

# EL PAPEL DE CHINA COMO ACREEDOR FINANCIERO INTERNACIONAL

# 2024

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

Documentos Ocasionales  
N.º 2435

Patrocinio Tello-Casas

## EL PAPEL DE CHINA COMO ACREEDOR FINANCIERO INTERNACIONAL

# EL PAPEL DE CHINA COMO ACREEDOR FINANCIERO INTERNACIONAL

Patrocinio Tello-Casas

BANCO DE ESPAÑA

El autor quisiera agradecer a Sonsoles Gallego e Ignacio Hernando sus valiosos comentarios, así como la asistencia técnica de Sarah Puchades y Brandon Aguinaga.

Documentos Ocasionales. N.º 2435

Noviembre 2024

<https://doi.org/10.53479/38299>

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2024

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

## Resumen

La deuda pública de los países de ingresos bajos y medianos se sitúa en niveles históricamente elevados, lo que ha aumentado el número de países en riesgo de crisis de deuda soberana. Este aumento ha venido acompañado de un cambio importante en la composición de los acreedores internacionales, del que destaca el nuevo papel de China como un acreedor internacional relevante y, en ocasiones, como prestamista de último recurso. En este contexto, resulta de interés conocer no solo el volumen, sino también las características de la financiación concedida por las instituciones oficiales de China a otros países y los factores que condicionan sus decisiones de inversión. Para ello, en este documento se utiliza la base de datos de AidData, la Global Chinese Development Finance Dataset, que contiene información sobre los proyectos financiados por China en países de ingresos bajos y medianos durante el período 2000-2021. El análisis de esta información apunta a una elevada concentración del total de la financiación concedida por China en un número reducido de países, localizados en todos los continentes, y que presentan, en algunos casos, un riesgo elevado de afrontar una crisis de deuda soberana. China gestiona el riesgo de impago con la inclusión de garantías en sus contratos de préstamos. Asimismo, la financiación oficial de China se dirige principalmente a proyectos en los sectores de industria, minería y construcción y, más recientemente, en el sector de los servicios financieros mediante *swaps* de su banco central. Finalmente, la proximidad geopolítica con el país receptor desempeña un papel fundamental en la elección del destino de la financiación oficial por parte de China.

**Palabras clave:** China, deuda externa, financiación oficial bilateral, Iniciativa de la Franja y de la Ruta, proximidad geopolítica.

**Códigos JEL:** F33, F34, E58.

## Abstract

Public debt in low and middle-income countries is at historically high levels and a growing number of countries are risk of sovereign debt crises is increasing. This rise has coincided with a significant change in the composition of international creditors, in particular China's new role as a significant international creditor and, sometimes, as a lender of last resort. Against this background, it is important not only to measure the volume of China's lending, but also to identify the characteristics of the financing granted by official institutions in China and their main determinants. This paper contributes to the literature by providing a comprehensive analysis of China's official lending using AidData's Global Chinese Development Finance Dataset, which contains information on projects financed by China in low and middle-income countries during the period 2000-21. This analysis indicates that the financing granted by China is highly concentrated among a small number of countries, located on all continents. Some of these countries are at high risk of experiencing a sovereign debt crisis. China manages external default risk by including guarantees in its loan contracts. China's official financing is mainly directed towards industry, mining and construction projects, and more recently the financial services sector through swaps from its central bank. Finally, geopolitical proximity to the recipient country plays a key role in China's choice of destination for official financing.

**Keywords:** China, external debt, official bilateral lending, Belt and Road Initiative, geopolitical proximity.

**JEL classification:** F33, F34, E58.

## Índice

Resumen 5

Abstract 6

1 Introducción 8

2 La financiación internacional a los países de ingresos bajos y medianos: evolución y estructura por tipo de acreedor 11

3 Rasgos estilizados: el papel de China como acreedor internacional 17

3.1 Base de datos AidData's Global Chinese Development Finance sobre la financiación oficial bilateral de China 17

3.2 A quién, cuánto y cómo financia China 19

4 La financiación de China a los países con vulnerabilidades de deuda soberana 23

4.1 Países con vulnerabilidades de deuda soberana 23

4.2 Exposición de la financiación de China a los países en riesgo de crisis soberana 25

5 Consideraciones finales 30

Anejo 1 39

## 1 Introducción

La deuda externa en los países de ingresos bajos y medianos (*Low-Middle Income Countries*, LMIC, por sus siglas en inglés) se sitúa actualmente en niveles históricamente elevados<sup>1</sup>. La pandemia asociada a la COVID-19 no hizo sino acentuar una tendencia alcista que se había iniciado con anterioridad. Ello, en un contexto de tipos de interés elevados por un período prolongado, reducidos colchones fiscales y elevada exposición a *shocks* externos –tales como la guerra en Ucrania o el reciente conflicto en Oriente Medio– y eventos climáticos ha generado temores a una crisis de deuda generalizada, como la que dio lugar a la iniciativa para el alivio de la deuda de los países pobres altamente endeudados (*Heavily Indebted Poor Countries*, HIPC, por sus siglas en inglés) en los años noventa.

Según los datos del Banco Mundial (BM) el saldo de deuda externa de los países de bajos ingresos (*Low Income Countries*, LIC, por sus siglas en inglés) se situaba en torno al 45 % del Producto Nacional Bruto (PNB) a finales de 2022, 28 puntos porcentuales (pp) por encima del valor mínimo reciente de 2010, pero aún muy por debajo del máximo de mediados de los noventa (98 % del PNB). Además, el porcentaje de ingresos que los gobiernos destinan a pagar el coste de dicha deuda se ha disparado<sup>2</sup>. De ahí que los organismos internacionales y, en particular, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el BM vengán alertando de la situación de sobreendeudamiento o elevado riesgo de sobreendeudamiento en la que se encuentran un número significativo de los LMIC y del riesgo de que un problema inicial de liquidez pueda derivar en un problema de solvencia si no se toman medidas. Concretamente, según los datos más recientes del FMI y el BM, en torno a un 50 % de los LIC se encontraba en dicha situación en diciembre de 2023<sup>3</sup>.

Con este trasfondo, resulta un reto inaplazable para la gobernanza multilateral utilizar todas las herramientas disponibles para facilitar que los países resuelvan los problemas de liquidez o de solvencia de su deuda soberana de una forma ordenada y eficiente lo más rápidamente posible. En noviembre de 2020 el G20, con el apoyo del **Club de París** (CdP)<sup>4</sup>, aprobó el **Common Framework for Debt Treatment Beyond the DSSI** (CF)<sup>5</sup>, una iniciativa para que los LIC con problemas de sostenibilidad de deuda dispongan de un marco coordinado para solventarlos. Sin embargo, a pesar del número elevado de países elegibles que se

1 El Banco Mundial publica la lista de los LMIC en su página web (<https://blogs.worldbank.org/en/opendata/new-world-bank-country-classifications-income-level-2022-2023>).

2 Según el FMI, aunque la magnitud de la carga difiere considerablemente entre países, por lo general, esta se ha multiplicado por 2,5 en la última década. Esto implica que, para un prestatario de ingreso bajo, la proporción de ingresos públicos destinados a pagar el servicio –intereses y principal– de su deuda externa ha aumentado desde cerca del 6 % en el año 2010 hasta el entorno del 10 % en 2022, y en algunas economías se ha disparado desde el 9 % al 25 % (FMI blog, 2024, <https://www.imf.org/es/Blogs/Articles/2024/01/24/how-to-ease-rising-external-debt-service-pressures-in-low-income-countries>).

3 La identificación de los LIC con deuda en situación de estrés o en riesgo severo de estrés se realiza con base en los análisis de sostenibilidad de la deuda pública (*Debt Sustainability Analysis*, DSA, por sus siglas en inglés) del BM y del FMI (<https://www.worldbank.org/en/programs/debt-toolkit/dsf>).

4 El CdP es un grupo informal de acreedores oficiales, mayoritariamente de países desarrollados, que coordinan, a través de un comité oficial de acreedores y tomando como base unos principios establecidos, el tratamiento de la deuda soberana de los países deudores con problemas de deuda que lo solicitan.

5 Martínez Resano y Gallego (2021) describen los antecedentes inmediatos a la consecución de un acuerdo en el G-20 sobre el *Common Framework*, el marco común para las reestructuraciones de la deuda de los países de bajos ingresos.

encuentran en situación de sobreendeudamiento, solo cuatro países han solicitado, hasta el momento, acogerse a este marco. La falta de predictibilidad de la duración y el resultado del proceso desincentivan su uso entre los países con problemas de deuda. El número cada vez más amplio y diverso de acreedores oficiales —también privados—, no siempre con intereses coincidentes, dificulta la coordinación y la consecución de acuerdos con prontitud.

A lo largo de las dos últimas décadas, China se ha convertido en el principal acreedor oficial bilateral de un conjunto importante de LMIC y, por tanto, en un agente clave en los procesos de tratamiento de deuda —ya sea en un marco establecido como el CF o fuera de él— en los que están inmersos algunos países (Horn, Parks, Reinhart y Trebesch, 2023a). En este contexto, resulta de máximo interés analizar el papel de China en la financiación internacional de los LMIC, y, en particular, en el caso de los países con problemas de sobreendeudamiento, así como identificar los factores que determinan que China conceda financiación a un país concreto.

Con este objetivo, en este documento se va a utilizar la base de datos elaborada por AidData<sup>6</sup>: [Global Chinese Development Finance Dataset \(GCDF\)](#). Esta base de datos contiene información detallada sobre el volumen y las principales características de la financiación oficial concedida por China a nivel de proyecto. Concretamente, hay información sobre 17.957 proyectos financiados en 146 países durante el período 2000-2021. Los principales resultados del análisis sugieren que: la financiación exterior cobró vigor con la Iniciativa de la Franja y de la Ruta ([Belts and Roads Initiative, BRI](#), por sus siglas en inglés<sup>7</sup>) para moderarse más recientemente; Asia es el principal destino de dicha financiación, que se concentra en un grupo reducido de países; la industria, la minería y la construcción reciben la mayor parte de los fondos, aunque los servicios financieros han aumentado su peso en los últimos años; la exposición de China a los países en situación de vulnerabilidad de su deuda soberana es elevada, aunque un porcentaje elevado de dicha deuda está cubierta por algún tipo de garantía, lo que contribuye a mitigar los riesgos de impago. En cuanto a los determinantes del destino geográfico de la financiación procedente de China, el análisis realizado sugiere que un deterioro de las relaciones geopolíticas del país receptor con China influiría negativa y significativamente en la financiación percibida por ese país.

El documento se organiza como sigue. En primer lugar, se describe la evolución de la deuda externa en los países de ingresos bajos y medianos en las últimas décadas, con especial énfasis en el período más cercano, y, en particular, en los cambios en la estructura de los acreedores internacionales. Para ello, se emplean las estadísticas de deuda externa del BM ([International Debt Statistics, IDS](#), en terminología inglesa). A continuación, en el epígrafe tercero, se utiliza la base de datos AidData para caracterizar la financiación oficial concedida por China, en cuanto a la región y el sector de actividad, e identificar los factores que condicionan la elección del país de destino. En el epígrafe cuarto, se presta

<sup>6</sup> *AidData* es el [Instituto de Investigación Internacional de la universidad William & Mary](#).

<sup>7</sup> La BRI, la Iniciativa de la Franja y de la Ruta, es una estrategia de desarrollo de infraestructura global y cooperación internacional impulsada por la República Popular de China lanzada en 2013.

especial atención a la exposición de la financiación de China a los países con problemas de deuda soberana, a priori, con mayor riesgo de impago. Y, por último, se presentan unas consideraciones finales.

## 2 La financiación internacional a los países de ingresos bajos y medianos: evolución y estructura por tipo de acreedor

En las dos últimas décadas, la deuda total de los países de ingresos bajos y medianos ha registrado un aumento notable. Entre los factores que explican dicho incremento se encuentran tanto factores de demanda como de oferta. Por un lado, las mayores necesidades de financiación derivadas del impacto de *shocks* externos, como la pandemia de COVID-19 o la guerra de Ucrania, que aumentaron la demanda de fondos externos por parte del mencionado grupo de países. Mientras que la búsqueda de alternativas de inversión, ante el período prolongado de bajos tipos de interés que siguió a la crisis de 2008, así como la aparición de nuevos y dinámicos inversores, como China, aumentó la oferta global de fondos disponibles para invertir en áreas geográficas con mayor rentabilidad. Ello ha propiciado que los LMIC presenten en la actualidad unos niveles de endeudamiento frente al exterior históricamente elevados<sup>8</sup>. Según la base de datos sobre deuda internacional del BM-IDS, a finales de 2022 –último año disponible–, el volumen de deuda externa de los LMIC alcanzó los nueve billones de dólares, en torno al 24 % del PNB, porcentaje 2 puntos superior al observado en el año 2010, pese a haberse duplicado el nivel de la deuda<sup>9</sup>. En conjunto, a finales de 2022, la deuda externa superaba el 55 % (35 %) del PNB en 26 (47) LMIC.

Estas cifras en el agregado esconden un comportamiento dispar según sea el nivel de ingreso de los países considerados como LMIC (gráfico 1.a). Así, por ejemplo, como ya se ha anticipado en la introducción de este documento, en los países de bajos ingresos la deuda externa representaba el 45 % del PNB en el año 2022 (28 pp por encima del mínimo alcanzado en 2010), frente al 24 % del grupo de países de ingresos medianos (tan solo 1,5 pp superior al valor de 2010) (gráfico 1.a)<sup>10</sup>. Estas agrupaciones según el nivel de ingresos, a su vez, ocultan diferencias significativas entre países, en particular, en el grupo de países de ingresos medios bajos (gráfico 1.b)<sup>11</sup>.

El mayor endeudamiento frente al exterior de los LMIC, junto con el repunte de los tipos de interés de los últimos años –y, en algunos casos, la depreciación de sus monedas–, ha propiciado que hayan aumentado significativamente los recursos internos que un país tiene que dedicar para hacer frente al pago del servicio de su deuda (gráfico 2). Según los datos del BM, en el período 2020-2022, el servicio de la deuda externa –pago de intereses y de principal– como porcentaje de las exportaciones (indicador de riesgo

8 Las iniciativas para el alivio de la deuda de los países pobres promovidas por el FMI y el BM (*Heavily Indebted Poor Countries Initiative*-HIPC y *Multilateral Debt Relief Initiative*-MDRI, en terminología inglesa) desde finales de los noventa no han impedido que la deuda externa de estos países volviera a aumentar en la última década.

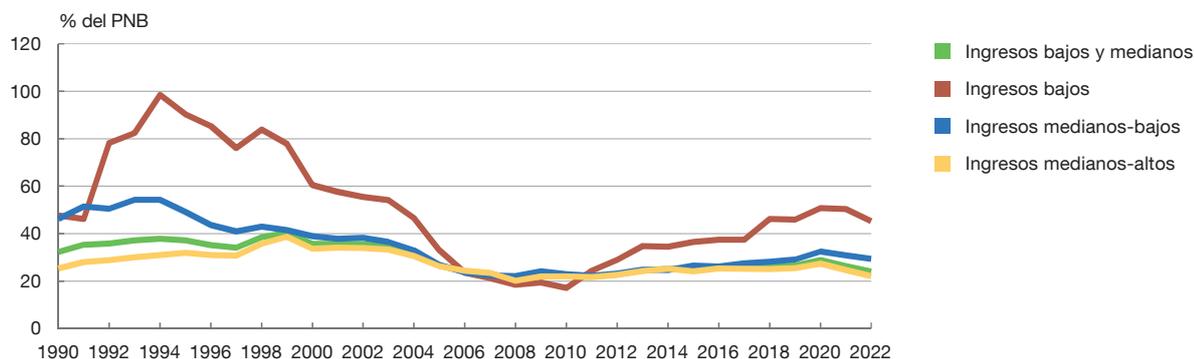
9 El porcentaje se expresa en términos de PNB, en lugar del Producto Interior Bruto (PIB), porque es como se publica en la base de datos IDS.

