

Vontobel

¿Se avecina la «japonización» de China?

El walkman de Sony se convirtió en un codiciado dispositivo tecnológico. Las primeras consolas de juegos de Nintendo aceleraron el corazón de los más pequeños. Y los vehículos de Toyota y Honda se abrieron paso en las calles de todo el mundo. Estas historias de éxito japonesas fueron la encarnación de un ave fénix que renacía de sus cenizas después de que la industria del país quedara casi completamente destruida durante la Segunda Guerra Mundial. Pero el milagro económico no duró y dio lugar a la «Década perdida» y a que posteriormente fuera China la que ocupara su lugar como segunda economía mundial. Comparar el Japón de antaño con la China actual plantea la cuestión de si China podría enfrentarse pronto a un destino similar.

Después de la Segunda Guerra Mundial, Japón experimentó un auge económico que se extendió hasta principios de la década de 1990. En 1988, el valor teórico de la tierra en Japón era entre cuatro y cinco veces superior al de Estados Unidos (que tiene casi 25 veces el tamaño de Japón) y los precios inmobiliarios subieron a cotas vertiginosas. Un año después, ocho de las diez mayores empresas del mundo por capitalización bursátil estaban domiciliadas en Japón y el índice bursátil Nikkei 225 repuntaba de un máximo a otro.

Asimismo, a finales de la década de 1980, las empresas japonesas realizaron audaces movimientos en el extranjero, como la adquisición por parte de Mitsubishi Estate Co. de una participación mayoritaria del 51 % en Rockefeller Group Inc., que poseía el Rockefeller Center y otras propiedades de alto perfil en el centro de Manhattan.

Aunque los responsables políticos del Banco de Japón (BoJ) estaban preocupados por el sobrecalentamiento de la economía, en su mayoría se mantuvieron al margen, especialmente tras la conmoción del Lunes Negro de 1987. Pero una semana después de que Yasushi Mieno asumiera el cargo de gobernador del BoJ a finales de 1989, subió los tipos de interés, afirmando que la medida contribuiría a un crecimiento sostenible impulsado por la demanda interna al tiempo que mantendría la estabilidad de los precios. Le siguieron más subidas a lo largo de los meses. Entonces, estalló la burbuja de activos japonesa, lo que provocó una recesión de balances¹ y dio paso a la «Década Perdida». El Nikkei 225 perdió casi dos tercios de su valor en 1992 y los precios inmobiliarios se desplomaron alrededor de un 70 % en 2001.

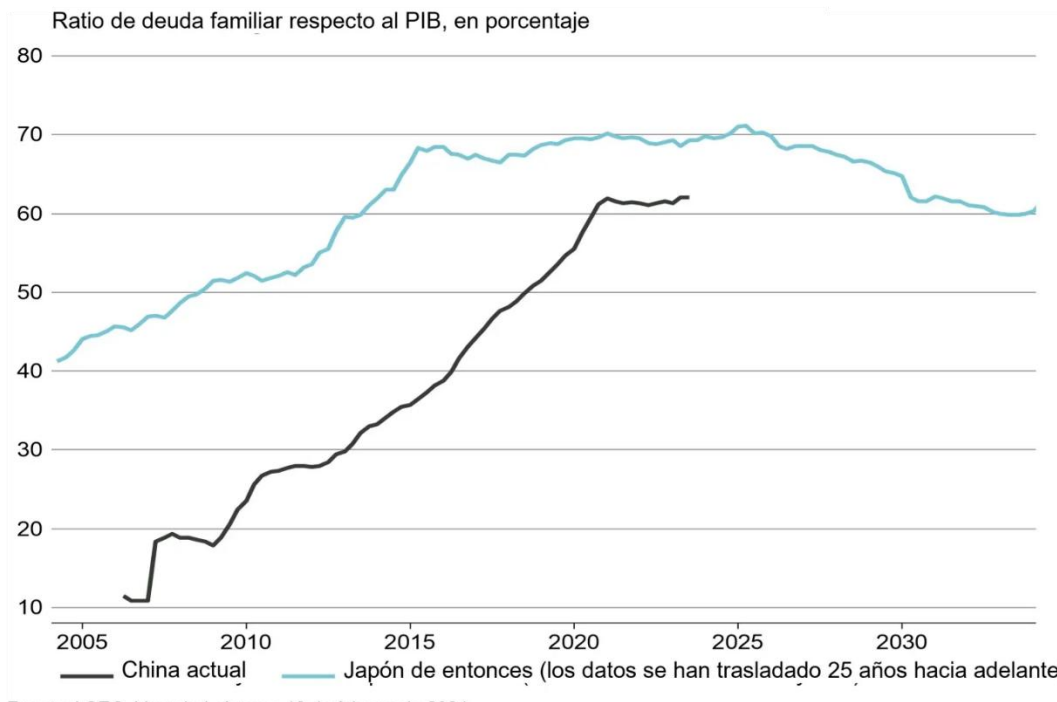
¿Es China el «Japón 2.0»?

