

El Fantasma de Lehman Brothers. Inestabilidad en el Sector Inmobiliario en China

The Ghost of Lehman Brothers. Instability in the Real Estate Sector in
China

Roberto Soto *

Luis Raúl Valdés **

Resumen

En el presente trabajo se presentan algunas reflexiones sobre las similitudes y distancias entre el momento Lehman Brothers del 2008 y la inestabilidad que se observa en la actualidad en el sector inmobiliario chino. Para ello, se hace un recuento de los factores determinantes de la Gran Crisis del 2008, como fueron la falta de regulación estatal, las fallas estructurales del sistema y la irresponsabilidad de los agentes financieros. Enseguida, se expone el panorama del sector inmobiliario en China y el papel del Estado en el manejo de la inestabilidad en ese país.

Palabras clave: Lehman Brothers, crisis financiera, inmobiliario, China

Abstract

In this paper we advance some reflections on the similarities and distances between the Lehman Brothers moment of 2008 and the instability currently observed in the Chinese real estate sector. To do this, an account is made of the determining factors of the Great Crisis of 2008, such as the lack of state regulation, the structural failures of the system and the irresponsibility of financial agents. Next, the panorama of the real estate sector in China and the role of the State in managing instability in that country is presented.

Keywords: Lehman Brothers, financial crisis, real estate sector, China

* Docente-Investigador en el doctorado en Estudios del Desarrollo por la Universidad Autónoma de Zacatecas, México

** Maestro en Estudios Latinoamericanos por la UNAM, estudiante del doctorado en Estudios del Desarrollo por la Universidad Autónoma de Zacatecas, México

Introducción

En los últimos años, desarrolladores inmobiliarios chinos, como Evergrande y Zhongrong, han experimentado un notable estrés financiero. Evergrande ha tenido problemas para pagar miles de millones de dólares a sus acreedores, entre quienes se cuentan grandes bancos y tenedores internacionales de bonos.

A mediados de 2023, este corporativo tenía una deuda de \$300 mil millones de dólares [Lu y Keller, 2023]. Por su parte, Zhongrong, que a fines de 2022 gestionaba activos por \$108 mil millones de dólares, ha tenido dificultades en los últimos meses para hacer el pago de intereses y de capital. El atraso de los pagos ha afectado a tres empresas que cotizan en bolsa. Dada la visibilidad pública de estos problemas, han emergido preocupaciones en el mercado inmobiliario.

El tamaño de la deuda de estos desarrolladores, la centralidad del mercado inmobiliario en la economía china y la diversidad de agentes económicos expuestos a una sacudida del mismo, han hecho que diversos analistas se cuestionen si la quiebra de una de estas empresas pudiera conducir a un “momento Lehman Brothers”, como lo fue en Estados Unidos en septiembre de 2008.

El eje de las comparaciones está en la importancia del mercado inmobiliario, el cual representa cerca del 20% del PIB. Además, la propiedad inmobiliaria es un componente importante del patrimonio de los hogares. Según una investigación del Banco Popular de China (BPC), la propiedad inmobiliaria equivalía al 59% de los activos de los hogares y al 75% de su deuda [*Business Insider México*, 2023] en 2020.

Un empeoramiento de la situación financiera de empresas como Evergrande conduciría a pérdidas de los tenedores de bonos sobre su principal, en particular de los extranjeros, que, en el caso de esta firma, poseen \$20 mil millones de dólares. Si el estrés

financiero de estos corporativos se contagiara al sector inmobiliario, podría ocurrir una ralentización en este mercado que conduciría a la caída de la inversión en infraestructura, con efectos negativos sobre la inversión privada y los ingresos de los gobiernos locales [Lu y Keller, 2023].

En este contexto, se ofrece en este artículo algunas reflexiones sobre la crisis *subprime* de 2008, la cual provocó la quiebra de importantes instituciones financieras y la pérdida del patrimonio de aquellas personas que contrajeron deuda para adquirir su vivienda, se realiza una comparativa con la evolución de la inestabilidad que se observa en la República Popular China (RPC) en el sector inmobiliario, relacionada con el sobreendeudamiento.

El texto se divide en cuatro apartados: en el primero de ellos destacamos los principales elementos causantes de la Gran Crisis de 2008; segundo, un panorama de los problemas financieros que atraviesa el sector inmobiliario chino y se argumenta que es improbable que en el futuro ocurra un momento Lehman en la RPC; tercero, la caracterización de la financiarización china; por último, se explica la manera en la que la tierra ha funcionado como el eje articulador del régimen de acumulación chino post-crisis y los conflictos sociales que se derivan de éste.