10 Se usa la metodología del BM para clasificar los 122 países en la base de datos IDS en cada una de las categorías por el nivel de ingresos: bajo, mediano-bajo o mediano-alto. Solo hay un país, Guyana, de ingreso elevado en IDS. (<https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519>).

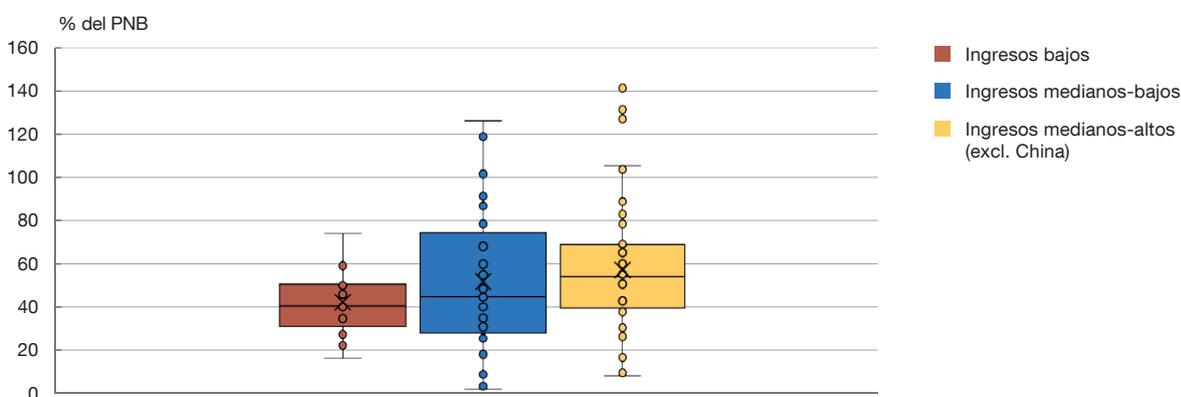
11 Mientras el gráfico 1.a representa la suma del total de la deuda de cada grupo de países sobre el total del PNB total, el gráfico 1.b presenta los estadísticos de los países individuales. Esta diferencia explica que las medias de los países de ingresos medianos-bajos y medianos-altos estén por encima del 40 % mientras que en el gráfico 1.a estén más cerca del 20 %.

## Deuda externa por grupos de países según el nivel de ingresos

## 1.a Evolución temporal



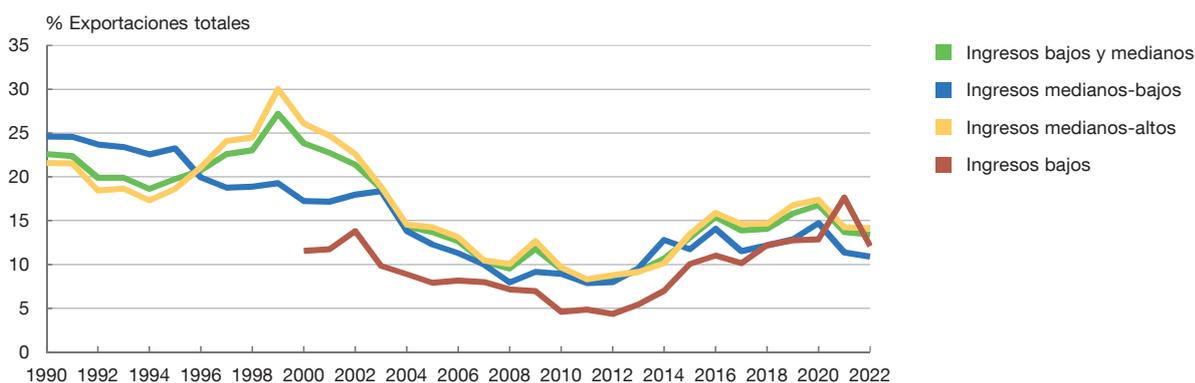
## 1.b Diferencias entre países, 2022



FUENTE: IDS Banco Mundial.

utilizado en el DSA/DSF del BM/FMI) alcanzó, de media, un 14,6 %, ratio muy superior a la registrada la década anterior (8,7 % de media en el período 2010-2013)<sup>12</sup>. Este aumento se concentra en los LIC y, en particular, en los países IDA (países que reciben financiación de la International Development Association del BM), en los que el servicio de la deuda externa representó, de media, el 16,4 % de las exportaciones en el período 2020-2022. Al final de dicho período, en 2022, esta ratio superaba el 10 % en 71 LMIC, muy por encima de los 41 países que superaban dicho límite en el año 2010. En este contexto, las moderadas tasas de crecimiento económico previstas, el limitado margen fiscal y su mayor exposición a *shocks*

<sup>12</sup> El marco para el análisis de la sostenibilidad de la deuda (DSA/DSF) clasifica a los países en tres grupos según su capacidad de endeudamiento: fuerte, mediana y deficiente. Para cada uno de estos grupos establece unos umbrales para unos parámetros de referencia: valor presente de la deuda externa (en %/PIB y en %/Exportaciones), servicio de la deuda externa (en %/Exportaciones y en %/Ingresos) y valor presente de la deuda pública total (en %/PIB). Los umbrales son más elevados para países en el grupo fuerte, países que, en general, pueden hacer frente a una mayor acumulación de deuda. Sobre la base de estos umbrales, los países se clasifican en cuatro categorías en función del riesgo de sobreendeudamiento: riesgo bajo, riesgo moderado, riesgo alto o en situación de sobreendeudamiento.



FUENTE: IDS Banco Mundial.

climáticos generan incertidumbre sobre la capacidad de pago futura del servicio de la deuda externa por parte de un número creciente de países<sup>13</sup>.

Por tipología del deudor, tanto la deuda externa del sector público, que incluye la deuda privada garantizada por el sector público (*Public and publicly guaranteed debt*, PPG por sus siglas en inglés), como la del sector privado (*Private non-guaranteed debt*, PNG en terminología inglesa) han contribuido al aumento de la deuda externa total de los LMIC. De nuevo, se observan diferencias significativas por grupos de países según su nivel de ingresos. Así, por ejemplo, en el caso de los LIC, si bien ambos sectores han contribuido al aumento de la deuda frente al exterior, el sector público continúa manteniendo una mayor dependencia de la financiación exterior, en muchos casos, de carácter multilateral u oficial bilateral. En el caso de los países de ingresos medianos altos, la deuda externa del sector privado alcanzaba cotas similares a la del sector público a finales de 2022 (gráfico 3.a). El mayor endeudamiento del sector privado, en parte, refleja, no solo la progresiva apertura al exterior de estas economías, sino también el creciente papel de la colaboración público-privada o la aparición de entidades con propósito especial (los denominados *Special Purpose Vehicles*, SPV, por sus siglas en inglés).

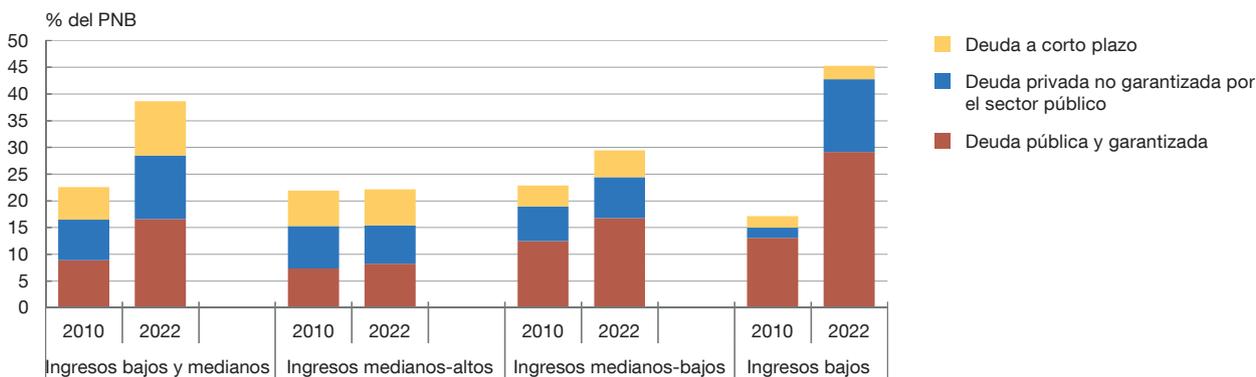
El incremento en el nivel de endeudamiento ha ido acompañado por un cambio en la composición de los acreedores. Para caracterizar la estructura de la deuda externa del sector público por tipología del acreedor, se utiliza de nuevo la base de datos IDS, que proporciona información sobre los acreedores multilaterales (FMI<sup>14</sup>, BM y otras instituciones

<sup>13</sup> Con todo, un análisis basado en indicadores de riesgo de liquidez y solvencia apunta a que la situación no es tan preocupante como la que derivó en la iniciativa para abordar el problema de vulnerabilidad de la deuda en los HIPC (Chuku et al., 2023).

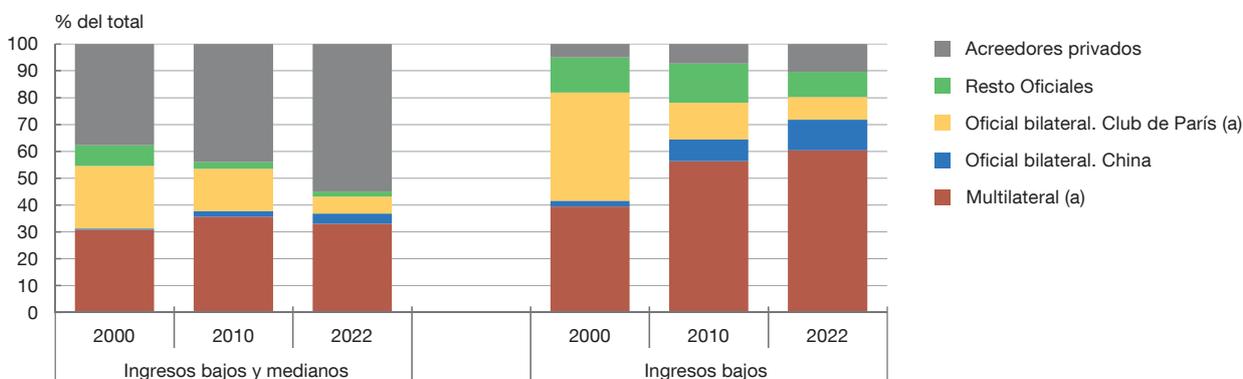
<sup>14</sup> Incluye, entre otros conceptos, las asignaciones de Derechos Especiales de Giro.

## Deuda externa. Características según el nivel de ingresos de los países

## 3.a Tipo de deuda. 2010 y 2022



## 3.b Composición por tipo de acreedor. 2000, 2010 y 2022



FUENTE: IDS Banco Mundial.

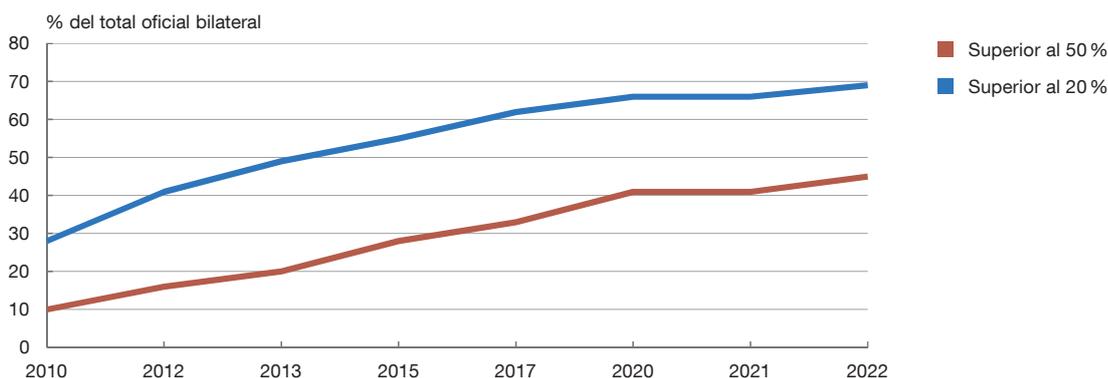
a Incluye el FMI.

multilaterales), oficial bilateral (CdP y China) y acreedores privados<sup>15</sup>. En líneas generales, se observa un aumento del peso del sector privado<sup>16</sup> y una disminución relativa de la financiación bilateral oficial<sup>17</sup> (gráfico 3.b). Dentro de este último grupo de acreedores, cabe destacar el peso creciente de acreedores bilaterales que no forman parte del CdP y, en particular, de China (aunque, no exclusivamente, también de India o Arabia Saudí), que se ha convertido en el principal acreedor oficial bilateral del conjunto de países de bajos ingresos —impulsado por la iniciativa BRI, para financiar proyectos de infraestructura en el exterior—.

<sup>15</sup> Los préstamos a entidades del sector privado sin garantía pública o a través de vehículos con fines especiales se incluyen en la PNG. Estos datos se reportan al BM de forma agregada, por lo que la tipología de los acreedores no puede identificarse.

<sup>16</sup> También se observa una mayor variedad de acreedores privados. Frente a una situación común en el pasado, en la que un sindicato de un grupo reducido de bancos privados concedía un préstamo a un país soberano, en la actualidad detrás del préstamo se encuentran los tenedores privados de bonos o, por ejemplo, de préstamos colateralizados.

<sup>17</sup> Si en 1996, el 90 % de la deuda externa del sector público (incluidas las empresas estatales) de los países acogidos a la iniciativa HIPC era frente a acreedores oficiales, hoy en día se sitúa en torno al 75 % (Chuku et al., 2023).



FUENTE: IDS Banco Mundial.

Según el BM, a final de 2022, en torno al 32,1 % de la deuda oficial bilateral (8,6 % de la oficial total, que incluye la financiación multilateral) de los LMIC fue concedida por China, ratio que se eleva al 39 % para el grupo de países de bajos ingresos (12,8 % de la oficial total). Estas cifras son muy superiores a las observadas a comienzos del presente siglo, 1,4 % y 3,9 % de la deuda oficial bilateral total, en el caso de los LMIC y LIC, respectivamente. El rápido aumento de la financiación oficial bilateral de China refleja no solo el aumento del margen intensivo, sino también el extensivo (número de países) (gráfico 4). Por último, aunque el peso de la financiación multilateral, en perspectiva histórica, se ha mantenido relativamente estable en el conjunto de los LMIC, en los últimos años ha repuntado en particular en los países de bajos ingresos<sup>18</sup>.