Existen similitudes que merece la pena considerar, como el elevado nivel de endeudamiento. En la década de 1990, el endeudamiento familiar japonés ascendía a casi el 70 % del PIB. La deuda de China aumentó hasta el 62 % en el tercer trimestre de 2023 (los últimos datos disponibles) desde alrededor del 11 % a principios de la década de 2000 (véase el gráfico 1).

Vontobel

Gráfico 1: Elevados niveles de deuda

Ambos países crecieron con un apalancamiento cada vez mayor antes de su desaceleración económica



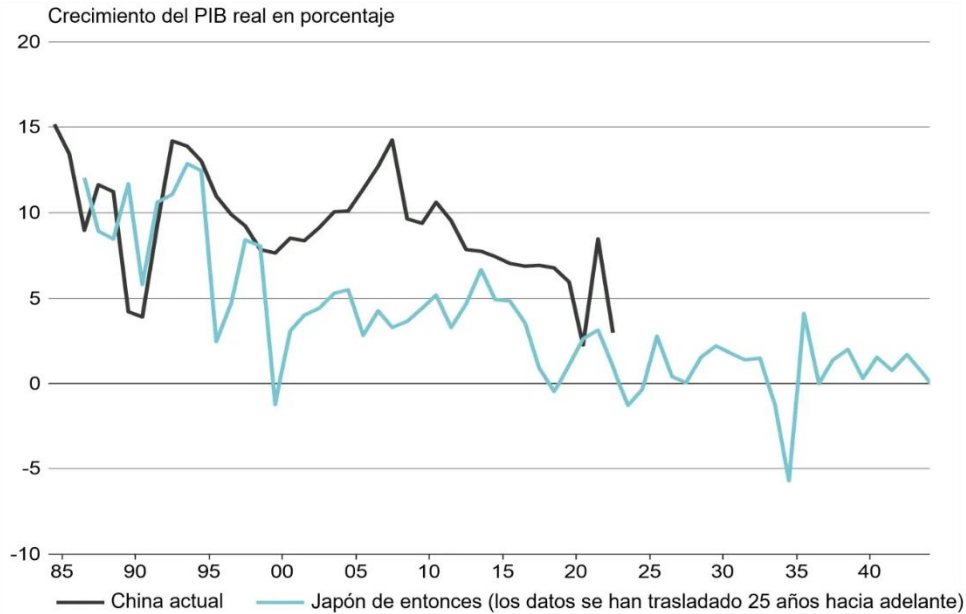
La situación del mercado inmobiliario chino evoca recuerdos de lo ocurrido en Japón. El modelo de negocio fuertemente apalancado de los promotores inmobiliarios ha entrado en crisis tras años de subida vertiginosa de los precios de la vivienda en China, y un tribunal de Hong Kong dictaminó en enero la liquidación de Evergrande, un promotor inmobiliario en apuros. Una nueva escalada de la crisis podría tener un efecto demoledor, ya que el mercado inmobiliario representa casi el 30 % del PIB chino.

