

## Nunca pasa nada

Julio Aramberry  
31 mayo, 2016

### Entre Newport y Dalian

La etapa gubernamental de Hu Jintao (presidente de la República y secretario del Partido Comunista Chino) y Wen Jiabao (primer ministro) entre 2003 y 2012 representa para muchos chinos de hoy el punto más apacible de la era de las reformas. El sistema político parecía haber entrado en una etapa de institucionalización creciente; los congresos del Partido venían celebrándose regularmente cada cinco años; del gobierno personal se había pasado a la responsabilidad colectiva; los dirigentes eran designados por un plazo máximo de diez años; una mayoría de chinos y chinas aceptaba, si no con entusiasmo, sí con sosiego el pacto pos-Tiananmén 1989; Hu se olvidaba de la lucha de clases como motor de la historia y prefería hablar de la *sociedad armónica*, un concepto enormemente vago pero llamado a desplazar a Marx por Confucio; China parecía estar transitando hacia lo que Aviezer Tucker ha llamado la etapa tardía<sup>1</sup> de los regímenes totalitarios y ejercía aún una represión extensiva pero de baja intensidad.

La mejoría en el nivel de vida de los chinos saltaba a la vista. Un testimonio personal. Llevo trece años como profesor visitante de una universidad de Dalian, una ciudad de la provincia de Liaoning al

nordeste de China. En ese tiempo, coincidente con el mandato de Hu-Wen, el barrio en torno a la universidad donde doy clases y la ciudad en general han cambiado enormemente. Una formidable galería comercial que alberga un supermercado Walmart ha sustituido al mercadillo de medios pelos que había al otro lado de la avenida que linda con la universidad por el oeste. Se han multiplicado los edificios de cuarenta y más pisos en torno al campus. El barrio de Heishijiao, que es donde estamos, se ha gentilizado hasta tal punto que resulta irreconocible. Un colega que se graduó en esa universidad, pero llevaba más de veinte años sin pisar Dalian, me lo comentaba asombrado. Íbamos paseando a la vera del mar por la playa del parque de Xinghai y recordaba el barrio de casas baratas, hechas con materiales de derribo en los años cincuenta y sesenta, pero con una magnífica vista del agua. Todo él ha desaparecido y, como es de imaginar, la primera línea de playa ha dado paso a una serie de mansiones, éstas sí poco imaginables hace tan solo cinco años. Son palacetes de tres y cuatro pisos, con más de mil metros cuadrados construidos y un jardín. Los precios oscilan entre cinco y diez millones de dólares. Detrás de la primera línea hay otras veintitantas viviendas de la misma condición, pero sin la misma vista. Estas sólo valen entre tres y seis millones de dólares.

También dentro del 1% (en China, el 1% son trece millones de personas) hay grados. Cuando paseo por allí siempre recuerdo la anécdota, apócrifa pero bien traída, que me contaron en una visita a Newport. El Newport de Rhode Island, justo al norte de Boston, se convirtió durante la última parte del siglo XIX, esa época que los estadounidenses llaman *The Gilded Age*, en el lugar favorito para disfrutar de sus veranos entre las familias más adineradas del país. Sobre los palacios (la gente bien de la época prefería llamarlos *summer cottages*, es decir, cabañas veraniegas) que se apiñan a lo largo de la avenida Bellevue, allá arriba, en Ochre Point, dominando sobre todos ellos, aparece The Breakers, la fastuosa residencia diseñada en 1895 por Richard Morris Hunt, el arquitecto de moda entre los notables, para Cornelius Vanderbilt II. Un poco más abajo en la ladera tenía el suyo (The Elms) Edward Julius Berwind, un magnate de Filadelfia que había hecho su fortuna con el carbón. Según cuentan, cuando los residentes de The Breakers necesitaban ese combustible, algún empleado de la casa se pasaba por The Elms y le pedía al carbonero que se lo enviase: «A ser posible, tráigalo usted mismo». Como los Cabot de Boston, el nieto del comodoro tenía muy claro que los de su casa sólo hablaban con Dios.

## Deng animó a los chinos a enriquecerse y algunos han seguido el consejo con un brío singular

En los tiempos de esplendor de Newport, todo el mundo sabía a quiénes pertenecían los palacios de la ciudad. En el Dalian de hoy es mucho más difícil estar al corriente de quiénes son los dueños de las casas de primera línea de playa, porque seguramente ellos sólo hablan con el espíritu de Deng Xiaoping, el impulsor del apabullante desarrollo económico de China durante los últimos treinta años. Como hiciera Guizot en Francia, Deng animó a los chinos a enriquecerse y algunos han seguido el consejo con un brío singular. Por ejemplo, Wang Jianlin, el presidente del grupo Wanda, que, según *Forbes*, con un patrimonio de 34,2 millardos de dólares, es el hombre más rico de China en 2016 y, precisamente, un residente de Dalian. Pero también se han enriquecido muchas familias de clase media. Esas son las que ocupan las torres de treinta y cuarenta pisos que se apiñan detrás de las residencias unifamiliares y tienen también vistas al mar. Como ellas, en parajes diferentes, hay otros muchos millones por toda China que alcanzaron su estatus durante la etapa de Hu Jintao.

Hu era un ingeniero de poca imaginación que generaba un tedio incomparable en sus apariciones públicas. Su mayor aspiración parecía ser que todo se mantuviese igual e igualmente aburrido. Que nunca pasase nada era su gran aspiración. Bajo su mandato, el Partido Comunista Chino consiguió legitimarse no ya por su ideología, como quería Mao Zedong, sino por sus resultados. Como consecuencia, fue entonces cuando tomó forma ideal estructurada el modelo de crecimiento económico bajo el que aún vive el país. Durante años ha sido el asombro de Damasco, aunque hoy haya empezado a perder admiradores.

