



INFORME TRIMESTRAL

CHINA

Sombras y dudas sobre el crecimiento chino

JULIO - SEPTIEMBRE 2016

Autor: Gabriel Colominas

trends.ufm.edu

T3 2016 CN

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

CHINA

INDICADOR

Posición
liquidez SF

Apalancamiento, mayor
dependencia del Banco Central

Posición
liquidez
familias

Apalancamiento

Posición
liquidez
empresas

Apalancamiento

Volumen
de crédito

Crecimiento a menor ritmo

Cantidad
de dinero

Crecimiento de dos dígitos,
M1 acelerando y M2 desacelerando

Actividad
económica

Inicio de desaceleración

INDICADOR

Empleo

Aumento del paro,
esencialmente en el sector industrial

Precios

Fuerte repunte en precios a la producción

Tipos
de interés

Repunte generalizado, aunque más
importante en el tramo a corto plazo

Curva
de tipos

Spread positivo, estabilidad
durante el último año

Situación
General

El crecimiento de los últimos
trimestres se basa excesivamente
en el endeudamiento



Actividad económica

1. PIB

La desaceleración del crecimiento chino se hace más patente a medida que el fuerte crecimiento de los años anteriores parece no repetirse. En el tercer trimestre de 2016 se mantuvo por debajo del 7%.

La poca precisión de esta decimonónica estadística en China hace que las previsiones sobre la misma sean poco claras.

- Crecimiento PIB interanual (3T 2016): 6.7% (6.7% 2T 2016).

Gráfica 1

PIB trimestral



Fuente: Bloomberg.

2. Índice Li Keqiang

Existen otros indicadores alternativos al PIB que tradicionalmente han servido para seguir la evolución de la actividad económica en China. Este es el caso del Índice Li Keqiang, que pondera a partes iguales la producción de energía eléctrica, la capacidad de carga ferroviaria utilizada y el crecimiento del crédito bancario.

Desde 2013, la evolución del PIB y del renombrado índice han presentado comportamientos similares, pero, a partir del tercer trimestre de 2015, la divergencia entre ambos empezó a ser notable hasta alcanzar el nivel actual. En eso se ve el efecto de los programas de expansión fiscal y monetaria que el Gobierno chino está llevando a cabo para amortiguar los efectos del cambio del modelo productivo y seguir extendiendo la red de transportes e infraestructuras. Este tipo de estímulo, muy centrado en el sector industrial, es el que ha dado un impulso al índice durante 2016.

- Índice Li Keqiang (octubre 2016) 10.6 (octubre 2015, 1.5).

Gráfica 2

Índice Li keqiang



Fuente: Bloomberg.

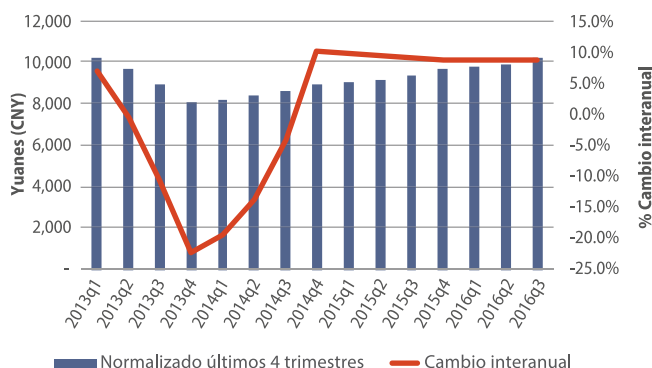
3. Consumo per cápita

China está trasladando parte de la demanda externa de la que aún depende hacia su creciente mercado interior. Un buen indicador para comprobar la fortaleza del crecimiento de dicho mercado es el consumo per cápita, que ha crecido de forma continuada a niveles del 10% interanual desde el último trimestre de 2014.

- Cambio interanual del consumo per cápita (3T 2016): 8.6% (3T 2015 9.1%)
- Cambio trimestral del consumo per cápita (3T 2016): 2.4% (2T 2016 1.7%)

Gráfica 3

Consumo per cápita



Fuente: Bloomberg.

4. Tasa de desempleo urbano

La tasa oficial de desempleo urbano ha oscilado entre el 4% y el 4.1% desde principios de 2013. La baja variabilidad de la tasa hace pensar en el deliberado seguimiento de este indicador por parte de Pekín y, por tanto, nos lleva a dudar de su fiabilidad. Sólo el parón de las industrias más contaminantes y la reconversión de la minería han supuesto un aumento del paro friccional en 4,5 millones de personas.

