso del sistema de Bretton Woods en 1973 marcó el comienzo de una nueva ronda de profundización financiera mundial, pero a un ritmo muy diferente en las principales economías.

La proporción del sector financiero de los EE.UU. aumentó de manera constante del 4,1 por ciento en 1970 al 7,3 por ciento en 2007, y no disminuyó significativamente hasta después de la crisis de las subprime. La proporción del sector financiero del Reino Unido ha sido mucho más fluctuante, alcanzando máximos del 8,7%, 7,8% y 9,1% en 1984, 1994 y 2009, respectivamente, pero desde entonces ha experimentado un fuerte descenso. En términos relativos, el cambio en la proporción del sector financiero en Alemania, Francia, Japón, Italia y España ha sido mucho más moderado, y Alemania y Francia en particular se han mantenido esencialmente estables en el rango del 4% al 5%.

9 grandes expansiones financieras en las principales economías. La «expansión financiera» es el desarrollo rápido del sector financiero que se aleja de los fundamentos del crecimiento económico. Se da una definición cuantitativa del fenómeno de la

expansión financiera: cuando el peso específico del sector financiero de un país en la economía aumenta en 1,5 puntos porcentuales en un plazo de 10 años (o menos), se experimenta una «expansión financiera». Basándonos en esta definición, encontramos que las principales potencias financieras han experimentado nueve expansiones financieras en los últimos 45 años. Entre ellas, el Reino Unido y China la experimentaron tres veces cada uno y los Estados Unidos, Italia y España una vez cada uno. De las nueve expansiones financieras 6 fueron seguidas de importantes disminuciones de la proporción del sector financiero, con la excepción de España en el periodo de 1970-1980 y China en el de los años 2001-2011. Vale la pena señalar que la proporción del sector financiero de China ha caído durante dos años seguidos después de alcanzar su máximo histórico en 2015.

Para los sistemas financieros de los Estados Unidos y el Reino Unido, que sirven a los mercados mundiales, existe cierta justificación para que el sector financiero tenga una tasa de crecimiento más rápida que la de sus economías nacionales. Si bien el sistema financiero de China en la actualidad sirve principalmente al sector interno, el sector financiero ha superado a los de Estados Unidos y Gran Bretaña en la última década. Inevitablemente nos surgen las siguientes preguntas: ¿Cuanto mayor sea la proporción del sector financiero, mejor? ¿Por qué la proporción del sector financiero de China va contra la tendencia durante la desaceleración del crecimiento económico? ¿Cómo afecta la expansión financiera a la transformación económica de China? ¿Cómo equilibrar la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico?

II La externalidad negativa es la principal causa de la expansión financiera

Según la opinión tradicional, las finanzas son sólo un velo para el desarrollo económico, y «la demanda de financiación para las empresas está estrechamente asociada a él». Según este concepto del desarrollo financiero, el tamaño absoluto de las finanzas aumentará con el desarrollo económico, pero la proporción relativa de la economía no aumentará. Con el aumento de la tendencia a la liberalización financiera, un gran número de estudios teóricos y análisis empíricos han tratado de argumentar que las finanzas tienen una función insustituible que desempeñar en la promoción del crecimiento económico y la transformación económica. Por ejemplo, Laeven y otros han creado un modelo schumpeteriano que ha demostrado que la innovación financiera mejora la capacidad del sistema financiero para cribar proyectos innovadores y desempeña un papel decisivo en el desarrollo de la ciencia, la técnica y la transformación económica. El estudio empírico de Aghion y otros muestra que, incluso cuando se colocan en el mismo modelo de regresión variables importantes, como la producción inicial y la educación, el nivel de desarrollo financiero sigue siendo la fuerza motriz más fuerte del crecimiento económico.

En el marco teórico de la liberalización financiera, la historia del desarrollo financiero termina con una profundización financiera: las finanzas alcanzan una escala óptima en un punto de equilibrio en el que los beneficios sociales marginales y los costos sociales marginales son iguales y se maximiza la protección social. Si esto es realmente así, entonces ¿Cómo puede ocurrir que la «expansión financiera» se separe de los fundamentos del crecimiento económico?

No cabe duda de que una etapa avanzada de desarrollo económico debe estar apuntalada por un sector financiero más estructurado, pero en opinión de Zingales, ex presidente de la Asociación Financiera Americana, no todo el desarrollo financiero de los últimos 40 años ha sido beneficioso para la sociedad humana. Una serie de estudios realizados en los últimos años por instituciones como el FMI y la OCDE también han demostrado que existe una relación en forma de U invertida entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, y que la contribución de las finanzas al crecimiento económico se debilita o incluso se vuelve negativa cuando su participación en la economía nacional supera un determinado nivel.