Según el Fondo Monetario Internacional, se prevé que el crecimiento del PIB chino se ralentice hasta situarse en torno al 4,6 % este año y al 3,5 % en 2028, desde el 5 % de 2023 (véase el gráfico 2). Esto también se traduce en una menor presión sobre los precios y cada vez hay más indicios de que China se enfrenta a una deflación aún mayor. Aunque el descenso de los precios puede parecer positivo a primera vista, alberga el riesgo de que los consumidores pospongan sus compras en previsión de precios aún más bajos y, por tanto, de una espiral deflacionista, como se viene observando en Japón desde hace décadas.

Vontobel

Gráficos 2: Desaceleración del crecimiento

El crecimiento de China se ha desacelerado en los últimos años de forma similar a lo que experimentó Japón a principios de la década de 1990

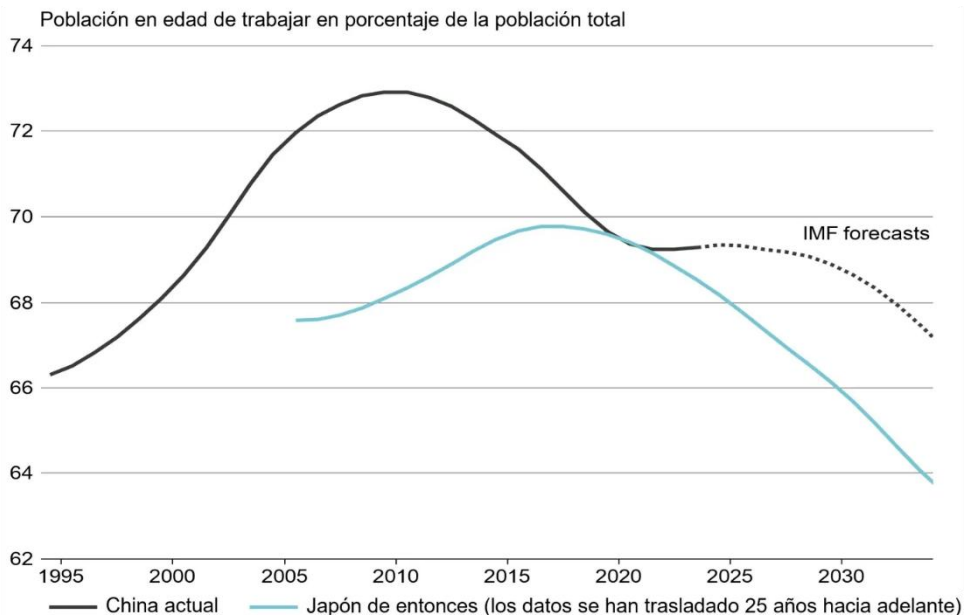


Fuente: LSEG, Vontobel, datos a 12 de febrero de 2024

Ambos países se enfrentan a tendencias demográficas desfavorables, como la disminución de la población activa. La tasa de fertilidad de Japón (número de nacimientos por mujer) alcanzó su máximo en 1967 con 2,2 y, desde entonces, ha descendido continuamente hasta 1,3 nacimientos a principios de los años 90 y hasta mantenerse en 1,3 desde 2020. La última tasa de fertilidad disponible de China (2021) es aún más baja, de 1,2 (véase el gráfico 3).

Gráficos 3: Datos demográficos desfavorables

China también se enfrenta al envejecimiento de la población y lo hace en una fase de prosperidad más temprana que Japón