- Tasa de desempleo urbano (3T 2016) 4.04% (3T 2015 4.05%).

Gráfica 4

Tasa de desempleo urbano



Fuente: Bloomberg.

5. Niveles de endeudamiento empresarial

La evolución del endeudamiento del sector privado, especialmente el de las corporaciones no financieras, es un buen indicador para comprobar si el crecimiento experimentado será sostenible en el largo plazo.

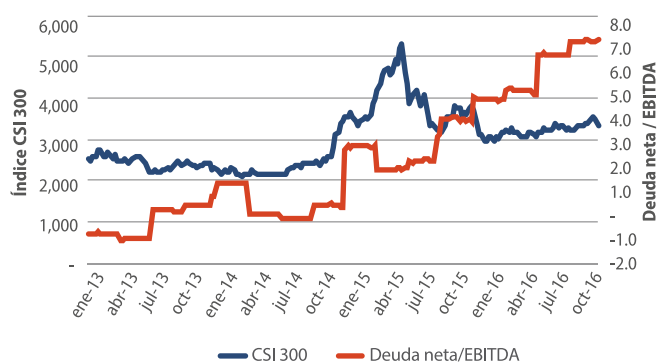
La falta de estadísticas sobre endeudamiento empresarial en el gigante asiático me ha llevado a utilizar un indicador *proxy*. Se trata de la ratio deuda neta / Ebitda del conjunto de las empresas que conforman el principal índice bursátil en China, el CSI 300.

En este caso, las empresas que componen el índice han pasado de presentar un endeudamiento neto negativo (posición financiera con caja neta en balance) a principios de 2013 a una ratio de deuda de siete veces Ebitda a diciembre de 2016. En este caso, no es sólo que la deuda haya ido creciendo en el periodo sino que recientemente los resultados empresariales han ido erosionándose, y eso explica una parte del empeoramiento del ratio, que prácticamente se ha doblado en un año.

- Deuda neta / EBITDA (diciembre 2016): 7.03x (diciembre 2015: 3.78x).

Gráfica 5

Cotización y endeudamiento CSI 300



Fuente: Bloomberg.

6. Tipo de cambio CNY/USD

La depreciación del renminbi chino respecto al dólar estadounidense, algo que lleva ocurriendo de forma continua desde mediados de 2014, ha permitido al sector exportador mantener o incluso aumentar su nivel de actividad, pero a un coste especialmente alto para el conjunto de los consumidores chinos que, a pesar de haber visto grandes aumentos en su poder adquisitivo en términos reales, se verán afectados por el actual aumento de los costes laborales, lo que afectará directamente al nivel de empleo.

La devaluación de la divisa china se ha llevado a cabo por dos motivos claramente diferenciados: el primero, realizar un ajuste entre los tipos de interés de la economía china y los mantenidos en el resto del mundo, e evitar que la paridad de tipo de interés quede descubierta; el segundo motivo, menos relevante a nivel de equilibrio macroeconómico, pero también relevante para el desarrollo de la economía china, es la apuesta por parte del gobierno por el sector exportador. Esto está impidiendo que el mercado interior se consolide lo suficiente como para que pueda sustituir, aunque fuera progresivamente, al sector exterior. Si la demanda mundial de bienes de consumo y bienes de equipo se viese afectada por una nueva recesión o ralentización del crecimiento económico, China podría verse en problemas para mantener su estructura productiva actual intacta y no enfrentarse a un considerable aumento del paro.

Gráfica 6

Tipo de cambio yuan / dólar USD



Fuente: Bloomberg.

Precios e inflación

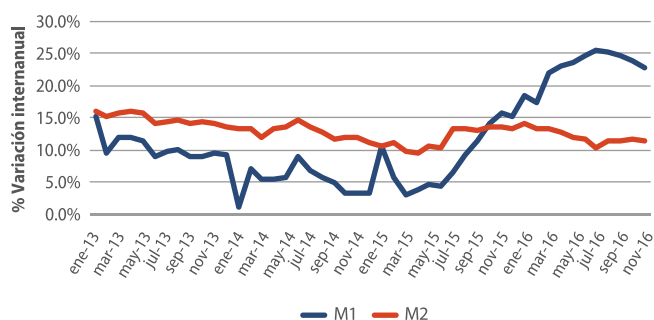
1. Agregados monetarios

El crecimiento de los agregados monetarios en el mes de noviembre ha sufrido una pequeña desaceleración, especialmente la M1, después de una subida de ritmo del cambio interanual creciente desde marzo de 2015. La diferencia en el ritmo de crecimiento de M1 y M2 podría indicarnos el final de la expansión.