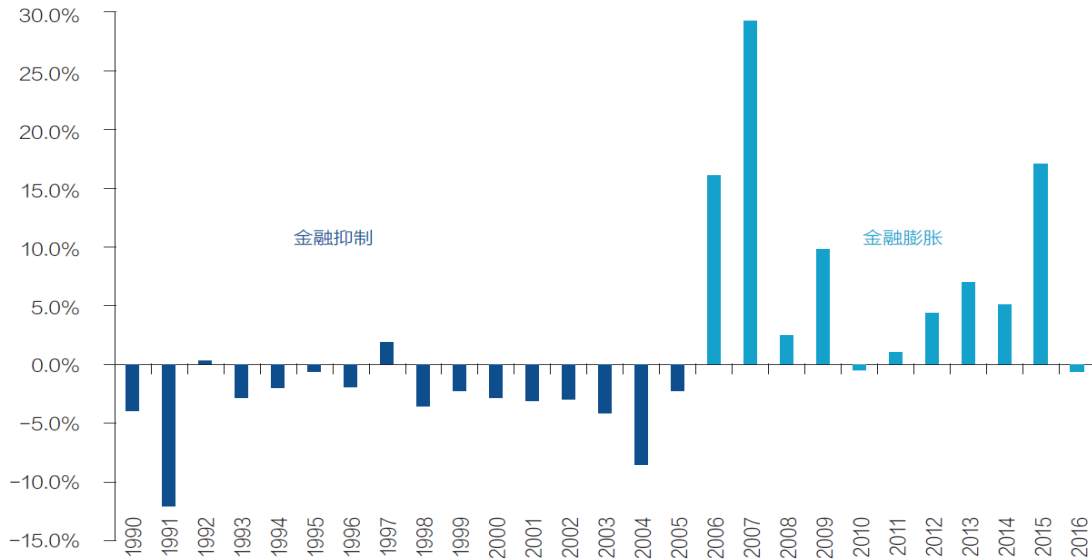
Las finanzas son una industria especial que depende de los riesgos operativos para obtener ganancias y tiene una fuerte externalidad negativa. Una gran parte del valor añadido del sector financiero es un reflejo del riesgo. El año 2009, la proporción del valor añadido financiero británico al PIB alcanzó un pico histórico, visto en retrospectiva, principalmente porque después de que el riesgo de incumplimiento y de liquidez del mercado aumentara, los bancos elevaron las tasas de interés del crédito para hacer frente al aumento de las pérdidas esperadas. El riesgo de una actividad financiera no sólo está presente en ambos lados de una transacción, sino que también se transmite al sistema financiero en su conjunto e incluso a la economía real a través de las fluctuaciones de los precios, las relaciones acreedor-deudor, las cadenas de garantía y otros canales.

De manera similar a la contaminación ambiental, si el sistema financiero está lleno de externalidades negativas, los agentes económicos tomarán decisiones sin tener en cuenta los costos que las externalidades traen a otros, exhibiendo una tendencia a la sobretransacción, haciendo que la escala de la actividad financiera real supere a la socialmente óptima. En determinadas condiciones técnicas, los proyectos de la economía real que son de la dimensión óptima desde el punto de vista financiero son limitados, y los recursos financieros que la dimensión óptima tienden a entrar en áreas especulativas de alto riesgo. Cuanto más manifiestas sean las externalidades negativas, más rápida será la expansión financiera y de duración más prolongada.

La combinación de liberalización financiera y garantías gubernamentales ha amplificado las externalidades negativas de las finanzas de China y aumentando la oferta y la demanda de financiación. Antes del año 2006, el sector financiero de China, que iba rezagado con las reformas, tenía las «externalidades positivas» de «subvencionar» la economía real, estaba crónicamente subdesarrollado y en estado de «contención financiera», con la tasa de crecimiento nominal del sector financiero muy por debajo con respecto a la tasa de crecimiento nominal de la economía (mitad izquierda de la figura 2). La liberalización financiera ha estimulado la vitalidad de los mercados financieros de China, pero las reformas basadas en el mercado no han ido a la par, especialmente porque las garantías gubernamentales se han involucrado más en las actividades financieras, dejando que los beneficios de las transacciones financieras de alto riesgo sean para el individuo y los costos del riesgo los asuma la sociedad en general. En el marco de este mecanismo de incentivos distorsionado, los sectores residencial, empresarial y financiero tienden a depender en demasía del crédito público, a asumir riesgos excesivos y a participar en la innovación financiera; después del año 2006, el

crecimiento nominal del sector financiero, impulsado por las «externalidades negativas», superó con creces la tasa de crecimiento nominal de la economía, lo que se manifestó como una «expansión financiera» evidente (mitad derecha de la figura 2).