Factores determinantes de la Gran Crisis Financiera de 2008

Desde el estallido de la denominada Gran Crisis Financiera de 2008, numerosos estudios han analizado los factores determinantes que la provocaron. Uno de los autores que se ocupa de esta tarea es James K. Galbraith [2008], quien, antes de señalar las causas estructurales, sostiene que los efectos de toda crisis financiera es la destrucción de la riqueza.

En el caso de la crisis *subprime*, los actores situados en la base de la pirámide de la jerarquía financiera, es decir, los que cuentan con menores recursos, fueron los que perdieron sus casas, empleo e ingresos. Pero, ¿qué motivó a que esta crisis se presentara? La

respuesta se encuentra, en parte, en las características del modelo económico imperante, y particularmente en la política de los bancos centrales, los cuales han priorizado el control de la inflación en detrimento de la generación de empleo, el crecimiento y la inversión productiva.

En el contexto de la crisis de 2008, la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED), bajo la dirección de Ben Bernanke, se adhirió a la doctrina de metas de inflación que forman parte del llamado “nuevo consenso de política monetaria”. Los ejes principales de este consenso son tres:

- a) La política monetaria se considera como una herramienta suficiente para disminuir la inflación. Sus efectos negativos sobre la producción y el empleo son menores a los generados por la intervención gubernamental.
- b) La autonomía del banco central es concebida como un elemento clave del buen funcionamiento de la economía. Se sostiene que la intervención del gobierno debe ser nula.
- c) Los incrementos sostenidos de la tasa de interés reducen considerablemente la inflación sin conducir a la recesión.

Bajo estas ideas rectores fue que la FED condujo su política frente al riesgo financiero. Galbraith [2008] reseña diversos escenarios donde el presidente de la FED, poco antes del estallido de la crisis, sostenía que el único riesgo evidente era el aumento sostenido de la inflación, pese a que, para ese entonces, ya había señales claras del deterioro de la cartera de riesgo, especialmente en el sector residencial. En julio de 2007, Bernanke declaró que, si ocurriese algún impacto en el mercado *subprime*, éste sería contenido [Galbraith, 2008].

Retomando a Minsky, Galbraith sostiene que la estabilidad económica genera inestabilidad, ya que la bonanza de los negocios estimula a los bancos e inversionistas institucionales a que tomen riesgos excepcionales. Ese riesgo interno se traslada, en poco tiempo, al resto del sistema. De esta manera, se transita del

predominio de las finanzas de cobertura a las especulativas, y finalmente, a los esquemas Ponzi, momento en el que se hace indispensable reconstruir el sistema en su conjunto.

Galbraith [2008] sostiene que la raíz de la crisis debe buscarse en las fallas intrínsecas, tanto de las estructuras financieras como corporativas y sociales, junto al diseño de políticas *ex ante* y *ex post* de la crisis. En este sentido, no se sostiene la tesis de que la dinámica de la tasa de interés provocó la crisis por sí sola.

Existen otros factores como la falta de regulación de los mercados de derivados, los cuales, a través de sus operaciones *over the counter* (OTC), manejan un alto riesgo. Precisamente fue en este segmento del mercado donde se realizaron los *credit default swaps* (CDS). La creación de empresas para fines específicos y el uso de la contabilidad creativa, como las operaciones *off balance sheet* y *off shore* [Black, 2010], frustraron cualquier tipo de regulación estatal. En este escenario, la burbuja tarde o temprano debía estallar.

La Gran Crisis Financiera fue ocasionada por diferentes factores, pero existen tres elementos clave: a) la inestabilidad del capitalismo, b) la irresponsabilidad de los especuladores y, c) el nuevo rol de los actores financieros y su manejo del riesgo. En otras palabras, es la codicia de los que participan en un mercado altamente especulativo y desregulado lo que puede desestabilizar a la economía en su conjunto y generar crisis cada vez más recurrentes y profundas.

Por otro lado, para comprender la Gran Crisis hay que considerar el papel de las agencias calificadoras y de actores emergentes como los inversionistas institucionales. También fueron de gran importancia las dinámicas impulsadas por la innovación e ingeniería financiera [Kregel, 2008].

Tanto Kregel [2008] como Black [2010] señalan la centralidad de las agencias calificadoras y otros actores en el desarrollo de la crisis. Durante los años anteriores, las agencias calificadoras

asumieron funciones que tradicionalmente eran asumidas por los bancos. La aparición de nuevos instrumentos financieros, como los productos estructurados o derivados de crédito, aceleró dicha transferencia de las funciones de evaluación del riesgo a las calificadoras. Black [2010] sostiene que, en 2006, casi el 30% del total de las hipotecas carecían de evaluaciones tradicionales.