- M1: Media de la variación interanual los últimos 3 meses (noviembre 2016) 23.7% (noviembre 2015: 13.7%).
- M2: Media de la variación interanual los últimos 3 meses (noviembre 2016) 11.5% (noviembre 2015: 13.4%).

Gráfica 7

Evolución agregados monetarios



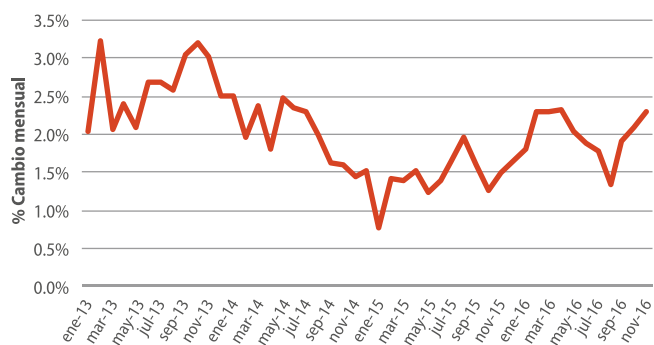
Fuente: Factset.

2. Índice de precios al consumo

La tasa de variación del IPC ha repuntado durante los últimos meses del año sin realmente conseguir sobrepasar los niveles alcanzados al principio de este y, sin duda, muestra un debilitamiento de la actividad económica, especialmente de aquellas industrias sostenidas a nivel interno.

Gráfica 8

Precios al consumo



Fuente: Bloomberg.

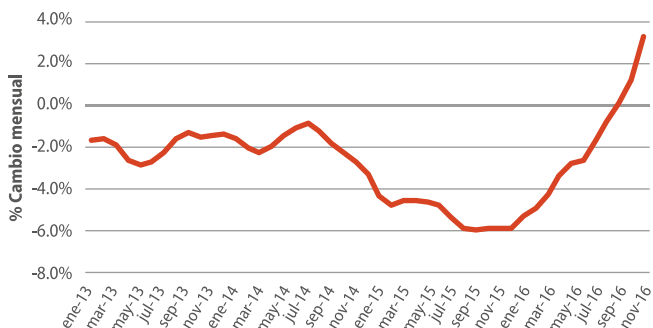
3. Índice de precios a la producción

En cambio, el Índice de precios a la producción o industriales presenta un repunte especialmente importante desde noviembre de 2015, pasando de tasas negativas del -5.9% a niveles positivos del 3.3% en noviembre de 2016.

El aumento de este indicador podría mostrar un relanzamiento de las industrias manufactureras, el cual estaría probablemente respaldado por la depreciación del yuan (CNY) y por un aumento del endeudamiento.

Gráfica 9

Precios a la producción



Fuente: Bloomberg.

4. Índice bursátil y valoración

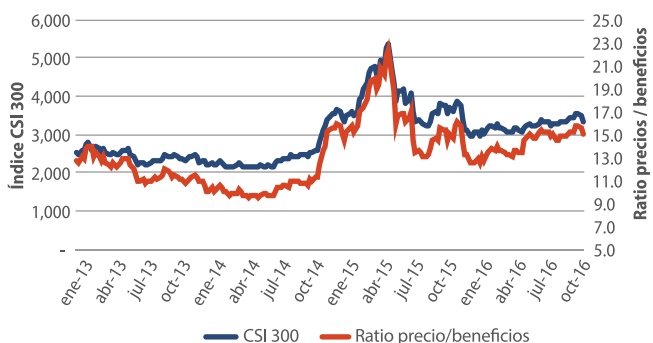
El precio de los activos financieros en China puede ser problemático en el caso de la renta fija, un mercado tradicionalmente menos transparente y que presenta un menor nivel de desarrollo en China. Incluso, en el caso de la renta variable, su peso sobre el total de financiación del sistema apenas representa el 17% del total y un 5% en el caso de los bonos. El resto se concentra en financiación bancaria.

Por este motivo, nos hemos decantado por la observación de la renta variable, gran protagonista en China en agosto de 2015. En este caso nos fijaremos en el CSI 300, el índice que agrupa a las trescientas mayores compañías chinas que cotizan en bolsa y en su ratio de precio / beneficios o P/E ratio.

- Ratio precios / beneficios (diciembre 2016): 15x (diciembre 2015: 16x)

Gráfica 10

Cotización y valoración CSI 300



Fuente: Bloomberg.

