

NEW LEFT REVIEW 115

SEGUNDA ÉPOCA

MARZO - ABRIL 2019

PERSPECTIVAS SOBRE CHINA

SUSAN WATKINS	Estados Unidos vs. China	7
PETER NOLAN	El PCCh y el <i>ancien régime</i>	19
CHRISTOPHER CONNERY	Ronald Coase en Pekín	31
VICTOR SHIH	El dilema del crédito chino	63

ARTÍCULOS

DIDIER FASSIN Y ANNE-CLAIRE DEFOSSEZ	¿Un movimiento improbable?	81
MARK BURTON Y PETER SOMERVILLE	Decrecimiento: una defensa	99
LOLA SEATON	Cuestiones verdes	111

CRÍTICA

FREDERIK VAN DAM	Las ficciones de la cultura	141
ALEXANDRA REZA	Transmigraciones imaginarias	152
REBECCA LOSSIN	Territorio rebelde	162

WWW.NEWLEFTREVIEW.ES

© New Left Review Ltd., 2000

Licencia Creative Commons

Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 4.0 Internacional (CC BY-NC-ND 4.0)

INSTITUTO
25M
DEMOCRACIA

ts
d traficantes de sueños

[SUSCRÍBETE](#)

VICTOR SHIH

EL DILEMA DEL CRÉDITO CHINO

Entrevista con Robert Brenner

Eres conocido como un notorio analista de las finanzas y la economía chinas y fuiste uno de los primeros en señalar y cuantificar el problema de la deuda cada vez mayor de la RPCh y en advertir sobre las consecuencias de su desaceleración. Como contexto y trasfondo de ello, ¿podrías darnos tu opinión sobre la conversión de China en el principal productor industrial mundial y en la segunda economía del planeta? Claramente, su ascenso como el productor más competitivo en términos de costes de una amplia gama de mercancías le permitió asegurar, mediante las correspondientes importaciones, los bienes de capital y los insumos intermedios cada vez más complejos necesarios para ascender en la escala tecnológica, abriéndose camino a una vía de crecimiento orientado a la exportación que fue, al mismo tiempo, una versión particularmente eficaz de la industrialización por sustitución de importaciones. Ello también produjo un gigantesco superávit por cuenta corriente y generó enormes reservas de divisas, principalmente cotizadas en dólares, que permitieron a China proporcionar sin esfuerzo a sus empresas no financieras el flujo constante de créditos y subsidios, que sustentaron su crecimiento acelerado impulsado por la inversión. Pero, ¿qué fue lo que hizo posible esta evolución? ¿Cómo se produjo su ascenso inicial?

EL SURGIMIENTO DE China como una importante potencia exportadora desde la década de 1980 hasta mediados de la de 2000 se basó en última instancia en su rica dotación de mano de obra barata y relativamente cualificada, en la liberación de esa fuerza de trabajo a finales de la década de 1970 mediante la descolectivización, que dio lugar a una oleada histórica de mercantilización agrícola

e industrialización rural (empresas municipales, *xiangzhèn qiyè*), y en la reducción de las barreras aduaneras en el mundo avanzado, que culminó con el otorgamiento a China del estatus de nación más favorecida y su incorporación a la OMC a principios del nuevo siglo. La Unión Soviética había conseguido un importante despegue industrial después de la Segunda Guerra Mundial de modo casi autárquico mediante la industrialización por sustitución de importaciones; China, en cambio, emprendió su acumulación en el contexto del giro hacia la globalización de la economía mundial en el que llegó a desempeñar un papel decisivo. Con el tiempo, como dices, la mano de obra barata de China –más los subsidios del gobierno y los créditos baratos concedidos a los exportadores nacionales y extranjeros– generaron grandes excedentes comerciales para el país e importantes reservas de divisas. En su apogeo, estas últimas rozaron los 4 billones de dólares y proporcionaron a China una enorme oferta monetaria y de depósitos bancarios susceptible de financiar su cada vez mayor actividad crediticia, la cual fue fundamental para sostener el crecimiento histórico del país en términos de PIB e inversión.

¿Qué papel desempeñó en este proceso la integración de China en el comercio y las cadenas de producción ya existentes en Asia oriental? A menudo se afirma que fue esa red, inicialmente centrada en Japón, Taiwán y Corea, la que produjo los bienes de capital y los insumos intermedios que se transformaban en productos manufacturados en China continental y se exportaban desde allí al mercado estadounidense y a otras economías capitalistas avanzadas. ¿Estás de acuerdo con esta opinión?

Sí, estoy de acuerdo, pero también destacaría tres razones adicionales por las que China pudo aprovechar con tanta eficacia su posición central en la emergente cadena global de valor. En primer lugar, en términos de tamaño y, especialmente, de la escala de su mano de obra barata, China superaba con creces a Japón y a los países recién industrializados tomados en su conjunto, contando ya con casi mil millones de personas a principios de la década de 1980. Esa enorme población suponía una oferta de mano de obra en continuo crecimiento, que presionaba a la baja sobre los costes laborales, especialmente con la entrada al mercado de trabajo de aproximadamente 150 millones de trabajadores rurales emigrados a las ciudades. Esos trabajadores podían proporcionar fuerza de trabajo a un precio particularmente bajo, porque podían completar sus ingresos gracias a las parcelas campesinas que nunca abandonaron del todo. En segundo lugar, el ascenso de China coincidió con importantes avances

en la tecnología de la información, que hicieron posible la construcción de las sofisticadas redes internacionales de comunicaciones y transporte mediante las que se expandió la economía. En tercer lugar, la globalización y los acuerdos internacionales de libre comercio, como la OMC y el TLCAN, dieron lugar a reducciones sustanciales en las barreras a las importaciones en todo el mundo, abriendo el camino para que China aprovechara al máximo sus crecientes ventajas de costes y fuerza competitiva. La RPCh se convirtió así en parte de la cadena de producción global en mayor medida aún que lo había sido nunca Japón. Según un estudio, las importaciones de China afectaron a más industrias en Estados Unidos y más rápidamente que cualquier oleada anterior de importaciones¹.

