Más difícil todavía…

Posted on 18 de agosto de 2016 by Julio Aramberri

Todos los espectadores de televisión han visto alguna vez el número de los platillos giratorios. Consiste en situar un plato sobre una varilla flexible a la que se hace girar sobre su eje, lo que, a su vez, impulsa al plato a dar vueltas sobre sí. Según la habilidad del artista, al primer plato le siguen otros, que pueden llegar hasta doce o quince, girando todos a la vez. Por supuesto, a medida que van entrando en acción nuevos platos, la inercia de los primeros se reduce y obliga al malabarista a volver atrás para cimbrear de nuevo sus varillas y evitar caídas. Después de un rato de saltar cada vez más frenéticamente aquí y allá para que todos los platos se mantengan en equilibrio dinámico, el público rompe a aplaudir y el acróbata, suficientemente probada su pericia, va recogiéndolos uno a uno, saluda y se retira.

No sé si el número es de origen chino, pero es en Shanghái donde he visto las demostraciones más espectaculares de ese y otros juegos malabares. Hasta hace poco, sus protagonistas se mantenían en el terreno de las artes escénicas, pero hoy los dirigentes chinos están empeñados en hacerles la competencia. La economía china se ha convertido con Xi Jinping en un número de platillos giratorios: hay que mantener a toda costa el equilibrio, cada vez más inestable, de sus distintos componentes.

No sólo una cuestión de números

Hay algo de preternatural en la capacidad de los dirigentes chinos para predecir el comportamiento a corto plazo de su economía. Siempre aciertan con la cifra exacta de crecimiento. Eso resultaba de cajón en los tiempos en que la economía china no se había desembarazado aún de la tiranía del plan quinquenal. Los planes están para eso: para cumplirse. Si acaso, cabe superar sus objetivos, pero de ninguna manera pueden quedar por debajo de lo previsto. Sin embargo, el socialismo con rasgos chinos, es decir, el capitalismo intervenido por el Partido, o capitalismo de Estado a secas, que ha generado la expansión de los últimos treinta años, no podía ser tan exacto, dado que el comportamiento del sector privado es, por definición, una variable difícil de controlar. Y, sin embargo, los dirigentes siguen dando en el clavo. En marzo de 2015, Li Keqian, el primer ministro, anunció que el PIB crecería al 7% y, por supuesto, así sucedió en los tres primeros trimestres, aunque el resultado final del año quedó una décima por debajo.

Tanta infalibilidad resulta sospechosa, pero hay un par de razones básicas para explicar su supervivencia. La principal es el paso a un segundo plano de la legitimidad ideológica del

Partido Comunista Chino. Desde la represión del movimiento democrático de 1989, el Partido ha tenido que ganarse la aprobación, siquiera tácita, de una mayoría de chinos y ha pasado a justificar su dictadura en los incrementos, ciertamente notables, del nivel de vida colectivo. La mejor prueba de su eficacia –más aún, de su imprescindible hegemonía– ha radicado en el crecimiento económico. Si, además, los números coincidían al completo con los pronósticos de los dirigentes, ahí aparecía una prueba adicional de que el Partido se había convertido en un prodigioso aparato tecnocrático, tan ilustrado como benefactor de sus súbditos.

En la realidad, el acierto en los pronósticos tenía algo menos de importancia que la experiencia cotidiana de una vida mejor. Al chino medio lo que le preocupa no son cosas abstractas, como el crecimiento de la economía o de la renta per cápita, sino su nivel de vida efectivo o, en la jerga de los economistas, su renta discrecional: lo que le queda después de pagar impuestos y gastos corrientes. No hay un observador de China que niegue que esa renta ha crecido rápidamente en las últimas décadas. La estimación más extendida es un crecimiento de un 7% anual, es decir, que se ha doblado cada diez años. Mientras el PIB crecía también a una media superior al 9% anual, el debate sobre las décimas resultaba irrelevante excepto para una minoría de académicos. Esa minoría, sin embargo, estaba ahí desde hacía tiempoYa en 1995, Harry Wu, un profesor de Economía en la Universidad Hitotsubashi de Tokio, había puesto en duda las estadísticas oficiales chinas. Para Wu, la media de crecimiento anual del PIB entre 1978 y 2014 se situó en el 7,1%, frente al 9,6% del Instituto Nacional de Estadística de China: una diferencia del -2,5% anual. Wu estimaba también que en 2015 el crecimiento del PIB había sido del 3,9%, en vez del 6,9% oficial. Frente a Wu, Carsten Holz, de la Universidad de Ciencia y Tecnología de Hong Kong, mantiene que los datos oficiales, aunque no son exactos, no se apartan mucho de la realidad y, si lo hacen, puede ser tanto por exceso como por defecto..

El escepticismo ha crecido a partir de la rápida recuperación del país tras la Gran Recesión de 2008-2009 que marcan las estadísticas y hoy son muchos los que dudan del valor de los datos oficiales. Hasta cierto punto es una consecuencia lógica de la desazón ante lo que el régimen de Xi Jinping comenzó a llamar *la nueva normalidad*. Traducido de la jerigonza política, ese sintagma hace referencia a la dura realidad de que la economía china ha reducido su ritmo de crecimiento.