Crédito y sector financiero

1. Total activos sector de bancario

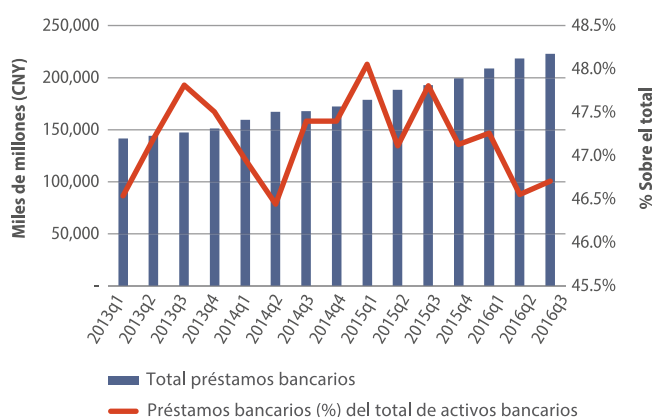
El sector bancario en China es tratado como una extensión más de la política económica por parte del gobierno. Desde 2013, se ha producido un aumento constante del total de activos del sector bancario.

Durante este periodo, la ratio de préstamos sobre activos se ha mantenido constante entre el 46% - 48%. En este sentido, los síntomas de desaceleración económica no son evidentes a nivel de crecimiento del total de activos que se ha mantenido estable los últimos años.

- Crecimiento interanual del total de activos (3T 2016): 15.7% (3T 2015: 14.8%)

Gráfica 11

Evolución activos y préstamos Sector Bancario



Fuente: Bloomberg.

2. Saldo vivo préstamos totales

La fuerte limitación del préstamo a pequeñas empresas y familias ha llevado al desarrollo de un importante sistema de banca en la sombra (Shadow Banking) en China. En este sistema, los 'depósitos' se consiguen al ofrecer productos de inversión a corto plazo a los clientes, y es con estos que se financiarán los préstamos.

El crecimiento de este sistema alternativo de intermediación del crédito en China ha sido espectacular en los últimos años, y representaba en 2014 un 30% del total¹, mientras que la morosidad se acerca al 16%². A pesar de que el crecimiento del saldo total de préstamos vivos (banca tradicional + banca en la sombra) sigue creciendo año a año, cada vez lo hace a un ritmo menor y, en los últimos meses, ya lo hace aproximadamente tan solo al 10% interanual.

¹ Fuente: Bruegel, CEIC y BBVA Research.

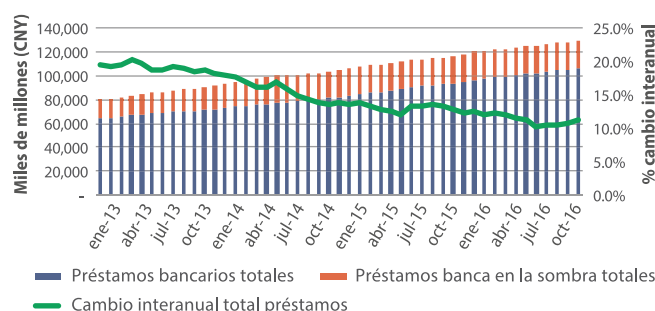
² Fuente: CLSA Ltd.

Es importante señalar cómo una parte relevante del nuevo endeudamiento en China no se produce sólo a partir de nuevo crédito formal sino también a través de una relajación extraordinaria de las condiciones de pago entre clientes y proveedores de distintas industrias. Esa mejora en el pago a proveedores que supone un aumento del riesgo de crédito se refleja en la ratio cuentas a cobrar sobre ventas, que pasó del 19,5% en 2010 al 22,5% en 2015³. Este movimiento se ha visto acompañado por un rápido crecimiento del crédito comercial a corto plazo como fuente de financiación y también de refinanciación a más largo plazo de pequeñas y medianas empresas.

- Variación interanual saldos de préstamos vivos (noviembre 2016): 11.3% (noviembre 2015: 12.8%)

Gráfica 12

Saldo total de préstamos vivos



Fuente: Bloomberg, Factset.

a. Apunte sobre la banca en la sombra en China

Los productos de inversión usados para originar la actividad de la banca en la sombra en China son conocidos en inglés como *Wealth Managed Products* (WMP). Para la mayoría de los inversores estos productos son asimilables a depósitos a plazo, pero un 70% del total no tiene el principal garantizado por parte de los bancos que los ofrecen. Aproximadamente la mitad del capital de estos productos se invierte en depósitos, en bonos y en el mercado monetario. El resto se invierte en acciones, derivados, préstamos a gobiernos locales y promotores inmobiliarios, activos con un mayor perfil de riesgo.