## **Andy Warhol y el desarrollo económico**

A finales de los años ochenta, Robert Aliber, un profesor de Economía en la Universidad de Chicago, bromeaba con adoptar a Andy Warhol en la teoría del desarrollo económico: «En el futuro, todo país crecerá rápidamente durante quince años»<sup>2</sup>. Michael Pettis<sup>3</sup>, que profesa en la Escuela de Negocios Guanghai de la Universidad de Pekín, se tomó la broma muy en serio. Hay ya un amplio número de países que han pasado por el trance de un rápido desarrollo, eso que suele llamarse *el milagro* ..... (póngase sobre los puntos suspensivos el adjetivo que denote la nacionalidad correspondiente), pero no es menos cierto que sólo unos pocos (Taiwán, Corea del Sur, tal vez Chile) han sido capaces de consolidar su estirón inicial con un crecimiento sostenido. ¿En qué difieren de los que no lo han conseguido? Para Pettis, los fracasados no hicieron a tiempo las reformas necesarias para salir de las crisis que en algún momento todas las economías tienen que afrontar y se desviaron de la senda ortodoxa, generalmente por razones domésticas. En ese aprieto, resume, se encuentra hoy la economía china.

Como decía Herb Stein, otro economista estadounidense, «si algo no puede crecer continuamente, en algún momento tendrá que parar». Stein se refería a los déficits por cuenta corriente en Estados Unidos, pero desde hace unos pocos años un creciente grupo de economistas creen que el apotegma se aplica a la China de hoy. No están solos, como lo prueban las declaraciones del equipo de dirigentes que tomó las riendas del país en 2013, en especial las efectuadas con machaconería desde el Tercer Pleno del Decimooctavo Comité Central del Partido Comunista de China (9-12 de noviembre de 2013)<sup>4</sup>, donde se anunció una batería de políticas para sostener el crecimiento. Más aún que los economistas, son los dirigentes comunistas chinos quienes se ven urgidos por las realidades económicas a buscar soluciones, pues de ello puede depender la continuidad en sus cargos.

Es habitual y hasta razonable tratar de adivinar las razones políticas que llevan a esos dirigentes a adoptar determinadas medidas, pero al cabo el intento no es más que una pasión estéril. Sólo una reducida elite está al tanto de lo que realmente sucede entre bastidores y guarda celosamente el secreto del sumario. Más fértil resulta fijarse en los límites que constriñen sus decisiones y con los que esos dirigentes tienen que contar, por todopoderosos que se crean. No suelen ser claros, pero están ahí. De creer a Wen Jiabao, el anterior primer ministro, la economía china adolece de cuatro *ins* (*inestable*, *incontinente*, *inarmónica* e *insostenible*) generados por un crecimiento tan espectacular como brusco. China -concluía Wen- necesita imperiosamente reequilibrar su economía y, añádase, lo hará en mejores o peores condiciones según lidien con ellos sus gerifaltes. Wen, empero, tiraba la piedra y escondía la mano, dejando a otros la tarea de explicar en qué consistían esos desequilibrios tan perentorios y, aún más importante, proponer remedios para enmendarlos.



Con el tiempo ha ido conformándose una corriente de opinión<sup>5</sup> que los resume en la peculiar y escasísima contribución del consumo doméstico a la composición del PIB chino. El consumo de los chinos es extraordinariamente limitado. Su baja participación en la economía nacional no es una casualidad, sino la consecuencia directa del modelo económico adoptado por sus dirigentes, que exige un aumento galopante de la inversión, es decir, del ahorro. Hasta hace poco era ése un diagnóstico minoritario y aún hoy algunos piensan que China puede reequilibrar su economía, dada la reducción del superávit de su balanza de pagos desde la Gran Contracción de 2008<sup>6</sup>.

Se engañan, apunta Pettis<sup>7</sup>. En pura contabilidad, el crecimiento de un país depende en términos porcentuales de tres factores: consumo, inversión y exportación neta (exportaciones menos importaciones). Así pues, una reducción del superávit neto sólo puede obedecer a dos razones: bien que la tasa de ahorro nacional haya disminuido, dejando menor espacio para la exportación neta; bien que haya crecido, empujando a la inversión doméstica a subir aún más. Cuando sucede esto último, el consumo necesariamente disminuye su participación en el PIB, con lo que la reducción del superávit se explicaría por un crecimiento aún mayor de la inversión. Justamente lo que sucedió en 2009-2010.

En los últimos años, Pekín ha tratado de aumentar algunos tipos de consumo (rebajando impuestos sobre bienes duraderos y coches), pero esas ayudas al consumo, como se dirá, las pagan las familias y así el Gobierno da con una mano menos de lo que quita con la otra. La disminución del superávit comercial hay que buscarla, pues, en un aumento de la inversión, pues la tasa de ahorro siguió subiendo hasta 2011, es decir, hasta el final de la etapa Hu-Wen. En 2005, el consumo de las familias había descendido hasta el 40% del PIB y, pese a las promesas oficiales de aumentarlo, siguió bajando. En 2011, en lo que para Pettis es una tasa *surrealista*, se situó en el 34-35% del PIB.

Esa transferencia, en China, se lleva a cabo a través de tres mecanismos fundamentales. El primero

es la creciente distancia entre salarios y aumento de la productividad. En los últimos diez años, los salarios se han doblado, a la par que la productividad se triplicaba. El exceso de mano de obra agraria y el control de la actividad sindical por las organizaciones del Partido Comunista han permitido que buena parte del excedente se trasvase a los empresarios, privados o públicos, creando así un amplio subsidio para estos últimos que les permite generar beneficios o encubrir pérdidas.

