



INFORME TRIMESTRAL

CHINA

La creciente amenaza del riesgo bancario

ENERO - MARZO 2017

Autor: Gabriel Colominas

trends.ufm.edu

T1 2017 CN

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

CHINA

INDICADOR

Posición liquidez SF	Apalancamiento, aumentando la dependencia del Banco Central
Posición liquidez familias	Apalancamiento
Posición liquidez empresas	Apalancamiento estabilizándose
Volumen de crédito	Crecimiento a menor ritmo
Cantidad de dinero	Crecimiento de dos dígitos, M1 volátil y M2 desacelerando
Actividad económica	Sector exportador en crecimiento, mercado interior inicio estancamiento

INDICADOR

Empleo	Indicador poco claro
Precios	Se intensifica el fuerte repunte en precios a la producción
Tipos de interés	Repunte en el corto plazo, clara tensión en el mercado interbancario
Curva de tipos	spread positivo, estabilidad durante el último año
Situación General	El sector exportador esta en auge mientras los riesgos se concentran en el sistema bancario



Actividad económica

1. PIB

Durante el cuarto trimestre la economía china parece haber hecho un pequeño alto, aún insignificante, a la desaceleración en su crecimiento económico. Aunque sigue manteniéndose por debajo del 7% podría ser algo significativo de mantenerse en próximos periodos. La mayoría de estimaciones para el primer trimestre de 2017 apuntan a un mantenimiento de la última tasa de crecimiento registrada, y muy pocas apuntan a superar el perseguido 7% de crecimiento.

Seguimos insistiendo en que la poca precisión de esta estadística la hace poco relevante.

- Crecimiento PIB interanual (4T 2016): 6.8% (6.7% 3T 2016).

Gráfica 1

PIB trimestral



Fuente: Bloomberg.

2. Índice Li Keqiang

La comparación del PIB con otros indicadores es del todo adecuada en el caso chino, por lo que nos decantamos por el 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.

En los últimos periodos vemos que aumenta la divergencia entre el PIB y el índice, el repunte de la producción industrial y el hecho de que China sea cada vez más una economía del sector servicios (poco representada con las variables que componen el indicador) explican el crecimiento de dicho índice y la diferencia con el Producto Interior Bruto.

- Índice Li Keqiang (febrero 2017) 12.9 (febrero 2016, 3.6).

Gráfica 2

Índice Li keqiang



Fuente: Bloomberg.

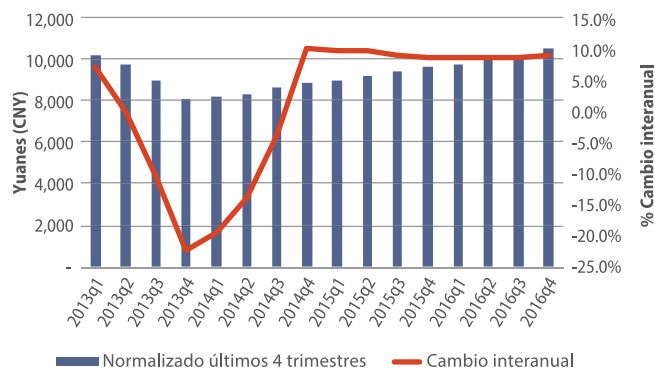
3. Consumo per cápita

El consumo interno en China sigue afianzando y acelerando su crecimiento tanto a nivel de cambio interanual como trimestral, se trata sin duda de un magnífico indicador para comprobar la fortaleza de la demanda interna. Sigue creciendo de forma continuada sobrepasando de nuevo la barrera de los diez mil yuanes, lo que no ocurría desde marzo de 2013.

- Cambio interanual del consumo per cápita (4T 2016): 8.8% (4T 2015 8.6%)
- Cambio trimestral del consumo per cápita (4T 2016): 3.4% (3T 2016 2.4%)

Gráfica 3

Consumo per cápita



Fuente: Bloomberg.

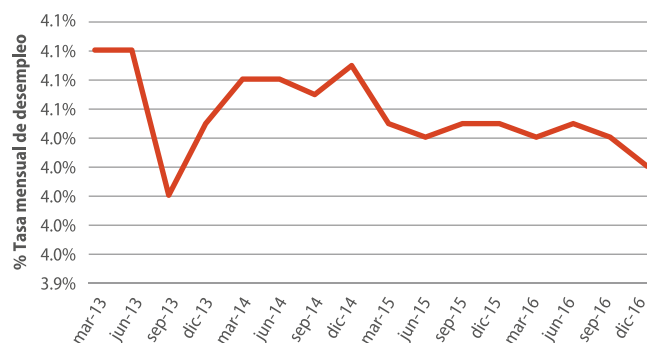
4. Tasa de desempleo urbano

La tasa oficial de desempleo urbano sigue moviéndose en niveles de entre el 4% y el 4.1% desde principios de 2013. Seguimos sin confiar en la fiabilidad de este indicador, siempre revisado por el politburó chino y que no registra el parón en ciertas industrias, no exportadoras del país.

- Tasa de desempleo urbano (4T 2016) 4.02% (4T 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.