图2: 金融业名义增加值增速与GDP名义增速之差



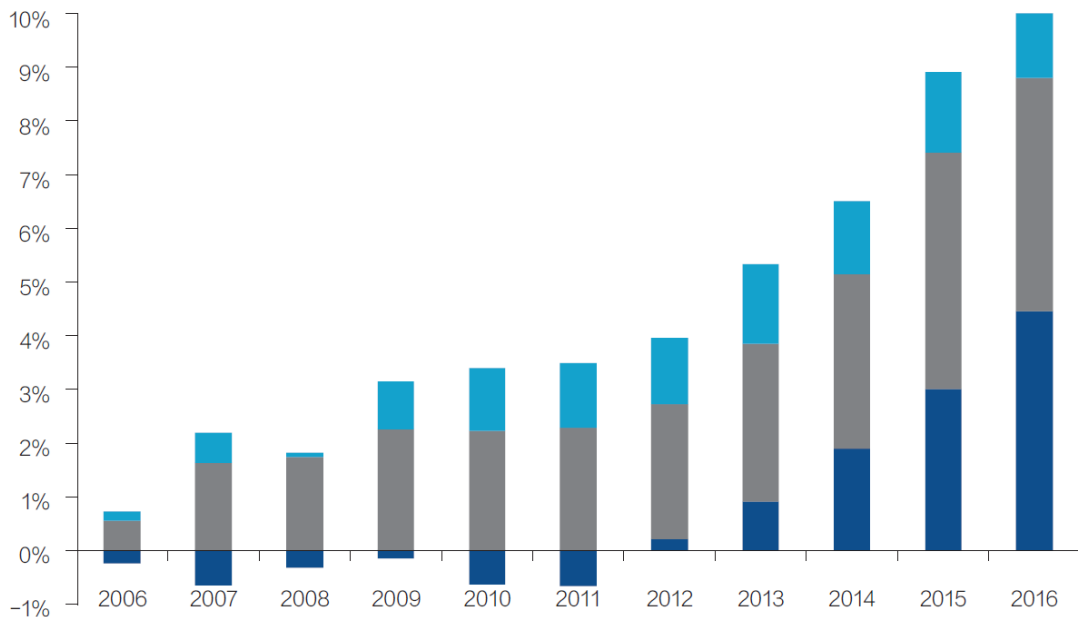
资料来源: 华通数据库以及作者计算

3. Transformación económica: No dejes que las finanzas te nublen la visión

El desarrollo financiero es un elemento importante de la transformación económica de China, pero la existencia de una expansión financiera tiende a exagerar el éxito de la transformación económica. Como todo el mundo sabe, un signo importante de la transformación económica de China es el creciente aumento de la proporción del sector de los servicios, que se elevó al 51,6% del PIB en 2017, 10,3 puntos porcentuales más que en 2005 y 11,1 puntos porcentuales más que el sector secundario. Sin embargo, después de analizar la estructura interna del crecimiento del sector servicios, encontramos que entre el año 2006 y el 2011, la proporción de los servicios en la economía, con la excepción de las finanzas y los bienes inmuebles, estrechamente relacionados, disminuyó en comparación con 2005 (Figura 3). Del año 2006 al 2016, las finanzas y los bienes inmuebles contribuyeron con 4,4 y 2,0 puntos porcentuales, respectivamente, del aumento de 10,6 puntos porcentuales en el sector de los servicios de China, y casi dos tercios del aumento se debieron a la contribución de las finanzas y los bienes inmuebles.

图3: 与2005年相比服务业子行业占GDP比重变化

■ 其他服务业 ■ 金融 ■ 房地产



资料来源: 华通数据库以及作者计算

Es inútil decir, que, como un importante subsector de la industria de servicios, el desarrollo saludable del sector financiero en sí es un elemento importante de la transformación económica de China. Sin embargo, el desarrollo del sector financiero debe estar enraizado en la economía real, y una expansión financiera que se separa de los cimientos de la economía real puede reflejar sólo burbujas financieras, lo que obstaculizará la asignación de recursos a industrias de alta productividad y tendrá un efecto de expulsión en el capital humano del sector real, afectando así a la transformación económica.

