

FOCUS · El crecimiento económico de China bajo la lupa: pasado, presente y futuro

Realizar un análisis certero sobre el pulso de la economía china no es tarea fácil. Y, sin embargo, ahora es más necesario que nunca: dicha economía ha adquirido una gran dimensión a nivel global (ya representa el 18,8% del PIB mundial en términos de paridad del poder adquisitivo frente al 15,1% de EE. UU.), cada vez está más interconectada con el resto de grandes economías y se halla inmersa en un proceso de transformación económica hacia un nuevo modelo productivo basado en los servicios y el consumo. En este artículo presentamos un índice de actividad con el propósito de valorar mejor la evolución de la economía china y dilucidar hasta qué punto los datos oficiales de crecimiento reflejan su ritmo de actividad. Este ejercicio no es baladí: como veremos, los resultados obtenidos nos permitirán emitir un diagnóstico más certero sobre la verdadera capacidad y limitaciones de la economía china para llevar a cabo su cambio de modelo económico de forma tranquila y exitosa.

Para empezar, cabe destacar que los problemas que deben afrontar los economistas del Instituto de Estadística chino (NBS) para medir y agregar con acierto los datos económicos cuando construyen los datos del PIB son considerables. Un ejemplo de esta dificultad es el incentivo de los funcionarios chinos a nivel provincial de falsear los datos que reportan, ya que son evaluados en función de los datos de crecimiento. Esto no es anecdótico: la región de Mongolia Interior a principios del presente año y la provincia de Liaoning en 2017 han reconocido haber exagerado los datos de estos últimos años. El NBS chino tiene en cuenta estas dificultades técnicas a la hora de agregar los datos, pero, aun así, las estadísticas oficiales se han visto envueltas en la controversia debido a la gran suavidad de la serie de crecimiento desde 2012.

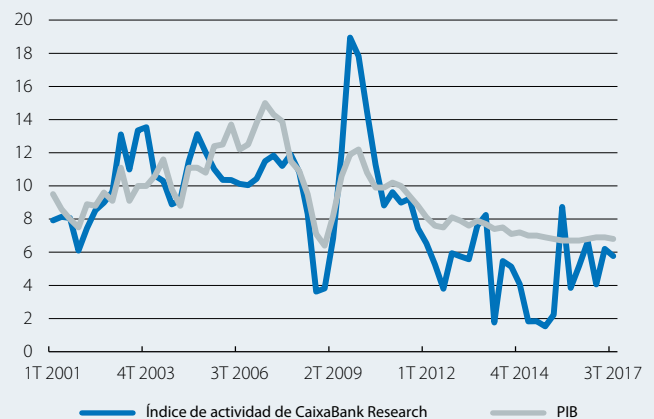
Para valorar mejor la evolución del ritmo de actividad de la economía china, hemos construido un índice agregado de actividad que tiene en cuenta los principales indicadores de cuatro sectores clave de la economía (ventas de coches, producción eléctrica, nuevas viviendas y tráfico de mercancías transportadas en trenes), la producción industrial y las ventas minoristas. El resultado no deja de ser sorprendente: hasta 2010, el crecimiento del índice de actividad seguía una tendencia muy parecida al crecimiento oficial del PIB y la correlación era muy estrecha. Sin embargo, desde 2011, se ha producido una gran desconexión entre ambas variables: mientras que los datos oficiales muestran una desaceleración suave y sostenida de la economía, el índice de actividad es más volátil y muestra tres caídas acusadas en 2012, 2014 y 2015, la última coincidiendo con las turbulencias bursátiles en aquel periodo. Además, exceptuando dos trimestres, el crecimiento del índice se ha emplazado sistemáticamente desde 2011 por debajo del dato oficial, y el promedio de su crecimiento interanual por trimestre ha sido del 4,9% desde 2012 (7,4% en el caso del PIB oficial).