La segunda fuente de subsidios a las empresas proviene de la tasa de cambio. A la devaluación del renminbi (RMB) en 1994<sup>8</sup>, que generó un rápido aumento de la productividad, le ha seguido en las dos últimas décadas una política cambiaria que lo mantenía entre un 15% y un 30% por debajo de su valor real. La infravaloración de la moneda nacional mantiene artificialmente altos los precios de los bienes importados y actúa como una tasa pagadera por todos los consumidores que los compran.

El tercer mecanismo de contracción del consumo es la llamada *represión financiera*<sup>9</sup>. El Banco Popular de China fija tanto el tipo máximo de los depósitos bancarios como el mínimo de los créditos; el desfase entre ambos transfiere una importante suma de recursos de los depositantes a los deudores que Pettis cifra entre un 3% y un 8% del PIB. Así los bancos obtienen un beneficio seguro y atractivo e impulsan inversiones en vivienda, en infraestructuras y en capacidad industrial. La ventaja comparativa de China, en contra de la creencia general, no se encuentra en la inmensidad de su fuerza de trabajo, sino en el bajísimo coste del capital para quienes pueden obtener créditos. «Las empresas chinas no se comportan [...] como si su recurso menos costoso fuera la mano de obra, sino el capital. Tienen razón. La mano de obra puede resultar barata, pero para los grandes deudores el capital sale gratis; su coste puede incluso ser negativo»<sup>10</sup>.

Así se ha creado una estampida inversora. En la China de Hu Jintao, todos los círculos eran virtuosos. La renta de las familias sufre cargas de todo tipo, pero la economía genera un crecimiento asombroso que empuja la creación de empleo. Cuando los trabajadores rurales dejan atrás una vida de mera subsistencia y se colocan en las fábricas y en la construcción, su renta aumenta. El incremento del conjunto es tan espectacular que, una vez deducidas las transferencias mencionadas, el nivel de vida y la capacidad de consumo del chino medio se multiplican. Sólo gentes malvadísimas como el Dr. Evil, el perverso rival de Austin Powers, podrían desear que el modelo deje de funcionar.

## **En la cuerda floja**

El diagnóstico de Lardy coincide con el de Pettis, pero añade detalles importantes. Para ambos, la economía china está desequilibrada, pero Lardy apoya esa conclusión con un amplio análisis de las bases de la demanda y las de la producción, la distribución de rentas y las relaciones entre ahorro e inversión.

En China, la inversión (que se corresponde con el ahorro) ha sido el motor tradicional de la actividad económica aunque, llamativamente, y en contra de lo que cabía esperar por la experiencia de otros países de similar nivel de desarrollo, su cuantía ha crecido en el tiempo en vez de disminuir. Al comienzo de la etapa de reformas representaba el 36% del PIB, un porcentaje similar al de otros países asiáticos en su fase de despegue, pero entre 2003 y 2010 se ha mantenido en una media anual del 54%. Por su parte, entre 2005 y 2008, el crecimiento neto de las exportaciones se disparó

hasta el 9% del PIB.

A primera vista parece una observación sorprendente. Para cualquier visitante asiduo de China, el ascenso del consumo de los hogares que se aprecia en la vida cotidiana resulta indiscutible y la etapa Hu-Wen fue la de mayor bienestar desde 1978, pero conviene distinguir entre crecimiento absoluto del consumo (medido en términos de unidades monetarias) y el relativo (en porcentaje del total), que ha ido consistentemente a la zaga del crecimiento del PIB. En 2008 y 2009, el consumo de las familias cayó hasta un 35%. El gubernamental, por su parte, se mantuvo en torno al 14% durante ese período. Si entendemos por desequilibrio esa caída proporcional y brusca del consumo, el proceso que se inició en 2003 ha detraído crecimiento potencial al PIB. En términos nominales, éste creció a una media del 17,3% entre 2002 y 2008, pero el consumo de las familias se quedó en un 13%, es decir, el PIB resultó ser un 20% menor de su potencial si ambos hubieran crecido al mismo ritmo.

La estructura productiva (agricultura, industria, servicios) presenta un desequilibrio similar. Entre 1978 y 2010, la agricultura ha mantenido un papel decreciente, situándose en torno al 10% en la última fecha, algo similar a lo sucedido en otras economías emergentes. Sin embargo, no pasó lo mismo en la industria y los servicios. Hasta 2002 la industria declinó relativamente (bajó al 43%) y los servicios (41,5%) crecieron, pero tras esa fecha la tendencia se invirtió. En 2010, la industria había ascendido al 47% y los servicios, más lentamente, hasta el 43%, lo que representa una desviación de la pauta observable en la mayoría de las economías asiáticas del mismo nivel de desarrollo.

Por su parte, las estadísticas estatales de distribución de la renta nacional entre trabajadores, empresas y Gobierno de 1993 a 2009 no reflejan cambios significativos entre ambas fechas, con un porcentaje de 47%, 38% y 15% respectivamente en la última. Sin embargo, si se analizan los flujos de fondos (definidos como la variación neta de entradas y salidas de fondos recibidos por cada uno de esos sectores), la renta disponible apunta una caída de nueve puntos porcentuales (del 67 al 58% del PIB) entre 1992 y 2008, atribuible en un 60% a reducciones salariales; otro 20% se debe a la rebaja de transferencias a los hogares; y el resto a la bajada de rentas inmobiliarias. Si esas cifras son correctas, la caída porcentual del consumo de los hogares entre 2003 y 2010 resulta menos sorprendente.