En este caso usamos la ratio deuda neta / EBITDA¹ del conjunto de las empresas que conforman el principal índice bursátil en China, el CSI 300 para poder comprobar si el aumento del endeudamiento trae aparejado una mejora sustancial de los beneficios y comprobar así si una mayor carga de la deuda es más o menos llevadera.

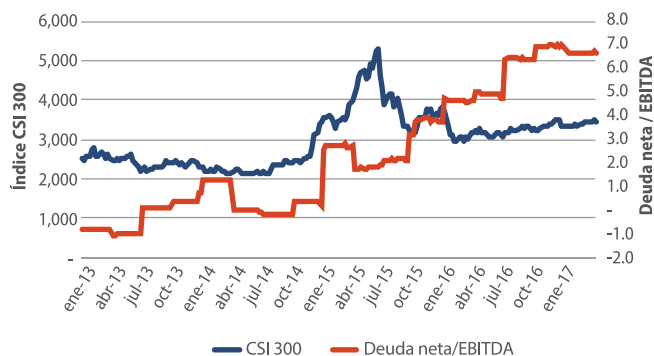
La evolución de esta ratio es especialmente negativa en el caso chino. Hemos de tener en cuenta que el endeudamiento relativo que puede soportar cada empresa depende del sector en que se halle, y si los ingresos de dicho sector son más o menos cíclicos. Una ratio por encima de 3x para una compañía acerera puede ser peligrosa mientras para una compañía del sector alimentación puede ser más que razonable. Que el conjunto de las grandes empresas cotizadas chinas se encuentre muy cercano a las 7 veces y que no se haya visto reducida sustancialmente en los últimos meses es un indicador de que una parte importante del sector empresarial chino está corriendo un riesgo extra y se encuentra en una situación financiera difícilmente sostenible en el largo plazo.

- Deuda neta / EBITDA (marzo 2017): 6.70x (marzo 2016: 4.70x).

¹ Acrónimo en inglés de Beneficio empresarial antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

Gráfica 5

Cotización y endeudamiento CSI 300



Fuente: Bloomberg.

6. Tipo de cambio CNY/USD

Durante los últimos meses la depreciación del renminbi chino respecto al dólar estadounidense, algo que lleva ocurriendo de forma continua desde mediados de 2014, se ha estabilizado y se ha mantenido desde mediados de noviembre entre los 6,82 y los 6,95 yuanes por dólar.

Como ya comentamos en el anterior informe la devaluación china iniciada agosto de 2015, impulsada con la intención de evitar que la paridad de los tipos de interés quedase descubierta, está manteniendo la potencia del sector exportador y evitando que se consolide el mercado interior chino.

No está en absoluto claro cuál puede ser el camino de la divisa china en los próximos meses, por un lado, tenemos las existentes tensiones en tipos de interés a corto plazo en China, que están llevando al Banco Central a intervenir en el sistema bancario y por el otro los movimientos de aumento de tipos de interés por parte de la Reserva Federal.

Gráfica 6

Tipo de cambio yuan / dólar USD



Fuente: Bloomberg.

Precios e inflación

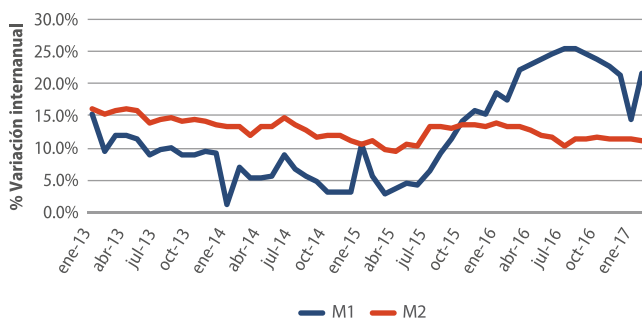
1. Agregados monetarios

El crecimiento de los agregados monetarios en el mes de febrero ha mostrado un pequeño rebote en el caso de M1 y la continuación en la desaceleración del crecimiento de M2. De nuevo, esta diferencia entre agregados del ritmo de crecimiento nos podría indicar el final del ciclo expansivo.

- M1: Media de la variación interanual los últimos 3 meses (febrero 2017) 21.4% (febrero 2016: 17.4%).
- M2: Media de la variación interanual los últimos 3 meses (febrero 2017) 11.1% (febrero 2016: 13.3%).

Gráfica 7

Evolución agregados monetarios



Fuente: Factset.

2. Índice de precios al consumo

La tasa de variación del IPC ha presentado en los primeros meses de 2017 una drástica reducción en su repunte. La caída en el alza de los precios podría ser un primer indicador de desaceleración económica el cual hasta ahora no había sido nada esclarecedor. El hecho que el cambio de tendencia se ha producido de manera tan rápida hace pensar, ahora sí, en un serio debilitamiento de la actividad económica, de nuevo en aquellas industrias más enfocadas al mercado interior.

Gráfica 8

Precios al consumo



Fuente: Bloomberg.