El reconocimiento de *la nueva normalidad* se hizo de forma casi inmediata a las expectativas despertadas por la propuesta de reformas del Tercer Pleno de 2013. Su anuncio a comienzos de 2014 corrió a cargo de Li Keqian, el primer ministro, en las jornadas económicas anuales que se celebran en BoaoBoao es una ciudad costera en la isla subtropical de Hainan. Desde 2002, Boao se ha convertido en la sede de la conferencia anual del Boao Forum for Asia, un clon con rasgos asiáticos del foro que el Foro Económico Mundial organiza todos los años en

Davos. El Foro de Boao se ha convertido en un altavoz del Gobierno chino, que suele aprovecharlo para cantar las excelencias de su modelo económico ante una audiencia de políticos y académicos asiáticos.. Li tenía allí un papel complicado: ir haciendo más digerible la píldora de que la economía china se ralentizaba. El objetivo de PIB anunciado para 2014 (un aumento «alrededor» del 7,5% del PIB) eran aún alto, pero bastante menor que en los años dorados. Esa meditada ambigüedad oficial iba a convertirse en un asunto político muy delicadoEn 2013, al ministro de Hacienda se le ocurrió decir en Washington que un 7% de crecimiento no tendría por qué ser un suelo berroqueño y al punto Xinhua, la agencia oficial de noticias, corrigió la cifra en sus informaciones para reponer en su texto el 7,5% que mandaba la política oficial., pues la realidad que iba a experimentar en lo sucesivo el chino medio era la de una rebaja en su renta discrecional, algo que nunca resulta agradable. De ahí la importancia creciente de unas estadísticas que, una vez más, revalidasen la infalibilidad de los dirigentes, y de ahí también que éstas empezasen a ser revisadas con mayor asiduidad por los analistas.



Las dudas sobre las estadísticas chinas se deben a sus numerosas incongruencias internas y externas. La más importante remite al índice de precios al consumo (IPC), es decir, a la medición de la inflación. Sin entrar en mayores detalles, el crecimiento real de una economía se obtiene al restar del PIB nominal de un año dado el valor del IPC para ese mismo año, de suerte que, si el IPC está infravalorado, el PIB real aumenta, y a la inversa. En el caso chino,

el Instituto de Estadística no explica cómo obtiene esa métrica y se limita a anunciarla, prestando un importante flanco a la crítica. Pero –conviene reparar en ello– esa indefinición puede operar al alza o a la baja.

Adicionalmente, el PIB agregado de un año dado debería ser equivalente a la suma del de las treinta y dos provincias y entidades territoriales que conforman la República Popular. Sin embargo, históricamente se han producido serias discrepancias entre ambos resultados y, desde 2002, la suma de las cifras provinciales ha sido superior al total de las nacionales, debido generalmente a una diferente estimación de las inversiones fijasLa disparidad entre ambos datos ha sido creciente. En 2013, los resultados provinciales señalaban que la economía nacional había crecido al 9,5%, en vez del 7,7% que reportaba el Gobierno central. Una diferencia similar aparece dentro de los propios datos provinciales. La suma de los resultados por entidades territoriales menores tiende siempre a ser mayor que la ofrecida por la provincia. En Guangdong, en 2013, superaba en un 8% al total provincial.. Los críticos atribuyen esa discrepancia a las presiones de los aparatos burocráticos locales que, al avivar su contribución, contribuyen a dorar la imagen de sus dirigentes y a mejorar sus futuras carreras.

A escala nacional, suele subrayarse también la mudable fiabilidad de los datos por sectores. Según un estudio, los datos sobre el sector primario carecen totalmente de ella, al igual que los de bienes raíces, en tanto que los del presupuesto central, banca y transportes están por encima de la media. La manipulación más destacada se produjo en 1998. Mientras que muchos otros países asiáticos sufrieron fuertes recesiones, China anunció que su PIB había crecido un 7,8%. Los críticos, por su parte, estimaban que no había pasado del 5%.

El propio Gobierno central ha aceptado la existencia de problemasEn septiembre de 2015, el Gobierno chino anunció una batería de cambios en el sistema de contabilidad nacional y en julio de 2016 la adopción de un nuevo sistema de cálculo del PIB. La revisión, que da mayor peso en el PIB al sector de I+D, ha servido para recalcular los datos de PIB desde 1952 y, tal vez por casualidad, para redimensionar al alza el PIB durante ese período.. En 2007, en un documento dado a conocer por Wikileaks, Li Keqian, el actual primer ministro, reconocía que los datos del PIB chino se «manufacturaban» y sólo tenían valor indicativo. Li animaba a controlarlos con otros menos manipulables, como el consumo de electricidad, la producción de crudo, el transporte por ferrocarril, el PIB industrial y las ventas de automóviles. En su conjunto, pues, las estadísticas chinas son sospechosas, pero no es sencillo apreciar dónde. Mientras los dirigentes acierten…

Su infalibilidad tiene, sin embargo, consecuencias significativas. Fijarse objetivos económicos no es de suyo un vicio; sí lo es la facundia de creer que siempre se han cumplido, pues eso

hace imposible aprender de los propios errores. Como, por definición, el modelo no yerra, la inercia burocrática empuja a mantenerlo aun en los momentos en que sería aconsejable un cambio de rumbo. Discutir sobre si el crecimiento del PIB o su financiación a crédito son opciones realistas no forma, pues, parte del modelo. Justamente la imposibilidad de debatir abiertamente esos problemas básicos ha hecho imposible hasta la fecha avanzar en esa *reforma* que la mayoría de los observadores externos consideraba que iba a ser la gran contribución de Xi Jinping a la historia de China..

