

El Gran Salto Hacia Atrás.

The Great Leap Backwards

Autor, Author: Antonio Vegas García

Tagged bubble, bust, chinese government, chinese rout, crisis, deng xiaoping, economic reforms, equity financing, financial repression, interest rates, per, shadow banking, shibor, Xi Jinping • 发表评论 • 编辑

Burbuja, explosion, gobierno chino, crisis, deng Xiaoping, reformas económicas, financiación, equity, shanghai, represión financiera, tipos de interés, banca en la sombra, shibor, xi jinping



Recently, we have been exposed to a barrage of news from China: the rising worries about its economic growth, the recent plunge in the Chinese stockmarkets, the devaluation of the yuan, the announced drops in interest rates, as well as in the cash reserve bank ratios, the Purchasing Managers' Index (PMI) fell, etc. [1]

Recientemente, hemos estado expuestos a una gran cantidad de noticias de China: las crecientes alertas sobre el crecimiento económico, la reciente caída en las bolsas chinas, la devaluación del yuan, la bajada en los tipos de interés, así como en el coeficiente de caja, el índice PMI cayó, etc. [1]

Nevertheless, the bad news is not the economic indicators, but the government's reckless interventions in those days. The government seems risking the initiated path by the Economic Reform towards the development, a movement in the bad direction that could become the next Great Leap Backward in the Chinese economic history.

Sin embargo, las malas noticias no son los indicadores económicos, sino la desacertada intervención del gobierno durante aquellos días. El gobierno parece arriesgar el camino iniciado por la Reforma Económica hacia el desarrollo, un movimiento en la mala dirección que podría convertirse en el siguiente Gran Salto Atrás en la historia económica china.

In order to make it clear, we should build up a general idea about the Chinese economy to be able to put together all the pieces of the Chinese puzzle. The Chinese economy is huge and extremely diverse (even we can name it as a dual economy in Lewis terms) but we can state that the Chinese prosperity looks like more a mirage than a reality. Of course that double-digit growth has permitted that China has lifted 600 million people out of poverty during 1981-2004 [2], but at the same time, it has sown the seeds of the future economic problems, the shadow of the Chinese prosperity.

Para dejar las cosas claras, debemos tener una idea general sobre la economía china para ser capaces de unir todas las piezas del puzzle chino. La economía china es enorme e increíblemente diversa (incluso podemos denominarla como economía dual en la terminología de Lewis), pero podemos afirmar que la prosperidad china se parece más a un espejismo que a una realidad. Por supuesto, el crecimiento a doble dígito ha permitido que China haya sacado 600 millones de personas de la pobreza durante los años 1981-2004, pero al mismo tiempo, ha sembrado las semillas de los problemas económicos futuros, la sombra de la prosperidad china.

Which are those flaws? Mainly the heavy-handed and commanded economy, through the financing part of the economy, whereby the government extract wealth from the people (mainly controlling the interest rates and the exchange rate of the currency), that is used afterwards to prop up the banks that have chunks of bad loans, thereby allowing them to carry on lending money to the unprofitable SOE (State Owned Enterprises). In short, the government has built a system in order to control every single aspect of the economy, which is generating long-term problems, such as shadow banking (even though the term includes a myriad of different non-conventional institutions).

¿Cuáles son esos problemas? Principalmente la economía intervencionista y controlada por el gobierno, a través de la parte financiera de la economía, por la que el gobierno extrae riqueza de la gente (principalmente controlando los tipos de interés y el tipo de cambio de la moneda), que es usado después para apuntalar a los bancos que tiene enormes cantidades de activos tóxicos, permitiendo por tanto que sigan prestando dinero a las empresas estatales, que no paran de arrojar números rojos. En definitiva, el gobierno ha construido un sistema para controlar cualquier aspecto de la economía China, lo que está generando problemas a largo plazo, como la banca en la sombra (aunque el término incluye una miríada de muy diferentes instituciones financieras no convencionales).