Wen Jiabao sabía de lo que hablaba al enumerar sus ins. ¿Hizo algo su Gobierno para evitar la evolución ascendente de los desequilibrios desde 2003?

## Wen Jiabao sabía de lo que hablaba al enumerar sus ins. ¿Hizo algo para evitar la evolución ascendente de los desequilibrios desde 2003?

Finalmente, el análisis de la relación entre ahorro e inversión muestra una evolución similar. Cuando el ahorro nacional es superior a la inversión nacional, el resultado es un superávit de la balanza de pagos y, a la inversa, cuando el primero es inferior a la segunda se producirá un déficit. En China, los flujos de fondos en cada uno de los tres sectores de la economía (hogares, corporaciones y Gobierno) reflejan un crecimiento equilibrado entre 1988 y 2002, pero notables desajustes entre 2007 y 2008. En la primera fase, el tipo de cambio del yuan estaba compensado; la intervención del Banco Central en el mercado de divisas siguió siendo moderada; la tasa de inversión no era desmedida; y el

consumo de los hogares se mantenía estable. Todo ello cambió a partir de 2003.

Desde cualquiera de esos puntos de vista, Wen Jiabao sabía de lo que hablaba al enumerar sus *ins*. ¿Hizo algo su Gobierno para evitar la evolución ascendente de los desequilibrios desde 2003? Una respuesta matizada muestra que su preocupación por el asunto en el terreno de las ideas y en algunas acciones positivas no sirvieron para reducir la pasividad general de la respuesta política. El Gobierno tenía en su mano una panoplia de opciones que utilizó sólo parcialmente. Podía intervenir rebajando impuestos; aumentando el gasto en bienes públicos (sanidad, educación, seguridad social y pensiones); y reclamando a las empresas públicas (SOE, por sus siglas en inglés) que pagasen dividendos, pero sus políticas concretas se mantuvieron muy por debajo de las necesidades.

Las medidas adoptadas en los años noventa con Zhu Rongji para la reforma de las SOE impusieron masivos despidos de personal y tuvieron como una de sus consecuencias un aumento notable de las contribuciones de los particulares a los gastos en sanidad y educación, anteriormente provistos directamente por sus unidades de producción. En 2001 ya pagaban de sus bolsillos un 60% del total de gastos de atención sanitaria. Su contribución a los de educación pasó de un 2% del gasto en 1995 al 14% de 2005. Esas nuevas cargas repercutieron notablemente sobre el aumento del ahorro privado durante esta época y siguen pesando sobre él.

La mayoría de las intervenciones gubernamentales para aminorarlas recayeron sobre las zonas rurales. En 2003 se introdujo en ellas un programa de reembolso parcial de gastos de sanidad que ofrecía una cobertura de hasta el 30%. Un nuevo programa de pensiones iniciado en 2008 aseguraba también a los campesinos mayores de sesenta años unos ingresos mínimos de 55 yuanes mensuales (alrededor de 5,50 euros en ese año). La participación en el programa era voluntaria y exigía pagos al fondo de pensiones por parte de los futuros beneficiarios. También eliminaron las tasas educativas pagadas por ciento cincuenta millones de estudiantes rurales de primaria. Finalmente, se concedieron subsidios a los agricultores para mejoras en sus casas.

Por su parte, entre 2004 y 2010, el número de trabajadores con diversas coberturas en sanidad, retiro y maternidad en la economía formal de las ciudades ascendió considerablemente. Como resultado, en 2009, el porcentaje de gasto soportado individualmente por los beneficios sanitarios había bajado al 40% respecto del 60% de diez años atrás. Se introdujeron mejoras en las pensiones que, restados los aumentos de la inflación, permitieron un aumento real en torno al 10% entre 2007 y 2010. También se estableció un programa de ingresos mínimos que aseguraba 180 yuanes mensuales (veinte euros) a unos veinte millones de beneficiarios.

La política fiscal china se apoyó ante todo en impuestos al consumo, fundamentalmente el IVA, pues el impuesto sobre la renta no llegaban a recaudar más de 1% del PIB. En 2011, sólo un 7,7% de los trabajadores ganaba más de 3.500 yuanes (391 euros al cambio de ese año), el tope mensual a partir del cual tenían que pagar el impuesto. Si la política fiscal no permitía, pues, aumentar la renta disponible de las familias, la forma eficaz de alimentar su consumo habría sido que el fisco mejorase sus propios ingresos mediante el pago de los dividendos por las SOE. Eso hubiera permitido agrandar el consumo sin reducir el sistema de pensiones y otros programas de seguridad social.

Muchas de las SOE no obtienen beneficios, pero otras, especialmente las integradas en SASAC (el

*holding* de compañías no financieras) declaran sustanciosas ganancias; en 2010 llegaban al 5% del PIB. Sin embargo, tan solo en 2007 se estableció una norma para que las compañías integradas en SASAC pagasen dividendos al Estado. El *holding* se resistió a ello con todas las armas a su alcance, que son muchas, dado su poderío estratégico. Así pues, se llegó a una componenda para que SASAC retuviese el uso y la gestión de esos dividendos sin pasarlos al Ministerio de Hacienda que, por tanto, no podría incluirlos en los presupuestos: «En suma, SASAC utiliza los ingresos por dividendos para reforzar a las firmas bajo su control, remitiendo fondos de unas a otras en el grupo según sea necesario»<sup>11</sup>.