2014: Annus perditus

La *nueva normalidad* no traía consigo nada grato. A lo largo de 2014, las malas noticias económicas fueron acumulándose. El PIB rebajó el crecimiento de 2013 –7,4% frente al 7,7% en 2012– y la construcción registró un fuerte parónEntre abril y septiembre 2014, la media nacional del precio de las viviendas descendió un 3,1%, más rápidamente que en el declive anterior en 2011-2012. Más preocupante, las ventas cayeron un 10,1% y la inversión en vivienda un 5% sobre el año anterior. Los inversores que habían puesto sus ahorros en propiedades inmobiliarias veían caer con rapidez su dinero, y no eran pocos. En mayo de 2014, más de diez millones de apartamentos comprados para especular estaban desocupados. La situación de la construcción en ciudades de menor categoría que Pekín, Shanghái y Shenzhen, y que representaban el 70% del mercado de la vivienda en China, era aún más complicada, con un parque de propiedades que tardaría años en venderse.. Una política reformista como la aconsejada por la mayoría de analistas externos hubiera afrontado la crisis permitiendo a los mercados seguir su curso, de suerte que, una vez superada, la economía resurgiese sobre bases más estables. Pero eso hubiera significado un rápida ascenso del paro, pues la caída de la construcción venía emparejada con un aumento de la capacidad excedente en acero, energía y cemento, sectores que emplean a muchos millones de chinos. El fantasma del paro obsesiona al Partido Comunista Chino. Si la creación de empleo es la mejor prenda de su nueva legitimidad funcional, no es de extrañar que se niegue a permitir políticas que lo aumenten. Si así se desvanecía la promesa de que el mercado fuera a desempeñar un papel decisivo en la economía, tal y como lo había anunciado el Tercer Pleno, peor para el mercado y sus admiradores extranjeros.

Las reformas que el nuevo Gobierno puso en marcha tenían profundos rasgos chinos. Hasta la llegada de Xi Jinping había existido una clara división del trabajo en el seno del Gobierno. La economía dependía del primer ministro y del Consejo de Estado (nombre oficial del Gobierno chino), en tanto que la política general quedaba en manos del Partido, es decir, de su secretario general y de los diversos escalones de cuadros. La primera reforma importante después del Tercer Pleno de 2013 cortocircuitó ese sistema con la creación de un Comité Directivo Reducido para Profundizar la Reforma presidido por Xi Jinping. El comité iba a ser el

órgano supremo de la reforma y decidiría la aceptación y puesta en marcha de las políticas emanadas de otros seis *comités reducidos* para diversas áreas de la vida del país. De entre ellos, el Comité Reducido para la Reforma Económica organizaría y coordinaría las actividades de los demás, es decir, serviría como secretariado de apoyo al Comité Directivo Reducido para Profundizar la Reforma. Esa misma estructura tenía que ser replicada en las regiones autónomas, provincias y grandes ciudades. Se calcula que el número de esos *comités reducidos* locales asciende a más de ochocientos en todo el paísBarry Naughton, *'Deepening Reform'. The Organization and the Emerging Strategy*..

La formación de estos *comités reducidos* ponía a los cuadros políticos por encima de los órganos formales de gobierno, centrales o locales

Era una reforma típica de las grandes instituciones burocráticas: crear el órgano antes que la función. Pero también suponía un claro aumento del poder del Partido. Muchos comentaristas se han fijado, sobre todo, en la asunción de todo el poder, político y económico, por parte de Xi Jinping, que preside el Comité Directivo Reducido para Profundizar la Reforma. Aun acertada, es una reflexión insuficiente. En China siempre es difícil separar a la organización del Partido de cualquier otra, pero la formación de estos *comités reducidos* ponía a los cuadros políticos por encima de los órganos formales de gobierno, centrales o locales. Al tiempo que reunía en su persona el control de todos los poderes, Xi Jinping invitaba a sus camaradas de rango inferior a hacer lo mismo y establecía así un orden de precedencia contrario al anterior ideal de equilibrio entre autoridades políticas y administrativas. Ahora las últimas, en todos los niveles organizativos, por más que muchos de sus titulares fuesen también miembros del Partido, quedaban subordinadas a los dirigentes políticos de su ámbito.

¿Había algo más en la famosa reforma? Inicialmente hubo numerosas sospechas de que quedaría en agua de borrajas, según la antigua conseja burocrática de derivar hacia nuevos comités los problemas que no quieren resolverse y, durante un tiempo, la actividad febril de los comités sólo parió ratones: pequeñas reformas del sistema de permisos residenciales (*hukou*); modificaciones de la política de hijos únicos; algunos cambios fiscales; reforma de los exámenes de ingreso en las universidades. Poca cosa.