3. Índice de precios a la producción

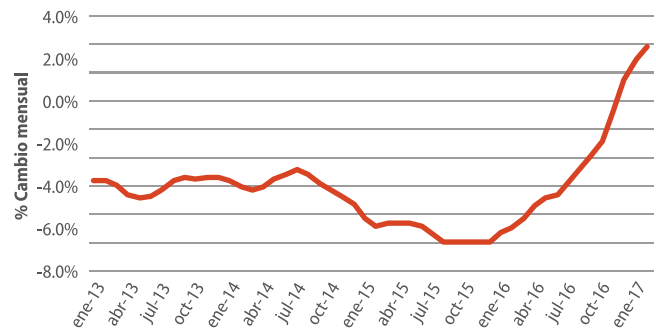
La evolución del índice de precios a la producción o industriales profundiza en su incremento, algo no visto desde marzo de 2011 en el que alcanzó niveles del 7,3%, lo que muestra una clara diferenciación con el mercado interior y una reactivación de todo el sector industrial.

Son dos los motivos que explicarían el relanzamiento de las industrias manufactureras, por un lado la depreciación del yuan (CNY), aunque este se ha estabilizado durante los últimos meses, y por el otro el aumento de los precios de las materias primas, lo que se ha traducido en aumento de los precios industriales.

Un factor relevante a tener en cuenta es que los tipos de interés reales de los préstamos se encuentran ahora en terreno negativo lo que puede suponer un impulso extra al sector industrial. El hecho es que es probable que hasta que este aumento de precios no se contagie al conjunto de la economía China, cosa que cómo hemos visto con los precios al consumo no está sucediendo, el banco central chino no se plantee un aumento en la subida de los tipos de interés.

Gráfica 9

Precios a la producción



Fuente: Bloomberg.

4. Índice bursátil y valoración

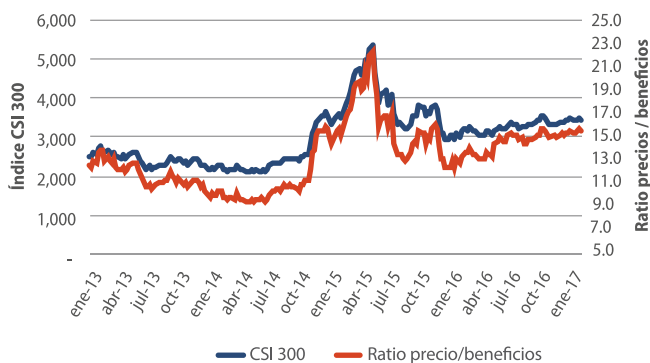
El precio de los activos financieros en China puede ser problemático en el caso de la renta fija, un mercado tradicionalmente menos transparente y que presenta un menor nivel de desarrollo en China. Incluso, en el caso de la renta variable, su peso sobre el total de financiación del sistema apenas representa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

El ratio precio / beneficios o *P/E ratio*, conocido coloquialmente como "PER" para el índice CSI 300 ha aumentado en el transcurso del último año, mostrando un 'encarecimiento' relativo de la bolsa y pasando de 13,5 veces a 15,5. De seguir aumentando, podría mostrar una sobrevaloración de la renta variable, augurando futuras caídas del índice bursátil.

- Ratio precios / beneficios (marzo 2017): 15,5x (marzo 2016: 13,5x)

Gráfica 10

Cotización y valoración CSI 300



Fuente: Bloomberg.

Crédito y sector financiero

1. Total activos sector de bancario

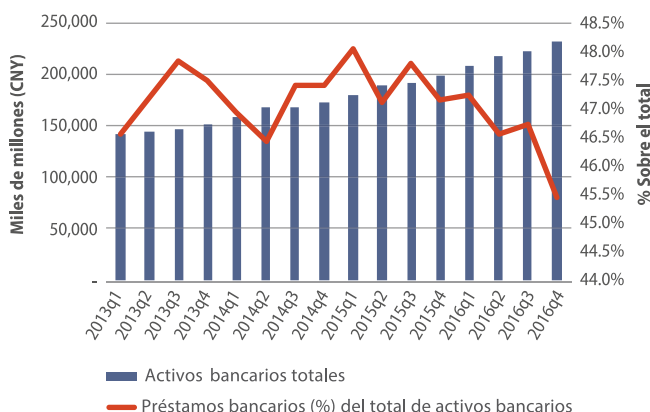
En el cuarto trimestre de 2016 ha seguido el imparable aumento del total de activos del sector bancario, y a un ritmo muy similar al registrado hasta ahora. Debemos recordar que el sistema crediticio chino ha de ser considerado siempre una extensión de la política económica del país, especialmente los mayores bancos, todos de titularidad pública.

Sigue cayendo de forma clara la ratio de préstamos sobre total de activos, llegando incluso a estar por debajo del 46%, nivel no registrado en periodos recientes. Pero no se trata sólo de la rebaja de dicho nivel, sino la tendencia, claramente bajista desde el tercer trimestre de 2015. La interpretación de esta variable se hace especialmente complicada si tenemos en cuenta que los préstamos en la sombra han presentado un leve crecimiento en este mismo periodo, sin llegar a compensar la disminución relativa de los préstamos formales.