Un factor aún más importante de desequilibrio al que el tándem Hu-Wen no hizo frente es la *represión financiera* con un control estricto de los tipos de interés apuntado por Pettis. El Banco Popular de China establece los tipos máximos de interés que los bancos pueden ofrecer a sus depositantes y también el tipo mínimo que tienen que cargar por sus créditos. Solamente con esa diferencia la banca obtiene beneficios asegurados del 3-4%. A su vez, de ahí deriva una doble carga para los ahorradores. Ante todo, los tipos de interés que reciben por sus depósitos resultan negativos. Desde 2003, ése fue el resultado en media anual. Así pues, si las familias se marcan un determinado horizonte de ahorro para hacer frente a sus pagos previsibles (plazos de hipotecas, estudios de los hijos) o imprevistos (una intervención quirúrgica, despidos), cuanto más negativo sea el interés que reciben, tanto más tratarán de ahorrar.

Por su parte, los bancos se ven obligados a mantener importantes fondos de reserva en el Banco Popular de China, lo que limita el crecimiento del crédito. Adicionalmente, se les fuerza a invertir grandes cantidades en bonos del tesoro y emisiones del Banco Central. Estas obligaciones tienen tipos de interés tan bajos que no resultan atractivas para los inversores privados. En 2009, sólo un 1% de esos bonos estaban en manos de particulares, mientras que la banca ostentaba el 70%. Esos bonos de bajo rendimiento representaban el 20-30% de todos los activos bancarios, una proporción sin parangón con la habitual en otras economías. En cualquier caso, era una forma oblicua de financiación, donde la banca canalizaba hacia el sector público los depósitos que los inversores privados ponían en sus manos a bajísimos tipos de interés. Los consumidores chinos se ven así reprimidos en diversas formas, pero siempre con el mismo resultado: no hay forma de que su esfuerzo obtenga rendimientos significativos. Los depósitos a plazo tienen habitualmente rendimientos negativos; las obligaciones no son atractivas y las Bolsas no permiten valorar sus riesgos a los pequeños inversores que, además, tienen vedada de hecho su participación en las ofertas públicas iniciales más rentables.



No es, pues, un azar que el mercado inmobiliario se disparase en los años de gobierno de Hu Jintao. En 2010, la inversión inmobiliaria representaba 8,6% del PIB, en comparación con el 2% en 1997<sup>12</sup>. Lo curioso es que ese salto inversor no se debe ni a un rápido aumento del porcentaje de propietarios individuales ni a una rápida urbanización<sup>13</sup>. La gran expansión de la propiedad de viviendas se había producido con anterioridad. La reforma de las SOE en los años noventa incluyó la salida al mercado de los millones de viviendas que hasta entonces ocupaban sus trabajadores en régimen de alquiler, lo que se hizo a precios muy bajos para permitir que sus ocupantes las comprasen y restringir así el impacto de los despidos. El resultado fue un aumento del índice de propiedad urbana sin parangón en la historia. Sin embargo, la explosión del mercado inmobiliario llegó más tarde.

Para Lardy, el misterio se explica por la represión del consumo. Sin otras alternativas rentables, los inversores chinos han confiado masivamente sus ahorros a la propiedad residencial: «El rendimiento real de un depósito a un año era un 0,7% superior a la apreciación media de las casas entre 1998 y 2003, pero entre 2004 y 2010 cambiaron las tornas y la apreciación media de los apartamentos sobre los depósitos subió al 4,9%»<sup>14</sup>. Hasta tales extremos llegó -y aún continúa- la fiebre inversora, que muchas familias son propietarias de varios inmuebles<sup>15</sup>. En esas condiciones, el riesgo de que pueda producirse un estallido de una burbuja inmobiliaria no hizo sino crecer desde los tiempos de Hu Jintao. Si llegara a producirse, los daños no quedarán limitados a ese sector, sino que se harán sentir con un fuerte impacto sobre los eslabones previos de la cadena de valor añadido<sup>16</sup>.

Adicionalmente al tumultuoso crecimiento de la construcción residencial, la represión del consumo permite al Estado, es decir, al Partido Comunista Chino, mantener los precios de muchos bienes y servicios muy por debajo de su valor y contribuir así a que su sector exportador mantenga una alta

competitividad exterior: «Los bajísimos tipos reales de interés han animado a las empresas a invertir más de lo que hubiera sido viable en una economía en la que los intereses de créditos y préstamos vinieran determinados por el mercado»<sup>17</sup>. La tendencia, una vez más, empezó a manifestarse con fuerza a partir de 2003, especialmente en el sector de la energía y en el eléctrico, y no ha hecho sino seguir un curso ascendente desde entonces.

La política cambiaria china ha sido objeto de amplísimas discusiones que no tendría sentido reproducir aquí. En cualquier caso, con el dúo Hu-Wen tampoco se realizaron esfuerzos significativos para afrontar sus problemas, siempre peliagudos para los regímenes que quieren mantener un control total sobre el comercio exterior, y más aún si, como en el caso de China, necesitan preservar un superávit comercial que se corresponda con su volumen de ahorro forzoso, es decir, con la represión impuesta al consumo. La correlación entre tipos bajos y moneda devaluada resulta palmaria cuando se observa que los tipos de interés real (descontada la inflación) pasaron a ser negativos precisamente cuando el superávit comercial chino creció con rapidez.