El panorama cambió a mediados de año tras una reunión del Comité Directivo Reducido para Profundizar la Reforma en la que se planteó una cuestión crucial: la reforma de las sociedades estatales (SOE), con especial atención a la SASAC, el grupo de empresas estratégicas que vertebra la intervención del Partido en la economía china. Como sucede tantas veces en China, los dirigentes entraron al problema por la tangente: bajo la fórmula de una revisión de su sistema salarial. No era, pues, la estrategia frontal promercado que les

aconsejaban los optimistas, lo que muestra a las claras que, si Xi Jinping tenía algo parecido en su mente, había decidido aparcarlo para resolver de entrada las tensiones que iba a provocar la propuesta reducción salarial y otras posibles reformas en ese órgano claveEl salario medio anual http://english.caixin.com/2015-01-08/100772281.html de un alto ejecutivo del grupo SASAC en 2011 estaba 6,5 veces por encima del salario medio de sus trabajadores; era 15,3 veces mayor que el salario medio de un trabajador del sector público y 25 veces superior al de otro del sector privado. Por comparación con sus equivalentes del sector público, su salario era 2,3 veces superior; con los del privado, 3,8 veces. Véase Barry Naughton, *It's All in the Execution. Struggling with the Reform Agenda*.. Al mismo tiempo, la medida, muy popular por cierto, era también un toque de atención a las SOE: su reforma era inminente.

El final del verano trajo una novedad mayor con el anuncio de cambios estructurales en la financiación de los organismos locales. A finales de 2013, el Ministerio de Economía les había ordenado que enviasen un informe auditado de su nivel de deuda y, según fueron llegando, las autoridades centrales se llevaron un susto mayúsculo: la deuda de los gobiernos locales había aumentado un 47% y llegaba al 25% del PIB esperado para 2014. Los dirigentes locales habían comprendido que el Ministerio de Hacienda pensaba cortarles las alas y comprometieron cuanto todos los proyectos de inversión que tenían a mano antes de enviarle sus auditoríasUno de los más serios problemas que afronta la economía china es su deuda real, aunque parece que nadie –ni el Gobierno central, ni el Banco Central– es capaz de aclarar su monto. En agosto de 2014, se estimaba que la deuda pública representaba alrededor del 80% del PIB, pero las estimaciones variaban considerablemente..

El Ministerio de Hacienda había pedido también que los informes auditados diferenciasen entre la deuda *general* de la entidad correspondiente (gastos corrientes, personal, servicios sociales, etc.); la de proyectos específicos de inversión; y la de las empresas públicas locales (todos los gobiernos locales habían formado a lo largo de los años una miríada de empresas públicas, es decir, tenían sus propias SOE y SASAC). El Ministerio proponía establecer un techo a la deuda *general* en el límite al que hubiese llegado en el informe auditado y prohibir que las SOE locales siguiesen endeudándose. Una vez reconocido el total de la deuda, se organizaría un rescate mediante emisiones de bonos y otras formas de capitalización. En suma, algo similar a lo que se había hecho en 2003. La condición de la economía, empero, no hacía fácil ejecutar ese plan porque otras cuestiones requerían atención con urgencia.

En el último trimestre de 2014, el deterioro de la economía seguía su curso y el Gobierno recurrió a sus métodos habituales para frenarlo. El Banco Central anunció en el mes de septiembre una inyección de 82 millardos de dólares a los cinco grandes bancos y en octubre la amplió con otros 33 millardos de dólares canalizados a través de otros bancos nacionales y

provinciales. Aunque no tuvieran el mismo efecto que un recorte de los tipos de interés, con esas actuaciones el Banco Central ampliaba los límites del crédito disponible y daba un empujón a la economía. Poco antes, el Banco Central había intervenido en el mercado comprando dólares para debilitar el yuán y mejorar la competitividad de los exportadores nacionales. La economía china no abandonaba su adicción al estímulo.

En realidad, del programa de reformas del Tercer Pleno no quedaba casi nada. La de las SOE seguía estancada; la deuda de las haciendas locales no paraba de crecer; la liberalización del sistema financiero anunciada para 2016 se diluía a marchas forzadas; el papel del mercado pasaba de *decisivo* a secundario; la reducción salarial en las SOE, tan popular, no fomentaba precisamente su libertad de actuación ni su atractivo para los más cualificados. Pero nadie se atrevía a escribir el epitafio de la reforma. Los medios oficiales anunciaban con gran pompa la inmediata salida del bache gracias a un creciente protagonismo del consumo privado y del sector de servicios, aunque no aportaban ningún dato convincente para demostrarlo. Al cabo, no hacían otra cosa que cumplir con su papel de voceros del Gobierno. Más llamativa resultaba la actitud de tantos observadores no ligados a él por obediencia debida, sino por un optimismo tan incontinente como incontenidoA principios de 2015, McKinsey & Co. recogía un parecer muy extendido. En ese año, la productividad de la economía china estaba llamada a aumentar (con la salvedad del sector público) gracias al impulso de la tecnología; el Gobierno pondría el foco sobre la creación de nuevos y mejores empleos, y las compañías dedicarían más recursos para la mejora de sus sistemas informáticos; seguiría la construcción de trenes de alta velocidad. En general, McKinsey confiaba en que los consumidores de clase media siguieran gastando, aunque tal vez a menor ritmo; en la capacidad de innovación de las compañías chinas; y en el impacto de un creciente imperio de la ley., que se negaban a aceptar la vacuidad de sus sueños. La realidad inmediata iba a ser bastante menos caritativa que ellos.