This financial repression can be illustrated with the example of drug prohibition. When the government attempt to forbid the drugs what it gets is a black market where the people can sell and buy drugs according to human necessities (that are subjective), but the black market is not regulated and it is not safe enough for the users, thereby damaging the health of the participants. The more important (and the more repressive is the prohibition) is the forbidden necessity for humans, the more serious will be the suffering of the population. In the case of

China's financial repression it is exactly the same: given that people neither can take credit freely nor save their money, a black market pops up to satisfy the necessities, with credit of bad quality, thereby jeopardizing the long-term perspective of China's economy.

Esta represión financiera puede ilustrarse con el ejemplo de la prohibición de las drogas. Cuando el gobierno intenta prohibir las drogas, lo que obtiene es un mercado negro donde la gente puede comprar y vender drogas de acuerdo a las necesidades humanas (que son subjetivas), pero el mercado negro no está regulado y no es lo suficientemente seguro para los usuarios, por tanto dañando la salud de los participantes. Cuanto más importante (y más represiva es la prohibición) es la necesidad que ha sido prohibida para los humanos, mayor sufrimiento recaerá sobre la población. En el caso de la represión financiera en China, es exactamente lo mismo: dado que la gente en China ni puede tomar crédito libremente ni ahorrar libremente, un mercado negro florece para satisfacer estas necesidades, con crédito de mala calidad, peligrando por tanto las expectativas a largo plazo de la economía china.

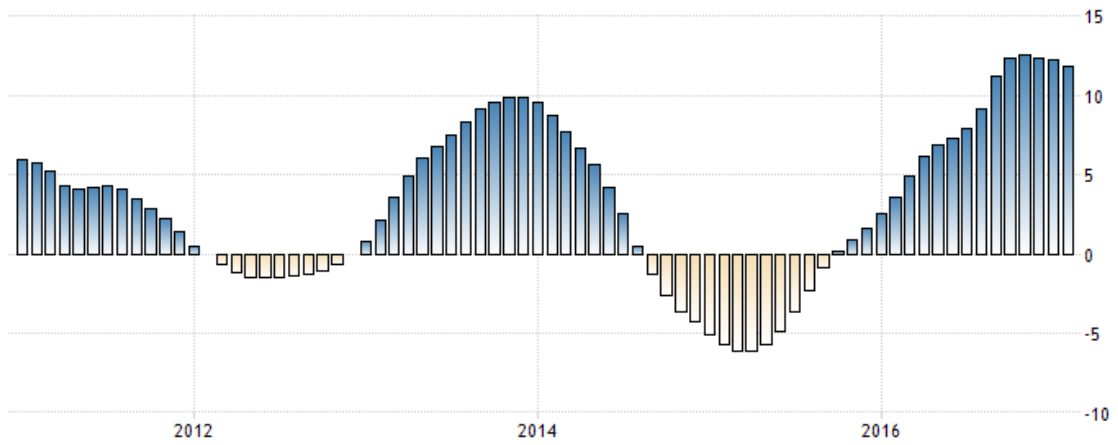
Under this outlook, the recent headline-grabbing news about china are not surprising whatsoever, but they are showing that the government is doing whatever it takes in order to shore up the binge. That government disposition is helpful information, since in China everything is depending on the government. Until when the binge will last? Until the government desire unless it runs out of money, like once Larry White told me very cleverly. After all, it looks like that the government does not want to stop it.

Bajo esta perspectiva, las recientes noticias sensacionalistas sobre China no son sorprendentes en absoluto, sino que están mostrando que el gobierno está haciendo todo lo posible para apuntalar la burbuja. Esta disposición del gobierno es una información útil, ya que en China todo depende del gobierno. ¿Hasta cuándo durará la burbuja? Hasta que el gobierno quiera, a menos que se le acabe el dinero antes, como una vez me dijo Larry White muy inteligentemente. Después de todo, parece que el gobierno no quiere parar la fiesta.

With a slumping housing market, with an entire year of steadily lowering housing prices in 2015 (see figure 1), the Central Bank of China has been lowering the interest rates one after another (see figure 3), jointly with the cash reserve ratio.(see figure 2), in a last attempt to foster the Chinese economy up to the promised 7% growth rate, thereby creating a new cycle.

