

Alan J. Vazquez, CFA

Asset Allocation PM, BBVA

CFA Charterholder y miembro de CFA Society México

12 de septiembre de 2023

La Japonificación de China

Recientemente, China ha publicado una serie de datos económicos que muestran un comportamiento que llama la atención, especialmente para un país que se encuentra en un ciclo de relajamiento monetario y una política fiscal laxa. En sus lecturas más recientes, los datos de inflación año a año, así como los datos de precios al productor, se encuentran en terreno negativo. (Jul 2023 CPI: -0.3%, Jul 2023 PPI: -4.4%)¹

Un incremento en la oferta monetaria derivado de bajas tasas de interés, tienden a propulsar la demanda agregada de una economía, así como un choque en la oferta agregada, tal como fue el caso en 2020, cuando los medios de producción sufrieron una pausa repentina a raíz de la pandemia de COVID-19. Estos factores generan un incremento generalizado en los precios de bienes y servicios lo cual se define como inflación.

En contraste, la deflación es un fenómeno en el que el precio de bienes y servicios tiende a caer de manera generalizada, lo que a su vez, incrementa el poder adquisitivo del dinero.

A raíz del conflicto entre Rusia y Ucrania en 2022, observamos una dinámica inflacionaria bastante agresiva para economías tanto desarrolladas como emergentes. Los precios de commodities y alimentos se incrementaron añadiendo presiones inflacionarias a un mundo que venía despertando de un aislamiento pandémico entre 2020 y 2021. En aquel entonces, la fortaleza de la demanda agregada estimulada por un ecosistema de bajas tasas de interés, y una oferta agregada que aún sufría presiones en sus cadenas de suministro generó la tormenta inflacionaria perfecta.

A pesar de esta dinámica poco alentadora, el traspaso inflacionario para China ha sido limitado en parte gracias a un efectivo control de precios y medidas draconianas de cero tolerancia al COVID-19 que impedían la actividad económica. Sin embargo, la realidad es que el país se encuentra en riesgo de deflación derivado de una débil demanda del consumidor y baja inversión privada.

De acuerdo al buró nacional de estadísticas, al cierre de julio, la inversión en el sector inmobiliario de China ha caído 11.3%¹. En la era pre-pandémica el sector inmobiliario fue una fuente vital del alto crecimiento económico del país, su reciente debilidad explica en gran parte el sentimiento negativo y el por qué la inversión privada también ha perdido fuerza; muchos negocios en China usan los inmuebles como colateral para sus préstamos.

Adicionalmente, a inicios del 2023 se dio a conocer que China dejaba de ser el país con la mayor población en el mundo, ese lugar ahora lo ocupa India. Se estima que la tasa de fertilidad del país asiático se encuentra en 1.3, muy por debajo de la tasa de reemplazo global de 2.1, la necesaria para mantener una población estable (una tasa de fertilidad por debajo de una tasa de reemplazo significa una población en decadencia)². China ya no goza del dividendo poblacional de hace algunas décadas cuando tenía una población joven y en crecimiento; hoy en día, esta dinámica está presente en otros países emergentes del sudeste asiático, tales como Indonesia y Tailandia, entre otros.

Una carga apalancamiento de 360% como porcentaje del GDP aunado a una economía que ha fallado en ganar impulso después de la remoción de las políticas de cero tolerancia al COVID-19 continúa poniendo presiones al crecimiento económico del país. El precio de vivienda en las principales ciudades del país continúa con una tendencia hacia la baja y los efectos de este pobre dinamismo se acentúan con algunos desarrolladores al borde de la quiebra. Dado que la vivienda representa una proporción significativa en la riqueza de la población china, cuando su activo más valioso se encuentra emproblemado y perdiendo valor, gastar se vuelve complicado ocasionando que la propensión marginal a consumir se reduzca, este efecto causa que el consumo de bienes se postergue y se dé preferencia al ahorro.

El escenario actual de China comparte varias características con las de Japón hace aproximadamente 3 décadas. Una burbuja inmobiliaria, un sobre apalancamiento en el sector privado y una población en declive son algunos de los factores que comparten ambas naciones.

Los formadores de políticas deben de tomar cartas en el asunto. El Banco Central ha recortado tasas de interés, aunque de manera acotada (China es probablemente la única economía en el mundo en un ciclo de política monetaria acomodaticia). Por el lado de la política monetaria las acciones no han sido suficientes. Por otro lado, los estímulos fiscales han sido direccionados en su mayoría a áreas como gasto en infraestructura y negocios en la forma de recortes de impuestos.

De acuerdo con algunas teorías económicas, el crecimiento potencial de un país está dado por los factores de población, capital y productividad. El acelerado crecimiento de China de las décadas pasadas se explica en gran parte al crecimiento de su población (dividendo poblacional), un incremento en productividad y una base de formación de capital relativamente baja.

De acuerdo con el Banco Mundial, entre 2010 y 2020 la formación de capital representó en promedio 43% del crecimiento de GDP. Cuando la burbuja de Japón estalló, este número era de apenas el 36% y considerado bastante alto. Mayor gasto en infraestructura fallará en incentivar la economía dado que se ha alcanzado el punto en donde los retornos marginales de capital comienzan al ser decrecientes, es decir, una unidad más de capital no genera el retorno requerido para ser implementado.

Además de las medidas convencionales de política monetaria y gasto en infraestructura, probablemente haría sentido acelerar el proceso de reestructura de deuda y proveer con transferencias directas y soporte a los hogares y así revivir la confianza en el consumo.

En dado caso que la sustentabilidad de los balances fiscales sean una preocupación, la ayuda puede ser direccionada específicamente a grupos poblacionales de bajos recursos los cuales tienden a tener una mayor propensión marginal a consumir y que, además, han sido quienes más han sufrido a raíz de la pandemia dado ahorros limitados. Las lecciones clave del caso de Japón para los formadores de políticas públicas en China, deberían de ser evitar hacer muy poco.