2015: Annus horribilis

Los datos de la primera mitad de 2015 indicaban un rápido descenso de la economía. El crecimiento del PIB en 2014 se redujo al 7%, en línea con la previsión gubernamental, pero con una caída de cuatro décimas sobre el año anterior. Mes a mes, la construcción empeoraba tanto por el desplome de nuevos proyectos como por el aumento de inventarios y una bajada de precios. Los índices de actividad industrial también decaían. Los ascensos salariales impulsaban el consumo, al tiempo que reducían los márgenes de beneficio de muchas empresas del sector privado, donde es más difícil mantener una contabilidad creativa. Las exportaciones tampoco contribuían a mejorar la coyuntura y aumentaban las salidas de capital hacia el exterior.

La única excepción positiva aparecía en el sector financiero. Ante el creciente deterioro de la economía, el Gobierno alentaba nuevos estímulos para evitar una mayor caída del crecimiento. A principios de marzo, el Banco Central anunció una nueva rebaja de veinticinco puntos básicos en el tipo de interés. Al tiempo, inyectaba dinero en el sistema y reducía el nivel de reservas monetarias de los bancos para avivar el crecimientoEn los once primeros meses de 2015, los nuevos créditos ascendieron a 1,66 billones de dólares, superando el total de 2014., es decir, daba protagonismo a la banca, con lo que no resultaba sorprendente que ésta tuviese beneficios.

Esos beneficios no iban a salirle gratis. El rápido aumento del crédito ennegrecía el panorama fiscal, pues en buena parte los nuevos préstamos afluían a proyectos de infraestructuras nacionales y provinciales y a las SOE de ambos niveles, es decir, a la inversión y no al consumo. La deuda del sector público, pues, seguía creciendo a toda prisa, en contra de los deseos de un Gobierno desconcertado. En consecuencia, la reforma de las haciendas locales propuesta en 2014 por el Ministerio de Economía el año anterior se vino abajo. La idea inicial de que su reestructuración se financiase con emisiones de bonos suscritos a mercado abierto fue abandonada tan pronto como los primeros tanteos quedaron por debajo de las expectativas. En su lugar, se decidió que los bancos que habían concedido los créditos en dificultades los cambiasen por bonos de madurez diferida y que éstos contabilizasen en la cartera de esos mismos bancos, no en la de los prestatarios. Se trataba de una píldora amarga, que obligaba a la banca a canjear deuda a corto plazo y de interés alto por bonos sin liquidez y con un rendimiento menorBarry Naughton, *Local Debt Restructuring. A Case of Ongoing Authoritarian Reform*.. A cambio, el Estado se convertía en el garante final de los pagos, algo que no era precisamente la mejor forma de crear un sistema financiero estable y transparente, pero tranquilizaba al público.



La historia no acabó ahí. En el mes de mayo, el Gobierno revocó una decisión anterior y canceló la prohibición de que las SOE de las entidades locales contrajesen nuevos créditos. Con el nuevo sistema, si las SOE locales encontraban dificultades para devolverlos en el futuro, podían renegociarlos y extenderlos. Esa decisión era una invitación a que la deuda pública se desbocase, como de hecho sucedióEn septiembre 2015, un informe del Banco Internacional de Pagos cifraba la deuda total de China en el 235% del PIB. La mayor parte de su rápido crecimiento se debía, igual que en años anteriores, al sector corporativo público.. Poco después, Pekín permitía a las entidades locales refinanciar deudas atrasadas por valor de unos 290 millardos de dólares.

Pero el afán por obtener nueva financiación para la política de estímulo no podía saciarse sólo con una reestructuración de la deuda viva. Las entidades locales y las SOE necesitaban otras fuentes de crédito y los dirigentes decidieron jugar la carta del mercado de capitalesLa Bolsa de Shanghái reabrió sus puertas en 1990 tras cuarenta y un años de cierre. China inauguró una segunda Bolsa en Shenzhen ese mismo año. Durante los años sin Bolsa, Hong Kong servía de nexo con el exterior para funciones bursátiles y allí se cotizaban, y aún se cotizan, acciones de compañías chinas (llamadas acciones H) que, a diferencia de las de las mismas compañías listadas en Shanghái (acciones A), pueden ser negociadas por inversores internacionales. El pasado noviembre se inauguró un sistema más flexible (el *tren* Hong Kong-Shanghái), que otorga mayores facilidades a los chinos continentales para invertir en Hong Kong y a los extranjeros para hacerlo en Shanghái. Las dos Bolsas de China continental constituyen ya el segundo mercado del mundo tras Nueva York. La Bolsa de Shanghái ha

acogido tradicionalmente a las grandes compañías chinas, la mayoría SOE, en tanto que en Shenzhen cotizan empresas más pequeñas, sobre todo privadas.. Los regímenes totalitarios no son entusiastas de las Bolsas, porque canalizan decisiones financieras de agentes independientes y son difícilmente controlables pero, acuciadas por la necesidad, las autoridades chinas se convirtieron en sus mejores propagandistas. Li Keqiang, el primer ministro, expresó repetidamente su deseo de que el mercado contribuyese a la financiación del sector corporativoEn una sola semana de agosto de 2014, la agencia oficial de noticias Xinhua difundió ocho artículos que exaltaban el patriotismo de los inversores. El *Diario del Pueblo*, órgano oficial del Partido Comunista de China, y la televisión se unieron al entusiasmo de los dirigentes..