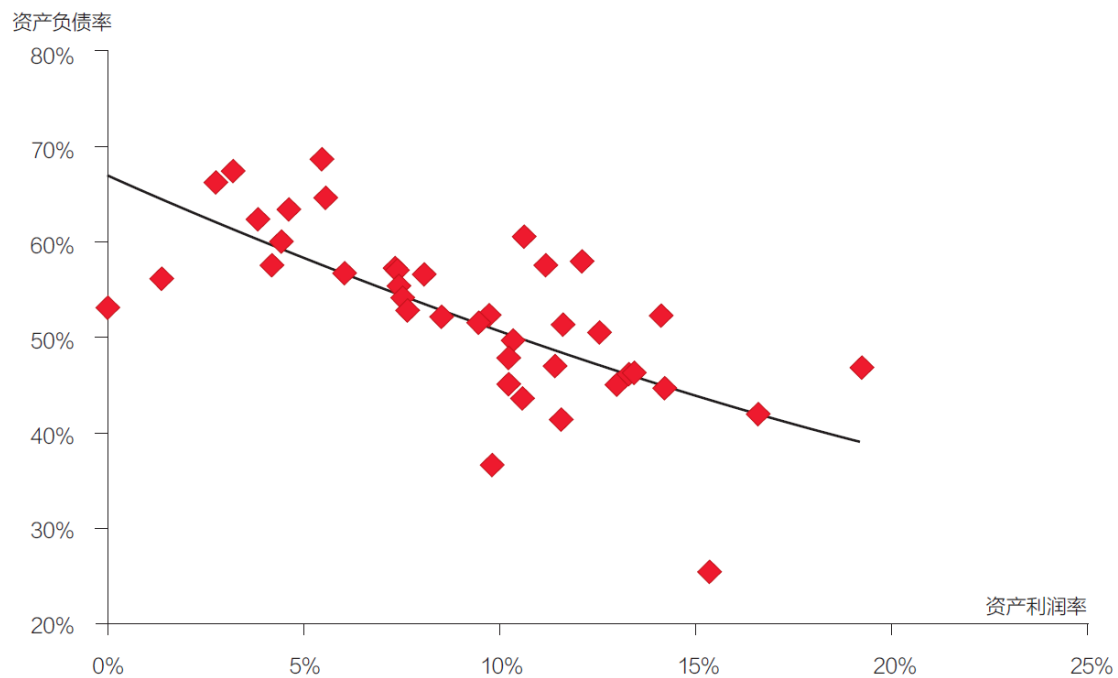
1. Desajuste

En medio de la expansión financiera, las industrias de alto rendimiento tienen dificultades para obtener financiación. En el proceso de transformación económica, se han agravado las asimetrías en la información de los mercados financieros, han aumentado los costos de selección de proyectos y las finanzas le han dado más importancia a las garantías que al propio proyecto. En consecuencia, es más probable que las empresas tradicionales con activos fijos, como tierras y propiedades, o las grandes empresas con garantías gubernamentales, tengan acceso a los mercados financieros. En cambio, las PYMES innovadoras hacen más hincapié en las inversiones en capital humano y en I+D e invierten menos en activos fijos, por lo que no pueden ofrecer suficientes garantías y les es más difícil obtener financiación de los mercados financieros.

Hemos recopilado los datos de 41 subsectores de la industria china, utilizando el indicador de rentabilidad (ratio de rentabilidad sobre activos) en 2013 como eje

horizontal y el indicador de capacidad de financiación (ratio de solvencia) en 2015 como eje vertical, para examinar la relación «rentabilidad-capacidad de financiación». Como se muestra en la figura 4, la rentabilidad y la capacidad de financiación de cada industria muestra una correlación negativa importante, ya que las industrias de más alto rendimiento reciben menos financiación y se asignan más recursos financieros a las industrias de menos rendimiento con más garantías. Este desajuste ha provocado un elevado endeudamiento en las empresas tradicionales y el «hambre de financiación» en las empresas innovadoras, frenando el proceso de «destrucción creativa» en la transformación económica.

