



CHINA: AL BORDE DE LA DEFLACIÓN

Urgen medidas estructurales y relajación monetaria

Fang Liu, economista Asia en Edmond de RothschildAM

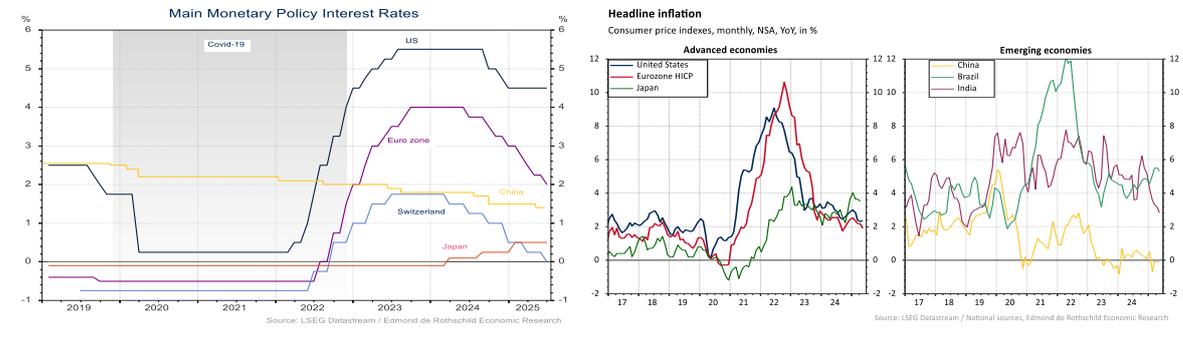
- Incluso con una política monetaria flexible y recuperándose de la sombra de la covid, China se enfrenta al riesgo de deflación desde 2023. La relajación monetaria no es suficientemente eficaz para estimular los precios en una situación similar a una trampa de liquidez. El factor crucial reside en la velocidad de la intervención política.
- La deflación china actual es menos un fenómeno monetario que un reflejo de la oferta y la demanda. La negociación entre oferta y demanda determina el precio. La deflación suele producirse tras el pico de capacidad industrial, situación a la que se enfrenta actualmente China.
- Los antecedentes históricos demuestran que la rapidez de la intervención política es crucial para hacer frente a la deflación. El gobierno chino es consciente de la urgencia de hacer frente a estos riesgos y activamente está aplicando políticas para estimular la demanda.
- China ha mantenido el crecimiento económico bajo deflación y se beneficia de la urbanización en curso, un mercado laboral flexible y una base industrial orientada al mercado interno, lo que hace menos probable una deflación prolongada y más profunda.
- El gigante asiático se centra en combatir la deflación reformando el sistema de seguridad social, aumentando los ingresos de los hogares, impulsando el proceso de urbanización y fomentando la natalidad para estimular la demanda y aumentar la confianza de los consumidores. Los cambios estructurales necesarios en la distribución de la renta pretenden crear un círculo virtuoso entre expectativas y demanda, estabilizando los precios con el tiempo. A pesar de que estos cambios requieren tiempo, la experiencia de China con la planificación a largo plazo, como sus planes quinquenales, proporciona una base sólida.

China se enfrenta al riesgo de deflación pese a aplicar una política monetaria laxa

Al principio de la pandemia, la mayoría de los países aplicaron políticas monetarias expansivas (Gráfico 1) para hacer frente a la crisis, por lo que los índices de precios eran indicadores seguidos muy de cerca para evitar una inflación elevada que pudiera desencadenar un recalentamiento económico y burbujas de activos. Una tasa de inflación moderada suele ser un requisito previo para que los bancos centrales recorten los tipos de interés, mientras que un repunte de la inflación podría iniciar un ciclo de subida de tipos, como muestra el gráfico 1 a partir de 2022. Sin embargo, a diferencia de la mayoría de los países, incluso con una política monetaria flexible y recuperándose de la sombra de la covid, China se enfrenta al riesgo de deflación desde 2023. En mayo de 2025, los precios al consumo (IPC) cayeron un 0,1% interanual, marcando el cuarto mes consecutivo de descenso (véase el gráfico 2). Los precios de producción (IPP) cayeron un 3,3% interanual, la mayor caída desde mediados de 2023. El deflactor ha sido negativo durante varios trimestres consecutivos (véase el gráfico 3), lo que indica que la economía china se encuentra al borde de la deflación. Para entender el proceso de deflación y evaluar la trayectoria de los precios, es importante analizar los principales factores y la dinámica.

Gráfico 1 : Durante el periodo pandémico, la mayoría de los países aplicaron políticas monetarias laxas.

Gráfico 2 : A diferencia de la mayoría de los países, China se enfrenta al riesgo de deflación desde 2023.