Con el apoyo oficial y la creencia popular de que el Gobierno garantizaría las cotizaciones, las Bolsas experimentaron un crecimiento espectacular hasta mediados de 2015. Sólo entre enero y junio de ese año sus índices subieron un 54,2% (Shanghái) y un 118,5% (Shenzhen). Pero en junio y julio cambió el viento y las cotizaciones se vinieron abajo un 28,6% (Shanghái) y un 33,2% (Shenzhen), con pérdidas de más de tres billones de dólares para los inversores. Las medidas de estabilización posterioresEl Gobierno chino se empleó a fondo para limitar las consecuencias del *crack* bursátil con medidas que reflejaban pánico. A comienzos de julio, el Banco Central anunció una nueva e inesperada rebaja de los tipos de interés y una reducción de los fondos de reserva de los bancos. Poco después se impusieron medidas de emergencia, como la congelación de nuevas salidas a Bolsa y una provisión de liquidez ilimitada del Banco Central a la compañía pública que suministra crédito a los agentes de cambio. Adicionalmente, se prohibió que los propietarios de un 5% o más de las acciones de una compañía pudiesen venderlas hasta que la Bolsa se recuperase y la asociación de compañías de inversión se comprometió a aumentar sus compras con un fondo de veinte millardos (109) de dólares y a no vender mientras el índice local se mantuviera por debajo de los 4.500 puntos. El coste de estas medidas estabilizadoras se estimó en 160 millardos de dólares., que mostraban la facilidad con que las autoridades se permitían repudiar la liquidez de las inversiones bursátiles, contribuyeron a crear una gran incertidumbre, por lo que las cotizaciones seguían en terreno negativo a finales del año. Confiar en que, con las condiciones que China imponía, el mercado de capitales generase apoyo suficiente para estimular la economía no sólo resultaba arriesgado: era una prueba positiva de irresponsabilidad profesional y política. Noventa y tres millones de pequeños ahorradores y sus familias, alrededor de un 15% de la población, salieron escaldados y la confianza en la sabiduría y la omnipotencia del Gobierno sufrió un serio revés.

El resto del año no iba a ser mejor. En agosto, el Banco Central contribuyó a ello con una nueva e ingrata sorpresa: otra devaluación del yuán, la divisa nacional, también conocida

como renminbíEl debate sobre el valor real de la moneda china respecto al dólar, que había rebajado su intensidad durante los últimos años, cobró nuevo impulso con esta devaluación. Frente a las razones esgrimidas por el Banco Central de China –la devaluación era un nuevo paso en la liberalización del sistema financiero chino, decía–, la opinión en muchos otros países lo acusaba de haber iniciado una guerra de divisas. Según una estimación de Citigroup, una devaluación del 10% para el yuán suponía caídas del PIB para sus principales competidores.. La decisión permitía una bajada respecto al dólar estadounidense de un 2% que los mercados empujaron hasta otro 2% adicional en los días siguientes. Habitualmente se considera que las devaluaciones suponen un apoyo a los exportadores nacionales, porque hacen más competitivos sus precios y, por supuesto, ésa era la intención de las autoridades. Al tiempo, suponen una tasa adicional sobre los consumidores y sobre las industrias que importan bienes extranjeros, es decir, constituyen un freno al consumo privado. También se convierten en una pesada carga para las compañías locales endeudadas en divisas extranjeras.

Si, como en este caso, las devaluaciones van acompañadas por una bajada de los tipos de interés –la cuarta para China en un año–, se generan incentivos para la fuga de capitales. En los doce meses anteriores a septiembre, salieron de China entre 380 millardos (cifra oficial) y 600 millardos de dólares (estimaciones independientes), y 2015 se cerró con una caída neta de las reservas de divisas de 700 millardos de dólares.

A finales de octubre, en el Quinto Pleno de su Comité Central, el Gobierno aprobó el Decimotercer Plan Quinquenal. Con el tiempo, los planes quinquenales han dejado de ser vinculantes y expresan intenciones más que estrategias. Aun con esa premisa, el Plan dejaba claro el papel dirigente del Gobierno sobre la economía, sin renunciar a la ambición tradicional de marcar la meta de crecimiento. Entre 2016 y 2020 iba a situarse, al decir del Gobierno, en una zona moderadamente alta, con un techo del 7% y un suelo del 6,5% anual. Esa decisión personal de Xi Jinping era el único compromiso real de un Plan que ha generado un amplio escepticismo. El resto se reduce a apuntar que la economía china crezca en esos años a impulsos del consumo privado y de la innovación. Adicionalmente, promete un aumento de la población urbana: hasta un 60% en 2020; ampliación de los beneficios sociales; mejoras en el medio ambiente; y, otra vez, la convertibilidad del yuán, ahora pospuesta a 2020, frente a la promesa anterior de hacerlo en 2016. Sin explicar cómo van a implementarse esos cambios, el Plan no pasará posiblemente de ser una expresión de buenos deseos.