La composición de la deuda externa de un país por tipo de acreedor condiciona la forma en que se producen las reestructuraciones de deuda. Un elevado peso de la deuda *senior* (del FMI o los bancos multilaterales) en relación a la que se encuentra en manos del resto de los acreedores puede exigir quitas más profundas, o aplazamientos más prolongados del pago del servicio de la deuda. En ese mismo sentido, China, como acreedor oficial principal en muchos países emergentes y de bajos ingresos, juega un papel decisivo en el funcionamiento de los mecanismos coordinados de resolución de deuda como el Marco Común del G20 (el CF). Hasta la fecha, pocos países se han acogido al CF (Chad, Etiopía, Zambia y Ghana). Sin embargo, en un contexto como el actual, en el que más del 50 % de los LIC están sobreendeudados o expuestos a un alto riesgo de sobreendeudamiento según el análisis DSA del FMI/BM (casi el doble que hace diez años), y de elevadas tensiones geopolíticas entre los dos grandes bloques (Estados Unidos

<sup>18</sup> En un contexto de incertidumbre sobre las perspectivas económicas a escala global, con un crecimiento económico moderado, reducidos colchones fiscales, elevados costes de financiación en los mercados de capitales internacionales y una elevada exposición a *shocks* externos (geopolíticos, incrementos precios alimentos o energéticos, *shocks* climáticos), los LIC y, en particular, los países IDA han descansado en mayor medida en los últimos años en la financiación procedente de los acreedores multilaterales, como prestamistas de último recurso.

y China), resulta interesante preguntarse cuál es el grado de dependencia de estos países de la financiación procedente de China y el papel que China podría desempeñar en futuros procesos de reestructuración. Este ejercicio requiere no solo saber el volumen de fondos procedentes de China, sino también sus principales características. Para ello, en el epígrafe siguiente, se explora la información contenida en la base de datos construida por AidData, la GCDF. Esta base de datos ofrece información detallada sobre la financiación internacional concedida por las instituciones oficiales de China, que es más precisa que la contenida en las estadísticas oficiales, en las que la cifra estimada, como comentaremos a continuación, podría estar sesgada a la baja<sup>19</sup>.

---

**19** Horn, Reinhart y Trebesch (2022a) documentan la existencia de un volumen significativo de financiación concedida por China, a LMIC a través de empresas propiedad del estado, desde el año 2000, que no está recogida en las estadísticas de deuda externa del BM. Según sus estimaciones, en torno al 50 % de la deuda concedida por China no estaría contabilizada («*the hidden debt*»). Esta infraestimación dificultaría tanto la identificación de posibles situaciones de crisis de deuda, como la magnitud real y, por tanto, el diseño de la reestructuración requerida por un país para que sea exitosa. Además, con frecuencia, los contratos con las empresas estatales incluyen cláusulas de «*no disclosure*» que dificultan el acceso a los datos sobre las características de la deuda contraída (por ejemplo, plazos de vencimiento o tipos de interés que se cargan) (Gelpern, Horn, Morris, Parks y Trebesch, 2021) y, por tanto, diseñar el programa de reestructuración adecuado en cada caso.

### 3 Rasgos estilizados: el papel de China como acreedor internacional

En este epígrafe se describen algunos de los principales rasgos de la financiación oficial de China, con especial énfasis en la dimensión geográfica y sectorial. Para ello se utiliza la base de datos elaborada por AidData.

#### 3.1 Base de datos AidData's Global Chinese Development Finance sobre la financiación oficial bilateral de China

A pesar del papel creciente de China como acreedor financiero internacional, existe cierta incertidumbre sobre la magnitud real del nivel de deuda que mantienen los países de ingresos bajos y medianos frente a China, así como sobre las características básicas de dicha financiación (por ejemplo, el tipo de interés, la finalidad del préstamo o si tiene o no algún tipo de garantía). La frecuente inclusión de cláusulas de confidencialidad en los contratos de préstamos concedidos por China<sup>20</sup>, que dificultan que algunos países deudores puedan comunicar sus datos al [World Bank External Debt Reporting System](#), que nutre la base de datos IDS, estaría sesgando a la baja la deuda internacional frente a China difundida por las fuentes estadísticas oficiales. El sesgo en la información reportada por el deudor no puede contrastarse con la publicada por China ya que, al no formar parte del CdP, no está sujeta a las obligaciones de reporte de información estándar y no publica datos sobre flujos oficiales en el marco de la [OECD's Creditor Reporting System](#)<sup>21</sup>.

Para cubrir esta brecha estadística, algunos centros de investigación han puesto en marcha diferentes iniciativas. La mayoría de ellas se han centrado en recopilar información sobre alguna región o sector de actividad concretos<sup>22</sup>. Una excepción es la base de datos elaborada por AidData, la GCDF. Esta base de datos provee información detallada sobre la financiación internacional concedida por las instituciones oficiales chinas, en cuanto al proyecto, para todas las regiones —y países— del mundo, todos los sectores de actividad y todos los tipos de financiación (préstamos, donaciones o subsidios, ayudas a la exportación, asistencia técnica, etc.)<sup>23</sup>.

Según la versión más reciente de la base de datos AidData -la v3.0-, entre 2000 y 2021, China ha financiado, principalmente mediante préstamos o donaciones, 17.957 proyectos, localizados en 146 países, a través de más de 700 instituciones gubernamentales chinas y

<sup>20</sup> Gelpern, Horn, Morris, Parks y Trebesch (2021).

<sup>21</sup> Otro factor que podría estar dificultando la inclusión del total de la financiación concedida por China en las estadísticas oficiales lo forman los problemas internos para recopilar dicha información, al encontrarse dispersa en múltiples instituciones oficiales que gestionan de forma descentralizada la concesión y posterior seguimiento de la financiación internacional concedida.

<sup>22</sup> Cabe mencionar la *China Africa Research Initiative* de la Johns Hopkins University School of Advanced International Studies (SAIS-CARI, <https://www.sais-cari.org/data>) y la *Global Development Policy Center* iniciativa de la universidad de Boston sobre la financiación exterior de China al sector energético (<https://www.bu.edu/cgef/#/intro>).

<sup>23</sup> Recientemente, el *Global Development Policy Center* ha aglutinado en una única base de datos, la *China's Overseas Development Finance Database* [(CODF, por sus siglas en inglés), (<https://www.bu.edu/gdp/chinas-overseas-development-finance/>)], la información de cinco bases de datos interactivas que cubren regiones o sectores concretos. La CODF, a diferencia de AidData, solo incluye los préstamos del Banco de Desarrollo de China y el Banco de Exportación e Importación de China a gobiernos, organismos intergubernamentales, entidades de propiedad estatal mayoritaria y entidades de propiedad estatal minoritaria con garantías soberanas. Cubre los años 2008-2021 e incluye información sobre 1.099 préstamos, con detalles sobre el año del préstamo, su valor en dólares, el país de destino, el sector y el prestatario.

entidades estatales<sup>24</sup>. El volumen de financiación concedida, en dicho período, ascendía a 1,34 billones de \$ constantes de 2021<sup>25</sup>. Si solo se considera la financiación concedida al sector público<sup>26</sup>, esta cifra se reduce a 947 mm de \$ constantes de 2021 en 126 países. Entre las instituciones oficiales incluidas en AidData v3.0 se encuentran ministerios estatales (por ejemplo, el Ministerio de Comercio o el Ministerio de Asuntos Exteriores), bancos comerciales estatales (el *Bank of China* o el *Industrial and Comercial Bank of China*), bancos de desarrollo (como el *China Development Bank* o el *China Eximbank*) o empresas estatales (la *China National Petroleum Corporation*), así como el Banco Central de China<sup>27</sup>. AidData v3.0 incluye información muy detallada –133 variables, frente a las 70 de la versión anterior– sobre las características de cada proyecto (por ejemplo, volumen o tipo de financiación, tipo de interés, tipo de penalización en caso de impago, sector de actividad, año de contratación y de finalización, grado de concesionalidad, si tiene colateral o no y de qué tipo, vencimiento, sector institucional receptor, reprogramación de la deuda si se produce, etc.). Una descripción detallada de estas variables y de los principales mensajes derivados de su análisis se encuentra en Parks et al. (2023).

Sobre la base de la información de AidData, algunos trabajos estiman que las estadísticas oficiales podrían infraestimar la deuda internacional frente a China hasta en un 50 % (Horn, Reinhart y Trebesch, 2021; Malik et al., 2021; Parks et al., 2023). De ahí que sea la base de referencia en numerosos artículos (Parks et al., 2023; Horn, Parks, Reinhart y Trebesch, 2023b; Dreher, Fuchs, Parks, Strange y Tierney, 2022; Gelpert, Horn, Morris, Parks y Trebesch, 2021; Malik et al., 2021; Malik y Parks, 2021). Estas diferencias son particularmente significativas en los países que son receptores destacados de la financiación oficial de China, como es el caso de Venezuela o Angola (gráfico 5). La infraestimación del nivel de deuda de un país dificulta, como ya se ha comentado, que las reestructuraciones de deuda sean exitosas. Así, por ejemplo, el *Debt Sustainability Analyses* (DSA/DSF) del FMI/BM que, en caso de impago, establece el ajuste necesario para que la deuda externa del sector público retome una senda sostenible a medio plazo, habría tomado como referencia para sus estimaciones unos datos poco precisos<sup>28</sup>.

---

24 En la base de datos hay información de 20.985 proyectos, pero solo 17.957 fueron finalmente ejecutados o están en fase de ejecución. Y, de ellos, para aproximadamente 6.700 donaciones o subvenciones no se especifica el valor concedido.

25 1,28 billones de dólares si se consideran solo los préstamos.

26 Se asimila la deuda del sector público a la considerada por las estadísticas oficiales como deuda pública y con garantía pública (PPG).

27 *AidData v3.0* también incluye Información sobre las diferentes líneas de emergencia empleadas por China para proveer liquidez a los países con problemas (por ejemplo, *swaps* o depósitos en bancos centrales extranjeros para aumentar sus reservas), que han cobrado especial relevancia en los últimos años. Cabe destacar los casos de Argentina y Sri Lanka. Horn et al. (2023a) analizan el papel de China como prestamista internacional de último recurso en el período 2000-2021.

28 El volumen de deuda en situación de riesgo de insolvencia es un *input* clave en el DSA del FMI que establece la brecha financiera que los acreedores deberían cubrir para que la deuda pública retomase una senda sostenible a medio plazo. Un volumen de la deuda inferior a su valor real derivaría en una infraestimación de la brecha a cubrir, lo que dificultaría reestructuraciones de deuda exitosas y provocaría lo que se conoce como «*serial sovereign default*». Trebesch, Meyer, Reinhart y Clemens Graf von Luckner (2021) documentan que de media se necesitan dos reestructuraciones de deuda («*serial default*») para conseguir que la deuda soberana en situación de estrés vuelva a ser sostenible. Además, desde que se identifica un problema de crisis de deuda hasta que se resuelve («*the default spell*») pasan, de media, diez años (período 1800-2020), aunque este plazo se ha reducido a 7,5 años tras la segunda guerra mundial. Véase también Reinhart (2021).



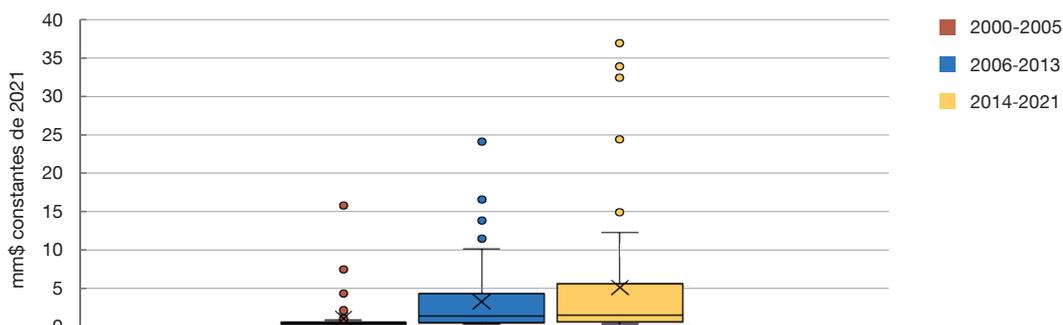
Cuadro 1

**Distribución geográfica de la financiación oficial de China (# 146 países)**

Región	N.º proyectos	% del total	Volumen (mm\$ 2021)	% del total	% del PIB país receptor	% del PIB China
África	7.985	44	326,1	24	11,7	1,8
América	2.428	14	286,1	21	5,1	1,6
Asia	4.844	27	420,6	31	5,6	2,4
Europa	1.000	6	226,2	17	6,6	1,3
Oriente Medio	540	3	64,5	5	5,4	0,4
Multirregión	45	0	3,8	0		0,0
Oceanía	1.115	6	15,1	1	42,8	0,1
Total	17.957	100	1.342,3	100	6,5	7,6

FUENTE: AidData v3.0.

Gráfico 6

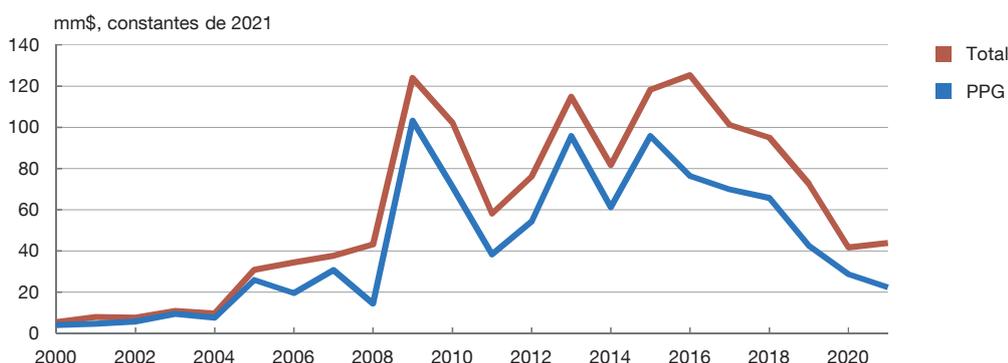
**Financiación oficial de China: períodos y países (a)**

FUENTE: AidData v3.0.

a Se han excluido los valores extremos.

creciente desde el año 2005, a la que contribuyó el lanzamiento, en 2013, de la conocida Iniciativa BRI se observa recientemente una ralentización en los flujos de financiación exterior (gráfico 7). Dos factores podrían haber contribuido a dicha moderación: por un lado, la desaceleración económica en China y, por otro, la ya elevada exposición de China a los países de bajos y medianos ingresos en situación de sobreendeudamiento y, por tanto, con riesgo de impago.

En cuanto a la distribución geográfica, no todas las regiones/países dependen de la financiación procedente de China en la misma medida. En efecto, Asia, y, en particular, los países del este asiático, es la principal región destinataria de los préstamos de China, seguida



FUENTE: AidData v3.0.

de África y Latinoamérica (Horn, Reinhart y Trebesch, 2021) (cuadro 1). Dentro de cada región se observa una significativa concentración en un número reducido de países: Angola concentró en torno al 20% de la financiación oficial de China a África entre 2000 y 2021; Venezuela el 40% en América; Pakistán el 17% en Asia y, finalmente, Rusia, en torno al 80% en Europa. En total, solo 25 países acumulan, aproximadamente, el 75% de la financiación bilateral de China y el 30% de los proyectos que financia. En este contexto, resulta interesante preguntarse cuáles son los principales determinantes del país de destino de la financiación oficial concedida por China y, en particular, el posible impacto sobre dichos flujos de la polarización actual de la situación geopolítica en dos grandes bloques. El análisis realizado en el recuadro 1 de este documento sugiere que un deterioro de las relaciones geopolíticas con China influiría negativa y significativamente en la financiación percibida de China<sup>30</sup>.