- Crecimiento interanual del total de activos (4T 2016): 16.5% (4T 2015: 15.7%)

Gráfica 11

Evolución activos y préstamos sector bancario



Fuente: Bloomberg.

2. Saldo vivo préstamos totales

El total de préstamos en China sigue aumentando, aunque a un ritmo cada vez inferior, el crecimiento más importante sigue siendo el del canal formal de financiación. Debemos recordar que en China 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*).

Dicho crecimiento se ha estabilizado alrededor del 10% interanual, cifra nada encomiable si tenemos en cuenta la situación en el conjunto de la economía China. Lejos de terminarse, parece que la expansión de los balances bancarios en el gigante asiático proseguirá su actual tendencia.

¿Cuál es la estructura de los balances de bancarios en China? En el último informe ya alertamos del enorme crecimiento de los *Wealth Managed Products* o *WMP*, los cuales tenían poca transparencia, no estaban ligados siempre a unos activos exactos sino a un 'pool' e incorporaban normalmente algún grado de descalzo de plazos. El mayor control por parte del regulador a partir del implemento de su nueva regulación macropudencial o *MPA*², por sus siglas en inglés, no está impidiendo que los bancos arriesguen cada vez más sus balances empujados por una carrera de búsqueda de la rentabilidad. Si bien la emisión de los *WMP* se ha reducido de forma importante, la banca se está balanceando hacia otro formato aún no incluido en las normas macro-prudenciales, los certificados de depósito negociables o *NCD*³, durante todo 2016 y el primer trimestre de 2017 se han emitido, aproximadamente 18.800 miles de millones de yuanes en certificados de depósito negociables, siendo la emisión de forma neta de unos 9.900 miles de millones de yuanes. La emisión de estos productos se realiza a plazos realmente cortos, menos de un año, el 48% del saldo vivo actual de *NCDs* vencerá durante la primera mitad de 2017. Si los certificados de depósito negociables cayeran bajo el paraguas regulatorio del Banco Central chino se podría producir un empeoramiento relativamente rápido de la liquidez bancaria ya que no se podrían sustituir las emisiones vencidas por nuevas.

Varios son los problemas que se derivan de la interrelación entre la banca formal y la banca en la sombra. Por una parte, se produce un aumento del riesgo de contagio, una peor supervisión del sistema por parte del regulador y una clara reducción de la calidad del colateral, que se acelera en situaciones de stress de liquidez, cómo lo es la actual. Otro de los problemas existentes es la creciente importancia de los activos no convencionales en el interbancario chino, llegando a niveles del 50% del total de activos interbancarios y un 8,5% del balance bancario agregado.

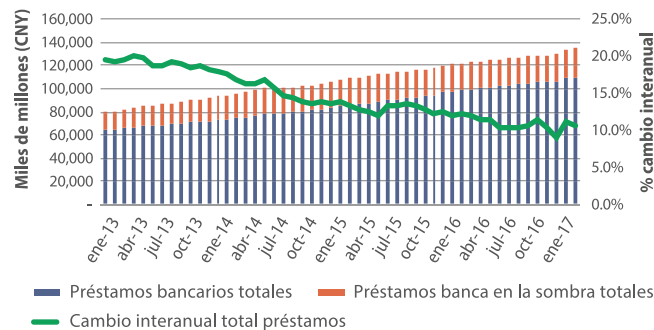
- Variación interanual saldos de préstamos vivos (marzo 2017): 10.7% (marzo 2016: 12.3%).

² *Macro Prudential Assesments*.

³ *Negotiable Certificates of Deposit*.

Gráfica 12

Saldo total de préstamos vivos



Fuente: Bloomberg, Factset.

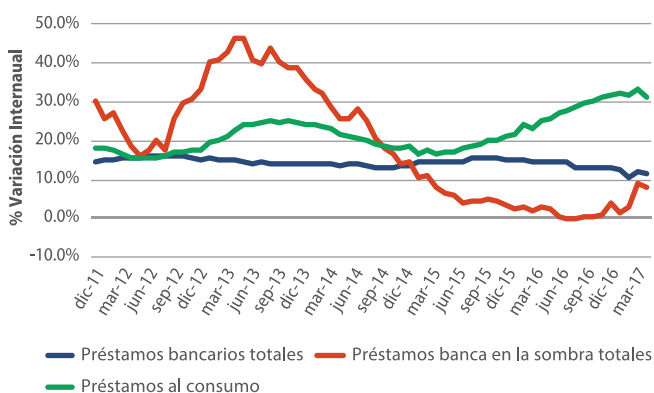
3. Evolución interanual préstamos

Los préstamos al consumo continúan siendo los de mayor crecimiento a pesar de una pequeña reducción del crecimiento en marzo. Es importante destacar el importante cambio en el crecimiento de los préstamos en la sombra, de hecho, una de las claves de la evolución del sistema bancario chino es el drenaje de la liquidez inyectada por parte del banco central hacia la susodicha banca en la sombra, aspecto comentado ampliamente en otros apartados del presente informe.