¿Qué podemos decir del papel del gobierno chino en el impulso al crecimiento? ¿Cómo ha servido el capitalismo organizado característico de China, impulsado por los subsidios y los préstamos concedidos por los organismos estatales a todos los niveles (central, provincial, distrital, local), para impulsar el crecimiento?

Aquí nos topamos con cierta senda de dependencia seguida por los productores transnacionales de muchos sectores de la industria ligera y, cada vez más, de la industria pesada, que en su momento comenzaron a confiar en los insumos chinos para una parte creciente de sus cadenas de producción. China ha gastado miles de millones y hasta billones de dólares estadounidenses en inversiones para mantener y expandir su lugar en la cadena de valor global. El apoyo que su capitalismo organizado brinda a ese esfuerzo se verifica parcialmente en forma de suelo barato, de infraestructuras de categoría mundial, de bajos impuestos y de precios reducidos de la energía, así como en la disponibilidad de crédito barato para los exportadores nacionales y, cada vez más, para las empresas que compiten con los bienes importados.

El gobierno chino ha desempeñado, a todos los niveles, un papel indispensable en el acceso a todos esos factores. Las administraciones provinciales, distritales y locales, al igual que los gobiernos estatales y municipales en Estados Unidos, han competido entre sí para atraer inversiones a sus localidades y lo han hecho proporcionando los mayores incentivos posibles a los productores y exportadores empresariales no financieros: construyendo infraestructuras, gestionando el desarrollo

¹ David Autor, David Dorn y Gordon Hanson, «The China Syndrome: Local Labour Market Effects of Import Competition in the United States», *American Economic Review*, vol. 103, núm. 6, octubre de 2013.

urbano, ofreciendo crédito, etcétera. De esta manera, han permitido a la industria china ascender en la escala tecnológica, produciendo bienes cada vez más complejos, y competir en una gama cada vez más amplia de productos industriales.

Has afirmado que los enormes ingresos procedentes de la exportación y las reservas por cuenta corriente derivados de los mismos le han permitido a China conceder grandes cantidades de crédito. ¿Cuáles han sido las consecuencias de ello para su moneda?

Había cierta lógica de retroalimentación en el milagroso ascenso de China en la cadena de producción global. Es decir, la dotación inicial de China en mano de obra barata le permitió generar esos excedentes por cuenta corriente al exportar, al menos al principio, bienes de la industria ligera. Los exportadores chinos recibían el pago de los compradores estadounidenses en dólares u otras monedas nacionales, pero los cambiaban en sus bancos por yuanes, porque necesitaban la moneda local para pagar a sus trabajadores chinos y para comprar los bienes de capital y los insumos intermedios que se aseguraban a escala nacional. Los bancos, a su vez, cambiaban antes o después esos dólares por yuanes en el Banco Popular de China (el banco central chino), que los sumaba a su reserva de dólares y otras divisas extranjeras. El resultado fue, durante un periodo prolongado, la acumulación de una gran cantidad de depósitos denominados en renminbi en los bancos chinos, que podrían prestarse a corporaciones no financieras, y un espectacular aumento continuo de las reservas de dólares en manos chinas.

Ceteris paribus, el aumento de los excedentes chinos por cuenta corriente y la acumulación correspondiente de reservas de dólares habría significado que la oferta de dólares acabara superando la demanda. Eso habría ejercido una presión al alza sobre el valor del renminbi frente al dólar, provocando un proceso de revaluación del primero, que habría tendido a socavar la competitividad china, reduciendo sus exportaciones y su superávit por cuenta corriente. Sin embargo, comprometido como estaba con el crecimiento impulsado por las exportaciones, el gobierno chino adoptó una serie de medidas para evitar el aumento del tipo de cambio del renminbi, que habría tenido lugar en otro caso.

Por encima de todo, impuso un tipo de cambio renminbi-dólar fijo y, luego, su fluctuación mínima. Para lograrlo imprimió renminbis

aproximadamente en la cantidad necesaria para cubrir el déficit de la demanda de dólares frente al yuan que era la contrapartida del superávit chino por cuenta corriente. Luego usó esos yuanes para comprar dólares en el mercado internacional, aumentando lo que de otro modo habría sido una demanda insuficiente de dólares para evitar que subiera el renminbi y mantener el tipo de cambio a un nivel fijo, lo cual permitió que el superávit chino por cuenta corriente siguiera aumentando, mientras que impedía que el valor de su moneda subiera junto con él, manteniendo la competitividad de China y su régimen de crecimiento impulsado por las exportaciones.