Respecto al sector de actividad de los proyectos financiados, la industria, minería y construcción, seguidos del sector energético y del transporte acumulan en torno al 66% del total de la financiación oficial china en el período 2000-2021. Cabe mencionar que, en los últimos años, ha crecido la financiación destinada a los servicios financieros, que incluye, entre otras operaciones, las líneas de *swaps* concedidas por el Banco Central de China a los países sin acceso a fuentes alternativas de financiación.

Finalmente, los préstamos que concede China tienen algunas características diferenciales respecto a los concedidos por otros acreedores oficiales (por ejemplo, el porcentaje de crédito subvencionado es menor, así como los vencimientos, que tienden a ser inferiores, y, con frecuencia, el principal del préstamo presenta algún tipo de garantía o incluye cláusulas de confidencialidad). En particular, en torno al 63% del total de los

<sup>30</sup> Este resultado está en línea con el obtenido por Dreher et al. (2022) para los flujos de China con datos de AidData v1.0 y con los obtenidos por el FMI (2023a, 2023b) para los flujos de cartera y de inversión directa internacionales.

préstamos oficiales concedidos por China presentan algún tipo de garantía, en forma de seguro o colateral (por ejemplo, los ingresos derivados de la venta de petróleo) (Horn, Reinhart y Trebesch, 2020; Aker, Bräutigam, y Huang, 2020; Gelpern, Horn, Morris, Parks y Trebesch, 2021; Dreher et al., 2022). Esta cifra es ligeramente superior en el caso de los préstamos al sector público (PPG)<sup>31</sup>, un 65 % del total. La inclusión de garantías reduce el riesgo de impago frente a otros acreedores oficiales.

Algunas de las características de los préstamos oficiales concedidos por China a otros países, como el uso de garantías —«un seguro frente al riesgo de insolvencia»— o la existencia de cláusulas de confidencialidad —que blinda el intercambio de información con otros acreedores— dificultan la coordinación con el resto de los acreedores oficiales —y acreedores privados— y la consecución de acuerdos para la reestructuración de la deuda en los países con problemas. El epígrafe siguiente se centra en la exposición de China a los países vulnerables en términos de la sostenibilidad de su deuda pública.

---

31 Se usan los términos sector público y PPG indistintamente.

## 4 La financiación de China a los países con vulnerabilidades de deuda soberana

El análisis realizado en el epígrafe anterior confirma el importante papel de China como acreedor financiero internacional en los países de ingresos bajos y medianos: en 45 países, China es el principal acreedor oficial bilateral. Los datos en el agregado ocultan una elevada heterogeneidad no solo en las características de cada préstamo, sino también en las del país receptor, que condicionan su capacidad para hacer frente al pago del servicio de la deuda contraída. Esta heterogeneidad en la distribución de la financiación, determina cuán expuesta está China al riesgo de impago soberano o a situaciones de insolvencia que deriven en una reestructuración de la deuda pública.

En este contexto, a continuación, se identifican, en primer lugar, aquellos países que se encuentran en situación de estrés de deuda soberana o en elevado riesgo de alcanzar este punto. Y, posteriormente, se usa la base de datos AidData v3.0 para valorar la exposición de China, como acreedor financiero internacional, al riesgo de deuda soberana en dichos países.

### 4.1 Países con vulnerabilidades de deuda soberana

La identificación de los países «vulnerables» o con problemas de deuda se realiza siguiendo una metodología similar a la de Jensen (2022)<sup>32,33</sup>. El punto de partida es la lista de países de bajos ingresos considerados por el FMI como «*in debt distress*» (diez países) o en elevado riesgo de sobreendeudamiento (25 países adicionales) según los resultados del DSA<sup>34</sup>. A modo de caracterización, esos 35 países representan la mitad de los países de bajos ingresos, 20 de ellos están en África y 15 tienen un programa del FMI.

Sin embargo, los problemas de sobreendeudamiento no se limitan a los países pobres. Por ello, se ha completado esta lista de países vulnerables con países que tienen asignado un *rating* a su deuda externa a largo plazo igual o inferior a B3 según Moodys. Con este criterio, la muestra se amplía a otros 33 países, lo que incluye desde aquellos definidos como «especulativos y sujetos a riesgo de crédito elevado» (B3) hasta los «impagados y con

32 Jensen (2022) además del DSA considera otros dos indicadores para identificar los países con crisis de deuda: los diferenciales de deuda soberana y las calificaciones de las agencias de ratings. Con esta aproximación, se identifican al menos 54 economías en desarrollo con problemas severos de deuda en 2021. Véase también FMI (2022).

33 En Parks et al. (2023), figura 1.8, se estima que en 2021 en torno al 79 % de la financiación concedida por las instituciones oficiales de China se otorgó a los países que se encuentran en situación de estrés financiero —en torno a 54 países, según el gráfico A.4—, frente al 34 % de 2000. Este porcentaje repuntó hasta el entorno del 80 % en 2014 y se ha mantenido en las proximidades de dicho valor desde entonces. En dicho artículo, un país se considera en situación de riesgo financiero si cumple alguno de los siguientes criterios: i) el *sovrates index* del BM es cinco o inferior; ii) los atrasos acumulados del sector público frente a China son igual o superiores al 10 % del total de la deuda frente a China, y, finalmente, iii) uno o más de los préstamos del sector oficial de China presenta problemas financieros según la variable incluida en AidData v3.0 (véase el recuadro 1.a en la publicación mencionada al inicio de esta nota).

34 El DSA corresponde a diciembre de 2023. En abril de 2024 solo dos países, Somalia y Micronesia, han salido de la lista, al pasar a considerarse su situación de sobreendeudamiento como de riesgo moderado. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/dsalist.pdf>.

¿En qué región se encuentran los países en situación de vulnerabilidad de deuda externa soberana?

SSA (#25) (a)	LATAM (#14) (a)	Asia (#12)	MENA (#11) (a)	Europa (#6)
AGO, BDI, CAF, CMR, COD, COG, COM, ETH, GAB, GHA, GMB, GNB, KEN, MLI, MOZ, MWI, NGA, SLE, SSD, STP, SWZ, TCD, TGO, ZMB, ZWE	ARG, BLZ, BOL, BRB, DMA, ECU, GRD, HTI, NIC, SLV, SUR, VCT, VEN, CUB	FSM, KIR, LAO, LKA, MDV, MHL, MNG, PNG, SLB, TON, TUV, WSM	AFG, DJI, EGY, IRQ, KGZ, LBN, PAK, SDN, SOM, TJK, TUN	BIH, BLR, MDA, RUS, TUR, UKR

FUENTE: Elaboración propia.

NOTA: # Número de países

a SSA: África Subsahariana; LATAM: Latinoamérica; MENA: Medio Oriente y el norte de África.

pocas posibilidades de recuperación de la inversión» (C)<sup>35</sup>. Se trata, en definitiva, de países considerados de riesgo crediticio muy elevado. En general, son países típicamente de renta media, un tercio de ellos latinoamericanos y la mayoría con programa de apoyo financiero del FMI. En total, el número de países vulnerables por estar fuertemente endeudados ascendería, según esta metodología, a 68 países (esquema 1)<sup>36</sup>. Del total de los países, 43 son de bajos ingresos y 25 de ingresos medianos.

El siguiente paso es caracterizar el papel de China como acreedor oficial bilateral para estos países y su relevancia en procesos de reestructuración de deuda pública a partir de la base de datos AidData v3.0.

De los países identificados en situación de vulnerabilidad de su deuda pública incluidos en el esquema 1 no hay información en AidData v3.0 para cuatro de ellos (Belice, Eswatini, Tuvalu y San Vicente y Granadinas). De los 64 países en AidData, no hay información en la base de datos de IDS del BM de la deuda bilateral oficial con China para 22 de ellos, entre los que se encuentran Rusia y Venezuela, principales receptores de financiación procedente de China (casi el 40 % del total en el período 2000-2021).

<sup>35</sup> Un *rating* B3 de Moodys implica un umbral muy restrictivo en la selección de los países vulnerables, pues permite incluir solo los países de mayor riesgo dentro de la categoría de *ratings* no de inversión o especulativos. En la metodología de Moodys, los *ratings* no de inversión o especulativos comienzan en Ba1, cinco escalones más arriba. Para esta lista se elige un umbral más bajo teniendo en cuenta que en Ba1, *rating* que se considera especulativo a efectos de inversión, se encuentran países como Marruecos, considerado por el FMI de «muy sólidos fundamentos» y beneficiario por ese motivo de una Línea de Crédito Flexible, y en B2, se encuentran países como Costa Rica cuya deuda se considera sostenible por parte del FMI. Ello indica que la lista de países construida con nuestro criterio puede considerarse «de mínimos», y que podría haber más países en situación de sobreendeudamiento. La consideración de los *ratings* de otras agencias no modificaría la lista final de países.

<sup>36</sup> En el esquema 1 se incluye el código ISO de uno de los 68 países considerados vulnerables. En el anejo 1, al final de este documento, se especifica el nombre del país correspondiente a cada código ISO.

## 4.2 Exposición de la financiación de China a los países en riesgo de crisis soberana

La concesión de financiación oficial de China a los países en situación de elevada vulnerabilidad financiera identificados en el epígrafe anterior ha seguido una evolución similar a la de la financiación total. Coincidiendo con la progresiva apertura al exterior de su economía, el papel de China como acreedor internacional de países en situación de riesgo de crisis soberana cobró vigor, en particular, a partir de la crisis financiera de 2008 y se ha mantenido desde entonces en niveles elevados (gráfico 8). Según la base de datos AidData v3.0, la financiación oficial otorgada por China a este conjunto de países representaba, a finales de 2021, en torno al 70 % del total de la financiación oficial China. Esta cifra es considerablemente superior a la contabilizada por el Banco Mundial en IDS (en torno a un 40 %), lo que ilustra las dificultades para valorar de forma precisa los riesgos de sostenibilidad de la deuda pública de estos países en general y, en particular, del grado de dependencia de la financiación oficial de China y su papel en los procesos de reestructuración de deuda<sup>37</sup>.

Estas cifras de agregado esconden, sin embargo, cierta heterogeneidad tanto a escala regional como sectorial. África y América concentran la mayor parte de la financiación concedida a los países en riesgo de impago —o ya en *default*—, seguidas de Europa y Asia. Finalmente, en cuanto al sector de actividad, China ha financiado proyectos, sobre todo, en la industria, minería y construcción, seguido del sector energético (gráfico 9).

Cabe mencionar, como ya se indicó en el epígrafe anterior, que, en los últimos años, el sector financiero, que incluye también los *swaps* concedidos por el Banco Central de China, ha ganado peso, representa casi el 25 % del total de la financiación oficial de China en el período 2017-2021. Tres países, Argentina, Turquía y Pakistán, acumulan algo más del 80 % del total de la financiación de este tipo concedida a los países vulnerables. China comenzó a utilizar este tipo de instrumentos en el año 2008, para financiar a los países en riesgo de impago y con dificultades de acceso a otras fuentes de financiación<sup>38</sup>.

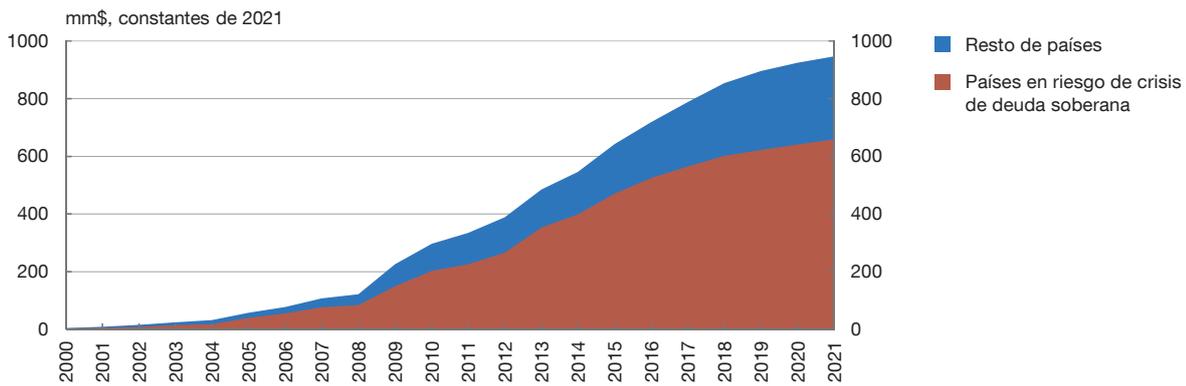
Así mismo, cabe destacar la elevada concentración de la financiación en riesgo de impago en un grupo reducido de países: tres países acumulan el 56 % (Rusia, Venezuela y Pakistán) y 13, el 82 % del total. Entre ellos se encuentran países en situación de *default* o en proceso de reestructuración de su deuda (como Sri Lanka, Zambia o Etiopía) o países que

37 Según la base de datos AidData v3.0, el valor de la deuda oficial bilateral frente a China de los países en riesgo de crisis soberana podría ser hasta el doble de la contabilizada en la base de datos IDS. Véase el cuadro 27 en Malik et al. (2021).

38 El Banco Central de China (The People's Bank of China) ha actuado como prestamista internacional de último recurso para algunos países con problemas de acceso a una financiación alternativa. Según una investigación de Horn, Parks, Reinhart y Trebesch (2023a), China ha intensificado en los últimos años su papel como prestamista de último recurso en respuesta a los excesivos niveles de deuda de algunos de sus deudores. Según este trabajo, de los 17 países que han recurrido a sus líneas *swap*, solo cuatro lo han hecho en condiciones macroeconómicas normales y sin signos de estrés en sus balanzas fiscales o externas. Algunas líneas *swap* incluso se han convertido en dólares y se han utilizado para pagar el servicio de la deuda. Un ejemplo de ello es Argentina cuando estaba al borde del *default*. En total, las operaciones de rescate del Banco Central de China (creación de nuevas líneas *swap* y renovaciones casi ilimitadas de líneas existentes) ascendieron a 170 mm de dólares durante el período 2001-2021. Posteriormente, Horn, Parks, Reinhart y Trebesch (2023b) concluyen que ante el riesgo de impago de algunos de sus acreedores, China ha tomado diferentes medidas según se tratara de países de ingresos bajos o medianos, reestructurando la deuda en el primer caso (alargando plazos o subiéndolo de interés) y ofreciendo nueva financiación («*bailouts*») en el segundo. Esta diferente política es relevante ya que la financiación dirigida a los países en riesgo de deuda soberana se concentra en países de ingresos medianos, casi el 92 % del total.