- Crecimiento interanual préstamos bancarios (marzo 2017): 11.4% (marzo 2016: 14.7%).
- Crecimiento interanual préstamos banca en la sombra (marzo 2017): 8.0% (marzo 2016: 2.0%).
- Crecimiento interanual préstamos al consumo (marzo 2017): 31.0% (marzo 2016: 23.0%).

Gráfica 13

Evolución préstamos



Fuente: Bloomberg, Factset.

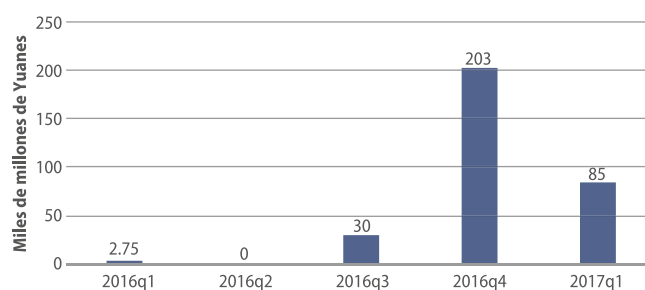
4. Evolución de la morosidad bancaria

En septiembre la mayoría de bancos comerciales en China estaban preocupados por el aumento de los préstamos dudosos y se plantearon realizar ampliaciones de capital para apoyar el crecimiento del balance. Ante una teórica mejoría de las ratios de morosidad en el último trimestre de 2016, los bancos se han visto una mejor situación financiera y dichas ampliaciones de capital han quedado en el aire.

El total de préstamos de dudoso cobro y préstamos de men- ción especial⁴ se ha reducido en el último trimestre debido a dos razones; por una parte, el gobierno ha promocionado la emisión de valores respaldados por préstamos impaga- dos como método eficaz de limpiar los balances bancarios, por otra parte, se han llevado a cabo una serie de canjes de deuda por capital, que han llevado a los bancos a pasar de acreedores a accionistas de ciertas compañías, por un total de 235 miles millones de yuanes en 2016, de los cuales 203 en el cuarto trimestre.

Gráfica 14

Canje de deuda por capital



Fuente: Natixis, Wind.

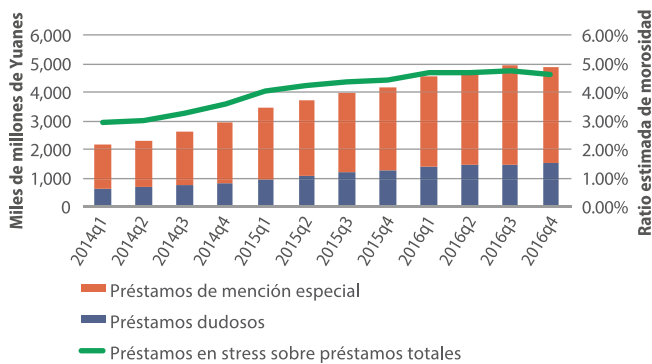
La reducción absoluta de préstamos en situación de stress entre el tercer y el cuarto trimestre de 2016 ha sido de 106 miles de millones de yuanes. Teniendo en cuenta los canjes de deuda por capital llevados a cabo durante el mismo perio- do, podemos deducir fácilmente que en realidad se ha pro- ducido un aumento de la morosidad de 103 miles de millo- nes de yuanes, compensado a posteriori por esos canjes. La conclusión es clara, la morosidad sigue al alza en el gigante asiático, tratándose como es esta una variable clave de la es- tabilidad financiera, seguiremos muy de cerca su evolución.

- Ratio estimada de morosidad (diciembre 2016): 4.61% (septiembre 2016: 4.77%).

⁴ En inglés *Special Mention Loans*, una categorización de los préstamos solamente usada en China para referirse a aquellos préstamos con el plazo vencido pero que los bancos aún no consideran impagados. Para nuestro análisis los consideremos equivalentes a los préstamos dudosos.

Gráfica 15

Total préstamos bancarios en situación de stress



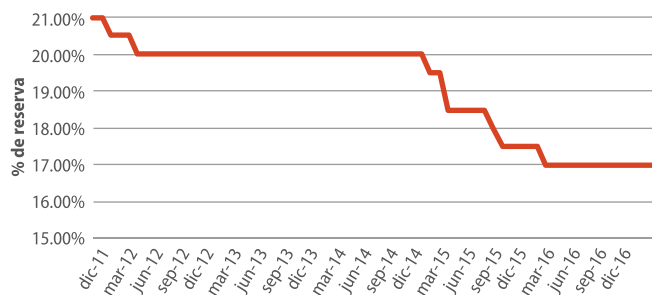
Fuente: Bloomberg.

5. Reserva legal para los mayores bancos

El nivel de reserva exigida a los bancos de mayor tamaño sigue estable a niveles del 17%⁵. No se registran cambios desde el mes de marzo y es poco probable que el regulador chino decida dar un cambio brusco en sentido contrario a la tendencia de los últimos años. Por una parte, dispone de otras muchas herramientas⁶ de política monetaria y por otro un cambio en el nivel de reservas exigido podría desestabilizar el sector bancario y hacer perder una parte de la confianza en él depositada.