Este ejercicio muestra que, en los últimos años, el índice de actividad y el PIB han seguido caminos distintos. Pero ¿por qué observamos este patrón? Una posibilidad es que los ajustes técnicos realizados en los datos oficiales hayan enmascarado un patrón de desaceleración más acusado. Sin embargo, cabe otra posibilidad: con el cambio de modelo hacia una economía basada en los servicios y el consumo, se podría haber producido un cambio estructural en la economía que nuestro índice de actividad no ha sido capaz de captar. Sea como fuere, es tranquilizador observar que nuestro índice sigue una trayectoria similar a los índices de instituciones como Goldman Sachs o Capital Economics, los cuales utilizan otras metodologías y variables para construir sus índices de actividad.

La trayectoria del índice, por tanto, sugiere que no es descartable que la realidad económica china sea menos boyante de lo que indican los datos oficiales. De hecho, el promedio del crecimiento interanual del índice en los tres primeros trimestres de 2017 ha sido del 5,3% en compara-

China: PIB vs. índice de actividad económica

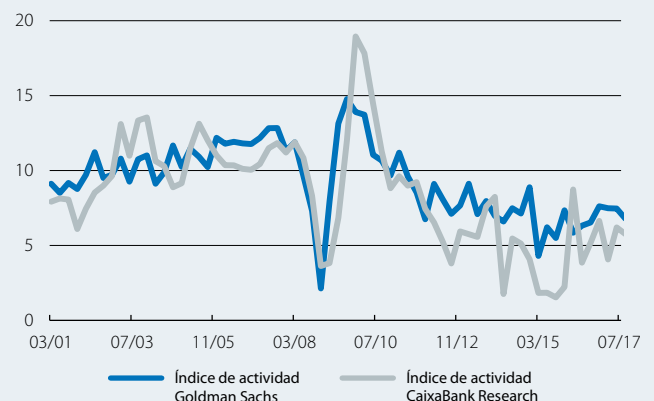
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.

China: índices de actividad

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China, Bloomberg y The Economist.

ción con el 6,9% del PIB. Además, el crecimiento interanual del PIB en el 3T 2017 fue del 6,8%,¹ mientras que el del índice fue 1 p. p. inferior.

Como se apuntaba, la evolución del índice es especialmente interesante si se tiene en cuenta que una de las grandes incógnitas de cara a los próximos años pivota en torno a si el cambio de modelo productivo se podrá llevar a cabo de forma suave, sin provocar una desaceleración brusca. Los resultados que obtenemos no parecen del todo alentadores. Además, es preocupante que el desacople entre el índice de actividad y el PIB oficial se haya producido en un contexto en el que los estímulos fiscales y monetarios se han utilizado intensamente para estimular el crecimiento, lo que, por otra parte, ha generado desequilibrios macroeconómicos como el aumento de la deuda corporativa. Una transición ordenada y suave puede resultar más complicada de lo que se podía prever. Es más: si el PIB ha crecido menos de lo que indican las cifras oficiales, la deuda corporativa china en relación con el PIB podría ser mayor de lo que se piensa.

En este contexto, la agenda económica que pretende aplicar Xi Jinping en su segundo mandato todavía cobra más relevancia. ¿Será capaz de seguir impulsando el cambio de modelo productivo sin que la desaceleración del crecimiento sea más pronunciada? Dado que el recorrido que tienen tanto la política fiscal como la monetaria es limitado, la clave está en las reformas estructurales previstas. En este sentido, la nueva tónica ya ha quedado patente en la segunda mitad de 2017, cuando se han empezado a aplicar menos estímulos económicos y, por ejemplo, el impulso de la inversión pública ha disminuido: 2017 es el año del último lustro en el que la inversión del Gobierno central ha crecido menos y la inversión de las empresas públicas ha caído respecto a 2016. Asimismo, las industrias del norte de China y de Pekín se han visto sujetas a una intensa campaña anticontaminación que ha restringido su producción y que se espera que tenga continuidad.