Sin la intervención del Banco Popular de China, la acumulación de dólares en manos chinas no solo habría provocado una apreciación de la moneda, sino que habría alentado a los inversionistas privados chinos a invertir esos dólares en todo el mundo, dondequiera que pudieran obtener la tasa de rendimiento más alta. Pero Pekín limitó estrictamente la cantidad de dinero que los inversores privados podían sacar del país y por ende bloqueó la posibilidad de vaciar sus reservas de divisas imponiendo un estricto régimen de controles de capitales. Hasta ahora, esos controles han logrado evitar que su emergente clase adinerada exporte demasiado capital, protegiendo a China de la rampante fuga de capitales observada en muchas economías en vías de desarrollo, por no mencionar los devastadores asaltos contra sus monedas.

Los excedentes de dólares y las reservas de China han permanecido así en gran medida en manos del banco central —y no en las de los inversores privados—, que los ha utilizado para fortalecer aún más la posición internacional del país, mediante la compra de activos seguros denominados en dólares, específicamente bonos y letras del Tesoro estadounidenses, así como la deuda de entidades patrocinadas por el gobierno norteamericano, en particular títulos emitidos por Freddy Mac y Fannie Mae. Estas enormes compras de deuda pública estadounidense provocaron un colosal aumento en la oferta crediticia en Estados Unidos en comparación con la demanda de endeudamiento registrada en este país, lo cual redujo su coste. El banco central chino no solo ha mantenido al alza el valor del dólar, sino que también ha reducido los tipos de interés estadounidenses. Como consecuencia de todo ello, los consumidores estadounidenses pudieron obtener préstamos más fácilmente y hacerlo además en una moneda más sólida, incrementando así la demanda de exportaciones chinas en relación con las importaciones estadounidenses

dirigidas a China y aumentando todavía más, por consiguiente, el superávit chino por cuenta corriente y sus reservas de divisas en dólares: un poderoso círculo virtuoso que sustentaba la expansión china.

¿Cuáles fueron las consecuencias de esto para el auge de China?

La belleza de este proceso retroalimentado fue que alivió a China de la necesidad de pedir prestado en el exterior para financiar su industrialización por sustitución de importaciones, porque podía contar para dicha financiación con los aumentos en la oferta monetaria. El dinero fluía a China en forma de dólares provenientes de los superávits por cuenta corriente, la inversión directa extranjera y las entradas de dinero caliente. Los receptores de esos dólares los vendían a sus bancos a cambio de renminbis. Los propios bancos aseguraban el aumento de renminbis para cubrir los depósitos en dólares intercambiando sus dólares con el BPC, que a su vez compraba el mayor aflujo de dólares de los bancos mediante la impresión acelerada de dinero. Así, de manera indirecta, la creación de ese dinero en forma de renminbis por parte del BPC permitía a los compradores de divisas aumentar sus depósitos de estos, aunque el tipo de cambio se mantuviera aproximadamente al mismo nivel.

En su apogeo, a mediados de la década de 2000, el superávit comercial de China aumentó a casi el 5 por 100 de la oferta monetaria, acrecentando significativamente el potencial de crecimiento de China. El crecimiento asociado de la oferta monetaria, que continuó a un ritmo rápido desde mediados de la década de 1990 hasta 2008, fue enormemente significativo, ya que permitió a China invertir billones de yuanes en nuevos créditos concedidos a las empresas no financieras, lo cual contribuyó a mantener la ventaja de China en la producción global, permitió su ascenso en la cadena de valor tecnológica y posibilitó el mantenimiento de la sustitución de importaciones en una gama cada vez mayor de productos, que hizo posible la producción y exportación desde China de bienes que antes tenían que comprarse en el exterior.

Esta dependencia mínima de la deuda externa le permitió a China mantener la industrialización por sustitución de importaciones sin tener que afrontar la amenaza de una crisis de pagos, como les ha sucedido a tantos otros países en vías de desarrollo, provocada por el retiro de la deuda externa motivado por el aumento del déficit exterior, el colapso de la moneda y la fuga de capitales. Por la misma razón, China no tuvo que preocuparse

por la especulación contra el renminbi, porque la afluencia masiva de dólares tendía, *ceteris paribus*, a impulsarlo al alza en lugar de reducir su valor. China fue capaz de utilizar su senda de industrialización orientada a la exportación para superar el problema clásico que habían tenido que confrontar los esfuerzos estándar de industrialización por sustitución de importaciones tras la Segunda Guerra Mundial, interrumpidos, más tarde o más temprano, por la tendencia a incurrir en *déficits* incontrolables por cuenta corriente como resultado del coste creciente de las importaciones de bienes de capital e insumos intermedios cada vez más complejos para mantener las nuevas industrias nacionales. Los industrializadores chinos, en cambio, pudieron resolver ese problema simplemente recurriendo a su creciente superávit por cuenta corriente.

En 2008-2009 China entró, junto con el resto del mundo, en una crisis económica y financiera mundial. Su resultado inmediato fue la desorganización de los mercados para las exportaciones industriales de China, que produjo una reducción abrupta y, de hecho, permanente en el crecimiento de la demanda de estas, que había impulsado el PIB chino. La crisis económica mundial fue un punto de inflexión para China, ya que fue entonces cuando el país se vio obligado a comenzar a alejarse del modelo liderado por las exportaciones, que había seguido durante casi tres décadas, dado que estas dejaron de proporcionar los dólares que habían permitido una actividad crediticia cada vez mayor. ¿Podría explicarnos qué había detrás de la crisis para China y cómo trató inicialmente Pekín de lidiar con ella?