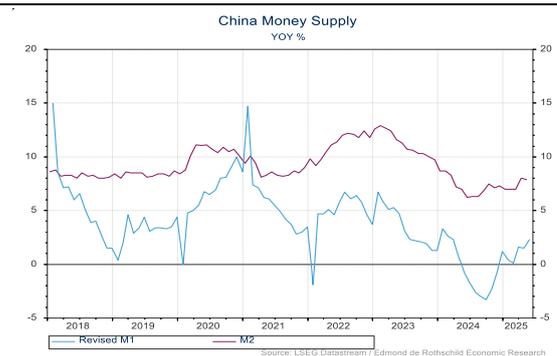
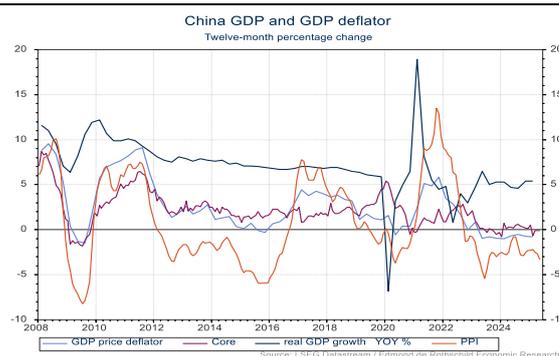
Una situación similar a una trampa de liquidez: la bajada de tipos es ineficaz para estimular los precios

¿Por qué es ineficaz una política monetaria flexible? Parece que falla la transmisión de la política monetaria. La situación se asemeja a una trampa de liquidez, teorizada por primera vez por Keynes, en la que los tipos de interés se acercan al límite inferior cero, lo que hace ineficaz la política monetaria. En el caso de China, aunque los tipos están por encima de cero, la liquidez inyectada no llega a la economía real.

Según los datos de la oferta monetaria: M2 refleja la liquidez en sentido amplio, mientras que M1 significa la liquidez impulsada por las transacciones corporativas, sirviendo como una buena aproximación a la actividad empresarial a corto plazo, observamos una divergencia en estos dos. A pesar de una importante inyección de liquidez en M2, el crecimiento de M1 cayó a un mínimo histórico del -3,3% en 2024 (Gráfico 4). La debilidad de la confianza, la presión para sanear los balances de los hogares y las empresas y el deterioro de la transmisión monetaria han reducido el impacto de las medidas de relajación. Tanto las empresas como los hogares están adoptando una postura de «esperar y ver», frenando la demanda de financiación. En especial, la prolongada recesión inmobiliaria ha erosionado el valor de las garantías, reduciendo el apetito por el riesgo de los bancos. Así pues, a pesar del amplio crecimiento de la base monetaria, la expansión del crédito y la demanda agregada siguen siendo moderadas, lo que pone de manifiesto la ruptura del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Gráfico 3 : La negatividad del deflactor sugiere que la economía china se acerca a la deflación.

Gráfico 4 : La inyección de liquidez en M2 no garantiza la expansión del crédito en M1, lo que limita su eficacia.



Más allá de la política monetaria, la economía real es un factor fundamental de la fijación de precios

Como dijo Friedman, "La inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario", también se podría recurrir a factores financieros para explicar la deflación. Sin embargo, en el fondo, la deflación es menos un fenómeno monetario que un reflejo de la oferta y la demanda.

El precio es la adecuación entre la demanda y la oferta. La disminución de la demanda puede obligar a los proveedores a bajar los precios para vender sus productos, lo que puede desembocar en guerras de precios. Históricamente, la deflación suele seguir al pico de capacidad industrial. Tanto la Gran Depresión estadounidense (1929) como la prolongada deflación japonesa desde mediados de los noventa se produjeron después de que sus sectores manufactureros alcanzaran su cenit. Tomemos como ejemplo la industria del automóvil: en la década de 1920, Estados Unidos dominaba cerca del 90% de la producción mundial de vehículos. Una vez que la demanda se vio afectada por las crisis financieras o las interrupciones del comercio, el exceso de capacidad se convirtió rápidamente en una presión a la baja de los precios. Del mismo modo, el sector manufacturero japonés -conocido por su liderazgo en automóviles, semiconductores, barcos y electrónica- alcanzó su punto álgido a principios de los noventa, dominando importantes cuotas de mercado mundial (véase el gráfico 5 para el sector del automóvil). China ha tomado ahora esa posición, produciendo el 36% de los automóviles del mundo en 2024. Sin embargo, este exceso de capacidad podría ser más adelante una de las razones que conduzcan a la deflación.