Otro aspecto relevante de estos productos es que aproximadamente el 50% tiene sus activos vinculados a 'pools' y no a activos específicos, lo que hace imposible saber los rendimientos reales⁴. El descalce de plazos, la escasa transparencia y la falta de claridad sobre la responsabilidad bancaria se suman a los riesgos ocultos de los WMP.

La problemática para el sistema bancario de la extensión del crédito por este método es doble. Por un lado, existe un compromiso no explícito e incompleto por parte de los bancos

³ Fuente: Natixis Research.

⁴ Fuente: People's Bank of China.

de cobertura del principal invertido en estos productos en caso de impago, de hecho, ya habido casos de compensación de clientes que habían sufrido pérdidas en productos de esta tipología. Por otro, hay que tener en cuenta que estos activos son emitidos por entidades diferentes a los bancos, Trust, gestores de activos, etc. Muchas veces son los propios bancos los que invierten en el capital de este tipo de compañías y, por tanto, se exponen a riesgos que quedan aparentemente fuera de su balance y que son, en consecuencia, bastante más difíciles de monitorizar. Así pues, la interconexión entre la banca tradicional y la banca en la sombra en China es muy relevante. En 2016, el gobierno chino ha empezado reformas para que una parte de los WMP se consideren activos dentro del balance y se tengan en cuenta para la formulación de ratios de capital bancario.

3. Evolución interanual préstamos

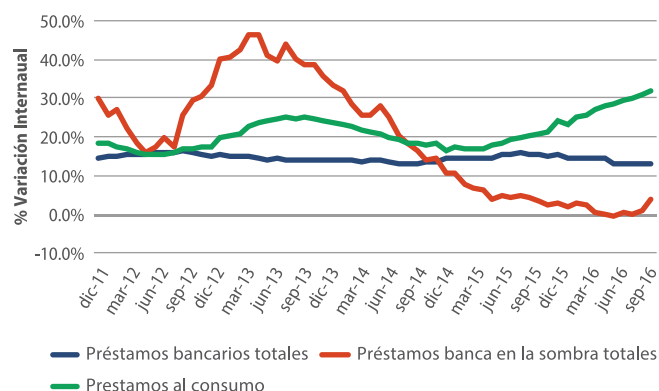
También es relevante hacer hincapié en el crecimiento de los préstamos bancarios y los préstamos de la banca en la sombra, ya que estos últimos incluso han presentado algún resultado de crecimiento interanual negativo durante 2016.

Por su parte, el hecho de que los préstamos al consumo presenten un crecimiento importante y que este no se vea acompañado de un aumento sustancialmente superior del consumo per cápita hace pensar en un mayor apalancamiento a corto plazo de las familias para otros fines distintos al consumo. A pesar de que este incremento del crédito al consumo pueda deberse a un cambio en el modelo de financiación, es decir pasar de financiar el consumo con ahorro a financiar lo con deuda, no consideramos plausible que se produzca un cambio de esta magnitud sin una modificación de la preferencia temporal que afectase al conjunto de la estructura de ahorro, apalancamiento e inversión.

- Crecimiento interanual préstamos bancarios (noviembre 2016): 13.1% (noviembre 2015: 15.3%).
- Crecimiento interanual préstamos banca en la sombra (noviembre 2016): 4.0% (noviembre 2015: 3.5%).
- Crecimiento interanual préstamos al consumo (noviembre 2016): 31.8% (noviembre 2015: 21.0%).

Gráfica 13

Evolución préstamos



Fuente: Bloomberg, Factset.

4. Evolución de la ratio de Capital Tier 1

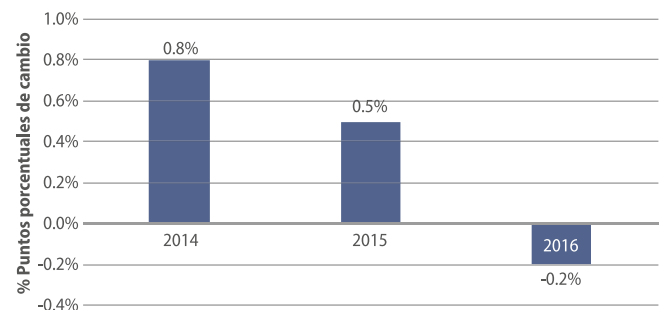
Siendo la ratio de capital la medida esencial de la fortaleza del sector bancario, su evolución año a año nos da una pista sobre el impacto de la actividad económica en los balances bancarios.