De acuerdo con el análisis anterior, se pueden recoger dos lecciones fundamentales sobre la manera en la que se puede evitar un choque financiero en el futuro: a) es indispensable aplicar políticas de regulación en el sistema financiero que permitan disminuir lo más posible los procesos de especulación, principalmente en el mercado de derivados, b) es fundamental que exista una fuerte intervención del Estado: un Gobierno Grande (Big Government)¹, así como un Banco Central (Big Bank) que asuma nuevas tareas [Kregel, 2008] en los procesos productivos, de financiamiento y en el diseño de políticas públicas que favorezcan la distribución del ingreso.

¿Un momento Lehman Brothers en China?

A pesar de que el sector inmobiliario chino atraviesa un proceso de inestabilidad con alto riesgo de *default*, es poco probable que se reproduzca en la RPC un evento semejante al que ocurrió en los EE.UU. (Girón, 2021), con la quiebra de Lehman Brothers. La razón se encuentra en el origen de los acreedores de las inmobiliarias chinas, el enfoque implementado por el gobierno central para mantener la estabilidad y la particularidad del sistema financiero de ese país.

En primer lugar, los tenedores de deuda son en su mayor parte inversionistas domésticos, incluidos bancos de propiedad estatal [South China Morning Post, 2023]. El gobierno central tiene un amplio margen para renegociar y reestructurar las deudas.

¹ Big Bank y Big Government son conceptos fundamentales en la obra de Minsky.

En segundo lugar, el gobierno central ha seguido una política para mejorar la valoración del riesgo en el mercado, incluso si en el corto plazo esto genera turbulencias. En 2020, el gobierno central estableció las llamadas “tres líneas rojas”, que representan umbrales de deuda que considera aceptables, con la finalidad de regular el endeudamiento de los desarrolladores inmobiliarios.

Desde entonces, era evidente que Evergrande era uno de los mayores infractores [BBC News, 2021]. Además, el gobierno chino ha mantenido un enfoque selectivo y fragmentado en su intervención sobre el sector inmobiliario [BBC News, 2021]. A diferencia de lo ocurrido en 2008 en EE.UU., donde el gobierno rescató a algunos de los bancos más grandes del mundo, el gobierno chino evalúa cuáles son los proyectos de urbanización e infraestructura que merecen ser rescatados, mientras que promueve las quiebras y reestructuraciones en otros espacios.

Al tiempo que fijaba umbrales de apalancamiento excesivo, el gobierno anunció que no tenía la intención de rescatar a todos los desarrolladores en problemas y que consideraba aceptable que hubiera quiebras y defaults de las empresa peor capitalizadas y más endeudadas [Niziolek, 2021]. En este sentido, los problemas financieros de Evergrande y Zhongrong no deben haber sido una sorpresa para sus inversionistas.

Finalmente, la mayor diferencia entre la situación del sector inmobiliario en los EE.UU. en 2008 y en la RPC de 2023, es el grado de intervención y control del Estado sobre la economía. El núcleo del sistema financiero chino es su sector bancario, de propiedad estatal en su mayor parte. Esto le ofrece al gobierno una perspectiva más clara sobre cuáles son las empresas con problemas de liquidez [BBC News, 2021]; al mismo tiempo, le ofrece la posibilidad de implementar medidas de emergencia de manera compulsiva, a través de los bancos de propiedad estatal, donde lleva a cabo prácticas como el *window guidance*, en que los funcionarios del Estado giran instrucciones de manera directa a los cuadros gerenciales bancarios [Sperber, 2020].

El hecho de que el gobierno central cuente con herramientas potentes de intervención sobre el sector inmobiliario no significa la ausencia de problemas estructurales. La reducción de la especulación en el sector, las perspectivas de estancamiento demográfico y las altas tasas de propiedad de vivienda por parte de los hogares chinos, han provocado una sobre oferta en el mercado y limitan las opciones del Estado para estimular la demanda [Financial Times, 2023].

A mediados de 2023 el gobierno central implementó una política de flexibilización de la regulación hipotecaria y exenciones fiscales a los compradores de viviendas, con el fin de subsanar el desequilibrio de la oferta y la demanda en el mercado inmobiliario [CNN *Business*, 2023].

Financiarización con características chinas

Si bien consideramos que es erróneo forzar una comparación entre los problemas de los desarrolladores inmobiliarios chinos y la bancarrota de Lehman Brothers en 2008, la Gran Crisis Financiera tuvo efectos profundos sobre el desarrollo económico chino de la década siguiente.