Gráfico 8

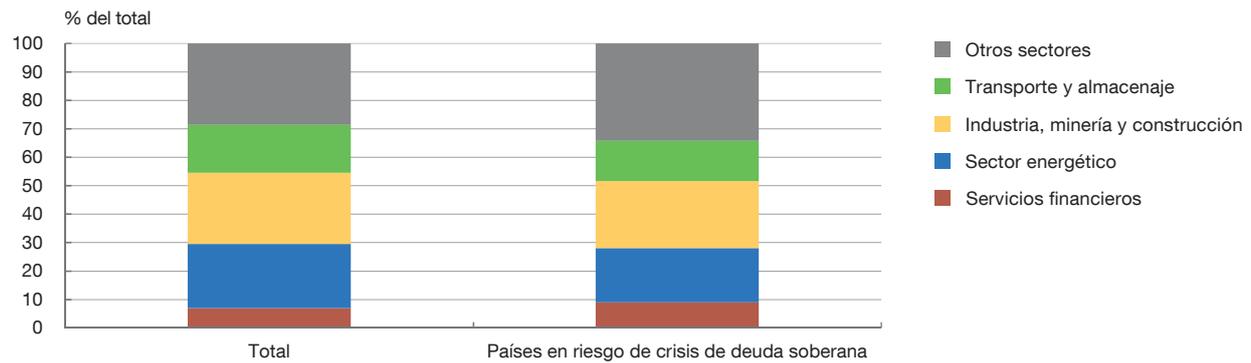
**Evolución de la financiación oficial bilateral de China. Stock**



FUENTE: AidData v3.0.

Gráfico 9

**Financiación oficial bilateral de China. Distribución sectorial. 2021**



FUENTE: AidData v3.0.

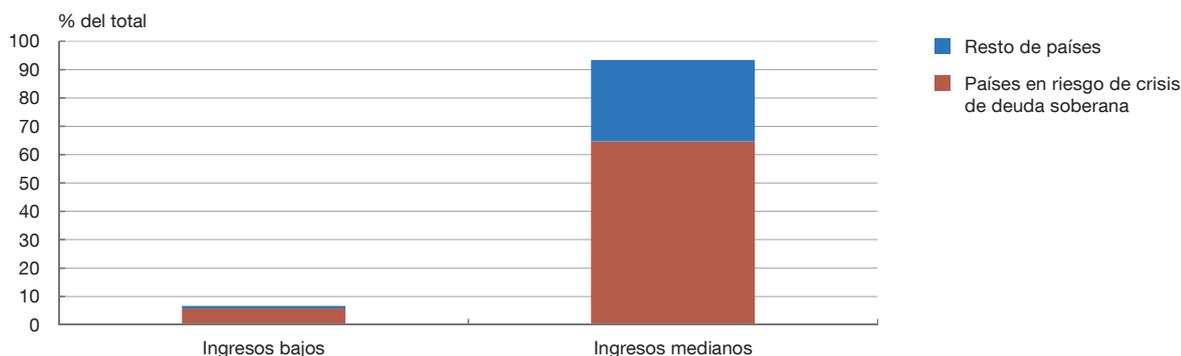
han recibido financiación directa del Banco Central de China. En conjunto, el grueso de la financiación se dirige a los países de ingresos medianos, que no son elegibles para solicitar un posible tratamiento de su deuda en el marco del CF (gráfico 10).

Desde el punto de vista del país deudor, una dependencia elevada de la financiación oficial de China puede ser problemática en un contexto de moderación de los flujos financieros transfronterizos y de tensiones geopolíticas<sup>39</sup>. En algunos de los países en riesgo de crisis de

<sup>39</sup> La información parcial facilitada por diversas bases de datos privadas, así como los datos actualizados en 2023 de la base de datos de estadísticas de deuda internacional del Banco Mundial, IDS, muestra que los nuevos flujos de financiación de China al exterior se han moderado en los últimos años. AidData v3.0 confirma esta desaceleración.

Gráfico 10

### Financiación oficial bilateral de China. Distribución según el nivel de ingresos y el riesgo de crisis de deuda soberana del país receptor. 2021



FUENTE: AidData v3.0.

deuda soberana, la deuda frente a China representa más del 50% del PIB (Venezuela, Angola, Zambia y Sudán), lo que sugiere que la recuperación de la financiación concedida depende de la evolución económica de estos países.

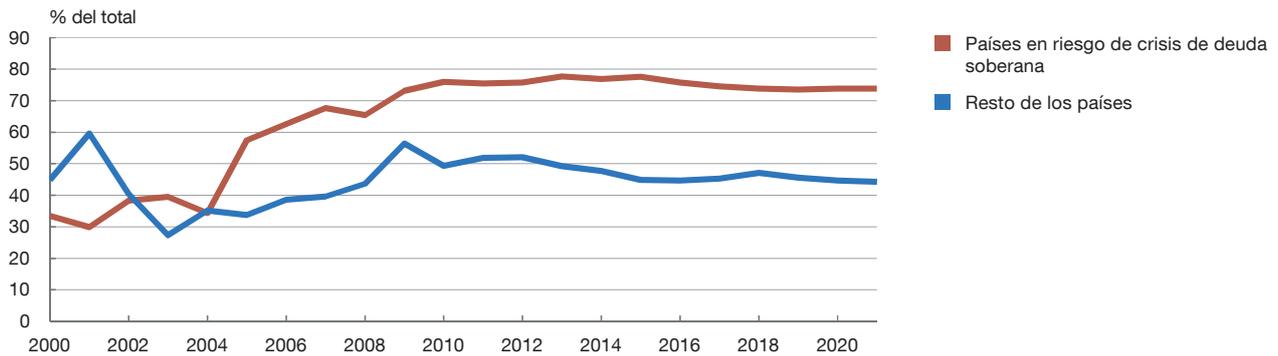
China es el principal acreedor oficial bilateral para el conjunto de países identificados como vulnerables por su exposición al riesgo de deuda soberana. Según AidData v3.0, para este grupo de países, la deuda que el sector público mantiene frente a China representa de media un 32% del total de su deuda externa, porcentaje muy superior al 16% que representa la deuda frente al resto de los acreedores oficiales bilaterales y al 19% frente al sector privado en su conjunto. Solo la ayuda financiera prestada por las instituciones multilaterales representa un porcentaje similar<sup>40</sup>. El gráfico 11 representa, para el grupo de países analizados, la importancia relativa de China como acreedor internacional frente a dos grupos de acreedores: el resto de los acreedores oficiales bilaterales y el conjunto de acreedores privados. Un valor positivo indica que China tiene un peso mayor en el total de la deuda externa del sector público que el resto de los acreedores. El tamaño de la burbuja indica el peso de la financiación oficial a cada país respecto a la financiación oficial total concedida por China. La concentración de un número elevado de países en el cuadrante superior derecho indica una mayor exposición de China al riesgo de deuda soberana en dichos países en relación a la que enfrentan otros acreedores oficiales bilaterales, por lo que el papel de China en un potencial requerimiento para reestructurar la deuda de estos países sería crucial. En concreto, al menos en el 74% (42) de los países China es el principal acreedor oficial, en el 63% (36) también supera al sector privado y en el 58% (32) supera a ambos grupos de acreedores considerados en conjunto<sup>41</sup>. Por último, en aproximadamente el 58% (33) de los países en riesgo de crisis soberana, la ayuda multilateral —sin incluir el apoyo financiero del FMI— es inferior a la financiación oficial

<sup>40</sup> El apoyo financiero de las instituciones multilaterales es superior cuando se incluye también la concedida por el FMI.

<sup>41</sup> Estos cálculos se realizan para los 57 países, de los 64 considerados, con información sobre el volumen de deuda externa del sector público y sus principales acreedores en IDS.



## Financiación oficial bilateral de China con garantía. Stock



FUENTE: AidData v3.0.

fuera de él (Sri Lanka, un 32%), también se observa que una parte no despreciable de su deuda está protegida por algún tipo de garantía, que reduce considerablemente el riesgo de impago.

El análisis realizado en este epígrafe sugiere que, si bien en términos agregados la exposición de China a los países en situación de vulnerabilidad de su deuda soberana es muy superior a la que apuntarían los datos oficiales, el hecho de que un porcentaje elevado de dicha exposición esté cubierta por algún tipo de garantía, contribuye a mitigar los riesgos frente a la insolvencia soberana. Por otro lado, la dependencia elevada de muchos de estos países de la financiación de China anticipa un papel relevante de esta no solo en los procesos coordinados de reestructuración de deuda, sino también como proveedor de liquidez de último recurso (un ejemplo son las líneas *swaps* a los países con dificultades de acceso a los mercados).

## 5 Consideraciones finales

Desde comienzos de siglo, la deuda internacional de los LMIC ha registrado un aumento significativo, y ha alcanzado en el año 2022 niveles históricamente elevados. Este aumento ha venido acompañado de cambios importantes en la composición de los acreedores internacionales, lo que exige una mayor coordinación entre todos los agentes implicados (acreedores oficiales y privados, organismos multilaterales y deudores) para poder ayudar a los países con dificultades a afrontar los compromisos asociados al pago de su deuda y garantizar la sostenibilidad a medio plazo. La experiencia reciente está demostrando que esta coordinación no está exenta de dificultades. La lentitud e incertidumbre que rodea los procesos de tratamiento de deuda soberana actualmente en marcha, tanto en el marco del CF como fuera de él, confirman que la coordinación entre acreedores diversos, algunos de ellos acostumbrados a abordar la reestructuración de forma bilateral y, por tanto, sin experiencia en participar en mecanismos de resolución de deuda coordinados con el resto de los acreedores oficiales —como es el caso de China—, no está siendo sencilla.

El análisis realizado en este documento pone de manifiesto el importante papel de China como acreedor financiero internacional en los países de ingresos bajos y medianos y, en particular, en los más pobres. Papel que se ha visto reforzado recientemente al ejercer una función de prestamista de última instancia en países con problemas de acceso a fuentes de financiación alternativas (por ejemplo, Argentina). La dependencia excesiva de un solo acreedor eleva el riesgo de refinanciación en condiciones globales adversas y puede complicar los procesos de reestructuración de deuda, al tener dicho acreedor una posición dominante («*holdout behaviour*»). Concretamente, como apunta la evidencia empírica, un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas con China podría derivar en una recanalización de sus flujos financieros bilaterales, con especial incidencia en los países menos desarrollados. Especialmente vulnerables son aquellos países con mayores niveles de deuda externa, con mercados financieros poco desarrollados, que dependan en mayor medida de la financiación oficial de China y que presenten una menor afinidad ideológica con este país.

En este contexto, la participación de China en procesos coordinados de tratamiento de la deuda soberana es indispensable. Sin embargo, su participación en los tratamientos acometidos en el marco del CF ha retrasado, con frecuencia, la toma de decisiones y agravado, con ello, la situación del país con problemas de sobreendeudamiento. En este contexto cobra especial relevancia tratar de identificar *ex ante* los elementos que dificultan la toma de decisiones entre los acreedores habituales (por ejemplo, el CdP) y los nuevos (en particular, China) y el cierre de las etapas habituales en todo proceso de tratamiento de deuda para solventarlos.

Con este objetivo, a comienzos del año 2023 se creó la **Global Sovereign Debt Roundtable**, (GSDR, por sus siglas en inglés). En la GSDR, copresidida por el FMI, el BM y la presidencia de turno del G20, están representados tanto los acreedores —oficiales y privados— como los países deudores. Desde entonces se han realizado múltiples reuniones, tanto en el ámbito técnico como directivo. En dichas reuniones, se han analizado en

particular los temas<sup>45</sup> que estaban dificultando la toma de decisiones entre los acreedores oficiales y, por tanto, retrasando un acuerdo sobre el tratamiento de la deuda soberana. Acuerdo necesario para que la deuda soberana retome una senda sostenible a medio plazo y requisito para el acceso al apoyo financiero del FMI.

La GSDR ha permitido alcanzar consensos sobre temas en los que inicialmente existían divergencias y contribuido a acelerar los procesos de reestructuración. A modo de ejemplo, en el caso del Chad, que solicitó el tratamiento de su deuda soberana en el marco del CF el 27 de enero de 2021, transcurrieron 10,5 meses desde que se alcanzó un acuerdo sobre el programa de financiación entre las autoridades del país y el *staff* del FMI, mientras que en el caso de Ghana, que solicitó dicho tratamiento el 12 de diciembre de 2022, dicho período se redujo a 5,2 meses, todavía por encima de los dos y tres meses habituales en el pasado. Si bien la GSDR ha facilitado el avance de los procesos de tratamiento de deuda actualmente en marcha, para garantizar su consolidación futura convendría trasladar los consensos alcanzados en principios generales aceptados por todos los agentes relevantes.

Los organismos multilaterales también están implementando medidas para ayudar a los países con vulnerabilidades de deuda y agilizar los procesos de reestructuración. Cabe destacar la propuesta del FMI y del BM para compartir información adicional sobre el DSA<sup>46</sup>, así como los cambios introducidos por el FMI en algunas de sus políticas para facilitar a los países con problemas de sostenibilidad de su deuda el acceso a sus programas de apoyo financiero<sup>47</sup>.

---

<sup>45</sup> Entre ellos, cabe mencionar la elección de la fecha para delimitar los préstamos oficiales sujetos a tratamiento, la comparabilidad de trato entre los diferentes acreedores, la participación de Bancos Multilaterales de Desarrollo en la reestructuración de la deuda, el papel de la deuda nacional, el tratamiento de los préstamos colateralizados, el papel de los *swaps* de deuda, el intercambio de información o la aprobación de la suspensión del servicio de la deuda durante un período de tiempo.

<sup>46</sup> FMI (2023c).

<sup>47</sup> FMI (2024b).