El gobierno chino, que no ha establecido una garantía de depósito explícita, ha rescatado a la industria bancaria dos veces. A fines de la década de 1990, inyectó 270.000 millones de yuanes de capital a los cuatro mayores bancos, y sacó de sus balances 1,4 billones de yuanes en préstamos impagados. Desde 2003, el gobierno chino ha inyectado unos 550 millones, recapitalizando el sector y traspasando otros 1,4 billones de yuanes de préstamos incobrables⁵.

Así como durante 2014 y 2015 los bancos fueron capaces de hacer crecer su ratio de capital, durante los dos primeros trimestres de 2016 se ha producido un pequeño deterioro de la ratio. De intensificarse esto, el cambio de este año podría considerarse un síntoma más de la desaceleración económica china.

Gráfica 14

Cambio en la ratio de Capital Tier 1



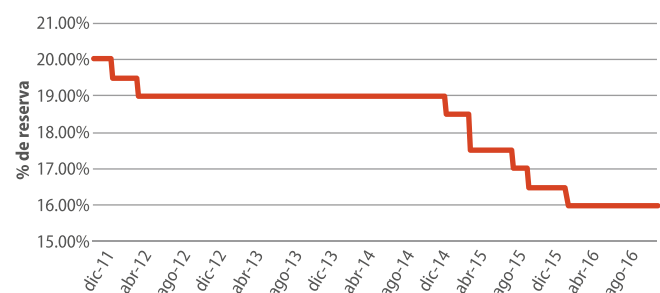
Fuente: Natixis Research, WIND.

5. Reserva legal para los mayores bancos

El aumento del crédito, a pesar de que parte de los indicadores económicos muestren un inicio de debilitamiento del crecimiento, se debe en parte a una relajación de las reservas exigidas a los mayores bancos del país asiático, que han pasado de un 20% en diciembre de 2011 al 16% en diciembre de 2016.

Gráfica 15

Reserva legal para los mayores bancos



Fuente: Bloomberg.

⁵ Fuente: Bloomberg.

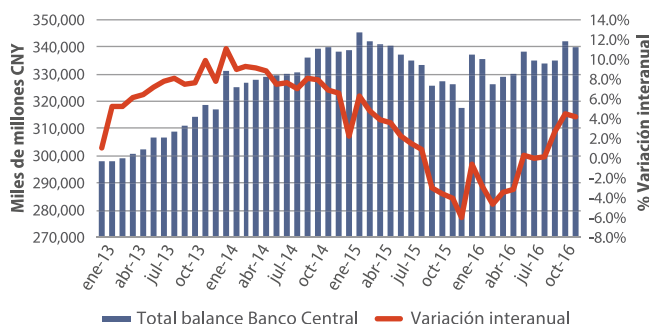
6. Balance del Banco Central Chino

La expansión última del crédito está sostenida también por el Banco Central Chino que, a pesar de presentar una disminución de su balance durante 2015, durante la presente muestra claramente un repunte en el volumen total de activos, con tasas interanuales de entre el 1% y el 4%.

- Variación interanual Balance Banco Central (noviembre 2016): 4.1% (noviembre 2015: -4.1%).

Gráfica 16

Balance del Banco Central



Fuente: Bloomberg.

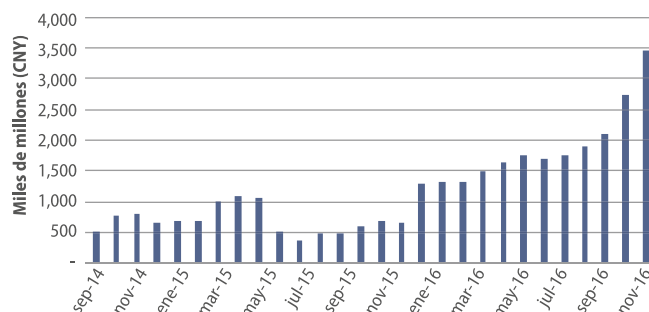
7. Saldo vivo de facilidades de crédito a medio plazo del Banco Central

El Banco Central Chino está controlando la evolución del sector crediticio con nuevas herramientas de política monetaria. Y lo está haciendo a partir de la facilidad de préstamo a medio plazo a los bancos. Recientemente, concretamente durante el mes de diciembre, aumentó el saldo vivo de esta línea de préstamos en 721,5 miles de millones de yuanes, el mayor aumento desde el inicio de su publicación en setiembre de 2014.

- Variación trimestral de las facilidades de crédito a medio plazo Balance Banco Central (diciembre 2016): 81.4% (septiembre 2016: 9.2%).