¿Cómo funciona esa relación sin que se produzca inflación? Por medio de lo que suele llamarse *esterilización monetaria*. El Banco Popular de China compra divisas a los bancos comerciales locales a cambio de notas de crédito en renminbis y, al tiempo, les obliga a depositar con él un alto porcentaje de capital como reservas. En 2010, la media de los intereses que los bancos obtenían del Banco Popular de China por sus notas de crédito era un 4% inferior a lo que ellos cargaban a los particulares por sus créditos. De esta forma, el Banco Central puede permitirse conciliar el mantenimiento de una moneda devaluada con la contención de la inflación, lo que no resultaría posible en condiciones de tipos determinados por el mercado: «En resumidas cuentas, aunque no lo describan así las fuentes oficiales, los bancos comerciales aceptan esterilizar grandes cantidades de fondos en depósitos de bajo rendimiento en el banco central y mantener una porción significativa de papel de bajo rendimiento del Banco Popular de China, en parte porque reciben una compensación implícita por los bajos tipos de interés que pagan a sus depositarios»<sup>18</sup>.

## **Toda economía es política**

El espectacular crecimiento chino no puede evitar enfrentarse a las consecuencias de su éxito. Que son dos y muy principales. Ante todo, cuanto más tiempo se mantengan las inversiones subsidiadas, tanto más probable será que el capital barato y los riesgos crediticios socializados acaben por financiar proyectos no rentables. Cuando uno se maravilla ante la fantástica red de autopistas o de trenes de alta velocidad, debe también preguntarse si tales inversiones favorecen a alguien más que a los políticos que toman la decisión de construirlos y a su clientela. Con las bajísimas tasas de interés existentes, resulta difícil determinar si esas inversiones crean valor o lo reducen. Lo que sí puede asegurarse es que los burócratas seguirán favoreciéndolas, porque la banca oficial se encarga de traspasar su coste al resto de la sociedad. Otro tanto sucede en la industria. Incluso compañías que sistemáticamente destruyen valor, como tantas empresas públicas, pueden obtener beneficios contables si los subsidios que reciben son generosos. Una porción significativa de sus costes (que puede oscilar entre el 20% y el 40% de un crédito) proviene del ahorro forzoso a que dan lugar los bajísimos intereses que reciben los depositantes, lo que equivale a una condonación clandestina de deudas.

El otro gran escollo que difícilmente puede salvar el Gobierno chino proviene del sector exterior. Las políticas de ahorro forzoso que impulsan hacen que el crecimiento de la producción sea más rápido que el del consumo, porque este último es una función del aumento en la renta disponible de los hogares. En el caso de China, sus altos niveles de inversión necesitan de superávits comerciales crecientes, porque tienen que absorber el declive relativo del consumo que impone el modelo. Las transferencias de las familias a las empresas impiden a aquéllas mantener constante su consumo o hacerlo crecer, de forma que el país necesita vender en el exterior un volumen creciente de su producción. A ese superávit contribuyeron sus clientes en Estados Unidos y en los países deficitarios de Europa. Pero, hacia 2007, el superávit comercial de China en relación con su PIB había crecido posiblemente más que en ningún otro momento de la historia humana, y el resto del mundo comenzó a tener dificultades para mantenerlo. La crisis de 2008-2009 redujo aún más esa eventualidad.

Pettis resume: «China ha chocado contra ambos muros: ha despilfarrado capital [...] y el mundo tiene crecientes dificultades para absorber sus excesos de capacidad. Pese a sus anteriores éxitos, China necesita abandonar con urgencia su modelo de desarrollo, porque su deuda está creciendo sin freno y a un ritmo insostenible. Una vez que China alcance el límite de su capacidad deudora, tal vez en cuatro o cinco años, su crecimiento se vendrá abajo inexorablemente»<sup>19</sup>.

### Cuando las subvenciones financian inversiones fallidas y quiere seguir manteniéndose el crecimiento de la economía, es necesario que ésta genere los costes del servicio de la deuda

A semejante conclusión suele replicarse con el argumento de la sabiduría del Gobierno chino y el ejemplo señero del plan anticrisis de 2008-2009. Sin embargo, sus medidas no han hecho sino empeorar la situación: no hay más que observar el crecimiento posterior de inversiones financiadas con una rápida expansión de deuda. Los gobernantes chinos están en una carrera que tiene que parar antes que después. Ya hemos hablado del incentivo para las inversiones alocadas que representan el localismo de las burocracias y la difusión de costes en el tiempo y en el espacio de la que se encargan los bancos. Pero, por supuesto, hay otros como la corrupción, que impone un aumento del coste de los proyectos; la arbitrariedad en la petición de responsabilidades; y la falta de transparencia. Déficits democráticos todos ellos. Pero lo que puede ser más decisivo en China es la participación creciente del sector estatal en la renta total. Al reducir el crecimiento de las oportunidades de inversión doméstica, no sólo produce los mismos efectos que un aumento de la desigualdad, sino que, además, está forzando a que el exceso de ahorro forzoso se exporte al exterior o se invierta en aventuras especulativas.

¿Apunta este movimiento tectónico a una catástrofe? No necesariamente. Los dirigentes comunistas tienen diversas opciones, aunque ninguna resulta grata. Pettis habla de seis escenarios posibles. El primero, no hacer nada hasta llegar al límite de la capacidad de deuda soberana. Para muchos economistas, esa opción sería la mejor, dado que creen que esos límites, en el caso chino, son inexistentes a medio plazo. Sin embargo, hay razones para dudar de tan gran optimismo. Cuando las subvenciones mencionadas financian inversiones fallidas o no rentables y, al tiempo, quiere seguir manteniéndose el crecimiento general de la economía, es necesario que ésta genere también los costes del servicio de la deuda: es decir, la deuda tiene que seguir creciendo y creciendo. Y, así, el

proceso entra en una fase de retroalimentación ampliada. Al tiempo que la deuda crece, los inversores con buenas conexiones políticas desinvierten y empiezan las fugas de capital. El crecimiento se reduce precisamente cuando resulta más necesario mantenerlo, porque la deuda sigue aumentando. Esos procesos, según lo que se sabe de otros semejantes, suelen acabar en una súbita crisis que hace posible lo que tan solo ayer parecía imposible<sup>20</sup>.