Debido a la relación oferta-demanda, los precios parecen estar estrechamente vinculados a la utilización de la capacidad. Tanto en Estados Unidos como en China, una elevada utilización de la capacidad tiende a hacer subir los precios, aumentando el riesgo de inflación, mientras que una baja utilización incrementa la presión deflacionista. Históricamente, tanto si se mide por el IPC como por el IPP, los niveles de precios se correlacionan estrechamente con las etapas de capacidad: los precios son más altos cuando la utilización se sitúa en el 10% superior, y más bajos o deflacionarios cuando la utilización es débil (véase el gráfico 6).

Gráfico 5 : La producción automovilística estadounidense dominaba antes de los años 50, Japón tomó la delantera en los 90 y ahora China ha asumido esa posición.

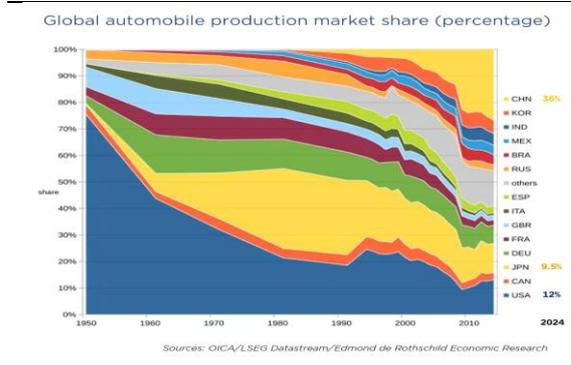
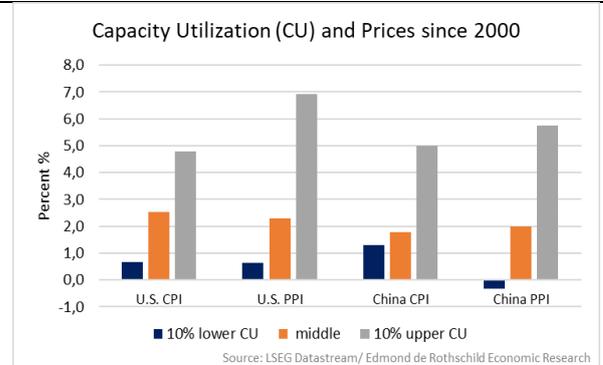


Gráfico 6 : Una baja utilización podría provocar caídas de precios, planteando en ocasiones riesgos de deflación, como muestran los datos de EE.UU. y China desde 2000.



El factor crucial reside en la velocidad de la intervención política

¿Se convertirá China en el próximo Japón y se enfrentará a sus propias "décadas perdidas"? El factor crucial reside en la rapidez de la intervención política. La experiencia de Japón demuestra que, una vez que la deflación se instala, resulta extremadamente difícil revertirla, y cuanto más tiempo persiste, más graves son las consecuencias. Tras el estallido de la burbuja de activos japonesa a finales de la década de 1980, la economía cayó en una deflación prolongada, impulsada por unos balances en dificultades, un ciclo deflacionista de precios y salarios, y el vaciamiento industrial a medida que el capital se trasladaba al extranjero. Los responsables políticos no actuaron con decisión, y una política fiscal incoherente -especialmente un giro hacia la austeridad en 1996 con una subida del impuesto sobre el consumo- debilitó aún más la demanda, haciendo más difícil revertir la deflación. La «década perdida» de Japón acabó convirtiéndose en tres, y la inflación sólo repuntó después de que el Banco de Japón adoptara una política monetaria ultra laxa y poco convencional.

La respuesta estadounidense a la crisis de 1929 ofrece una perspectiva diferente. Durante la Gran Depresión, el desplome de los precios de los activos condujo a la deflación, con un IPC que cayó en torno al -6,6% anual de 1930 a 1933. La administración Roosevelt respondió con un gasto fiscal agresivo, reformas financieras para restablecer la confianza y el

abandono del patrón oro para aumentar la flexibilidad de la política monetaria. Finalmente, Estados Unidos escapó completamente a la deflación gracias a la demanda generada por la Segunda Guerra Mundial.