Fuente: LSEG, Vontobel, datos a 12 de febrero de 2024

Vontobel

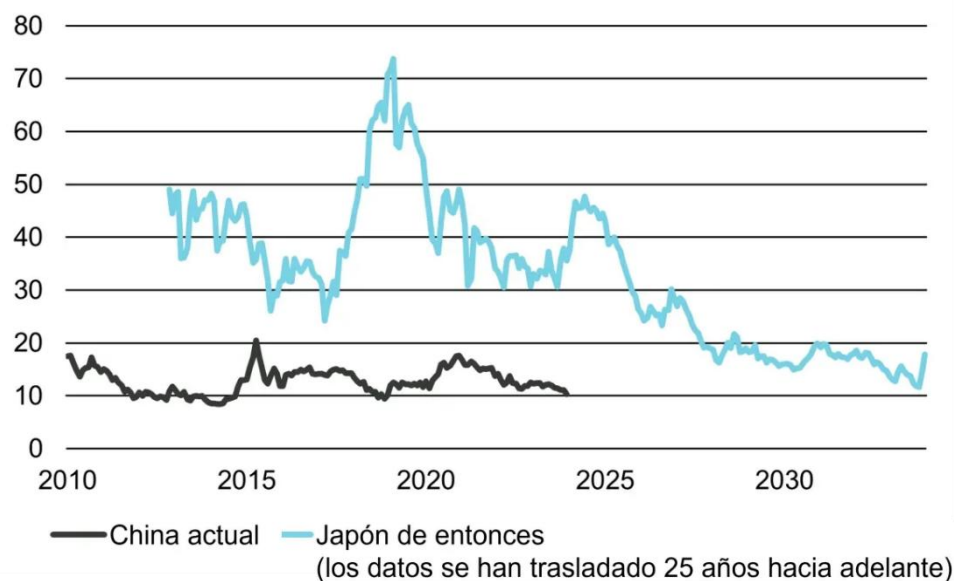
El deterioro de las relaciones entre Estados Unidos y China en los últimos años (guerra comercial, «near-shoring» o «friend-shoring», etc.) también nos recuerda a Japón, que tuvo que hacer frente a las crecientes críticas de Estados Unidos por adoptar prácticas comerciales desleales.²

¿Qué habla en contra de una japorización de China?

Para empezar, su economía parece tener problemas sobre todo con el mercado inmobiliario, pero no con el mercado bursátil. El Nikkei 225 cotizaba a un precio de setenta veces beneficios (PER) en el apogeo de la burbuja japonesa, mientras que el Shanghai Composite cotiza actualmente a alrededor de doce veces beneficios (véase el gráfico 4).

Gráfico 4: No existe burbuja en el mercado de renta variable chino

Valoración de las acciones: relación precio/beneficio a 12 meses vista



Fuente: LSEG, Vontobel, datos a 9 de febrero de 2024.

El yen japonés se revalorizó un 20 % en apenas unos meses tras el Acuerdo Plaza de 1985. Este no es el caso del yuan chino, cuyo tipo de cambio está dirigido, a diferencia del yen, que fluctúa libremente.

A pesar de que su influencia en el mundo es cada vez mayor, China sigue siendo un mercado emergente. Acontecimientos como los años de creciente urbanización hablan en contra de una japorización de China, ya que esto suele asociarse con un mayor crecimiento económico. Y, para concluir, los responsables chinos cuentan con una ventaja: pueden aprender de la historia económica de Japón.

Cuestiones que considerar

A pesar de que existen varios paralelismos entre la China actual y el Japón de los años ochenta y noventa, no se puede hacer una comparación unívoca. Si China se enfrentara a la misma situación que Japón, repercutiría en toda la economía mundial, habida cuenta de que su contribución al PIB mundial es mucho mayor y dada su importancia para los mercados de materias primas. Es probable que China tenga que apuntalar su economía mediante una política fiscal favorable en lugar de hacerlo mediante la política monetaria (véase el gráfico 5).

Gráfico 5: Claves para los inversores



Fuente: Vontobel, a 12 de febrero de 2024

1. Una recesión de balances es un periodo marcado por la deflación y un bajo crecimiento y se produce cuando los elevados niveles de deuda del sector privado provocan una desaceleración o un descenso del crecimiento económico en un contexto de focalización en el reembolso de la deuda en lugar de en la inversión o el gasto. Según el economista Richard C. Koo, para combatir una recesión de balances debe utilizarse la política fiscal, no la monetaria (es decir, recortes de tipos).
2. Fuente: Artículo de Bruegel think tank, «Will China's trade war with the US end like that of Japan in the 1980s?» («¿Terminará la guerra comercial de China con Estados Unidos como la de Japón en los años 80?»), publicado el 13 de mayo de 2019.
3. Se trata de un acuerdo entre Francia, Alemania Occidental, Japón, Estados Unidos y el Reino Unido para debilitar el sobrevalorado dólar estadounidense.