La crisis financiera global de 2008 bloqueó el desarrollo del régimen de acumulación chino basado en la exportación de manufacturas. A medida que el choque financiero se propagaba a las principales economías del mundo, el mercado mundial se contrajo, y con él, la demanda de manufacturas chinas. Pronto apareció una importante masa de capital chino que no podía ser invertido con ganancia en la industria manufacturera y que demandaba un nuevo espacio de acumulación (Zhang et al., 2021, p. 1339).

Ante al desplome de las exportaciones y de la producción industrial, el gobierno central chino lanzó un paquete de estímulo económico de alrededor de 580 mil millones de dólares (Liu, 2018, p. 9). El plan de Beijing era impulsar el crecimiento a través

de la construcción de proyectos masivos de infraestructura y de urbanización, los cuales serían financiados e implementados por los niveles locales de gobierno. Los gobiernos locales asumieron la responsabilidad de canalizar la mayor parte de los recursos: de los 580 mil millones del paquete económico, apenas 220 mil millones de dólares fueron provistos por el gobierno central, el resto debió ser financiado por los gobiernos locales (Liu, 2018).

La política de expansión crediticia significó un esfuerzo consciente del Estado chino para crear un nuevo espacio de acumulación (Wu, 2023, p. 9) que absorbiera las masas de capital antes invertidas en el sector manufacturero. La reorganización económica impulsada por el Estado, desencadenó una serie de transformaciones institucionales, particularmente en el sector inmobiliario y financiero, indispensables para que el financiamiento desembocara en la construcción de infraestructura. La misma dinámica generó contradicciones que determinaron en gran medida la política regulatoria en relación al sector inmobiliario y financiero para la siguiente década.

Uno de los mayores problemas que el gobierno central debía resolver era cómo canalizar el financiamiento entre los gobiernos locales sin contar con los recursos fiscales para ello. La solución adoptada fue un esquema en el que los gobiernos locales se financiarían a través de la deuda (Wu, 2023b, p. 3).

Desde este enfoque, los gobiernos locales debían proporcionar el financiamiento a los proyectos de infraestructura y ejecutarlos. No obstante, los gobiernos locales tampoco contaban con herramientas suficientes para la movilización de recursos. Desde 1994, el sistema fiscal chino establece una distribución de ingresos entre los gobiernos locales y el gobierno central que limita la capacidad de los gobiernos locales para captar impuestos. (Liu y Xiong, 2020, p. 198). La restricción de las fuentes de financiamiento de los gobiernos locales se profundizó cuando, en 1995, se promulgó una ley presupuestaria que prohibía a los gobiernos locales mantener déficits presupuestarios y obtener

financiamiento externo (Liu y Xiong, 2020, p. 199). La medida orilló a los gobiernos locales a buscar fuentes alternativas de ingreso, particularmente a través de la venta del uso de tierra.

Para sortear estas restricciones legales, los gobiernos municipales utilizaron una herramienta de financiamiento que operaba desde mediados de la década de 1990, pero que había tenido hasta entonces un papel secundario: los *vehículos financieros de los gobiernos locales* (VFGL).

Los VFGL son entidades legales que funcionan bajo el control de los gobiernos locales y cuya finalidad es ejecutar los proyectos de inversión del gobierno. Aparecen bajo una variedad de formas, desde compañías de inversión y construcción urbana hasta empresas estatales. Como entidades cuasifiscales, los VFGL operan fuera de los límites de la estructura estatal y del presupuesto, aunque permanecen siempre bajo control de las autoridades locales (Zhang y Xiong, 2020, pp. 210-211).

Los VFGL no son parte del gobierno local objeto de las prohibiciones de la ley presupuestaria de 1995 para obtener crédito bancario. Por ello, los gobiernos locales utilizan estas entidades como intermediarios para obtener financiamiento externo (Liu y Xiong, 2020, pp. 200-202).

La mayor parte de los VFGL han sido creados para llevar a cabo proyectos de urbanización. Los gobiernos locales inyectan capital en ellos, a través de la transferencia de activos públicos. Una vez que los VFGL cumplen con los requerimientos de capital para operar, utilizan los mismos activos públicos y los flujos de ingreso que de allí derivan, como colaterales contra los cuales obtienen crédito. Aunque la fuente de financiamiento más importante de los VFGL es el crédito bancario, también emiten bonos en el mercado financiero o en la bolsa de valores, e incluso pueden recurrir a la banca en la sombra (Zhang y Xiong, 2020, p. 211).