图4: 工业41个子行业: 利润越低, 负债越高



资料来源: 华通数据库以及作者计算

La expansión financiera ha exacerbado la formación de la burbuja inmobiliaria. La expansión financiera no se produce de manera uniforme en todos los sectores de la economía nacional. Dado que los bienes inmuebles son la garantía más popular en el mercado financiero, se ha creado un efecto procíclico de «crédito inmobiliario» en la expansión financiera, y el negocio de la financiación inmobiliaria ha crecido rápidamente en poco más de una década. Como se muestra en la figura 5, la proporción de préstamos en los sectores relacionados con los bienes inmuebles (préstamos hipotecarios, préstamos para el desarrollo de bienes inmuebles, préstamos para la construcción) aumentó rápidamente del 14,2% en el año 2006 al 32,1% en el 2016. De entre ellos, la proporción de préstamos hipotecarios fue la que aumentó más rápidamente, del 2,7% en el año 2006 al 20,9% en el 2016. Sin embargo, en el contexto del auge del crédito inmobiliario, la proporción de préstamos a la industria manufacturera ha disminuido en casi 9 puntos porcentuales durante la década, y en la actualidad representa sólo la mitad

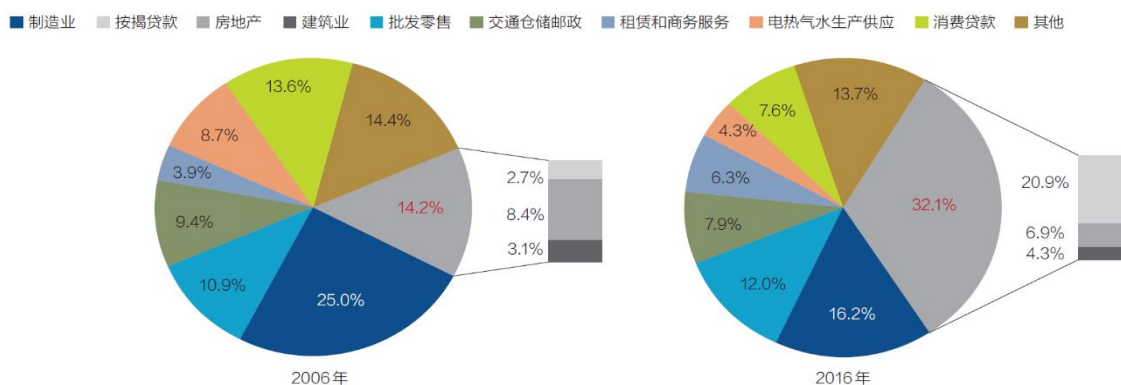
de lo que es en los sectores relacionados con el sector inmobiliario. La innovación y el progreso tecnológico en el sector manufacturero son la base de la transformación económica de China, y evidentemente la expansión financiera no favorece su desarrollo.

2. Exclusión

Si la economía de China va a pasar de un crecimiento impulsado por factores a un crecimiento impulsado por la innovación, la asignación de capital humano a sectores de alta productividad es particularmente importante. El sector financiero es uno de los sectores más intensivos en capital humano en la economía moderna. Pero, en el proceso de expansión financiera de China, el sector financiero ha absorbido demasiado capital humano, desviando a los talentos que deberían haberse dedicado a la investigación y al desarrollo científico y técnico, elevando el costo general de la mano de obra altamente calificada y creando un efecto de expulsión en el capital humano del sector real.

La relajación de los controles financieros ha aumentado la demanda de personal altamente cualificado en el sector financiero. Durante la fase de contención financiera, hay menos espacio para la innovación financiera y el sector no necesita muchas personas altamente preparadas. Como se muestra en la figura 6, en el año 2002, la proporción de personal con un alto nivel de formación (licenciatura y más) en el sector financiero de China era de sólo 4,1 puntos porcentuales más alta que en otros sectores. Con el desarrollo de la liberalización financiera y las tecnologías de la información, el espacio para la innovación financiera se amplió enormemente, la promoción del capital humano financiero se ha convertido en una tendencia mundial y la competencia por el talento financiero en una «carrera armamentística» es decir, algunas instituciones financieras invierten en exceso en personal altamente cualificado, a fin de evitar que otras instituciones dependan de la ventaja del talento para erosionar sus propios intereses. Para el año 2015, después de más de una década de liberalización financiera, la proporción de profesionales financieros chinos con título de licenciatura y superior llegó al 38,7%, ya 20,1 puntos porcentuales más que el promedio de otras industrias (figura 6).

图 5: 银行贷款的行业结构变迁: 2006年-2016年



资料来源: 银监会年报以及作者计算