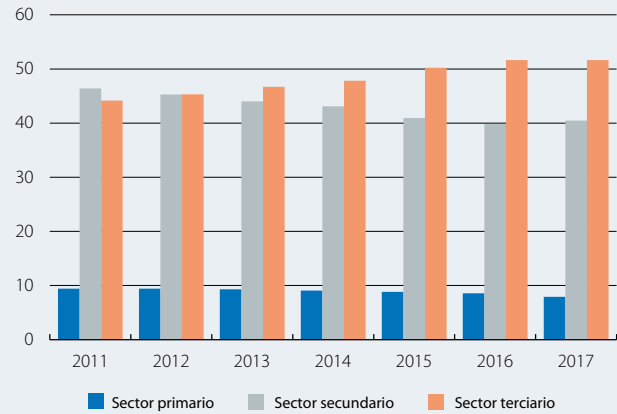
El mayor énfasis de los gobernantes chinos en pos de una economía más equilibrada y sostenible se confirmó en la Conferencia Central del Trabajo Económico de 2017, que cada año reúne, en diciembre, a los miembros del Comité Central del Partido Comunista y al Gobierno chino, y que delinea las principales directrices de la política económica china para el año venidero. En esta ocasión se hizo menor hincapié en el crecimiento y se definieron tres pilares claves para la agenda reformista de 2018. El primero es avanzar por la senda del desapalancamiento, tanto en el sector financiero como en el corporativo, mediante una mayor supervisión bancaria que asegure una gestión prudente de la actividad crediticia. Asimismo, también se apunta la necesidad de llevar a cabo una reforma del Gobierno corporativo de las empresas públicas (se calcula que estas poseen casi dos terceras partes de la deuda corporativa). Los otros dos pilares son reducir la pobreza en el mundo rural y disminuir los niveles de contaminación.

A ellos hay que añadir un cuarto pilar, a saber, el ya mencionado cambio de modelo económico hacia una economía

1. Todavía falta la publicación de algunos indicadores para computar el crecimiento del índice en el 4T 2017.

Cambio de modelo productivo: la oferta

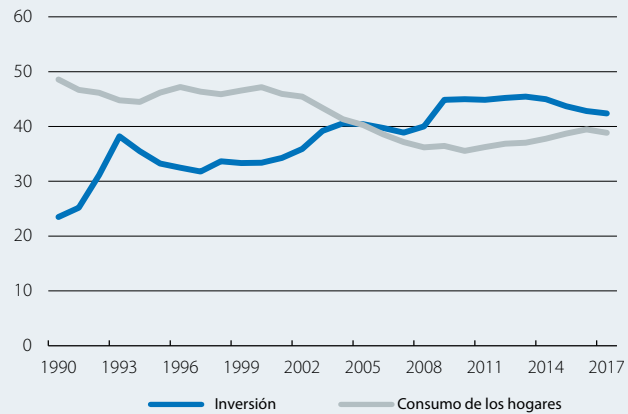
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.

Cambio de modelo productivo: la demanda

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Oxford Economics.

basada en el consumo y los servicios. La transición continúa avanzando de forma gradual, aunque falta aún trecho por recorrer y durante los últimos dos años se ha producido un cierto estancamiento. En particular, por el lado de la oferta, el peso del sector terciario es del 52% del PIB, todavía por debajo de los países de renta media-alta (59%) y de la OCDE (74%). Por el lado de la demanda, la inversión continúa ostentando un gran protagonismo, que parece excesivo (42% del PIB frente al 31% en los países de renta media-alta y el 21% en la OCDE), mientras que el consumo de los hogares representa todavía el 39% del PIB (50% en los países de renta media-alta y el 60% en la OCDE).

En definitiva, la gran incógnita para los próximos años radica en si el gigante asiático podrá completar su cambio de modelo y reducir los desequilibrios macroeconómicos sin que la economía se resienta excesivamente. El interrogante no es menor: el desacoplamiento entre los datos oficiales y unos datos de actividad menos boyantes en un contexto con generosos estímulos económicos sugiere que la capacidad de la economía china para navegar por aguas tranquilas en los próximos años es quizás más limitada de lo que podíamos imaginar.