Con un mercado inmobiliario deprimido, con un año completo de bajada sostenida en los precios de la vivienda durante el 2015 (ver gráfico 1), el Banco Central de China ha estado bajando los tipos de interés una vez tras otra (ver gráfico 3), junto con el coeficiente de reservas bancarias (ver gráfico 2), en un último intento de estimular la economía China hasta alcanzar el prometido 7% anual de crecimiento, creando otro nuevo ciclo.

Figure 1: China newly built house prices YoY (Year on Year) change (%) Jan 2014-Feb 2017



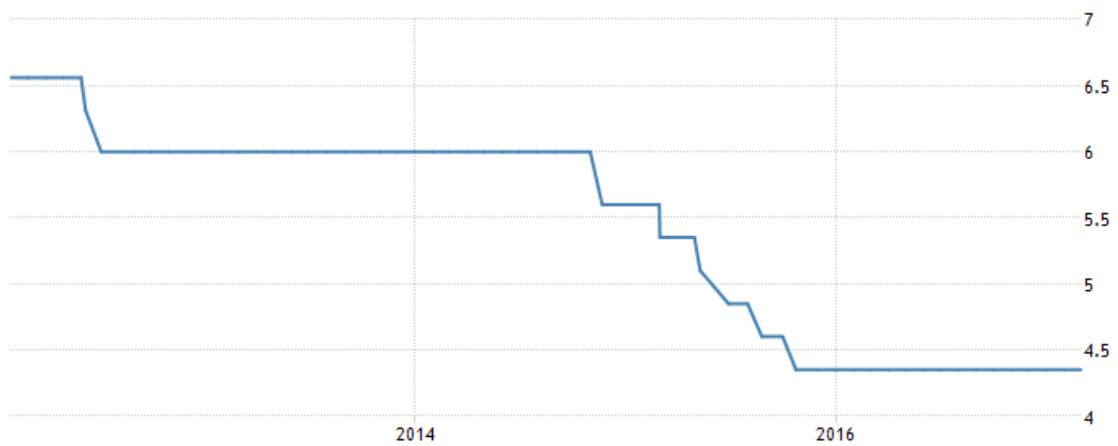
Source: Tradingeconomics.com

Figure 2: China cash reserve ratio big banks (%) 2011-2017



Source: Tradingeconomics.com

Figure 3: China interest rate (%) 2012-2015



Source: Tradingeconomics.com

I remember that the summer of 2013 was when I really opened my eyes about the Chinese economy, it was the Shibor (Shanghai Interbank Offered Rate) shock. After an increase of the lending in the first 13 days of June never seen before in history, the interest rates in the interbank market soared to a 12% rate for the seven-day repo [3]. The central bank forced the big banks to lend money to the small banks (with the argument that the overall liquidity within the system was enough), thereby rejecting the inquiry of the financial institutions of injecting more liquidity. One month later, the central bank had to inject a massive amount of liquidity in the system, at the time that the interest rates were lowered as well as the cash reserve ratio. The yield curve (an indicator that it's used to foresee financial problems in an economy) has not stopped flattening ever since.

Recuerdo que el verano de 2013 fue cuando realmente abrí mis ojos sobre la realidad de la economía China: fue el Shibor shock. Después de un incremento del crédito en los primeros trece días de Junio nunca antes visto en la historia, los tipos de interés en el mercado alcanzaron un 12% para las repos a 7 días. El banco central forzó a los grandes bancos a prestar dinero a los bancos pequeños (con el argumento de que la liquidez global dentro del sistema era suficiente), rechazando por tanto la petición de las instituciones financiera de inyectar más liquidez. Un mes más tarde, el Banco Central tuvo que inyectar una enorme cantidad de liquidez en el sistema, al tiempo que los tipos de interés se bajaban y las reservas fraccionarias también. La curva de tipos (un indicador que es usado para prever problemas financieros en una economía) no ha parado de aplanarse desde entonces.