A raíz de la crisis financiera mundial, el crecimiento de las exportaciones chinas se redujo drásticamente y el hecho y la forma de la crisis subsecuente sugirieron que China había alcanzado un límite para lograr el crecimiento mediante la exportación al mundo capitalista avanzado. Durante los últimos años del auge de China, las exportaciones de bienes crecieron espectacularmente a un ritmo anual medio en torno al 20 por 100. Pero en 2009 las exportaciones chinas cayeron a menos del 18 por 100. Los aumentos en las exportaciones volvieron con fuerza, registrando un crecimiento anual medio del 25 por 100 anual en 2010-2011. En 2012, sin embargo, la luna de miel había terminado y el crecimiento de las exportaciones de bienes cayó anualmente aproximadamente el 7 por 100 durante el periodo 2012-2014, para caer de nuevo a *menos* del 2 por 100 en 2015-2016. El superávit por cuenta corriente de China procedió de manera paralela. Se había disparado del 3-4 por 100 del PIB en 2004 al 8-10 por 100 en 2008-2009, pero luego se redujo al 2 por 100 en 2011 y continuó aproximadamente al mismo nivel durante los años siguientes hasta el 2016.

Aun así, la restricción del colapso de las exportaciones no se materializó de inmediato, porque el régimen poseía formas de amortiguar la caída. La respuesta inicial del gobierno a la caída de las exportaciones y la consiguiente recesión económica fue compensar la reducción de la demanda exterior acrecentando la demanda interna. Se optó por un keynesianismo de tipo convencional, pero a una escala históricamente sin precedentes. Wen Jiabao combinó una política fiscal activa y una política monetaria flexible para implementar un paquete de estímulos de 4 billones de yuanes (580 millardos de dólares) durante 2009 y 2010. Sin embargo, una muestra de las dificultades crecientes de China fue que una gran parte de ese enorme volumen de crédito se canalizó hacia los mercados de valores e inmobiliarios en vez de hacia la economía real (activos financieros en lugar de bienes de capital y salarios). Como en otros lugares, también en China el crecimiento del PIB en relación con todo tipo de inyección de crédito se redujo significativamente.

Cuando golpeó la crisis en 2008-2009, los bancos estaban tan bien capitalizados y tenían tanta liquidez que pudieron responder aumentando sus líneas de crédito más del 30 por 100 durante el primer año de estímulo. Sin embargo, China solo pudo seguir esta vía durante un período de tiempo limitado, ya que los superávits por cuenta corriente que había acumulado durante el auge de las exportaciones se agotaron rápidamente por el histórico programa de estímulos, mientras la fuerte caída en el crecimiento de las exportaciones impidió que se recuperaran. El superávit comercial y los flujos de divisas dejaron de proporcionar al sistema bancario nuevos grandes depósitos, que en el pasado habían permitido a los bancos refinanciar cómodamente activos de baja liquidez, mientras continuaban financiando nuevas actividades económicas. China tenía que encontrar formas de inyectar crédito en la economía en condiciones mucho menos favorables.

¿Cómo respondió el régimen a la necesidad de otorgar créditos para impulsar el crecimiento, ante la disminución de los depósitos, que habían sido proporcionados durante mucho tiempo por su elevado superávit por cuenta corriente?

Para mantener un crecimiento ininterrumpido de acuerdo con el modelo de su gran auge, China habría tenido que generar un importante superávit comercial, idealmente en el rango del 2-3 por 100 de la oferta monetaria anual, lo cual habría requerido, sin embargo, que los mercados emergentes de los países en vías de desarrollo ocuparan de algún modo el lugar

de las economías de la OCDE para proporcionarle una mayor demanda de sus exportaciones, mayores superávits por cuenta corriente, un aumento de las entradas de divisas y crecientes depósitos bancarios denominados en renminbis, lo que resultó una hazaña imposible. China estaba condenada, por lo tanto, a depender de la creación de dinero por parte del Banco Popular de China para aumentar su oferta de crédito.

En su momento de apogeo en 2008, las entradas netas de divisas durante los correspondientes periodos anuales habían provocado un aumento de los depósitos bancarios que ascendían al 7 por 100 de los activos bancarios. Incluso a mediados de 2011, las entradas netas de divisas seguían aumentando los depósitos anualmente en una cantidad equivalente al 3,5 por 100 de los activos bancarios. Pero en 2012 se acabó esa bonanza, ya que ese año las entradas de divisas sólo equivalieron a un mero 0,5 por 100 de los activos bancarios de modo que a partir de ese momento China comenzó a expandir su crédito para mantener su crecimiento simplemente imprimiendo yuanes, en lugar de depender del aumento de los depósitos bancarios en renminbis derivado del aumento de las entradas de dólares. La creación fácil de dinero a partir de la entrada de divisas se había convertido en una cosa del pasado.

¿Esta senda de crecimiento mediante la creación de una deuda cada vez mayor, que supera los excedentes por cuenta corriente, es realmente sostenible? ¿Qué problemas esperas que genere esta situación?