Todas esas decisiones súbitas hacían pensar que la realidad económica había cogido al Gobierno por sorpresa. Paul Krugman, que no había regateado elogios al gigantesco plan de estímulo aprobado en 2008, decía ahora de que «los gobernantes de la nación no tienen la

menor idea de hacia dónde encaminarse», como si entre aquel estímulo que él aplaudía y el aumento disparado de la deuda actual y sus consecuencias no hubiese relación alguna. La conclusión más lógica es menos estridente, aunque más desfavorable para los dirigentes: no están perdidos, sino que han caído en su propia trampa y se limitan a buscar soluciones a corto plazo, muchas de ellas contradictorias, para los problemas de una estrategia progresivamente ineficaz de crecimiento a ultranza.

2016: Annus mirabilis?

El titular de finales de 2015 en *El País* («Los datos de consumo e inversión dan muestras de la estabilización de China»), nueva muestra del optimismo que anega a la mayoría de los analistas, resultó ser tan inexacto como infundado. Ni la economía china se había estabilizado a final del año, ni iba a hacerlo en el primer semestre de 2016. El crecimiento del PIB en 2015 (6,9%) era el menor de los últimos veinticinco años. Peor aún resultaba que el año hubiese acabado en medio de una gran incertidumbre. Mientras que el consumo privado y el sector de servicios habían crecido ligeramente, otros indicadores más decisivos (actividad industrial, inversiones en infraestructura, construcción) seguían a la baja. A pesar de que la banca aportaba uno de los mejores datos en toda la economía, sus beneficios en 2015 cayeron por debajo del 3%.

¿Ha mejorado la situación en 2016? La respuesta tiene que ser matizadamente negativa. En general, la economía creció al 6,7% durante los dos primeros trimestres, dentro de las previsiones del Gobierno, pero conviene no olvidar que ese resultado estaba por debajo del de 2015. Sin embargo, mientras que en los primeros meses las malas noticias se sucedían sin tregua, en mayo y junio se remansaron. Más que real, el cambio ha sido de percepción.

La explicación de la calma a mediados de año es sencilla. El Gobierno chino ha seguido echando mano de la tarjeta de crédito nacional y lo ha hecho a un ritmo aún más asombroso que en el año anterior. La financiación agregada –la máxima dimensión de crédito disponible en una economía– creció exponencialmente en los primeros meses. En marzo creció en 400 millardos de dólares y en junio aumentó otros 244, el doble que en mayo.

El mayor acceso al crédito empujó especialmente a la construcción. Entre enero y abril, la venta de casas creció un 61,4% respecto al mismo período del año anterior. Inicialmente, se centró en las grandes ciudades (Pekín, Shanghái, Shenzhen), pero más tarde se extendió a otras de segundo nivel. Jaleados por el Gobierno, los bancos rebajaron el depósito inicial de las hipotecas hasta sólo un 20% del valor del inmueble. En una sociedad en la que, hasta el momento, la especulación inmobiliaria había sido la mejor inversión accesible a muchos ahorradores, esa reducción animó a otros muchos a arriesgarse. Los precios de las

residencias lujosas fueron los que más subieron.

El Gobierno chino ha seguido echando mano de la tarjeta de crédito nacional y lo ha hecho a un ritmo aún más asombroso que en el año anterior

Otros bienes no registraron el mismo entusiasmo comprador. Las ventas al menor ascendían a un ritmo más lento que a finales de 2015. No en balde, la renta disponible durante el primer trimestre sólo había crecido un 6,6% en comparación con el 7,4% durante el mismo período de 2015. Muchos consumidores estaban ya seriamente endeudados o acababan de contraer una hipoteca, lo que no les permitía aumentar sus gastos. Su confianza seguía sin estabilizarse y en marzo llegó al punto más bajo de los últimos veintiocho meses. Confiar, como lo hacían el Gobierno y tantos analistas independientes, en que el consumo privado se convirtiese en el principal motor de la economía se revelaba, una vez más, como una fantasía.

La mano del Gobierno, nada invisible durante esos meses, había completado el empujón a la construcción con un amplísimo parachoques de deuda. El Banco Central empezó el año con una nueva inyección de 20 millardos de dólares al sistema financiero, la mayor de los tres últimos años. A finales de febrero rebajó las reservas monetarias de la banca, liberando alrededor de otros 105 millardos de dólares para concesión de créditos. La disponibilidad de liquidez se colocó así por encima de la demanda, pero el Gobierno no se sentía satisfecho. En marzo decidió aumentar el déficit presupuestario hasta 72 millardos de dólares adicionales. En mayo, el Banco Central fijó el cambio del yuán frente al dólar en el punto más bajo de los últimos cinco años. Ese mismo mes, el *Diario del Pueblo*, el órgano oficial del Partido Comunista, anunciaba la aprobación de un plan trienal de inversiones por un total de 724 millardos de dólaresPor comparación, el plan de estímulo del presidente Obama para hacer frente a la Gran Recesión de 2008-2009 había ascendido a 831 millardos de dólares e incluía a numerosos sectores de la economía, no sólo el del transporte, El plan anticrisis del Gobierno chino de 2008 ascendía a 600 millardos de dólares. para gastos de infraestructuras: ferrocarriles, autopistas, canales, aeropuertos y transporte urbano.