Gráfica 17

Saldo vivo de facilidades de crédito del Banco Central



Fuente: Bloomberg.

8. Curva de tipos de interés

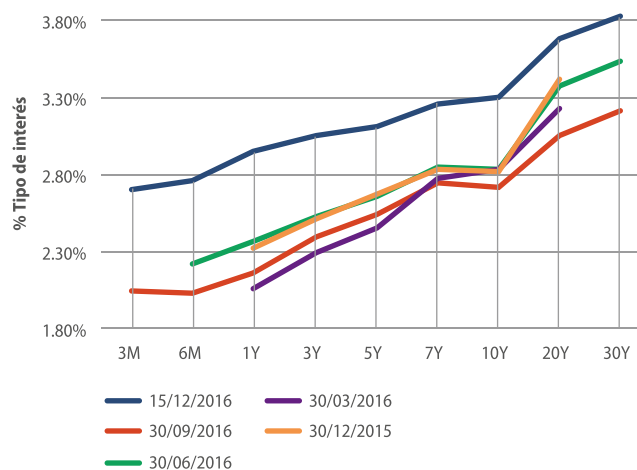
El precio pagado por el sector público chino a la hora de endeudarse, el tipo de interés, está ligado al tipo de cambio del yuan (CNY) al dólar norteamericano (USD) y a la evolución de los tipos de interés pagados por el tesoro estadounidense.

Durante los primeros nueve meses del año, la curva de tipos de interés en China se ha mantenido estable en los mismos niveles, especialmente entre los vencimientos a diez años e inferiores.

Durante el último trimestre del año y, muy concretamente, tras la subida de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal estadounidense, los tipos de interés de todos los vencimientos han aumentado entre 0.50 y 0.80 puntos porcentuales, con una variación media de 0.64 puntos porcentuales.

Gráfica 18

Curva de tipos de interés



Fuente: Bloomberg.

9. Spread entre los tipos de interés a 10 años y los tipos de interés a 3 meses

Las poquísimas tensiones experimentadas en el *spread* entre los tipos de interés a corto plazo (3 meses) y los tipos de interés a largo plazo (10 años) de la deuda pública china durante el 2016 nos hace pensar en que no existen tensiones de liquidez evidentes o que se reflejen el rendimiento de los bonos del sector público.

Durante todo 2016, el *spread* se ha movido entre el 0.53% y el 0.95%, con un movimiento inferior a medio punto y presentando una variación aún menor durante el último trimestre del año.

Gráfica 19

Spread 10Y - 3M



Fuente: Factset

10. Reservas en moneda extranjera y en oro

Durante años, la maquinaria exportadora china, claramente ayudada por una moneda artificialmente depreciada, ha conseguido que las reservas del país aumentasen espectacularmente, de poco más de 1 trillón de dólares (USD) en diciembre de 2006 al máximo de casi 4 trillones de dólares (USD) en junio de 2014.

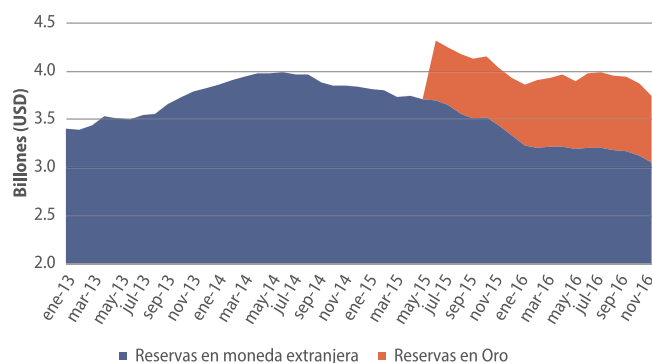
Desde entonces, el gobierno chino ha utilizado esas reservas para estimular el crecimiento económico a partir de políticas de demanda, vaciando poco a poco la gran hucha China. Este indicador es esencial para comprender el nivel de fortaleza chino, es decir, que la magnitud de golpes puede 'aguantar' o las recapitalizaciones que se pueden llevar a cabo en sector financiero.

Es relevante añadir las reservas de oro que tiene el país en su conjunto para tener una visión más realista de este 'grado de resistencia'.

- Cambio interanual reservas moneda extranjera (noviembre 2016): -11.2%
- Cambio interanual reservas en oro (noviembre 2016): 17.2%
- Cambio interanual del total de reservas (noviembre 2016): -7.0%

Gráfica 20

Total de reservas en moneda extranjera y oro



Fuente: Bloomberg.