La operación de los VFGL aumentó sensiblemente los recursos disponibles para la inversión en infraestructura. Al mismo tiempo,

provocó un fuerte endeudamiento de estas entidades, constituyeron una carga para los gobiernos locales y el central en última instancia.

El fuerte endeudamiento de los VFGL tiene un potencial desestabilizador sobre la economía china. El endeudamiento descontrolado de estas entidades puede conducir al impago y desactivar a los gobiernos locales. Al mismo tiempo, su importancia en la canalización de recursos hacia la infraestructura limita las opciones de intervención del gobierno chino. Una política que limite de forma estricta el endeudamiento de los VFGL podría desplomar la inversión en infraestructura y ralentizar la economía. Ya que la capacidad de pago de los VFGL depende de los subsidios de los gobiernos locales, un cambio en la política estatal sobre las garantías implícitas que el gobierno local ofrece sobre la deuda de los VFGL, puede generar dudas en relación a la capacidad de pago de estas entidades, generando inestabilidad (Zhang y Xiong, 2020, p. 218).

Para minimizar el riesgo contenido en el creciente endeudamiento de los VFGL, el gobierno central ha lanzado desde 2010 una serie de medidas regulatorias. En términos generales, la estrategia ha sido sustituir la deuda de los VFGL por deuda de gobierno, al tiempo que se crean nuevos instrumentos financieros que intentan resolver las contradicciones creadas por los arreglos previos.

Hasta ahora es posible identificar tres rondas regulatorias: en 2010, 2014 y 2017, así como la introducción de la banca en la sombra en 2012. Este proceso en el que el sector financiero aumenta su importancia en el régimen de acumulación y en que nuevos instrumentos financieros son creados, es al que Wu (2023) llama “financiarización al estilo chino”. El elemento central aquí es la intervención del Estado y su ímpetu por disminuir los riesgos financieros, tratando de mantener el flujo de recursos hacia la construcción de infraestructura.

La primera ronda regulatoria ocurrió en 2010. El gobierno central emitió el documento 19, donde se instruía al Ministerio de Finanzas para que se hiciera cargo del stock de deuda de los VFGL y regulara el endeudamiento a través de dos tipos de bonos: los bonos municipales, conocidos como *Chengtou zhai*, que sirven para financiar las operaciones de los gobiernos locales; y los bonos emitidos por los VFGL (Zhang y Xiong, 2020, pp. 216-217, 223).

En 2014 el gobierno central impulsó un arreglo financiero que habilitaba a los VFGL para refinanciar las deudas acumuladas por los gobiernos locales (Zhang et al., 2021, p. 1340). Con la emisión del documento 43 en ese año, se prohibió que los VFGL obtuvieran préstamos con garantías gubernamentales (Zhang y Xiong, 2020, pp. 216-217). Además, se modificó la ley presupuestaria, permitiendo que los gobiernos locales emitieran bonos especiales de largo plazo y con un tipo de interés más bajo. Estos bonos, conocidos como *munibonds*, debían ser intercambiados por las deudas de tipo de interés alto de los VFGL que estaban por vencer (Zhang et al., 2021, p. 1340). Al año siguiente, en 2015, se lanzó el programa de intercambio de bonos de deuda (Wu, 2023, p. 47).

La última ronda regulatoria inició en el segundo cuatrimestre de 2017, con la emisión del documento 50 en abril y del documento 87 en mayo. Con estas nuevas medidas, se eliminaron las últimas fuentes de financiamiento no presupuestarias de los gobiernos locales (Zhang y Xiong, 2020, pp. 216-217) prohibiendo que terrenos sin títulos de propiedad se utilizaran como colateral para obtener préstamos bancarios, limitando la especulación (Wu, 2023, p. 45).

La política de reducción del endeudamiento de los VFGL ha sido inconsistente en algunos puntos. El gobierno central puede restringir el endeudamiento en periodos de crecimiento acelerado, sin embargo, en momentos de ralentización de la actividad económica, hay menor margen de regulación. La construcción de infraestructura y la urbanización son componentes centrales del

crecimiento económico chino, la necesidad de estimular la economía en momentos de desaceleración obliga a relajar la regulación sobre el endeudamiento. Estos problemas han sido discutidos por Zhang y Xiong (2020).

Hasta 2023, el gobierno central no ha lanzado una nueva ola regulatoria en relación a la deuda de los VFGL. En un contexto de estancamiento del sector inmobiliario y de fuertes presiones financieras de los desarrolladores inmobiliarios chinos más importantes, el enfoque del gobierno central continúa siendo el canje de deuda y la reestructuración de deudas puntuales. Tampoco hay indicios de un rescate masivo a los VFGL.