Gráfica 16

Reserva legal para los mayores bancos



Fuente: Bloomberg.

6. Balance del Banco Central Chino

La tendencia de expansión creciente del balance del Banco Central parece haberse suavizado durante los primeros meses del 2017. Este pequeño cambio en la tendencia podría

⁵ Fe de erratas: En el informe anterior se dijo que el nivel de reservas era del 16%, era erróneo. Dicho error queda corregido en el presente informe.

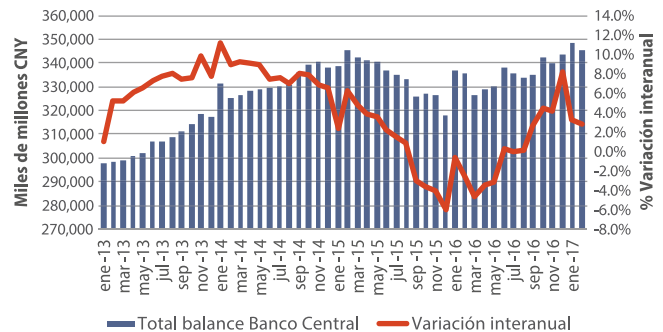
⁶ En el siguiente apartado, **6. Balance del Banco Central Chino**, encontrarán una explicación detallada de todas las herramientas de las que dispone el prestador de última instancia chino.

quedarse en nada si las operaciones de intervención del banco central chino se intensifican los próximos meses, algo que podría suceder ante escenarios de incertidumbre. Las tasas interanuales de crecimiento han caído en enero y febrero por comparación a los mismos meses del año anterior en el que el balance del PBOC se expandió extraordinariamente, tal y cómo ocurrió también en 2014 y 2015.

- Variación interanual Balance Banco Central (febrero 2017): 2.9% (febrero 2016: -2.8%).

Gráfica 17

Balance del Banco Central



Fuente: Bloomberg.

a. Apunte sobre las herramientas de política monetaria del Banco Central Chino

Durante los últimos años el Banco Popular de China (Banco central), ha ido modelando su forma de actuar a medida que el estado de la economía del gigante asiático variaba y se enfrentaba a nuevos retos. El PBOC ha ido aumentando la frecuencia de sus operaciones mientras que sus dirigentes se han mostrado más abiertos en la señalización de la dirección de la futura política monetaria.

A continuación, se explican cuáles son las principales armas de las que dispone el Banco Central a la hora de llevar a cabo sus políticas más allá de los requerimientos de reservas legales, los tipos de interés de referencia y los préstamos al desarrollo canalizados por grandes bancos.

- **Operaciones de Mercado Abierto:** Se trata de las operaciones más habituales, se suelen usar para inyectar o retirar dinero de forma neta en el sistema, su duración no está limitada pero las operaciones a una, dos y cuatro semanas son las más comunes. Las operaciones se llevan a cabo con recompras inversas, *repurchase repo*, en inglés en los que los bancos usan bonos como garantía para obtener los fondos.
- **Facilidades de Préstamo a Medio Plazo:** Se introdujeron en septiembre de 2014 y permiten un mayor control sobre la cantidad, coste y plazo (entre tres, seis u doce meses) de los préstamos a las entidades bancarias. Además, puede modificar

discrecionalmente y de forma temporal los tipos de interés a los que presta, tal como lo hizo el 24 de enero.

- **Facilidades de Préstamos permanentes:** Se trata de la ventanilla de descuento, dirigida principalmente a instituciones. Se inició en 2013 y su vencimiento máximo se ha mantenido a un mes o menos durante los últimos dos años.
- **Operaciones de Liquidez a Corto Plazo:** También introducidos en 2013, estos tienen vencimientos de no más de siete días y, como lo indica el PBOC, están destinados a abordar las fluctuaciones temporales en el mercado monetario.
- **Fondo de Liquidez Temporal:** se trata de la herramienta más reciente en el kit del banco central chino, se ha utilizado sólo una vez hasta ahora, el 20 de enero. El PBOC dijo que había proporcionado préstamos con un plazo 28 días a algunos prestamistas comerciales importantes para ayudar a aliviar la crisis de liquidez antes de las fiestas del año nuevo chino⁷.

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

Los problemas de liquidez que pueden darse en el conjunto del sistema bancario chino se pueden ver claramente reflejados en la evolución del saldo vivo de las facilidades de crédito del Banco Central a medio plazo a los bancos. En los últimos meses, el saldo ha seguido aumentando, desde los 3.457 miles de millones de yuanes en diciembre hasta los 3.761 miles de millones actuales, a febrero de 2017. Si bien el ritmo de crecimiento no es tan exagerado como en meses anteriores, lo realmente importante aquí es la continuación de una tendencia que no muestra signos de relajación a corto plazo a pesar de haber aumentado los tipos de interés de estos préstamos los últimos días del mes de enero, lo que debería alertarnos sobre la situación del sistema financiero chino.