## Bibliografía

- Acker, Kevin, Deborah Bräutigam y Yufan Huang. (2020). "Debt Relief with Chinese Characteristics". SAIS-CARI Working Paper, 39, Johns Hopkins University. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3745021>
- Bailey, Michael A., Anton Strezhnev y Erik Voeten. (2017). "Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data". *Journal of Conflict Resolution*, February, 61(2), pp. 430-456. <https://doi.org/10.1177/0022002715595700>
- Banco Mundial. (2022). "Managing sovereign debt". En World Bank Group. *World Development Bank Report 2022*, 5, pp. 203-248. [https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1730-4\\_ch5](https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1730-4_ch5)
- Banco Mundial. (2024). "Box 1.1. Allocation of the IMF's Special Drawing Rights in 2022". En World Bank. *International Debt Report 2023*. 1, pp. 4-5. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-2032-8>
- Chuku, Chuku, Prateek Samal, Joyce Saito, Dalia S. Hakura, Marcos D. Chamon, Martin D. Cerisola, Guillaume Chabert y Jeromin Zettelmeyer. (2023). "Are We Heading for Another Debt Crisis in Low-Income Countries? Debt Vulnerabilities: Today vs the pre-HIPC Era". IMF Working Paper, 23/79, Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/04/04/Are-We-Heading-for-Another-Debt-Crisis-in-Low-Income-Countries-Debt-Vulnerabilities-Today-531792>
- Dreher, Axel, Andreas Fuchs, Roland Hodler, Bradley C. Parks, Paul A. Raschky y Michael J. Tierney. (2019). "African Leaders and geography of China's foreign assistance". *Journal of Development Economics*, 140 (September 2019), pp. 44-71. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2019.04.003>
- Dreher, Axel, Andreas Fuchs, Bradley Parks, Austin M. Strange y Michael J. Tierney. (2018). "Apples and Dragon Fruits: The Determinants of Aid and Other Forms of State Financing from China to Africa". *International Studies Quarterly*, 62(1), (March 2018), pp. 182-194. <https://doi.org/10.1093/isq/sqx052>
- Dreher, Axel, Andreas Fuchs, Bradley Parks, Austin Strange y Michael J. Tierney. (2022). *Banking on Beijing: The Aims and Impacts of China's Overseas Development Program*. Cambridge University Press, April 2022. <https://doi.org/10.1017/9781108564496>
- Farah-Yacoub, Juan, Clemens M. Graf von Luckner y Carmen Reinhart. (2021). "Sovereign Debt Crises Database". [https://scholar.google.es/scholar?hl=es&as\\_sdt=0%2C5&q=Farah-Yacoub%2C+Graf+von+Luckner+y+Reinhart.+%282021%29.&btnG=](https://scholar.google.es/scholar?hl=es&as_sdt=0%2C5&q=Farah-Yacoub%2C+Graf+von+Luckner+y+Reinhart.+%282021%29.&btnG=)
- Fondo Monetario Internacional. (2022). "Crisis Upon Crisis". En FMI, *Annual Report 2022*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2022/downloads/imf-annual-report-2022-english.pdf>
- Fondo Monetario Internacional. (2023a). "Chapter 3. Geopolitics and Financial Fragmentation: Implications for macro-financial stability". En FMI, *Global Financial Stability Report*, April 2023, pp. 81-101. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023>
- Fondo Monetario Internacional. (2023b). "Chapter 4. Geoeconomic Fragmentation and Foreign Direct Investment". En FMI, *World Economic Outlook Report*. April 2023. <https://doi.org/10.5089/9798400224119.081>
- Fondo Monetario Internacional. (2023c). "Staff Guidance Note on Information Sharing in The Context of Sovereign Debt Restructurings". Policy Papers, 23, June. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2023/06/23/Staff-Guidance-Note-on-Information-Sharing-in-The-Context-of-Sovereign-Debt-Restructurings-535203>
- Fondo Monetario Internacional. (2024a). "How to Ease Rising External Debt-Service Pressures in Low Income Countries". *IMF Blog*, January 2024. <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2024/01/24/how-to-ease-rising-external-debt-service-pressures-in-low-income-countries>
- Fondo Monetario Internacional. (2024b). "Policy Reforms Proposals To Promote The Fund's Capacity To Support Countries Undertaking Debt Restructuring". Policy Papers, 16, April. <https://doi.org/10.5089/9798400273704.007>
- Fondo Monetario Internacional. (2024c). "Chapter 1. External Positions and Policies". *External Sector Report*. July 2024. <https://www.imf.org/en/Publications/ESR/Issues/2024/07/12/external-sector-report-2024>
- Gelper, Anna, Sebastian Horn, Scott Morris, Bradley Parks y Christoph Trebesch. (2021). "How China Lends: A Rare Look into 100 Debt Contracts with Foreign Governments". Discussion Paper, 16331, CEPR. <https://cepr.org/publications/dp16331>
- Horn, Sebastian, Bradley Parks, Carmen M. Reinhart y Christoph Trebesch. (2023a). "China as an International Lender of Last Resort". NBER Working Paper, 31105. National Bureau of Economic Research. [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w31105/w31105.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w31105/w31105.pdf)
- Horn, Sebastian, Bradley Parks, Carmen M. Reinhart y Christoph Trebesch. (2023b). "Debt Distress on China's Belt and Road". *American Economic Review Papers & Proceedings*, 113, (May 2023), pp. 131-134. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/pandp.20231004>
- Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart y Christoph Trebesch. (2020). "How much Money Does the World Owe China?". *Harvard Business Review*, 26, February. <https://hbr.org/2020/02/how-much-money-does-the-world-owe-china>
- Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart y Christoph Trebesch. (2021). "China's Overseas Lending". *Journal of International Economics*, 133, (November 2021). <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103539>

- Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart y Christoph Trebesch. (2022a). "China's Overseas Lending and the war in Ukraine". VoX\_EU Column, 11, April. <https://cepr.org/voxeu/columns/chinas-overseas-lending-and-war-ukraine>
- Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart y Christoph Trebesch. (2022b). "Hidden Defaults". *American Economic Review Papers & Proceedings*, 112, (May 2022), pp. 531-535. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/pandp.20221002>
- Huang, Zichun, y Julian Evans-Pritchard. (2024). "China's overseas lending push has stalled". *Capital Economic Focus*. May 2024. <https://www.capitaleconomics.com/publications/china-economics-focus/chinas-overseas-lending-push-has-stalled>
- Jensen, Lars. (2022). "Avoiding 'Too Little Too Late' on International Debt Relief". Development Futures Series Working Papers, 11, October, United Nations Development Programme. <https://www.undp.org/publications/dfs-avoiding-too-little-too-late-international-debt-relief>
- Kern, Andreas, y Bernhard Reinsberg. (2022). "The Political Economy of Chinese Debt and International Monetary Fund Conditionality". *Global Studies Quarterly*, (2/4), October, pp. 1-14. <https://doi.org/10.1093/isagsq/ksac062>
- Malik, Ammar A., y Bradley Parks. (2021). *Hidden debt exposure to China: what is it, where is it, and should we be concerned?*. AidData, William & Mary's Global Research Institute. [https://docs.aiddata.org/ad4/pdfs/hidden\\_debt\\_exposure\\_to\\_china\\_\\_what\\_is\\_it\\_where\\_is\\_it\\_and\\_should\\_we\\_be\\_concerned.pdf](https://docs.aiddata.org/ad4/pdfs/hidden_debt_exposure_to_china__what_is_it_where_is_it_and_should_we_be_concerned.pdf)
- Malik, Ammar A., y Bradley Parks, Brooke Russell, Joyce Jiahui Lin, Katherine Walsh, Kyra Solomon, Sheng Zhang, Thai-Binh Elston y Seth Goodman. (2021). *Banking on the Belt and Road: Insights from a new global dataset of 13,427 Chinese development projects*. AidData, William & Mary's Global Research Institute. [https://static1.squarespace.com/static/563a4585e4b00d0211e8dd7e/t/61545d1dfad5231964567caa/1632918816116/Banking\\_on\\_the\\_Belt\\_and\\_Road\\_\\_Insights\\_from\\_a\\_new\\_global\\_dataset\\_of\\_13427\\_Chinese\\_development\\_projects.pdf](https://static1.squarespace.com/static/563a4585e4b00d0211e8dd7e/t/61545d1dfad5231964567caa/1632918816116/Banking_on_the_Belt_and_Road__Insights_from_a_new_global_dataset_of_13427_Chinese_development_projects.pdf)
- Martínez Resano, Jose Ramón, y Sonsoles Gallego. (2021). "Las iniciativas de alivio de la deuda para países de bajos ingresos impulsadas por el G-20 durante la pandemia". *Boletín Económico - Banco de España*, 2021/3T, 18, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16997>
- Moses, Oyintarelado, Jyhjong Hwang, Lucas Engle y Victoria Yvonne Bien-Alimé. (2023). "A New State of Lending. Chinese Loans to Africa". *Global Development Policy Center*. GCI Policy Brief. 19 (September 2023). [https://www.bu.edu/gdp/files/2023/08/GCI\\_PB\\_019\\_CLA-2023-FIN.pdf](https://www.bu.edu/gdp/files/2023/08/GCI_PB_019_CLA-2023-FIN.pdf)
- Parks, Bradley C., Ammar A. Malik, Brooke Escobar, Sheng Zhang, Rory Fedorochko, Kyra Solomon, Fei Wang, Lydia Vlasto, Katherine Walsh, y Seth Goodman. (2023). "Belt and Road Reboot: Beijing's Bid to De-Risk Its Global Infrastructure Initiative". AidData, William & Mary's Global Research Institute. <https://doi.org/10.1515/sirius-2024-2009>
- Reinhart, Carmen M. (2021). "From Health Crisis to Financial Distress". Policy Research Working Paper, 9616, Banco Mundial. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/453511617831002973/pdf/From-Health-Crisis-to-Financial-Distress.pdf>
- Trebesch, Christoph, Josefin Meyer, Carmen Reinhart y Clemens Graf von Luckner. (2021). "External sovereign debt restructurings: Delay and Replay". VoX\_EU Column, 30, March. <https://cepr.org/voxeu/columns/external-sovereign-debt-restructurings-delay-and-replay>
- Voeten, Erik, Anton Strezhnev y Michael Bailey. (2009). "United Nations General Assembly Voting Data". Harvard Dataverse, V33. <https://doi.org/10.7910/DVN/LEJUQZ>

## ¿QUÉ FACTORES DETERMINAN LA FINANCIACIÓN OFICIAL BILATERAL DE CHINA?

China es actualmente el principal acreedor oficial bilateral de los países de ingresos bajos y medianos (LMIC, en terminología inglesa). Según el Banco Mundial (BM), la deuda bilateral que este grupo de países mantiene frente a China representaba, en 2022, en torno al 4,3 % del total de la deuda externa del sector público (32 % del total de la deuda bilateral oficial), 3,9 puntos porcentuales (pp) más que en el año 2010 (21,6 pp más). Los datos del agregado ocultan diferencias significativas entre países, así, por ejemplo, en el Líbano la financiación oficial de China representaba el 0,02 % de la financiación oficial bilateral total en el año 2022, frente al 58,9 % en el caso de Tonga.

A pesar de este rápido crecimiento, la evidencia disponible sobre los determinantes de la financiación concedida por China a otros países es escasa y en ocasiones restringida a un área geográfica<sup>1</sup>. Estos trabajos sugieren que tanto factores de oferta (*push factors*, endógenos a China) como de demanda (*pull factors*, específicos del país receptor) habrían contribuido a dicho aumento. Entre los primeros, cabría mencionar los sucesivos superávits por cuenta corriente, así como la sobreproducción en algunos sectores industriales, que propiciaron la aprobación de políticas de expansión en el exterior (*Going out* a comienzos del siglo XXI o el proyecto *Belt and Road Initiative*, lanzado en 2013). En cuanto a los segundos, las elevadas necesidades de financiación de los LMIC para acometer proyectos de inversión y las dificultades de algunos de ellos para obtener fondos directamente de los mercados internacionales o de otros países, en particular, tras la crisis financiera global de 2008, habrían facilitado la consolidación de China como acreedor financiero internacional. La interacción de estos factores, junto con las características específicas del país receptor (por ejemplo, disponibilidad de materias primas, destino potencial de las exportaciones, tamaño del mercado interno o

grado de desarrollo de su sistema financiero), podría contribuir a explicar la diferente dependencia de los países de la financiación oficial de China.

Además de estos factores tradicionales, otro elemento, que estaría condicionando recientemente los flujos financieros bilaterales a escala internacional, es la mayor o menor afinidad geopolítica entre los países origen y destino de la financiación<sup>2</sup>. Concretamente, la evidencia disponible, sugiere que el tensionamiento observado en las relaciones diplomáticas, políticas y comerciales entre Estados Unidos y China estaría propiciando una recanalización de los flujos de capital hacia países con una mayor afinidad geopolítica en cada bloque<sup>3,4</sup>. Este recuadro se centra en el análisis de los determinantes del país de destino de los préstamos oficiales concedidos por China, y presta especial atención al papel desempeñado por la mayor o menor afinidad ideológica entre ambos<sup>5</sup>. Un deterioro de las relaciones geopolíticas podría derivar en una recanalización de la financiación de China, con implicaciones sobre la financiación recibida por los países en los que China es un acreedor importante.

En el gráfico 1 se representa la correlación simple entre el número de proyectos financiados por China en cada país y un indicador del grado de afinidad geopolítica entre ambos países. Para construir este indicador se compara el voto de cada país en las distintas sesiones en la Asamblea General de la ONU con el voto de China (véase Bailey et al., 2017)<sup>6</sup>. Un valor mayor del indicador sugiere una menor afinidad geopolítica. Así, los países con patrones de votación más dispares se consideran más distantes geopolíticamente de China y viceversa. Se construyen dos versiones de este indicador, una que tiene en cuenta la votación en todas las sesiones y otra que solo considera la votación en las sesiones relacionadas con los derechos humanos, que presentan una mayor estabilidad en el

1 Véanse Dreher, Fuchs, Parks, Strange y Tierny (2018), Dreher, Fuchs, Hodler, Parks, Raschky y Tierney (2019), y Moses, Hwang, Engle y Bien-Alimé (2023).

2 Si bien las interconexiones financieras globales son complejas y están impulsadas por muchos factores, las afinidades geopolíticas parecen ser determinantes para la asignación de capital transfronterizo (FMI, 2023a, 2023b y 2024b).

3 El FMI, en el capítulo 4 del *World Economic Outlook* de abril de 2023, analiza el impacto de la fragmentación geopolítica sobre el destino de los flujos de inversión extranjera directa (IED). Los resultados de dicho análisis sugieren que recientemente se habría producido una recanalización y una mayor concentración de los flujos de IED entre países similares geopolíticamente y, en especial, en sectores estratégicos. Algunos países emergentes y economías en desarrollo son especialmente vulnerables a la recanalización de fondos hacia otras economías, ya que sus flujos de IED proceden fundamentalmente de países con los que no están alineados geopolíticamente.

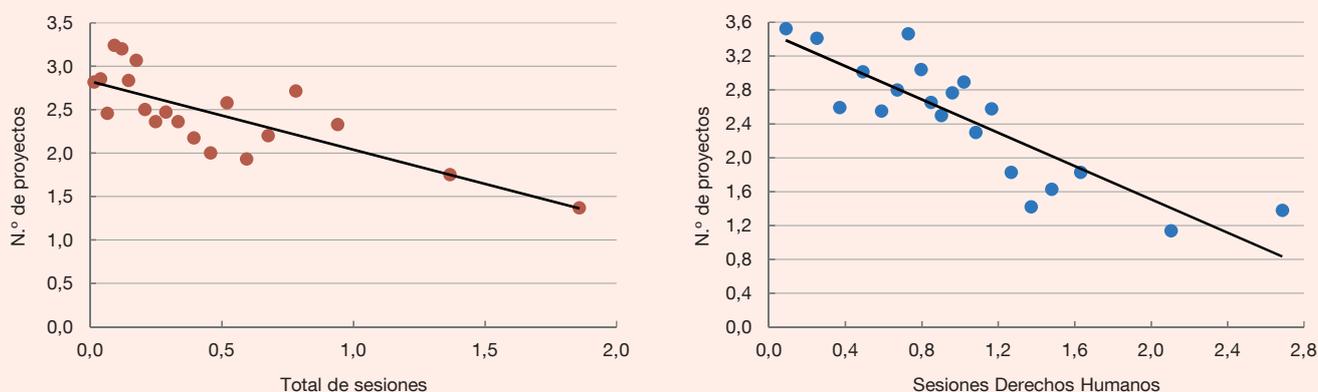
4 El FMI en el capítulo 3 del *Global Financial Stability Report* de abril 2023, encuentra que una mayor distancia geopolítica se asocia con menores flujos de inversión de cartera y con menores flujos interbancarios entre países. Un aumento de las tensiones geopolíticas podría provocar una reversión de los flujos de capital desde los países receptores más distantes geopolíticamente, con un efecto más pronunciado en los flujos de cartera de los mercados emergentes.