El desarrollo de la innovación financiera y el papel cada vez más importante que asume el sistema financiero en la reproducción del régimen de acumulación chino, basado en la construcción de infraestructura y urbanización, puede ser caracterizado como “financiarización”. Este tipo de financiarización se distingue de los desarrollos análogos en el resto del mundo.

En la RPC, ha sido el Estado el agente que estimula la innovación financiera, la cual sigue el ritmo de las rondas de regulación que el gobierno chino lanza con el fin de solucionar las contradicciones generadas en los arreglos institucionales anteriores. En este sentido, el surgimiento de nuevos instrumentos financieros se subordina a los objetivos de crecimiento económico o de reducción del riesgo financiero fijados por el Estado. Si bien es cierto que otros agentes, como los desarrolladores inmobiliarios o los funcionarios locales, han intervenido de modo tal que el curso de esta financiarización no se sujeta a la voluntad del gobierno central, puede afirmarse que se trata de una financiarización conducida por la razón de Estado.

La tierra como eje articulador de la acumulación en China y conflicto social

Como se ha dicho, la tierra fue utilizada como colateral por los VFGL para acceder al crédito de los bancos de desarrollo. Los

gobiernos locales inyectaron las reservas de tierra como capital de los VFGL que sustentaron estas operaciones (Liu y Xiong, 2020, pp. 200-202) En este sentido, los centros de reserva de tierra de los gobiernos locales chinos servían para apalancar sus posiciones, mientras que los desarrolladores urbanos actuaban como vehículos financieros (Wu, 2020, p. 328).

Una de las peculiaridades del mercado inmobiliario chino es el vínculo que lo ata a las políticas de venta de tierras de los gobiernos locales. Por una parte, los gobiernos locales dependen en gran medida de los ingresos por transferencia de tierra, y por el otro, poseen el monopolio de la oferta de la tierra (Liu y Xiong, 2020, p. 193). Los ingresos por la venta de uso de tierra son los más importantes de entre los ingresos no presupuestales. En 2017, los ingresos no presupuestarios de los gobiernos locales ascendieron a RMB\$ 5.9 billones, de los cuales, RMB\$ 5 billones, el 90%, provenían de la venta de tierra (Zhang y Xiong, 2020, p. 220).

El control de los gobiernos locales sobre la provisión de tierras se debe al carácter único de la propiedad en la RPC. De acuerdo con la Constitución, toda la tierra en el país es propiedad estatal o colectiva (Liu, 2018, pp. 4-5). En la práctica, los gobiernos locales controlan la tierra dentro de sus jurisdicciones y están habilitados, desde 1998, a apropiarse de los usufructos de la venta de los derechos de tierra (Liu y Xiong, 2020, p. 197).

La urbanización acelerada ha sostenido el crecimiento de la economía china desde 2008, pero no ha sido un proceso carente de tensiones sociales. De acuerdo con Jong (2019), la mayor parte de las tierras usadas en la urbanización son rurales. La población rural, que hasta entonces aparecía como propietaria de la tierra de su localidad, debe renunciar a ella a cambio de una indemnización que es muy inferior al ingreso que obtienen los gobiernos locales y los desarrolladores.

Las familias rurales no tienen poder de negociación porque no hay más compradores potenciales que los gobiernos de las municipalidades. Por otro lado, en la medida en que los gobiernos locales estimulan la suba de precios de los bienes inmuebles, lo cual aumenta sus ingresos, la urbanización se concentra en la construcción de residencias de lujo para atraer a familias acaudaladas que pueden pagar precios e impuestos más altos (Gaulard, 2014, pp.76-77).

Los beneficiarios de este proceso resultan ser las familias de ingresos altos que se vinculan con los desarrolladores inmobiliarios, y los sectores medios, quienes gozan de todos los servicios urbanos en las municipalidades más acomodadas. Los costos sociales recaen sobre los trabajadores migrantes, a quienes se les niega la opción de tener un título de propiedad sobre sus viviendas, y sobre las familias rurales, a las que se les ofrecen viviendas gratuitas, pero que son excluidas del flujo de riqueza que genera la urbanización (Jong, 2019, p. 7), sin mencionar el peso del endeudamiento sobre los hogares, especialmente los de menores recursos. Las cargas financieras de los hogares chinos relacionadas con la adquisición de viviendas equivalen hasta 8 o 10 veces su ingreso anual (Liu y Xiong, 2020, pp. 191-192).