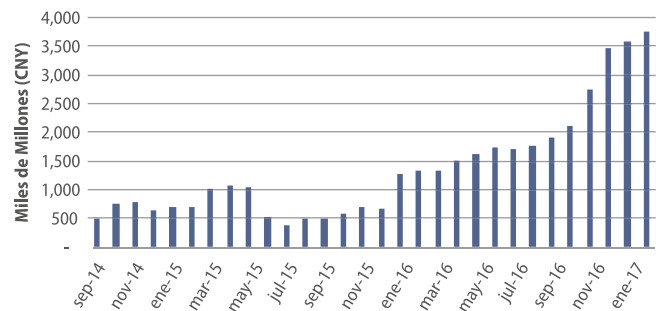
Durante los últimos días de marzo el Banco Central en China inyectó en el sistema 80 miles de millones de yuanes con acuerdos de compra inversa a 7, 14 y 28 días. El tipo de interés de las operaciones osciló entre el 2,45% y el 2,75%. Lejos de mejorar la situación de liquidez bancaria, las intervenciones han ayudado a financiar el crecimiento de la banca en la sombra.

- Variación trimestral de las facilidades de crédito a medio plazo por parte del banco central (febrero 2017): 37.5% (noviembre 2017: 55.9%).

⁷ En China, es costumbre que los padres regalen a los niños (y los jefes a sus empleados) sobres rojos con dinero, siempre en forma de billetes completamente nuevos, para celebrar el Año Nuevo Lunar, una tradición que trastorna el mercado monetario de Hong Kong.

Gráfica 18

Saldo vivo de facilidades de crédito del Banco Central



Fuente: Bloomberg.

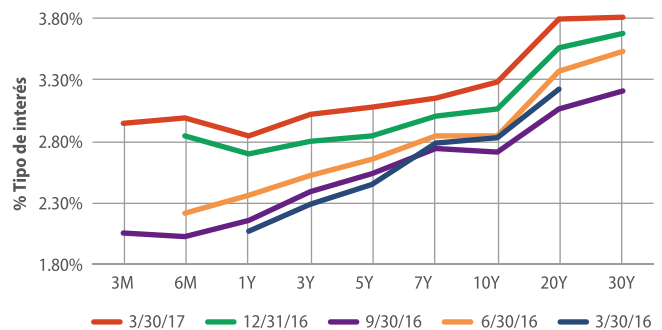
8. Curva de tipos de interés

Debido a las subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, el banco central norteamericano, el precio pagado por el sector público chino a la hora de endeudarse, el tipo de interés, ha sufrido claras variaciones a final de año y durante el primer trimestre de 2017.

El aumento desde los tipos de septiembre es sustancial, de casi un punto en los tipos a seis meses, y superior los 0.60 puntos porcentuales en todos los vencimientos a excepción de los de cinco, siete y diez años en los que ha sido algo menor. La variación media de la curva entre septiembre de 2016 y marzo de 2017 ha sido de 0.67 puntos porcentuales.

Gráfica 19

Curva de tipos de interés deuda pública



Fuente: Bloomberg.

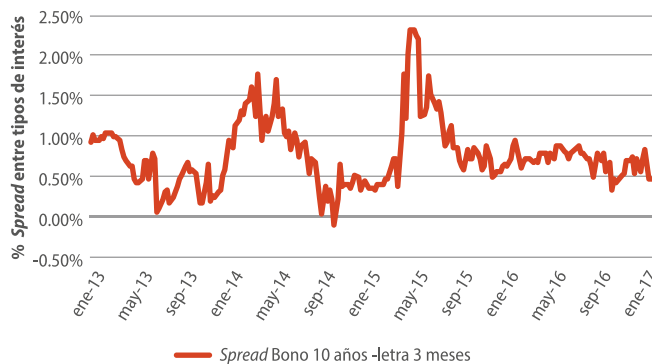
9. Spread entre los tipos de interés a 10 años y los tipos de interés a 3 meses

El panorama de los tipos de interés en el caso de la deuda pública se ha mantenido relativamente estable, como hemos visto el aumento en los tipos del dólar estadounidense ha empujado todos los rendimientos hacia arriba pero el spread entre tipos se ha mantenido, aunque con algunas presiones a la baja a principio de año en el que el diferencial ha bajado del 0,50%. Este descenso por debajo del medio punto se ha repetido en el mes de marzo.

- Tipo de interés a corto plazo (Deuda pública 3M) a mar-17: 2,83%
- Tipo de interés a largo plazo (Deuda pública a 10 años) a mar-17: 3,31%

Gráfica 20

Spread 10Y - 3M



Fuente: Factset.