5 En este recuadro se usa la base de datos AidData v2.0, que contiene información sobre 10.849 proyectos formalmente aprobados, que han recibido financiación de instituciones oficiales de China en 145 países del período 2000-2017. En este recuadro solo se consideran los 6.543 proyectos localizados en 138 países con información sobre el volumen de la financiación recibida en dicho período. En el epígrafe 3.1 de este documento se ofrece una descripción más detallada de la versión más reciente de dicha base de datos, que amplía el período de datos hasta el año 2021 e incluye las líneas *swaps* concedidas por el Banco Central de China en los últimos años a los países con problemas para conseguir financiación a través de otras vías. Por último, hay que mencionar que en el texto del recuadro se utilizarán indistintamente los términos «financiación oficial» y «préstamos oficiales» para referirse a la ayuda y préstamos directos otorgados por el gobierno chino o sus instituciones.

6 En este recuadro se mide la afinidad geopolítica entre países desde el año 2000, a partir de la «distancia del punto ideal» propuesta por Bailey, Strezhnev y Voeten (2017), que se basa en la similitud de patrones de voto en la Asamblea General de las Naciones Unidas. Concretamente, esta variable refleja la divergencia en el comportamiento de los países en la votación en la Asamblea General de la ONU medida a través del Ideal Distant Point (IDP). El IDP\_Todas las sesiones e IDP\_Derechos humanos se calcula como la diferencia en valor absoluto de las votaciones en las diferentes sesiones (<https://github.com/evoeten/United-Nations-General-Assembly-Votes-and-Ideal-Points>). Un aumento de estos indicadores sugiere una mayor disparidad ideológica con los países que reciben financiación oficial de China.

¿QUÉ FACTORES DETERMINAN LA FINANCIACIÓN OFICIAL BILATERAL DE CHINA? (cont.)

Gráfico 1  
Correlación entre la distancia geopolítica y la financiación bilateral de China



FUENTES: AidData v2.0 y United Nations General Assembly Voting Data [Voeten, Strezhnev y Baily (2022)].

tiempo. En ambos casos, se observa una correlación negativa entre el número de proyectos financiados y la distancia geopolítica con China (a mayor distancia, menor afinidad, menor número de proyectos en los que China participa), lo cual sugiere que los factores geopolíticos no son irrelevantes a la hora de decidir el destino de sus préstamos.

Con el objetivo de contrastar estadísticamente estas correlaciones, se estima una ecuación de gravedad en la que la variable dependiente aproxima el número de proyectos con financiación concedida por instituciones oficiales de China a cada país en un año determinado durante el período 2000-2017<sup>7</sup> (ecuación 1). Los datos del número de proyectos proceden de la base de datos AidData v2.0<sup>8</sup>. Para aislar el papel de la distancia geopolítica, en la ecuación se incluyen las habituales variables de gravedad, que podrían afectar a la decisión de concesión de financiación entre diferentes países, tales como la distancia física o la existencia de vínculos coloniales<sup>9</sup>. Además de estos factores bilaterales, la literatura existente sobre los determinantes de las transacciones financieras transfronterizas, en general, otorga un papel relevante a determinadas características del país de destino de los flujos financieros (*pull factors*). Para recoger estas especificidades, en la ecuación (1) se incluyen variables que aproximan el grado de desarrollo financiero de los mercados del país receptor de la financiación —a mayor desarrollo, mayor acceso

a otros potenciales acreedores— o la calidad de sus instituciones —mayor compromiso/confianza en el cumplimiento de los contratos— o el nivel de deuda externa (%/PNB) —elevados ratios de deuda podrían dificultar el acceso de un país a la financiación internacional, o derivar en la solicitud de un programa de ayuda financiera por parte del FMI o el BM o, en un extremo, incurrir en crisis de deuda que requiera su reestructuración—. Por último, para captar factores particularmente atractivos para el país acreedor, en este caso China, se incluyen variables que tratan de aproximar el tamaño del mercado del país receptor (Producto Interior Bruto (PIB) per cápita o población), así como la disponibilidad de materias primas (rentas de recursos naturales sobre PIB)<sup>10</sup>. Además, se incluyen efectos fijos a escala nacional, para tener en cuenta las características específicas —invariantes y no observables— de cada país, así como *dummies* temporales anuales<sup>11</sup>, para controlar por factores globales comunes (por ejemplo, las condiciones financieras o el apetito por el riesgo)<sup>12</sup>. El cuadro 2 incluye una descripción detallada de cada variable.

$$(1) X_{\text{Chinait}} = \beta \text{ distancia geopolítica}_{\text{Chinait}} + \gamma \text{ variables gravedad}_{\text{Chinait}} + \mu \text{ otras variables}_{\text{it-1}} + \nu_i + \nu_t + \epsilon_{\text{Chinait}}$$

donde  $\epsilon_{\text{Chinait}}$  es un término de error aleatorio.

7 La ecuación propuesta está en línea con la considerada por el FMI para estimar el papel de la afinidad geopolítica en los flujos de inversión directa bilateral —tanto en volumen como en número— y en los flujos de inversión de cartera —tanto bonos como acciones—. Si bien los determinantes de los flujos de financiación oficial podrían diferir dadas las diferentes características y objetivo de ambos tipos de financiación.

8 <https://www.aiddata.org/data/aiddatas-global-chinese-development-finance-dataset-version-2-0>.

9 Estas variables guardan relación con el grado de acceso a la información local, así como con el mayor o menor coste de las transacciones financieras entre China y el país receptor de la financiación.

10 En Dreher, Fuchs, Parks, Strange y Tierney (2022) (nota a pie 66), se indica que el principal objetivo de la *Going Forward Strategy*, impulsada por el gobierno chino en 1999, era promover las exportaciones y apoyar la penetración de las empresas chinas en terceros mercados.

11 Los efectos fijos años capturan el efecto de *shocks* comunes a los países.

12 Otras variables que podrían afectar a los flujos bilaterales, como el régimen de tipo de cambio o el nivel de reservas exteriores no se incluyen en el análisis.

## ¿QUÉ FACTORES DETERMINAN LA FINANCIACIÓN OFICIAL BILATERAL DE CHINA? (cont.)

Cuadro 1  
Factores determinantes de la financiación oficial bilateral de China

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Distancia geopolítica (Derechos Humanos)	-0,62*** (0,23)	-0,54** (0,23)	-0,53** (0,25)	-0,58** (0,29)	-0,55* (0,31)
Distancia física (km, log)		1,48 (3,34)	0,70 (3,53)	0,96 (3,47)	1,71 (3,61)
Estabilidad institucional			-0,49* (0,28)	-0,56* (0,32)	-0,61* (0,33)
Globalización financiera (log)			-0,88** (0,41)	-0,82* (0,45)	-0,77* (0,46)
Deuda Externa (%/GDP, log)				0,05 (0,15)	0,08 (0,17)
Población (log)					1,50 (1,24)
Renta per cápita (2015US, log)					0,68 (0,58)
Observaciones	2.320	2.124	1.907	1.605	1.541
R2	0,44	0,45	0,45	0,43	0,45
EF país-año	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Muestra	AidData v2.0	AidData v2.0	AidData v2.0	AidData v2.0	AidData v2.0

FUENTE: Elaboración propia.

NOTA: MCO. Efectos fijos a nivel país y año. El resto de variables de gravedad (lazos coloniales, idioma común o religión común) se eliminaron de la estimación por problemas de multicolinealidad. Los errores estándar están agrupados a nivel de país y año. \*, \*\* y \*\*\* denotan significatividad a niveles del 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente.

La ecuación se estima por mínimos cuadrados ordinarios, incluyendo efectos fijos país receptor y año, y los errores estándar se agrupan en país receptor-año, para un panel de 133 países en el período 2000-2017, último año para el que existe información disponible en AidData v2.0. Para mitigar posibles problemas de endogeneidad relacionados con la variable distancia geopolítica —los países podrían ajustar su votación en la ONU en aras de aumentar la probabilidad de recibir el préstamo—, en lugar de considerar las votaciones en todas las sesiones de la ONU se consideran exclusivamente las votaciones en las sesiones relacionadas con los derechos humanos, al ser más estable y menos influenciado por las decisiones de otros países<sup>13</sup>. En el caso del resto de las variables, los problemas de endogeneidad se mitigan con la inclusión de las variables desfasadas un período. Si China concede menos préstamos a aquellos países con los que presenta una mayor distancia (menor afinidad) geopolítica, el coeficiente estimado ( $\beta$ ) en la ecuación (1) debería ser menor que cero ( $\beta < 0$ ).  $\beta$  aportaría

información sobre cómo la diferencia en la afinidad geopolítica de dos países con China afectaría de media a la financiación oficial que China dirige hacia esos países.

El cuadro 1 resume los principales resultados de la estimación de las diferentes especificaciones de la ecuación (1) consideradas. En la columna (1) se incluye la variable de interés (la distancia geopolítica) y la variable dependiente (número de proyectos con financiación oficial de China). La estimación confirma que la variable es significativa —al 1 %— y que presenta el signo esperado ( $\beta < 0$ ). Un aumento de la distancia geopolítica o, lo que es lo mismo, un deterioro de la afinidad geopolítica con China —de una desviación típica (0,616)— conllevaría un descenso medio del número de proyectos con financiación oficial de China de aproximadamente 0,38 (0,616\*0,62), un valor no despreciable si se tiene en cuenta que, de media, el número de préstamos o proyectos financiados por país al año se situó en torno al 3,5 en el

13 Alternativamente se incluyó la variable desfasada un período, pero, aunque el signo es negativo, el coeficiente estimado presenta una menor significatividad o incluso era no significativo en algunas de las especificaciones.

**¿QUÉ FACTORES DETERMINAN LA FINANCIACIÓN OFICIAL BILATERAL DE CHINA? (cont.)**Cuadro 2  
Descripción de las variables

Variables	Descripción	Fuente
Número de proyectos	Número de proyectos financiados por instituciones oficiales de China	AidData's Global Chinese Development Finance Dataset, v3.0 <a href="https://www.aiddata.org/data/aiddatas-global-chinese-development-finance-dataset-version-3-0">https://www.aiddata.org/data/aiddatas-global-chinese-development-finance-dataset-version-3-0</a>
Distancia geopolítica	Grado de desacuerdo en las votaciones de cada país en las distintas Asambleas Generales de las Naciones Unidas  Un mayor valor del índice indica una menor afinidad geopolítica con China	Bailey, Strezhne y Voeten (2017) <a href="https://github.com/evoeten/United-Nations-General-Assembly-Votes-and-Ideal-Points">https://github.com/evoeten/United-Nations-General-Assembly-Votes-and-Ideal-Points</a>
Grado de apertura financiera	KOF <i>index of de jure financial globalization</i> . Un mayor índice indica una mayor apertura	Financial Globalization (KOF Index) KOF Swiss Economic Institute
Índice de corrupción	Aproxima el grado de estabilidad institucional del país. Un mayor valor indica una menor corrupción y una mayor estabilidad institucional/credibilidad en el país.	Worldwide Governance Indicators database (WGI) <a href="https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators">https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators</a>
Deuda Externa/PNB	Un mayor valor indica una mayor dependencia del capital exterior	Banco Mundial <a href="https://www.worldbank.org/en/programs/debt-statistics/ids">https://www.worldbank.org/en/programs/debt-statistics/ids</a>
PIB per cápita (constante 2015 US\$)	PIB-real per capita	Banco Mundial <a href="https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators">https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators</a>
Población	Población residente en el país	Banco Mundial <a href="https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators">https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators</a>
Distancia geográfica	Distancia en km entre las dos ciudades más pobladas de un país y China	CEPII Gravity Database <a href="https://www.cepii.fr/cepii/en/bdd_modele/bdd_modele.asp">https://www.cepii.fr/cepii/en/bdd_modele/bdd_modele.asp</a>
Lazos coloniales	Variable dicotómica que toma el valor 1 si ambos países mantuvieron lazos coloniales después de 1945 y 0 en caso contrario	CEPII Gravity Database <a href="https://www.cepii.fr/cepii/en/bdd_modele/bdd_modele.asp">https://www.cepii.fr/cepii/en/bdd_modele/bdd_modele.asp</a>
Lenguaje común	Variable dicotómica que toma el valor 1 si al menos el 9 % de la población comparte un lenguaje común y 0 en caso contrario	CEPII Gravity Database <a href="https://www.cepii.fr/cepii/en/bdd_modele/bdd_modele.asp">https://www.cepii.fr/cepii/en/bdd_modele/bdd_modele.asp</a>
Religión común	El índice toma valor entre 0 y 1. Un mayor valor indica que el porcentaje de población en ambos países con religión común es mayor	CEPII Gravity Database <a href="https://www.cepii.fr/cepii/en/bdd_modele/bdd_modele.asp">https://www.cepii.fr/cepii/en/bdd_modele/bdd_modele.asp</a>
Disponibilidad de materias primas (% de rentas sobre total de rentas)	Rentas totales de los recursos naturales (% del PIB). La renta total de los recursos naturales es la suma de la renta del petróleo, la renta del gas natural, la renta del carbón (duro y blando), la renta mineral y la renta forestal  Indicador de relevancia estratégica	Banco Mundial <a href="https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.TOTL.RT.ZS">https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.TOTL.RT.ZS</a>
Importaciones y/o exportaciones de bienes a China/Total	Indicador del grado de relaciones comerciales de bienes	UntacdSTAT <a href="https://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/US_popup.html">https://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/US_popup.html</a>

FUENTE: Elaboración propia.

**¿QUÉ FACTORES DETERMINAN LA FINANCIACIÓN OFICIAL BILATERAL DE CHINA?**

período 2000-2017 (2,4 si se consideran también los pares país-año en los que no se financiaron proyectos)<sup>14</sup>. La estimación es robusta a la inclusión de las variables de gravedad, ya que el valor estimado para  $\beta$  resulta muy similar y continúa siendo estadísticamente significativo (columna 2)<sup>15</sup>. Los resultados apenas varían cuando se considera el grado de apertura financiera—negativa y significativa— y la estabilidad institucional, aproximada por el grado de corrupción —no significativa— (columna 3). Un mayor endeudamiento externo tampoco parece afectar a la decisión de China de financiar un proyecto. Las variables que aproximan el grado de desarrollo del país y su potencial de crecimiento no resultaron significativas<sup>16</sup>. El coeficiente de la afinidad geopolítica continuó siendo significativo y de cuantía similar al controlar por estas variables. En cambio, el indicador de estabilidad institucional utilizado se vuelve significativo y con signo negativo, esto es, a menor estabilidad institucional —mayor corrupción— mayor financiación oficial China de proyectos. Este resultado podría estar indicando que China estaría ocupando el espacio de otros prestamistas oficiales, que no están dispuestos a prestar a los países sin garantías institucionales. Finalmente, la mayor disponibilidad de materias primas o las relaciones comerciales no resultaron significativas<sup>17</sup>.

Los resultados confirman la intuición inicial: China tiende a apoyar financieramente en mayor medida a proyectos en países con los que presenta una menor disparidad geopolítica<sup>18</sup>. El grado de desarrollo financiero y el indicador de estabilidad institucional<sup>19</sup>, también condicionan el destino de la financiación procedente de China. Y, en contra de lo esperado, el aprovisionamiento de materias primas no parece ser, de media, un objetivo prioritario<sup>20,21</sup>.