The recent plunge in chinese stock markets is anecdotal. From the early 2014, the stock indexes reached a high level without any reasonable explanation and mainly driven by credit financing (9% of market capitalization according to Credit Suisse). The price earnings ratio or PER (that is calculated dividing the price of a share over the ratio between the earning of the whole company over the number of shares, namely, the earnings per share, EPS), was in median terms 64 in Shenzhen stock exchange, whereas it is considered that a PER higher than 25 is expensive [4]. The Shenzhen case was paradigmatic. A clear indicator that the Shenzhen Stock Exchange was flying too high.

La reciente caída en las bolsas chinas es anecdótica. Desde principios de 2014, los índices alcanzaron un alto nivel sin ninguna explicación razonable y principalmente financiado a crédito (el 9% de la capitalización de mercado, según Credit Suisse). El PER o price earnings ratio (que es calculado dividiendo el precio de una acción sobre el ratio entre los ingresos de toda la compañía sobre el número de acciones, es decir, los ingresos por acción, EPS), fue en términos de mediana 64 en la bolsa de Shenzhen, mientras que es considerado que un PER mayor a 25 es caro. El caso de Shenzhen fue paradigmático. Un claro indicador de que la bolsa de Shenzhen estaba subiendo demasiado deprisa.

Therefore, the recent drops in those indexes have been obvious and they have been noticed in advance by Bloomberg or The Economist. And the drops will likely continue for a time. Even though, they are not so troublesome for the Chinese economy in the short-term (because the

stock market is not so developed in China as in western countries; its relative size to the economy is small, 40% of the GDP whereas in USA is more than 100% of GDP and the financial culture in china is still limited) but they will be crucial in the long-run. What is true is that it shows more than ever the shadow of the Chinese prosperity, the financial flaws of the Chinese economy. And the recent actions of the Chinese government are the most burdensome. Let's see why.

Por tanto, las recientes caídas en esos índices han sido obvias y además han sido previstas con antelación por Bloomberg o The Economist. Y las caídas continuarán probablemente durante un tiempo. Aunque no sean especialmente preocupantes por la economía china en el corto plazo (porque las bolsas no están tan desarrolladas en China como en los países occidentales; su tamaño relativo a la economía es pequeño, 40% del PIB mientras que en EEUU es más del 100% del PIB y la cultura financiera en China es todavía limitada) pero serán cruciales en el largo plazo. Lo que es verdad es que muestra más que nunca la sombra de la prosperidad china, los problemas financieros de la economía china. Y las recientes acciones del gobierno chino son las más preocupantes. Veamos por qué.

Firstly, in China is urgently needed a complete financial liberalization, where the bank interest rates can be fixed by the market, with more share of private banks in the economy and the banks being able to give lending according to market criteria and not with political criteria. This will bring the second opening of Chinese economy (the financial opening) and will push the world to a new level of financial globalization. Moreover, it would foster the SOEs to a new level of competitiveness, would give more resources to Chinese private companies and would reduce the power of the government. In other words, it would bring more freedom to Chinese people at a time the shadow of Chinese prosperity shrinks. However, as the recent actions of Chinese government tend to broaden the influence of public sector over stock market, the financial liberalization has fallen to bits.

En primer lugar, en China es urgente una complete liberalización financiera, donde los tipos de interés bancarios puedan ser fijados por el mercado, con más participación de los bancos privados en la economía y los bancos siendo capaces de dar préstamos de acuerdo a criterios de mercado y no a políticos. Esto traerá la segunda apertura de la economía china (la apertura financiera) y llevará al mundo a un nuevo nivel de globalización financiera. Además, incentivará a las empresas estatales a un nuevo nivel de competitividad, y daría más recursos a las empresas privadas chinas y reduciría el poder del gobierno. En otras palabras, traerá más libertad al pueblo chino al tiempo que la sombra de la prosperidad china se hace más pequeña. Sin embargo, dado que las recientes acciones del gobierno chino tienden a incrementar la influencia del sector público sobre la bolsa, la liberalización financiera se ha hecho añicos.

Chinese stock markets were always seen as not so trustworthy but nowadays more so than ever. The government introduced a curb in selling Chinese equities and also it undertook an equities purchasing programme, spending public money in order to prop up the stock market bubble. That is added to the enormous requirements that the companies have to fulfill, the daily limitation that a share cannot raise or drop more than a 10%. That is undermining the last bit of truth on Chinese equities.