La segunda posibilidad es la opuesta: una rápida reversión de desequilibrios mediante aumento de los tipos de interés, reevaluación entre el 10% y el 20% de su divisa, aumentos salariales o reducción de los impuestos sobre la renta y sobre el consumo. Un ajuste semejante detiene los desequilibrios domésticos y obliga a los inversores a tener en cuenta la rentabilidad de sus proyectos, lo que paraliza el endeudamiento. Pero, al tiempo, se erosiona al sector exportador y los empresarios atrapados ven crecer sus deudas. Todo lo cual va acompañado de un dramático aumento del paro. La tercera opción es hacer lo mismo, pero menos bruscamente, lo que extendería el malestar económico durante los muchos años que se necesitarían para dar por terminado el ajuste.

La cuarta sería un amplio proceso privatizador, seguido del empleo de los recursos obtenidos en mejorar la renta de las familias, por ejemplo, traspasando la propiedad de las tierras a los campesinos que actualmente las tienen en concesión; mejorando los servicios sociales para la población inmigrante; permitiendo la competencia entre bancos; vendiendo empresas estatales y otras medidas privatizadoras.

Sigue luego la eventualidad de que el Gobierno transfiera riqueza estatal al sector privado, absorbiendo las deudas de este último. Finalmente, Pekín puede reducir drásticamente la inversión, aunque eso genere un rápido frenazo al crecimiento y aumente el paro de forma súbita. El Gobierno podría contener el desempleo así creado reclutando trabajadores por medio de diversos programas escasamente rentables y pagando sus salarios con cargo al sector público: la paradigmática opción de emplear a los parados haciendo agujeros para taparlos a continuación. Sea cual fuere la opción que los dirigentes chinos adopten, ninguna de ellas puede esquivar que lo decisivo es un aumento del consumo de los hogares o, en plata, acabar con el despojo de los consumidores chinos.



En resumidas cuentas, lo que Pettis propone es un menú para que el Gobierno elija. Un catálogo de opciones como las del viajero entre Madrid y Barcelona que puede tomar el puente aéreo, subirse al AVE o ir en coche. No es pequeño avance porque, al menos, pone de manifiesto la imposibilidad de continuar con las políticas de crecimiento y endeudamiento a ultranza que entusiasman a tantos neokeynesianos. Pero, en definitiva, el recetario adolece de una discusión de los eventuales efectos sobre el sistema dada la inercia (*path dependence*) de sus actuales beneficiarios. Un reequilibrio de esas características pone en riesgo a muchos actores, especialmente a los más privilegiados. Siempre es fácil contentar a políticos y burócratas cuando hay suficiente dinero para repartir, como en los tiempos en que el PIB crecía por encima del 10%, pero queda por ver quién va a correr con los daños cuando el ritmo de expansión se haya reducido. Los enfrentamientos que genere esa transición entre elites y camadas burocráticas no serán cosa de poco.

Lardy es más resuelto. La clave del rompecabezas reside en permitir que sea el mercado y no el dictado burocrático quien fije los tipos de interés. Su liberalización aumentaría de inmediato la capacidad de consumo de los hogares y reduciría su propensión a ahorrar, ya que aumentaría el rendimiento de sus depósitos bancarios y, de paso, la renta disponible. Al tiempo, afectaría al mercado de la deuda y, eventualmente, a los rendimientos bursátiles, es decir, permitiría a los inversores canalizar sus ahorros hacia bienes con mayor rendimiento y más liquidez que la compra de viviendas. La consiguiente reducción de las inversiones en activos fijos redundaría también en una mayor transparencia de la formación de precios, reduciendo las subvenciones encubiertas al consumo de energía por las industrias pesadas. Todo ello requiere permitir también que sean los mercados quienes fijen el tipo de cambio de la moneda china, evitando mantener la esterilización monetaria.

A Lardy no se le oculta que su propuesta equivale a la desaparición pura y simple de la economía dirigida, así que se cubre con un ataque apuntando a los mayores males que derivarían de mantener el escenario de las contrarreformas de Hu/Wen. Una de las resistencias a la liberalización proviene de

sus eventuales efectos sobre el empleo. A los dirigentes chinos les preocupa sobremanera que el empleo no agrario siga creciendo. Sin embargo, mantiene Lardy, la política actual tiene precisamente el efecto contrario. Entre 1991 y 2001, a pesar de las reducciones de personal en las SOE, el empleo creció a una media del 3%. Con la opción por un crecimiento basado en las inversiones y las exportaciones, entre 2001 y 2009 lo hizo al 2,7%, pues ese modelo es menos intensivo en trabajo que otro basado en la extensión de los servicios. La segunda traba a la liberalización se apoya en sus posibles efectos inflacionistas, pretendidamente corregidos por la esterilización monetaria. Evitar la inflación liberando la política de compra de divisas y reduciendo el volumen de reservas que los bancos tienen que depositar en el Banco Popular de China no es tarea sencilla, pero la estructura cambiaria y financiera actual es insostenible. Retrasar las reformas hará aún más difícil reequilibrar la economía, pues una moneda devaluada empuja a invertir cada vez más en el sector manufacturero responsable ya del 95% de las exportaciones y de gran parte de los bienes que compiten con las importaciones. Es decir, disminuye el crecimiento del sector de servicios.