China afronta una contradicción intrínseca entre lo que debe hacer para mantener el crecimiento y su ventaja en la cadena de producción global, que es generar cada vez más crédito, y lo que debe hacer para evitar la caída del tipo de cambio del renminbi y la creciente presión del capital deseoso de salir del país, que es mantener altos los tipos de interés y reducir la creación crediticia. Esta contradicción se ha agudizado con el tiempo, porque se necesita cada vez más crédito para lograr un crecimiento determinado.

En 2016 China necesitó tres veces más crédito para generar el mismo nivel de crecimiento que en 2008. La escala de la creación de deuda necesaria para que la economía siga avanzando ha aumentado enormemente y los préstamos del Banco Popular de China a instituciones financieras nacionales se dispararon de 4 billones de renminbis a fines de 2010, a 14 billones en noviembre de 2017, lo cual significa un aumento de tres

y media veces en el espacio de siete años. La deuda total ha aumentado del 163 por 100 del PIB en torno a 2009 al 328 por 100 en la actualidad, y es probable que esta cifra continúe creciendo en el futuro previsible.

La trabazón que esa cantidad extraordinaria de deuda crea en China se evidencia en los enormes niveles del servicio de la deuda (pagos de intereses) que conlleva. Entre junio de 2016 y junio de 2017, la magnitud del *aumento* en los pagos de intereses superó de hecho el incremento del PIB nominal en 8 billones de renminbis. Dado que no hubo quiebras a gran escala, la carga de interés adicional debió de financiarse de alguna manera. El aumento en los costes de endeudamiento podría, posiblemente, haber sido pagado por la merma del propio PIB (ingresos), reduciendo directamente su crecimiento, pero lo más probable es que los nuevos pagos de intereses fueran cubiertos por otros préstamos, lo cual supondría un aumento adicional de la deuda total. La economía china se ha convertido así, por definición, en una pirámide de Ponzi, atrapada en lo que Hyman Minsky llamó endeudamiento de Ponzi.

El resultado es que si China quiere evitar una caída de la tasa de crecimiento, tendrá que seguir expandiendo el crédito a una velocidad cada vez mayor, como lo ha venido haciendo; pero si la economía acumula deuda de esa manera, inevitablemente reducirá el valor del renminbi y presionará en favor de la fuga de capitales. Si el muro de los controles de capital se agrietara sustancialmente, abriría la vía a la crisis financiera. Si, por el contrario, China decide elevar los tipos de interés internos para frenar el crecimiento del crédito y apuntalar la moneda, reducirá la tendencia del capital a abandonar el país, pero al mismo tiempo reducirá también el crédito y la inversión interna, que han sido tan necesarios para sostener el crecimiento.

Parece que China debe elegir entre la estabilidad política, que requiere crecimiento y, por lo tanto, una moneda a la baja y una deuda en aumento, y la estabilidad financiera, que implica frenar la fuga de capitales y, por lo tanto, la revalorización de la moneda y el crecimiento más lento del crédito. El país parece estar llegando a los límites de su modelo económico. En los próximos tres o cuatro años deberá elegir entre, por un lado, una devaluación a gran escala resultante de la continua acumulación de deuda y, por otro, el estallido de la burbuja financiera nacional y la consiguiente desaceleración del crecimiento. Será una decisión difícil que pondrá a prueba el liderazgo de Xi Jinping.

A la vista de las contradicciones inherentes a la dependencia de la creciente actividad crediticia patrocinada por el gobierno para impulsar el crecimiento, ¿qué respuestas políticas podría poner en marcha el régimen chino?

La crisis de 2008-2009 y sus secuelas provocaron varias respuestas del Estado chino. Los responsables más inteligentes de la formulación de las políticas en China comprendieron las profundas contradicciones y los conflictos de intereses inherentes al modelo empresarial vigente en el país. Cuando Xi asumió el cargo en 2012, impuso una desaceleración en la expansión de la deuda, a pesar de que reduciría el crecimiento del PIB, bajo el lema de una «Nueva normalidad». Sus asesores percibieron que la tasa de crecimiento simplemente no podía sostenerse sin ejercer una enorme presión a la baja sobre el renminbi, lo que aumentaría el deseo de fuga de los capitales y abriría el camino a la crisis.

El gobierno emprendió, pues, una serie de pasos para tratar de mantener la estabilidad y el crecimiento. En primer lugar, procedió a desacelerar el ritmo de la expansión del crédito: China ha anunciado que lo está haciendo, pero no está del todo claro si podrá lograrlo. En segundo, China necesita dedicar una proporción mayor de la expansión del crédito a la inversión fija para contribuir a mantener su ventaja en las exportaciones industriales. Por eso está intentando desinflar las burbujas de los precios de los activos, especialmente de los terrenos, bienes inmuebles y acciones, a fin de reducir el incentivo para emprender inversiones especulativas en lugar de productivas. En tercer lugar, frente a tipos de interés más altos, China necesita obtener más dinero para prestar de los superávits por cuenta corriente, así como de los depósitos bancarios asociados y de las reservas de divisas para lo cual el gobierno se ha comprometido a reducir los requisitos de reservas de los bancos, al menos en cierta medida. Finalmente, China necesita ver qué ganancias puede obtener en el comercio mediante un mayor desarrollo de la llamada Iniciativa del Cinturón y la Ruta, o Nueva Ruta, de la Seda: la red de puertos, ferrocarriles y autopistas que unirá a China con Europa a través de Asia Central y el Océano Índico, con la que cuenta el gobierno para incrementar su influencia comercial.