Los mercados financieros chinos fueron siempre vistos con falta de confianza pero ahora más que nunca. El gobierno introdujo una prohibición para vender acciones chinas y también llevó a cabo un programa de compra masivo de acciones, gastando dinero público para apuntalar la burbuja de la bolsa. A eso hay que añadirle los enormes requerimientos que las compañías tienen que cumplir, la limitación diaria de que la bolsa no puede subir ni bajar más de un 10% al día. Eso mina el último resquicio de confianza en los valores chinos.

Secondly, as the equity financing is necessary for Chinese economy in order for the companies to be able to diversify their financing portfolio (debt and equity). Investors were always wary about the Chinese economy and at the time they were surprised that the Chinese economy was resilient to every kind of damage or bad indicators. Investors finally concluded that in China, everything is about its government.

En segundo lugar, dado que la financiación mediante acciones es necesaria para la economía china para que las compañías puedan diversificar su cartera financiera (deuda y capital). Los inversores siempre fueron cautelosos sobre la economía china, al tiempo que se sorprendían porque la economía china era resiliente a cada tipo de daño o malos indicadores. Los inversores finalmente concluyeron que en China todo depende de su gobierno.

Overall, it looks like that, even though China has advanced until now quite rapidly, a recession would be a necessary step towards China's development, since the government is reluctant to reduce its grip in Chinese economy and it will do whatever it takes to prop up its power, influence and command in Chinese economy. It's a necessary step that the government runs out of money and the crisis in that sense could be an opportunity. The last government interventions illustrate the government's disposal to maintain the status quo, even if that requires risking the trust of international investors in China or risk positive results of the economic reforms.

En definitiva, parece que, aunque China ha avanzado hasta ahora bastante rápido, una recesión será un paso necesario hacia el desarrollo de China, dado que el gobierno es reacio a reducir su control sobre la economía china y hará todo lo que pueda para mantener su poder, influencia y mando sobre la economía china. Es un paso necesario que al gobierno se le acabe el dinero y la crisis en ese sentido será una oportunidad. Las últimas intervenciones del gobierno ilustran la disposición del gobierno a mantener el status quo, incluso si requiere arriesgar la confianza de los inversores internacionales en China o arriesgar los resultados positivos de las reformas económicas.

Obviously, Chinese economy also has advantages, and it is reducing the importing of inputs to produce the goods that China exports, showing that China is improving in capital accumulation and the economy is more capable to design new products rather than buy them abroad. The attention is in the government's side. The government still has weapons to shore up the financial mess and its influence on the market, but the money and the time are running out nowadays. What will be the next episode? The crisis in China, will force the government to another set of economic reforms.

Obviamente la economía china también tiene ventajas y la reducción de la importación de inputs para producir los bienes que China exporta, mostrando que China está mejorando en

acumulación de capital y que la economía es más capaz de diseñar nuevos productos en lugar de comprarlos fuera. La atención está en el lado del gobierno. El gobierno todavía tiene armas para mantener el desaguisado financiero y su influencia en el mercado, pero el dinero y el tiempo se están acabando actualmente. ¿Cuál será el nuevo episodio? La crisis en China, forzará al gobierno a otro conjunto de reformas económicas.

-

Notes:

[1] Bloomberg (2015) China's Official Factory Gauge Shrinks

Available:<http://www.bloomberg.com/news/videos/2015-09-01/china-s-official-factory-gauge-shrinks> [Accessed: 31 August 2015]

[2] CNTV (2014) China has lifted 600 million people out of poverty

Available:<http://english.cntv.cn/2014/10/18/VIDE1413584528072923.shtml> [Accessed: 31 August 2015]

[3] The Economist (2015) Flying too high Available: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21579862-chinas-central-bank-allows-cash-crunch-worsen-shibor-shock>

[Accessed: 31 August 2015]

[4] The Economist (2013) The Shibor shock

Available:<http://www.economist.com/news/leaders/21652326-long-term-consequences-chinas-coming-stockmarket-correction-are-ones-fear-flying> [Accessed: 31 August 2015]