La decisión tomada por el gobierno chino de estimular la economía a partir de la construcción de infraestructura en 2008, significó que la tierra y el espacio construido sobre ella, actuaron como el eje articulador de la acumulación de capital en los años siguientes. Aquí radica la importancia del mercado inmobiliario en la economía china y el riesgo que conlleva la inestabilidad en este sector.

Conclusiones

El estrés financiero que muestran algunos de los desarrolladores inmobiliarios chinos más importantes evoca la ola especulativa que ocurrió en el sector inmobiliario norteamericano antes del estallido de la gran crisis financiera de 2008. La bancarrota de

Lehman Brothers, momento que puede ubicarse como el inicio de la tormenta financiera. No obstante, las diferencias entre el sector inmobiliario chino de 2023 y el norteamericano de 2008, desautorizan la formulación de generalizaciones y de pronósticos a partir del desarrollo de la crisis financiera de 2008.

En 2008, uno de los elementos fundamentales que explican que la dinámica especulativa se haya desarrollado hasta el punto de llevar al sistema financiero a la crisis, es la falta o la ineficacia de la regulación estatal. En la RPC, la expansión del sector financiero y el aumento de su importancia en el conjunto de la economía china, son el resultado de las elecciones de política económica del Estado chino para enfrentar el *shock* externo que representó la crisis de 2008. Para crear un nuevo espacio de acumulación para el capital chino, el Estado optó por un esquema financiero a través del cual los gobiernos locales financiaron proyectos de infraestructura a través de la deuda.

Pese al éxito que obtuvo el paquete de estímulo del gobierno chino, el esquema de financiamiento generó contradicciones que obligaron al gobierno a organizar nuevos arreglos institucionales en el sector financiero. A cada nueva ronda de regulaciones le siguieron nuevos desequilibrios que a su vez incentivaron la innovación financiera por parte del Estado.

El hecho de que en la RPC dicha innovación obedeciera a las necesidades del Estado marca una notable diferencia con la llamada financiarización en los EE.UU.

El régimen de acumulación chino de postcrisis utilizó como eje articulador a la tierra, tanto como canal de distribución del financiamiento, en el cual se materializaron las inversiones estatales. Esta configuración generó una urbanización estrechamente vinculada a la lógica financiera, la cual está marcada por el conflicto social. Los sectores de mayores ingresos, con vínculos estrechos con los desarrolladores inmobiliarios o con la estructura estatal, así como las capas medias, que disfrutaban de

los servicios de los nuevos espacios suburbanos, son los beneficiarios del proceso. Por otro lado, los sectores de menores ingresos y las familias rurales han sufrido los costos sociales.

Referencias

- Black, William [2010], “Lecciones regulatorias de la quiebra de Lehman Brothers” en *Ola financiera*, no. 7, septiembre-diciembre, UNAM, México, pp. 1-41, ISSN electrónico: 1870-1442. Acceso al texto completo <http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/07/index.html>
- Business Insider México [2023], “China’s economic model isn’t working, but that doesn’t mean that the country is headed for a Lehman moment” en *Business Insider México*. Acceso al texto completo <<https://businessinsider.mx/china-economy-beijing-lehman-moment-policy-deflation-economy-markets-property-2023-8/?r=US&IR=T>>
- Dong, Tonjiang [2023], “Is China’s economy in bad shape? 5 things to consider from silver linings and slow growth to Lehman Moments and Japanification” en *South China Morning Post.*, 7 de septiembre. Acceso al texto completo <<https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3233617/chinas-economy-bad-shape-5-things-consider-silver-linings-and-slow-growth-lehman-moments-and>>
- Galbraith, James [2008], “Colapso del monetarismo e irrelevancia del nuevo consenso monetario” en *Ola financiera*, no. 1, septiembre-diciembre, UNAM, México, pp. 1-17, ISSN electrónico: 1870-1442. Acceso al texto completo <http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/01/pdfs/Galbraith-OlaFin-1.pdf>
- Gaulard, Mylene [2014], “La Burbuja Inmobiliaria en China” en *Revista Problemas del Desarrollo*, 178(45), UNAM, México, pp. 63-88, ISSN electrónico: 2007-895. Acceso al texto completo <<https://probdes.iiec.unam.mx/index.php/pde/article/view/47835>>
- Girón, Alicia [2021], “Evergrande no es Lehman Brothers” en *Nuestra América XXI. Desafíos y alternativas*, CLACSO, no. 62, diciembre. Acceso al texto completo <<https://nuestraamericaxi.wordpress.com/2021/12/>>
- He, Laura [2023], “China takes aim at real estate crisis with new measures to boost economy” en *CNN Business*. 1 de septiembre. Acceso al texto

completo, <https://edition.cnn.com/2023/09/01/economy/china-mortgage-stimulus-intl-hnk/index.html>

Jong, Martin de [2019], From Eco-Civilization to City Branding: A Neo-Marxist Perspective of Sustainable Urbanization in China.