En resumen, un deterioro de las tensiones geopolíticas actuales entre Estados Unidos —y sus aliados— y China podría provocar una reorientación de los flujos financieros de China —incluida la ayuda al desarrollo— hacia sus países más afines ideológicamente. Especialmente vulnerables son aquellos países con mayores niveles de deuda externa —en un contexto de tipos de interés elevado y reducidos colchones domésticos/escaso margen fiscal para acomodar *shocks*— y con riesgo de crisis de deuda elevado, con mercados financieros poco desarrollados, que dependan en mayor medida de la financiación oficial de China y que presenten una menor afinidad ideológica con este país. El recurso al FMI podría aumentar si las tensiones geopolíticas continúan acentuándose.

14 Este resultado es similar al obtenido por Dreher, Fuchs, Parks, Strange y Tierney (2022), donde un incremento del 10 % en la afinidad de voto en las sesiones de las Naciones Unidas incrementaría de media un 0,3 el número de proyectos financiados por préstamos o ayuda de China.

15 A diferencia de otros flujos financieros transfronterizos, la financiación oficial bilateral se dirige a países distantes geográficamente, de ahí que no sorprenda su no significatividad.

16 Este resultado es robusto al considerar diferentes aproximaciones del PIB per cápita, en términos corrientes, constantes y corregido (o no) de PPP.

17 También se incluyó un indicador de las relaciones comerciales bilaterales (exportaciones y/o importaciones a China) pero no resultó significativo y alteraba la significatividad y el valor del resto de los coeficientes.

18 Esta respuesta podría haberse acentuado en los últimos años (FMI, 2023b).

19 El indicador de corrupción es sensible al índice utilizado para aproximarla, de ahí que haya que interpretarlo con cautela.

20 Estos resultados son, en líneas generales, similares a los obtenidos por Dreher, Fuchs, Parks, Strange y Tierney (2022) para el período 2000-2014, aunque ellos encuentran que China financia proyectos en mayor medida en países más pobres. Si bien, cuando se consideran todos los países, de media, tampoco encuentran evidencia a favor de que China destine con mayor probabilidad fondos a proyectos localizados en países ricos en recursos naturales. Por el contrario, algunos trabajos enfocados en África sí que encuentran una correlación positiva entre dichas variables (Dreher, Fuchs, Parks, Strange y Tierney, 2018).

21 Los resultados son robustos a controlar por las características del país receptor e incluir solo controles de año y no de país.

## Anejo 1

Cuadro A.1

### Relación ISO-PAÍS

ISO	País
AFG	Afganistán, República Islámica de
AGO	Angola
ARG	Argentina
BDI	Burundi
BIH	Bosnia y Herzegovina
BLR	Bielorrusia, República de
BOL	Bolivia
BRB	Barbados
CAF	Centroafricana, República
CMR	Camerún
COD	Congo, República Democrática del
COG	Congo, República del
COM	Comoras
CUB	Cuba
DJI	Djibouti
DMA	Dominica
ECU	Ecuador
EGY	Egipto
ETH	Etiopía
FSM	Micronesia, Estados Federados de
GAB	Gabón
GHA	Ghana
GMB	Gambia
GNB	Guinea-Bissau
GRD	Granada
HTI	Haití
IRQ	Irak
KEN	Kenia
KGZ	Kirguistán, República del
LAO	Laos, República Democrática Popular de
LBN	Libano
LKA	Sri Lanka
MDA	Moldavia, República de
MDV	Maldivas
MHL	Marshall, Islas
MLI	Mali
MNG	Mongolia
MOZ	Mozambique
MWI	Malawi
NGA	Nigeria
NIC	Nicaragua
PAK	Pakistán
PNG	Papúa Nueva Guinea

FUENTE: Organización Internacional de Normalización.

ISO	País
RUS	Federación Rusa
SDN	Sudán
SLE	Sierra Leona
SLV	El Salvador
SOM	Somalia
SSD	Sudán del Sur
STP	Santo Tomé y Príncipe
SUR	Surinam
TCD	Chad
TGO	Togo
TJK	Tayikistán, República de
TON	Tonga
TUN	Túnez
TUR	Turkía
UKR	Ucrania
VEN	Venezuela
WSM	Samoa
ZMB	Zambia
ZWE	Zimbabue

FUENTE: Organización Internacional de Normalización.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 2310 IVÁN AUCIELLO-ESTÉVEZ, JOSEP PIJOAN-MAS, PAU ROLDAN-BLANCO y FEDERICO TAGLIATI: Dual labor markets in Spain: a firm-side perspective.
- 2311 CARLOS PÉREZ MONTES, JORGE E. GALÁN, MARÍA BRU, JULIO GÁLVEZ, ALBERTO GARCÍA, CARLOS GONZÁLEZ, SAMUEL HURTADO, NADIA LAVÍN, EDUARDO PÉREZ ASENJO e IRENE ROIBÁS: Marco de análisis sistémico del impacto de los riesgos económicos y financieros. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2312 SERGIO MAYORDOMO e IRENE ROIBÁS: La traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2313 CARLOS PÉREZ MONTES, ALEJANDRO FERRER, LAURA ÁLVAREZ ROMÁN, HENRIQUE BASSO, BEATRIZ GONZÁLEZ LÓPEZ, GABRIEL JIMÉNEZ, PEDRO JAVIER MARTÍNEZ-VALERO, SERGIO MAYORDOMO, ÁLVARO MENÉNDEZ PUJADAS, LOLA MORALES, MYROSLAV PIDKUYKO y ÁNGEL VALENTÍN: Marco de análisis individual y sectorial del impacto de los riesgos económicos y financieros. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2314 PANA ALVES, CARMEN BROTO, MARÍA GIL y MATÍAS LAMAS: Indicadores de riesgos y vulnerabilidades en el mercado de la vivienda en España.
- 2215 ANDRÉS AZQUETA-GAVALDÓN, MARINA DIAKONOVA, CORINNA GHIRELLI y JAVIER J. PÉREZ: Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a ready-to-use database.
- 2316 FERNANDO GARCÍA MARTÍNEZ y MATÍAS PACCE: El sector eléctrico español ante el alza del precio del gas y las medidas públicas en respuesta a dicha alza. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2317 ROBERTO BLANCO y SERGIO MAYORDOMO: Evidencia sobre el alcance de los programas de garantías públicas y de ayudas directas a las empresas españolas implementados durante la crisis del COVID-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2318 ISABEL GARRIDO y IRUNE SOLERA: Has the 2021 general SDR allocation been useful? For what and for whom?
- 2319 ROBERTO BLANCO, ELENA FERNÁNDEZ, MIGUEL GARCÍA-POSADA y SERGIO MAYORDOMO: An estimation of the default probabilities of Spanish non-financial corporations and their application to evaluate public policies.
- 2320 BANCO DE ESPAÑA: La accesibilidad presencial a los servicios bancarios en España: Informe de seguimiento 2023. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2321 EDUARDO AGUILAR GARCÍA, MARIO ALLOZA FRUTOS, TAMARA DE LA MATA, ENRIQUE MORAL-BENITO, IÑIGO PORTILLO PAMPIN y DAVID SARASA FLORES: Una primera caracterización de las empresas receptoras de fondos NGEU en España.
- 2401 ALEJANDRO MORALES, MANUEL ORTEGA, JOAQUÍN RIVERO y SUSANA SALA: ¿Cómo identificar a todas las sociedades del mundo? La experiencia del código LEI (Legal Entity Identifier).
- 2402 XAVIER SERRA y SONSOLES GALLEGO: Un primer balance del *Resilience and Sustainability Trust* del FMI como canal de utilización de los derechos especiales de giro. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2403 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El papel de la política macroprudencial en la estabilización de las fluctuaciones macrofinancieras. Conferencia de Estabilidad Financiera/Banco de Portugal, Lisboa (Portugal), 2 de octubre de 2023.
- 2404 MORTEZA GHOMI, SAMUEL HURTADO y JOSÉ MANUEL MONTERO: Análisis de la dinámica reciente de la inflación en España. Un enfoque basado en el modelo de Blanchard y Bernanke (2023).
- 2405 PILUCA ALVARGONZÁLEZ, MARINA ASENSIO, CRISTINA BARCELÓ, OLYMPIA BOVER, LUCÍA COBREROS, LAURA CRESPO, NAJIBA EL AMRANI, SANDRA GARCÍA-URIBE, CARLOS GENTO, MARINA GÓMEZ, PALOMA URCELAY, ERNESTO VILLANUEVA and ELENA VOZMEDIANO: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2020 wave.
- 2406 ANA GÓMEZ LOSCOS, MIGUEL ÁNGEL GONZÁLEZ SIMÓN y MATÍAS JOSÉ PACCE: Modelo para la previsión del PIB de la economía española a corto plazo en tiempo real (Spain-STING): nueva especificación y reevaluación de su capacidad predictiva. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2407 OLYMPIA BOVER, LAURA CRESPO, SANDRA GARCÍA-URIBE, MARINA GÓMEZ-GARCÍA, PALOMA URCELAY y PILAR VELILLA: Micro and macro data on household wealth, income and expenditure: comparing the Spanish Survey of Household Finances (EFF) to other statistical sources.
- 2408 ÁNGEL ESTRADA y CARLOS PÉREZ MONTES: Un análisis de la evolución de la actividad bancaria en España tras el establecimiento del gravamen temporal de la ley 38/2022.
- 2409 PABLO A. AGUILAR, MARIO ALLOZA, JAMES COSTAIN, SAMUEL HURTADO y JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN: El efecto de los programas de compras de activos del Banco Central Europeo en las cuentas públicas de España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).

- 2410 RICARDO BARAHONA y MARÍA RODRÍGUEZ-MORENO: Estimating the OIS term premium with analyst expectation surveys.
- 2411 JOSÉ MANUEL CARBÓ, HOSSEIN JAHANSHAHLOO y JOSÉ CARLOS PIQUERAS: Análisis de fuentes de datos para seguir la evolución de *Bitcoin*.
- 2412 IVÁN KATARYNIUK, RAQUEL LORENZO ALONSO, ENRIQUE MARTÍNEZ CASILLAS y JACOPO TIMINI: An extended Debt Sustainability Analysis framework for Latin American economies.
- 2413 Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2022: métodos, resultados y cambios desde 2020.
- 2414 ÁNGEL ESTRADA, CARLOS PÉREZ MONTES, JORGE ABAD, CARMEN BROTO, ESTHER CÁCERES, ALEJANDRO FERRER, JORGE GALÁN, GERGELY GANICS, JAVIER GARCÍA VILLASUR, SAMUEL HURTADO, NADIA LAVÍN, JOÉL MARBET, ENRIC MARTORELL, DAVID MARTÍNEZ-MIERA, ANA MOLINA, IRENE PABLOS y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Análisis de los riesgos sistémicos cíclicos en España y de su mitigación mediante requerimientos de capital bancario contracíclicos. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2415 CONCEPCIÓN FERNÁNDEZ ZAMANILLO y LUNA AZAHARA ROMO GONZÁLEZ: Facilitadores de la innovación 2.0: impulsando la innovación financiera en la era *fintech*.
- 2416 JAMES COSTAIN y ANTON NAKOV: Models of price setting and inflation dynamics.
- 2417 ARTURO PABLO MACÍAS FERNÁNDEZ e IGNACIO DE LA PEÑA LEAL: Sensibilidad a los tipos de interés soberanos de la cartera de colateral elegible para los préstamos de política monetaria.
- 2418 ANTONIO F. AMORES, HENRIQUE BASSO, JOHANNES SIMEON BISCHL, PAOLA DE AGOSTINI, SILVIA DE POLI, EMANUELE DICARLO, MARIA FLEVOTOMOU, MAXIMILIAN FREIER, SOFIA MAIER, ESTEBAN GARCÍA-MIRALLES, MYROSLAV PIDKUYKO, MATTIA RICCI and SARA RISCADO: Inflation, fiscal policy and inequality. The distributional impact of fiscal measures to compensate for consumer inflation.
- 2419 LUIS ÁNGEL MAZA: Una reflexión sobre los umbrales cuantitativos en los modelos de depósito de las cuentas anuales y su posible impacto en el tamaño empresarial en España.
- 2420 MARIO ALLOZA, JORGE MARTÍNEZ, JUAN ROJAS y IACOPO VAROTTO: La dinámica de la deuda pública: una perspectiva estocástica aplicada al caso español. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2421 NOEMÍ LÓPEZ CHAMORRO: El camino hacia la supremacía cuántica: oportunidades y desafíos en el ámbito financiero, la nueva generación de criptografía resiliente.
- 2422 SOFIA BALLADARES y ESTEBAN GARCÍA-MIRALLES: Progresividad en frío: el impacto heterogéneo de la inflación sobre la recaudación por IRPF. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2423 JULIO ORTEGA CARRILLO y ROBERTO RAMOS: Estimaciones paramétricas del impuesto sobre la renta en 2019. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2424 PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS, MARTA MANRIQUE y DANILO BIANCO: Las políticas de la UE para la transición verde, 2019-2024. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2425 CATERINA CARVALHO-MACHADO, SABINA DE LA CAL, LAURA HOSPIDO, SARA IZQUIERDO, MARGARITA MACHELETT, MYROSLAV PIDKUYKO y ERNESTO VILLANUEVA: The Survey of Financial Competences: description and methods of the 2021 wave.
- 2426 MARINA DIAKONOVA, CORINNA GHIRELLI y JUAN QUIÑÓNEZ: Economic Policy Uncertainty in Central America and the Dominican Republic.
- 2427 CONCEPCIÓN FERNÁNDEZ ZAMANILLO y CAROLINA TOLOBA GÓMEZ: *Sandbox* regulatorio español: impacto en los promotores de los proyectos monitorizados por el Banco de España.
- 2428 ANDRES ALONSO-ROBISCO, JOSE MANUEL CARBO, EMILY KORMANYOS y ELENA TRIEBSKORN: Houston, we have a problem: can satellite information bridge the climate-related data gap?
- 2429 ALEJANDRO FERNÁNDEZ CERESO, BORJA FERNÁNDEZ-ROSILLO SAN ISIDRO y NATIVIDAD PÉREZ MARTÍN: La perspectiva regional de la Central de Balances del Banco de España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2430 JOSE GONZÁLEZ MÍNGUEZ: El informe Letta: un conjunto de recetas para dinamizar la economía europea.
- 2431 MARIYA MELNYCHUK y JAVIER MENCÍA: A taxonomy of macro-financial risks and policies to address them.
- 2432 DMITRY KHAMETSHIN, DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ y LUIS PÉREZ GARCÍA: El mercado del alquiler de vivienda residencial en España: evolución reciente, determinantes e indicadores de esfuerzo.
- 2433 ANDRÉS LAJER BARON, DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ y LUCIO SAN JUAN: El mercado de la vivienda residencial en España: evolución reciente y comparación internacional.
- 2434 CARLOS GONZÁLEZ PEDRAZ, ADRIAN VAN RIXTEL y ROBERTO PASCUAL GONZÁLEZ: Navigating the boom and bust of global SPACs.
- 2435 PATROCINIO TELLO-CASAS: El papel de China como acreedor financiero internacional.