La mayor parte de esas jugosas aportaciones tuvo o iba a tener como destinatarios finales a las SOE nacionales y locales cuya reforma había pasado a mejor vida. ¿Qué sucedería si, como en el pasado, muchas de ellas no podían afrontar el pago de las nuevas deudas? Inicialmente, Pekín volvió a la idea de que recurriesen al mercado de renta fija con emisiones de bonos para mejorar su financiación, pero, al poco, la completó con un proyecto de *bails-in*, es decir, que la banca prestamista convirtiese los bonos en dificultades en acciones de la compañía, algo que no animaba a la confianza. Más peliagudo aún resultaba que muchas SOE estuviesen endeudándose para pagar sus créditos antiguos con los nuevos.

La Bolsa había renqueado a principios de 2016, con una fuerte caída en enero, seguida de otra en febrero, pero en junio repuntó, aunque los índices continuaban cerca de donde los había llevado la crisis de julio de 2015. Aumentar su capitalización total con la propuesta introducción de *bails-in* constituía un alto riesgo, como se encargó de advertir el Fondo Monetario Internacional: en definitiva, no resultaba sino una forma subrepticia de mantener con vida a empresas zombisEl Fondo Monetario Internacional estimaba que la deuda china en riesgo había subido a 1,3 billones de dólares, alrededor del 7% del PIB. Al hilo de ese informe empezaron a oírse rumores de que el Gobierno estaba presionando a economistas, estadísticos, periodistas y expertos bursátiles para que no pusiesen en cuestión sus medidas o se abstuviesen de hacer comentarios negativos..

Anegar la economía con crédito fácil plantea problemas serios para la inversión privada y el mercado de trabajo. El aumento de crédito a la construcción contribuye a mantener el exceso de producción de muchas SOE en el acero, el carbón y el cemento, pero limita el crecimiento de otros sectores que dependen de ella. Por ejemplo, la compra especulativa de apartamentos destinados a quedarse vacíos no anima la venta de electrodomésticos, de muebles o de objetos de decoración interior. Así pues, junto a una plétora de nuevo dinero, muchas compañías no se deciden a invertir siquiera con capital propio. En el segundo semestre de 2016 se anunciaba que las compañías chinas habían aumentado sus fondos líquidos en un 18%, un lucro cesante que no entusiasma a los accionistas. En suma, las nuevas y continuas inyecciones de dinero en el sistema van acompañadas de menor eficacia productiva.

Sin nuevas inversiones, el mercado de trabajo no crece. Una de las ideas puestas en circulación por las autoridades ha sido la de reducir el crecimiento de los salarios y hacer así más atractivos los nuevos proyectos. Pero si, pese a las dificultades políticas que eso entraña, pudiese llevarse a cabo, sus consecuencias bajistas sobre el consumo privado serían inmediatas.

Aún peor, la necesidad de limitar la producción final en muchos sectores augura reducciones de plantilla. Sin duda, resulta difícil hacer predicciones sobre sus eventuales efectos, porque pocos analistas saben cuál es el nivel real del paro en China. El plan quinquenal 2016-2020 habla de mantener la tasa de desempleo por debajo del 5%, pero también aquí las estadísticas oficiales son poco fiables. Sin embargo, las dimensiones previstas de algunas actuaciones administrativas resultan poco digeribles, con una eventual pérdida de 1,8 millones de puestos de trabajoOtras estimaciones son aún más pesimistas. Para *China Daily*, un diario gubernamental en inglés, una reducción de capacidad del 30% en los sectores del carbón, acero y cemento podría provocar el despido de hasta tres millones de trabajadores en los próximos dos o tres años. sólo en los sectores del carbón y del acero. Esos planes de

reestructuración laboral no pueden compararse con los enormes reajustes de los años noventa, pero su puesta en práctica daría lugar a numerosas tensiones, tanto por las características de los trabajadores empleados como por su concentración geográfica en áreas como Mongolia Interior y Manchuria. Y el Gobierno teme, con razón, que desarrollarlos genere serios conflictos sociales.

* * *

Así ha sido la evolución de la economía china bajo la presidencia de Xi Jinping: una incesante carrera productivista que, asentada en ampliaciones sucesivas de crédito, genera perturbaciones recurrentes en la banca, en las Bolsas y en el tipo de cambio del yuán, al tiempo que impulsa la fuga de capitales. Las SOE nacionales y provinciales tienen cada vez más dinero a su disposición, lo que permite sobrevivir a las más ineficientes, pero el crédito adicional no genera la productividad marginal de antaño y las empresas privadas no se animan a invertir por falta de oportunidades. En consecuencia, el mercado de trabajo no se expande tanto como sería necesario para un aumento rápido del consumo. Más aún, la necesidad de recortar la producción excedente anuncia despidos masivos en varios sectores estratégicos.

Muchos analistas han sustituido su optimismo anterior por una oleada de pesimismo no menos incongruente. Aunque las predicciones de un aterrizaje forzoso (*hard landing*) se multiplican, el Gobierno chino tiene aún a su disposición la dilatada panoplia de recursos típica de una economía intervenida y la pondrá en juego, porque no puede cambiar de modelo económico y político. Habrá serias discusiones y hasta divisiones en su seno; tal vez incluso lleguen a manifestarse en público. Pero, con la ayuda de unas estadísticas sospechosas y de unos medios de comunicación amordazados, Xi Jinping tratará de seguir deslumbrando a propios y extraños con su maestría para mantener en equilibrio los platillos giratorios de la economía.