Si bien ninguno de esos planes ha tenido hasta el momento un éxito fabuloso, también es cierto que combinados han logrado estabilizar el nivel de la actividad comercial y el superávit por cuenta corriente como parte de la oferta monetaria; y que sin esas políticas los excedentes

externos se habrían reducido ya a una parte insignificante de esta última. Sin embargo, el futuro parece incierto. En el caso probable de que las economías estadounidense y europeas comiencen a desacelerarse en el plazo de uno o dos años, el crecimiento comercial chino y su superávit por cuenta corriente también se desacelerará, incluso con el reciente esfuerzo por frenar el aumento del crédito, en una economía mundial en desaceleración; el crecimiento de la oferta de dinero superará el del comercio y el superávit por cuenta corriente. Mantener el crecimiento impulsado por la deuda será cada vez más difícil.

¿Hasta qué punto está el gobierno de Xi Jinping, con su agenda política de «Nueva normalidad», en sintonía con la elite china, que prioriza la consolidación y el mejoramiento de su riqueza recientemente acumulada? ¿Apoya ese estrato la «Nueva normalidad»?

El milagro chino ha traído consigo un aumento asombroso de la desigualdad económica, con una polarización de la riqueza que ha supuesto una concentración extraordinaria en el 1 por 100 superior y todavía más intensamente al alza en ese punto porcentual. En el periodo 2010-2011 el 1 por 100 más rico de los hogares urbanos disponía de activos estimados en hasta 5 billones de dólares. Representar a esa nueva elite económica ha sido, naturalmente, una de las principales prioridades para los sucesivos gobiernos. Sin embargo, al intentar hacerlo han tenido que enfrentarse a una serie de decisiones difíciles. Hasta 2012-2013 aproximadamente la merma de los tipos de interés reales facilitaba la concesión de créditos, pero ello conllevó una presión a la baja sobre el renminbi, lo cual acarrió la caída del valor de los activos chinos en términos internacionales y la correspondiente disminución de la capacidad de comprar e invertir en el extranjero.

Los nuevos ricos de China, en posesión de una parte tan desproporcionada de la riqueza del país, no están dispuestos a quedarse sin hacer nada y contemplar cómo sus activos se devalúan tan brutalmente. Han presionado, directa e indirectamente, en favor de una relajación en el sistema de controles de capital, que ha desempeñado un papel tan decisivo en la estrategia de crecimiento del país. No solo han tratado de inducir al gobierno a relajar la aplicación de los controles de capital, sino que también han intentado la exportación semiclandestina de este y han tratado de reubicar a sus hijos en Estados Unidos. El gobierno, por su parte, entiende que los controles de capital constituyen su última línea de defensa en la búsqueda de una estrategia económica independiente y

ha tratado de proteger el espacio para implementar esa política, si bien evitando controles que pudieran ser considerados demasiado drásticos.

¿Cómo ha funcionado eso?

No demasiado mal al principio. Hasta hace poco, el gobierno logró afrontar el problema, porque el sistema bancario proporcionaba suficiente crédito no solo para fomentar el crecimiento económico, sino también para mantener diversas burbujas del precio de activos, desde la tierra hasta los bienes inmuebles y el mercado de valores. La clase rica pudo, por lo tanto, obtener beneficios extraordinarios invirtiendo en China y no en el extranjero, poniendo su dinero en los mercados de activos financieros. Paradójicamente, sin embargo, la «Nueva normalidad» y el «desapalancamiento» de la economía china introducidos por el gobierno de Xi Jinping comenzaron a cortocircuitar esta forma de hacer dinero al desinflar las diversas burbujas de activos que habían proporcionado a la élite adinerada una alternativa a la fuga de capitales.

A medida que los precios de los activos caían, los superricos percibían mayores incentivos para sacar su dinero del país, aunque el gobierno esperaba que un crecimiento más lento del crédito terminaría mejorando las perspectivas a largo plazo para la inversión en la economía real china. Además del nuevo giro hacia la fuga de capitales, los muchos riesgos asociados con la inversión en China ahora incluían el riesgo político de verse arrastrados por un escándalo relacionado con la corrupción. Si los rendimientos en China ya no iban a ser extraordinarios, los inversionistas chinos también podrían obtener un rendimiento más modesto de una manera mucho más segura y protegida en el extranjero.

La «Nueva normalidad» significa, en primer lugar, una desaceleración en el crecimiento de la actividad crediticia y de la deuda en aras de la estabilidad financiera. Pero, ¿qué pasará a largo plazo? ¿Qué puede hacer el gobierno en términos cualitativos para volver a poner en marcha el dinamismo económico de China?

En términos financieros, lo más fácil es copiar lo que hizo Japón. Esencialmente, el gobierno puede reducir los tipos de interés prácticamente a cero con una flexibilización cuantitativa masiva, permitir las salidas de capital y depreciar la moneda, y emitir una gran cantidad de bonos del Estado para reducir las deudas incobrables en el sistema bancario. Esto podría acabar con la deuda corporativa de China casi de

la noche a la mañana y hacer más sostenible el endeudamiento a gran escala gracias a un tipo de interés prácticamente nulo. Si esto ocurriera, las exportaciones repuntarían, respaldadas por una moneda más barata. Sin embargo, por el momento, los dirigentes políticos quieren evitar ese planteamiento, ya que el crecimiento se desaceleraría y el valor en dólares de la economía china colapsaría, lo cual dificultaría alcanzar a la economía estadounidense en términos nominales.