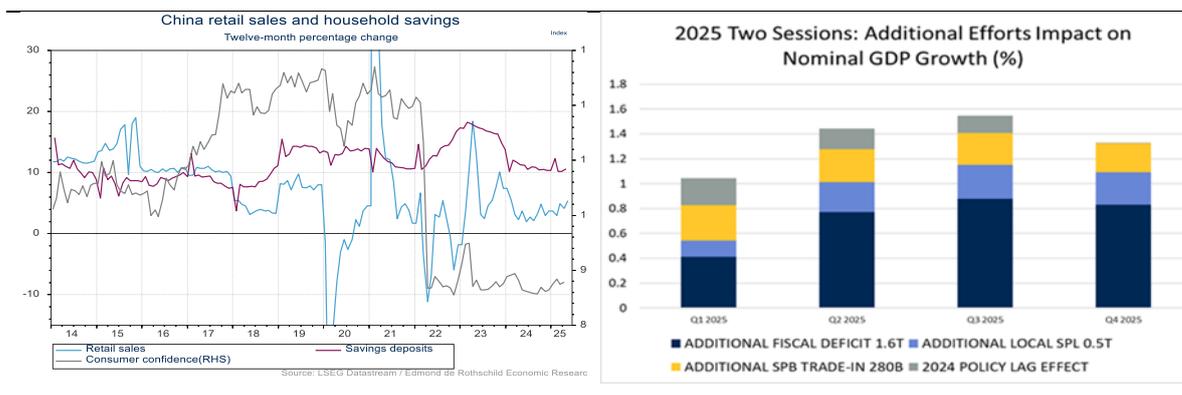
En comparación con Japón, China ha mantenido un crecimiento económico relativamente alto incluso durante periodos de deflación (gráfico 3), lo que le ha proporcionado más flexibilidad para impulsar los precios. Además, China se beneficia de factores como un proceso de urbanización aún en curso, un mercado laboral más flexible y una base industrial orientada al mercado interno, lo que hace menos probable una deflación prolongada y más profunda.

Desde septiembre de 2024, el gobierno chino ha hecho hincapié en el lado de la demanda

China se dedica a aplicar medidas a corto plazo junto con la reforma estructural para estimular la demanda e impulsar la confianza de los consumidores. Desde el significativo cambio de orientación de la política en septiembre de 2024, que se centró en el estímulo económico y se reiteró durante las Dos Sesiones de este año, el Gobierno ha hecho de la "expansión de la demanda interna en todos los aspectos" su máxima prioridad. Los responsables políticos están abordando activamente los riesgos de deflación. A corto plazo, las políticas incluyen una continua relajación monetaria (recorte de tipos, inyección de liquidez), subsidios al consumo (0.5 billones de yuanes -70.000 millones de dólares de emisión de bonos especiales ultralargos- para la política de Trade-In), esfuerzos centrados en estabilizar el mercado inmobiliario (reducción de los pagos iniciales, bajada de los tipos hipotecarios, eliminación de restricciones y apoyo a la reducción de existencias por parte de los equipos nacionales) y resolución de la deuda de los gobiernos locales (canje de deuda para reducir el coste de la deuda en hasta 6 billones de yuanes -835.000 millones de dólares de deuda implícita-). (Efecto total estimado sobre la economía, véase el gráfico 8.) En el mercado internacional, las recientes conversaciones de Londres, que incluyen avances en las normas de exportación de la retaguardia y el ajuste arancelario (EE.UU. +30%, China +10%), reflejan un deshielo de las tensiones comerciales.

Gráfico 7 : La confianza de los consumidores disminuyó bruscamente desde Covid-19, lo que llevó a los hogares a preferir el ahorro al gasto.

Gráfico 8: El impacto potencial en el PIB de la ayuda adicional podría ser de hasta un 1,3% de media, proporcionando más flexibilidad para impulsar los precios.



Aunque puede que todas las medidas aún no sean suficientes en escala, la determinación de aplicar reformas estructurales a largo plazo es clara. **China se centra en combatir la deflación reformando el sistema de seguridad social, aumentando los ingresos de los hogares, impulsando el proceso de urbanización y fomentando la natalidad para estimular la demanda y aumentar la confianza de los consumidores. Los cambios estructurales necesarios en la distribución de la renta pretenden crear un círculo virtuoso entre expectativas y demanda, estabilizando los precios con el tiempo. A pesar de que estos cambios requieren tiempo, la experiencia de China con la planificación a largo plazo, como sus planes quinquenales, proporciona una base sólida.**

Las recientes medidas están aliviando la presión a la baja sobre M1, lo que indica un potencial de aumento gradual de los precios. El Gobierno debe dar prioridad al aumento de los ingresos de los hogares para impulsar la demanda interna, mientras que una comunicación clara de la aplicación de las políticas es esencial para gestionar las expectativas del mercado y aumentar la confianza.

En conclusión, la deflación suele producirse tras el pico de capacidad industrial, situación a la que se enfrenta actualmente China. Una política monetaria flexible pierde su eficacia en una trampa de liquidez. Los ejemplos históricos demuestran que la rapidez de la intervención política es crucial para hacer frente a la deflación. El gobierno chino es consciente de la urgencia de estos riesgos y aplica activamente políticas a corto plazo y reformas estructurales para estimular la demanda. China se beneficia de la urbanización en curso, de un mercado laboral flexible y de una base industrial orientada al interior, lo que hace improbable una deflación prolongada y más profunda.