Y resume: «Los principales motores del desequilibrio –bajos tipos de interés, una moneda devaluada y factores de producción subvencionados– se mantienen bajo el estricto control del Gobierno central. Una vez que se hayan eliminado esas distorsiones financieras, el reequilibrio de la economía quedará en manos de los agentes privados, no de los funcionarios del Gobierno»<sup>21</sup>.

Por más ventajosa que pudiera resultar, resulta infundadamente candorosa. A menudo lo posible y lo deseable desde la técnica económica resulta insufrible para los beneficiarios del sistema. Es lógico, pues, que Lardy no dé crédito a sus ojos ante la inverecundia de los adversarios de cualquier cambio liberalizador propuesto, con gran cautela, por el Banco Popular de China: «Las industrias que se oponen a cualquier apreciación del renminbi presentan una visión estática, que ignora sistemáticamente la tendencia histórica en, y el potencial para, el potencial para la futura productividad dentro de sus industrias, confundiendo con ello sistemáticamente a los responsables de establecer las políticas del país»<sup>22</sup>. Lardy, por supuesto, tiene en el punto de mira a la SASAC y su resistencia a abandonar lo más mínimo sus poderes y privilegios. No parece haberse dado cuenta de que los distinguidos personajes que dirigen su tinglado empresarial, sus familiares y las redes de patronazgo que han ido constituyendo a lo largo de los años, forman el núcleo inexpugnable del capitalismo del Estado chino y no están dispuestos a ceder ni un ápice de su control de la economía china y a los enormes beneficios que les reporta. Su resistencia no se debe a una mala comprensión de la teoría económica, sino al juego de intereses en el que ellos ganan siempre. Es la política, amigos economistas.

¿O acaso quiere Lardy que vengan los comunistas y les quiten el patrimonio que han amasado a costa de tantos esfuerzos y sacrificios ajenos?

---

<sup>1</sup>. Aviezer Tucker, *The Legacies of Totalitarianism. A Theoretical Framework*, Cambridge, Cambridge University Press, 2015.

<sup>2</sup>. *The New International Money Game*, 6a ed., Chicago, The University of Chicago Press, 2002.

- <sup>3</sup>. *Avoiding The Fall. China's Economic Restructuring*, Washington, Carnegie Endowment for International Peace 2013; *The Great Rebalancing. Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy*, Princeton, Princeton University Press, 2014. Citados por la edición Kindle.
- <sup>4</sup>. Las actividades oficiales del Partido Comunista Chino se datan por el número de reuniones que celebra el Comité Central, órgano supremo de decisión, entre cada Congreso.
- <sup>5</sup>. Entre otros, Nicholas Lardy (*Markets over Mao. The Rise of Private Markets in China*, Washington, Peterson Institute for International Economics, 2014) y Arthur Kroeber (*China's Economy. What Everybody Needs to Know*, Nueva York, Oxford University Press, 2016).
- <sup>6</sup>. Cautamente así opinan Stephen Roach (*Unbalanced. The Codependency of America and China*, New Haven y Londres, Yale University Press, 2014); Lant Pritchett y Larry Summers (*Asiaphoria Meet Regression to the Mean*); y, más recientemente Martin Wolf (*The Great Stall*).
- <sup>7</sup>. Michael Pettis, *Avoiding The Fall. China's Economic Restructuring*, p. 27.
- <sup>8</sup>. *Renminbi* es el nombre oficial de la moneda china, más conocida como *yuan*, habitualmente representada con el símbolo ¥.
- <sup>9</sup>. Véase Carl E. Walter y Fraser J. Howie, *Red Capitalism. The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise*, Wiley, Nueva York, 2012.
- <sup>10</sup>. Michael Pettis, *op. cit.*, p. 38.
- <sup>11</sup>. Nicholas Lardy, *op. cit.*, loc. 1750.
- <sup>12</sup>. Entre 2002 y 2006, el punto culminante de la burbuja estadounidense, la inversión inmobiliaria media se situaba en el 5,5% del PIB, menos de un punto porcentual por encima de la media (4,7%) del período 1950-2001 (Nicholas Lardy, *op. cit.*, loc. 2145).
- <sup>13</sup>. Según datos del Banco Mundial, la tasa de urbanización sólo superó el 50% en 2011.
- <sup>14</sup>. Nicholas Lardy, *op. cit.*, loc. 2039. Había también otras importantes razones adicionales para el frenesí inmobiliario: no existían impuestos sobre la propiedad inmobiliaria y los chinos sólo podían emplear su dinero en compra de activos denominados en renminbis.
- <sup>15</sup>. Según un muestro del Banco Central, en 2010 un 18,3% de familias de Pekín poseía más de dos o más propiedades y, a mediados de 2011, una quinta parte de todas las compras de inmuebles tenía como objetivo la inversión (Nicholas Lardy, *op. cit.*, loc. 2098).
- <sup>16</sup>. «El 40% de la producción de acero va directamente al sector inmobiliario y cuando se le añade el usado en implementos del hogar [...] la proporción aumenta. Incluyendo toda la cadena de valor, UBS [un banco suizo] estima que el sector inmobiliario representa alrededor de un cuarto de la demanda final en China» (Nicholas Lardy, *op. cit.*, loc. 2115).
- <sup>17</sup>. Nicholas Lardy, *op. cit.*, loc. 2532.
- <sup>18</sup>. Nicholas Lardy, *op. cit.*, loc. 2220.
- <sup>19</sup>. Michael Pettis, *op. cit.*, p. 43.

<sup>20</sup>. Michael Pettis, *op. cit.*, p. 105.

<sup>21</sup>. Nicholas Lardy, *op. cit.*, loc. 3458.

<sup>22</sup>. Nicholas Lardy, *op. cit.*, loc. 3546.