¿Hasta qué punto indica tu análisis que el milagro basado en la exportación quedó atrás, debido al aumento de la sobrecapacidad industrial existente en el mercado mundial y en China? ¿Dónde encaja el exceso de capacidad en tu exposición?

Ciertamente, la combinación del control estatal del conjunto del sistema financiero y la reducción de las barreras comerciales en otros lugares permitió a China dedicar su superávit comercial a inversiones masivas en varios sectores industriales y encontrar demanda en las crecientes exportaciones. Si las instituciones financieras no hubieran estado controladas por el gobierno, el capital privado habría invertido desde el principio mucho más en el exterior y en diversos subsectores del sector servicios, diversificando su cartera, por decirlo así, a expensas de la producción industrial y las exportaciones. Sin embargo, debido a la prioridad de los planificadores chinos en la construcción de infraestructuras y la capacidad industrial, el sistema financiero dedicó la mayor parte de sus recursos a estas dos áreas, y ello contribuyó, de hecho, a la sobrecapacidad global detectada en varios sectores, ya que China cebó la acumulación de capital fijo para ayudar a la producción nacional de bienes, que ya se estaban produciendo en los países capitalistas avanzados, aunque con mayor coste.

En cierto sentido podríamos decir que China se expandió mediante la producción sistemática de sobrecapacidad en una línea tras otra, en el exterior y en el propio país. Esta dinámica de exceso de oferta golpeó comercialmente a las industrias y a los trabajadores de los países avanzados, a medida que la inversión fija crecía y los productos chinos de menor coste contraían los beneficios de los productores en el exterior. Pero los trabajadores y las empresas chinas se beneficiaron enormemente de ello, ya que este modelo impulsó un imparable proceso de expansión que permitió a China evitar la recesión y el desempleo durante décadas.

Para China, la crisis mundial de 2008-2009 fue ante todo una crisis de los mercados de exportación: el resultado de la forma en que China se apropió de una parte del mercado mediante productos de bajo precio y bajo coste. ¿Es correcto entender esa crisis de las exportaciones y las subsiguientes dificultades económicas como una expresión de una acumulación de capacidad excesiva originada en China y su oleada de inversión basada en el crédito?

Si estamos hablando de la economía doméstica, no creo, técnicamente hablando, que el exceso de capacidad haya sido un problema importante para China, ya que el régimen puede lidiar con el problema de la demanda en general –y los problemas de la demanda de exportaciones en particular–, simplemente emitiendo más deuda. Los bancos, si es necesario, refinanciarán la deuda de dudoso cobro de las empresas de propiedad estatal en situación de pérdidas e, incluso, las de las empresas privadas respaldadas por el Estado. Como hemos dicho, esto ejercerá una presión a la baja sobre la moneda, que podría desencadenar una crisis por la vía de la fuga de capitales. Esta es la razón por la que China tiene controles de capital, precisamente para evitar la fuga de capitales. Mientras se mantienen los controles de capitales, eso puede durar eternamente.

Pero, ¿esa dependencia del crédito para impulsar así la economía no impide la eliminación de las empresas y de los medios de producción poco rentables y exacerba, por consiguiente, la sobrecapacidad, desalentando aún más la inversión en la medida en que ésta depende de la obtención de beneficios decentes? ¿No es prueba de ello el evidente aumento de la cantidad de crédito requerida para alcanzar un nivel determinado de crecimiento económico?

A medio plazo, por supuesto, el exceso de capacidad causa un problema creciente para los planificadores políticos que pretenden detener las salidas de capital. Se ha prestado tanta atención a la inversión en capital fijo en el sector industrial y durante tanto tiempo, con un empeoramiento del exceso de capacidad, que la tasa de rendimiento se ha reducido lo suficiente como para desalentar una mayor inversión. Ello ha provocado la búsqueda de inversiones alternativas fuera del sector industrial, lo cual ha provocado una gran concentración en el sector inmobiliario, que ha propiciado la creación de burbujas, y en las infraestructuras. En caso de que los bienes raíces y las infraestructuras también sufran una reducción en su tasa de rendimiento, la presión para invertir en el extranjero se disparará y los controles de capital se verán sometidos a nuevas pruebas.

A escala mundial, esto ha provocado grandes dislocaciones porque los bancos de los países capitalistas no desean cargar con demasiadas empresas que pierden dinero en sectores con capacidad excesiva. Como la inversión intensiva permitió a China aumentar su capacidad de producción tan rápidamente, muchas empresas de los países avanzados, especialmente de Estados Unidos, no pudieron adaptarse, o solo pudieron hacerlo desplazando la producción a China. Sus acreedores, a diferencia de los bancos chinos, no seguirían otorgando crédito a empresas que no podían competir con el «precio de China», por lo que miles de empresas cerraron o se reubicaron, dejando a millones de trabajadores desempleados o desplazados a empleos marginales en el lapso de menos de una década. Aunque gran parte de la retórica sobre la incompatibilidad entre el capitalismo y el socialismo refleja una construcción maniquea de la Guerra Fría, hay algunas incompatibilidades profundas entre el capital privado y el sistema chino de capital controlado por el Estado.