Sustainability, 11(5608), 1-14. DOI: 10.3390/su11205608. Acceso al texto completo, <<https://www.mdpi.com/2071-1050/11/20/5608>>

Kregel, Jan [2008], “Minsky’s Cushions of Safety: Análisis de la crisis del mercado hipotecario en los Estados Unidos” en *Ola financiera*, no. 1, septiembre-diciembre, UNAM, México, pp. 64-98, ISSN electrónico: 1870-1442. Acceso al texto completo

<http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/01/pdfs/Kregel-OlaFin-1.pdf>

Leahy, Joe y Nian Liu [2023], “China stirs hope in property market with latest stimulus plan”. *Financial Times*, 6 de septiembre. Acceso al texto completo <https://www.ft.com/content/976b551c-d275-4e42-9a0f-8cef99e645aa>

Liu, Minquan [2018], Land Financing-led Urbanization in China: Evolution, Scale and Lessons en United Nations Economic Commission for Africa UNECA in its deliberations on urbanization and development strategies in Africa. Acceso al texto completo

<<https://archive.uneca.org/sites/default/files/uploaded-documents/SocialDevelopment/hlpd-urbanization-industrialization-2017/uneca-china-land-financing.pdf>>

Liu, Chang. y Xiong, Wei [2020], China’s Real Estate Market en Amstad, Marlene, Sun, Guofeng y Xiong, Wei (Eds.), *The Handbook of China’s Financial System* (pp. 183-207). Princeton University Press.

Lu, Lerong. y Keller, Anat [2023], “Is it the Next Lehman Brothers Moment? The Evergrande Debt Crisis and Regulatory Precaution” en *Law Blogs, University of Oxford* (Agosto). Acceso al texto completo

<<https://blogs.law.ox.ac.uk/oblblog-post/2023/08/it-next-lehman-brothers-moment-evergrande-debt-crisis-and-regulatory>>

Niziolek, Nick [2021], “Evergrande is not China’s “Lehman Moment”.

Transcripción de un video grabado el 20 de septiembre de 2021. Acceso al texto completo

<https://www.calamos.com/globalassets/media/documents/transcripts/market-quick-takes-evergrande-is-not-chinas-lehman-moment.pdf>

- Oi, Mariko [2021], BBC News mundo. “Crisis de Evergrande: los esfuerzos de China por evitar su “momento Lehman Brothers”. BBC News, 22 de diciembre. Acceso al texto completo
<<https://www.bbc.com/mundo/noticiar-internacional-59762197/>>
- Sperber, Nathan [2020], “Une finance aux ordres: comment le pouvoir chinois met le secteur financier au service de ses ambitions” en *Institut Rousseau*, 5 de diciembre. Acceso al texto completo <<https://institut-rousseau.fr/une-finance-aux-ordres-comment-le-pouvoir-chinois-met-le-secteur-financier-au-service-de-ses-ambitions/>>
- Wu, Fulong [2023], “The long shadow of the state, financializing the Chinese city”, en *Urban Geography*, 44:1, PP. 37-58, doi: 10.1080/02723638.2021.1959779. Acceso al texto completo <<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/02723638.2021.1959779>>
- Wu, Fulong [2023b], “Theorising urban development in China: -State entrepreneurialism- from the ground up” en *Dialogues in Human Geography*, 0(0), 1-5. DOI: 10.1177/20438206231174638. Acceso al texto completo <<https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/20438206231174638>>
- Zhang, Mengzhi, Qiao, Si, y Yan, Xiong [2021], “The secondary circuit of capital and the making of the suburban property boom in postcrisis Chinese cities”, en *EPA: Economy and Space*, vol. 53(6), p. 1331-1355. 2021. DOI: 10.1177/0308518X21992773. Acceso al texto completo <<https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0308518X21992773>>
- Zhang, Zhiwei y Xiong, Yi [2020], “Infrastructure Financing” en Amstad, Marlene, Sun, Guofeng y Xiong, Wei (Eds.), *The Handbook of China’s Financial System* (pp. 208-228). Princeton University Press.

Recibido 27 de octubre 2023

Aceptado 15 de diciembre 2023