Sector exterior

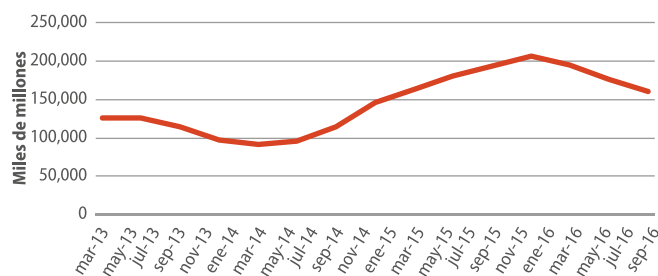
1. Balanza por cuenta corriente (media móvil últimos 12 meses)

El saldo por la balanza por cuenta corriente ha ido disminuyendo durante todo 2016. El comportamiento durante el año hace prever que el saldo pueda caer de nuevo, ejemplificando así el probable cambio de tendencia y la pérdida de la capacidad exportadora china, recientemente amenazada por un posible incremento de las políticas proteccionistas en socios comerciales de primer nivel del gigante asiático como Estados Unidos o Reino Unido.

- Cambio interanual saldo cuenta corriente (media móvil últimos 12 meses) (septiembre 2016): -16.9% (69.7% septiembre 2015).

Gráfica 21

Balanza por cuenta corriente



Fuente: Bloomberg.

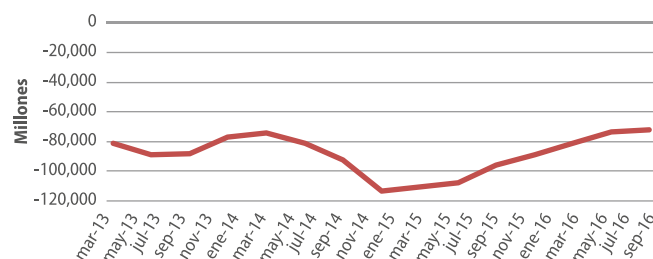
2. Balanza de capital y financiera

A medida que la actividad económica china se va enfriando levemente, la capacidad de financiamiento o de inversión en el exterior de los chinos va reduciéndose a la vez que disminuye su capacidad de exportar. Así pues, la menor actividad inversora en el exterior puede verse reflejada en la evolución, durante los últimos meses de la balanza de capital y financiera.

- Cambio interanual balanza capital y financiera (septiembre 2016): -24.9% (3.3% septiembre 2015).

Gráfica 22

Balanza de capital y financiera



Fuente: Bloomberg.

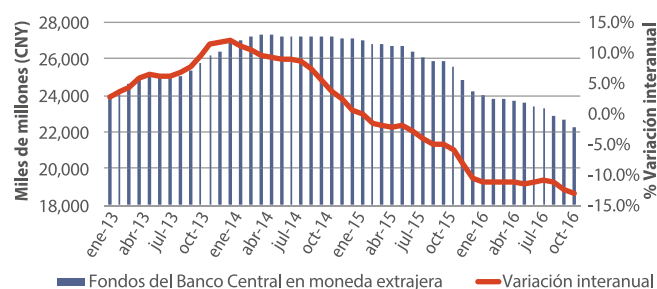
3. Fondos del Banco Central en moneda extranjera

Las salidas de capital de China se están acelerando y el Banco Central está aumentando las ventas de divisas extranjeras. Una parte importante de las salidas de capital de China se está realizado a partir de pagos al exterior realizados en yuanes. Este incremento de los pagos en yuanes puede deberse a la creciente, aunque aún poco relevante, internacionalización del yuan. Un total de 1,1 billones de dólares en moneda extranjera han salido de China desde agosto de 2015, cuando China devaluó el yuan⁶.

- Variación interanual Fondos del Banco Central en moneda extranjera (noviembre 2016): -12.9% (-6.0% noviembre 2015).

Gráfica 23

Fondos del Banco Central en moneda extranjera



Fuente: Bloomberg.

Durante 2016, se han conocido las nuevas medidas de control de capitales que el Gobierno Chino ha decidido implementar el presente año y que se harán efectivas a partir de julio. Los bancos y otras entidades financieras deberán informar de los movimientos de efectivo de más de 50.000 yuanes tanto a nivel nacional como en el extranjero. La misma medida marca la exigencia de información de todas las transacciones en efectivo de más de 10.000 yuanes realizadas a nivel individual. Actualmente, el límite personal para cambio de divisas se encuentra en los 50.000 yuanes al año.

⁶ Goldman Sachs Group Inc.

Esta publicación ha sido posible gracias a una donación de **John Templeton Foundation**.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista de John Templeton Foundation.