¿Es China realmente capitalista? Hasta cierto punto tiene ese aspecto, ya que atrae inversiones al sector industrial exportador de acuerdo con lo que parece ser el criterio capitalista de obtención de una alta tasa de rentabilidad, garantizada por salarios relativamente bajos y cualificaciones y tecnología relativamente altas. Pero, ¿qué decir de la negativa generalizada a permitir que las empresas abandonen el negocio? ¿Qué sucede con la presión de los organismos gubernamentales para que las empresas inviertan, sin importar cuál sea su tasa de beneficio? ¿Dónde encajan en todo esto los controles de capital? ¿Cómo entenderías el acceso de los funcionarios chinos a los ingresos sin invertir directamente en empresas privadas? ¿Respetan las empresas de propiedad estatal, como en muchos otros lugares, las normas capitalistas y priorizan la obtención de beneficios?

Es una pregunta difícil de responder. Yo todavía diría que China tiene un sistema de «capitalismo de Estado», es decir, aunque los hogares privados poseen billones de activos financieros y físicos, el gobierno aún canaliza la gran mayoría de las inversiones, tanto financieras como en la economía real, hacia las áreas que quiere apoyar. La mayoría de los activos en poder de los bancos chinos, por ejemplo, son préstamos y bonos para financiar proyectos o empresas patrocinados por el Estado. Incluso el amor de los hogares chinos por la inversión en propiedades ha sido moldeado por las políticas gubernamentales para mercantilizar el suelo y la vivienda, promulgadas a principios de la década de 1990, así como por la falta de alternativas disponibles, sobre todo la inversión en el extranjero.

Has advertido repetidamente de que existe una probabilidad significativa de que se produzca una crisis financiera en China a menos que se verifique una gran disminución del valor del renminbi. ¿Podrías explicar esto con más detalle?

Como he puesto de relieve, la contradicción existente entre la necesidad de crear crédito para impulsar el crecimiento y la necesidad de asegurar una moneda estable para evitar la crisis financiera, se ha intensificado en los últimos años. Para mantener la economía en marcha, el Banco Popular de China ya tuvo que realizar una devaluación en 2015, aunque relativamente limitada. Pero esto provocó casi inmediatamente grandes oleadas de fugas de capital en el otoño de 2015 y a principios de 2016, que representaron la mayor parte de la caída de las reservas de divisas por valor de un billón de dólares acaecida durante el periodo 2014-2017, a medida que los ciudadanos ricos se apresuraban a sacar su dinero fuera del país. Si la Reserva Federal estadounidense aumentara los tipos de interés en 2019, China se encontraría en una posición aún más precaria. En un mundo en el que el tipo de interés de los bonos del Tesoro estadounidense, los activos más seguros del mundo, se elevaran por encima del 4 por 100, mientras que los depósitos en los bancos chinos y los bonos de su gobierno ofrecieran un rendimiento de solo el 3,5 por 100, la tentación de sacar dinero de China sería irresistible.

Antes de 2013, una fuga severa de capitales sólo se consideraba como una posibilidad remota en China. Hasta mediados de 2014 las reservas de divisas todavía representaban el 20 por 100 de la oferta monetaria. Sin embargo, en los años siguientes la reducción de las reservas de divisas y el simultáneo aumento de la oferta monetaria redujeron la proporción a sólo el 10 por 100. Esto significaba que si los hogares y las empresas trasladaran el equivalente al 10 por 100 de la oferta monetaria fuera del país, las reservas de divisas en China prácticamente desaparecerían, haciendo a la economía profundamente vulnerable a la posibilidad de una crisis provocada por la fuga de capitales, siempre que el Banco Popular de China siguiera impulsando la economía generando más crédito.

Para descartar esta eventualidad, el régimen de Xi Jinping ha decidido implantar una serie de fuertes medidas de control de capitales, incluyendo la imposición de límites a las empresas que cambian renminbis por dólares sin facturas comerciales explícitas, las verificaciones de las facturas comerciales para evitar la facturación excesiva e insuficiente, la introducción de mayores obstáculos para que las personas individuales

conviertan sus renminbis en dólares y una ofensiva contra bancos clandestinos y ubicaciones populares fuera del país para las divisas de moneda. Esas medidas draconianas han restringido significativamente la fuga de renminbis en los últimos años.

Pero el hecho es que el comercio exterior existente todavía permite la facturación excesiva o insuficiente de las exportaciones e importaciones y los ciudadanos chinos pueden realizar viajes al extranjero y por ende sacar fondos fuera del país, lo cual hace muy posible un vivo repunte de las salidas de reservas de dólares. De hecho, si se permitiera que esos procesos siguieran produciéndose durante bastante tiempo, eso podría conducir a una crisis de confianza en el renminbi. El resultado podría no ser catastrófico, pero una gran devaluación como respuesta a la fuga de capitales podría desencadenar varios años de crecimiento negativo, provocar alguna quiebra externa y atizar la deflación del precio de los activos. Si se produjera tal crisis de confianza en la moneda en sintonía con un pánico internacional en los mercados emergentes del mundo, ya muy vulnerables, la contracción de China podría llegar a ser muy grave.