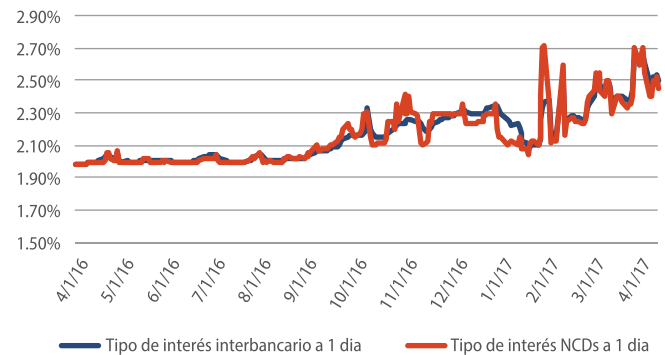
10. Evolución del interbancario

Las presiones de liquidez en el sistema bancario chino son ya evidentes, los distintos tipos de interés a corto plazo han ido subiendo paulatinamente, en los últimos tres meses. Después de un periodo de relativa tranquilidad, a partir de septiembre se produjo un aumento de los tipos de interés a un día desde el 2% hasta el 2,5% actual, con diversos escenarios de tensión de liquidez, especialmente al inicio del año y de una forma más marcada en los certificados de depósito negociables (NCDs).

- Tipo de interés interbancario a (marzo 2017 2.54% (1.99%, marzo 2016)
- Tipo de interés NCDs (marzo 2017): 2.52% (1.98%, marzo 2016)

Gráfica 21

Tipos de interés interbancario a un día

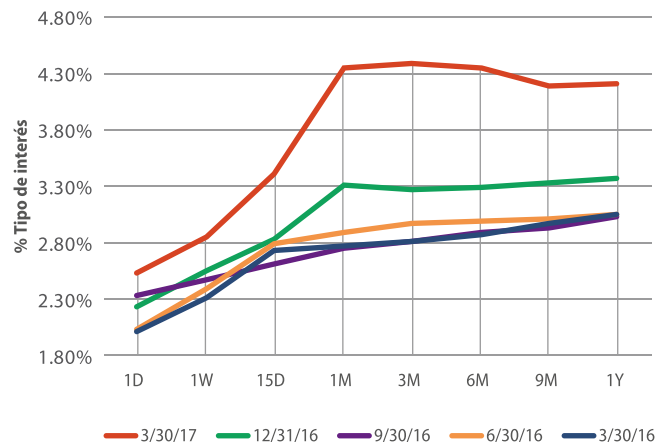


Fuente: Bloomberg.

La evolución de la curva de los tipos de interés interbancarios y el spread entre vencimientos también es un indicador a tener en cuenta en cuando se analiza el estado de la liquidez en el conjunto del sistema. A parte de la clara escalada de los tipos de interés a un día, algo en gran parte alarmante, existen otros movimientos en el interbancario chino que deben ser señalados. Durante el primer trimestre de 2017 la curva se ha disparado, el mayor cambio se ha visto en los tipos de entre un mes y un año, hasta llegar a invertir la parte media de la curva. A partir del mes de enero el spread entre los tipos a un año y los tipos a uno, tres y seis meses se volvió negativo mientras que diferencia entre los tipos a un año y los tipos a un día, una y dos semanas se ha ensanchado. Podemos sacar dos conclusiones de ello, que los tipos a muy corto plazo reflejan un aumento de la incertidumbre y que el miedo por la falta de liquidez se está extendiendo a otros vencimientos.

Gráfica 22

Curva de tipos de interés interbancario



Fuente: Bloomberg.

11. 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.

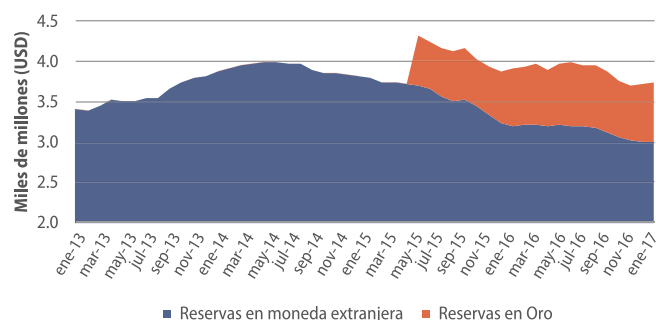
En los últimos trimestres las reservas en moneda extranjera se han ido reduciendo paulatinamente hasta llegar a bajar de los 3 Trillones en enero de 2017 y a quedarse algo por encima en el mes de febrero, niveles no vistos desde el primer trimestre de 2011. Por su parte las reservas de oro han aumentado levemente, dejando la evolución del conjunto de reservas con una menor caída.

El descenso continuo de las reservas en moneda extranjera está directamente relacionado con las fugas de capital, comentadas más adelante, y que se han intensificado desde mediados de 2015. El actual es un escenario especialmente preocupante en China, mientras las salidas de capital y la reducción de reservas se intensifica el total de préstamos en stress se encuentra en niveles de 700 miles de millones de dólares, es decir un 23% de las reservas en moneda extranjera y un 19% del total de reservas en moneda extranjera y oro. De aumentar la mora y de seguir descendiendo las reservas China podría encontrarse en el medio plazo en una situación especialmente peligrosa.

- Cambio interanual reservas moneda extranjera (febrero 2017): -6.2%
- Cambio interanual reservas en oro (febrero 2017): 4.2%
- Cambio interanual del total de reservas (febrero 2017): -4.3%

Gráfica 23

Total de reservas en moneda extranjera y oro



Fuente: Bloomberg.

Sector exterior

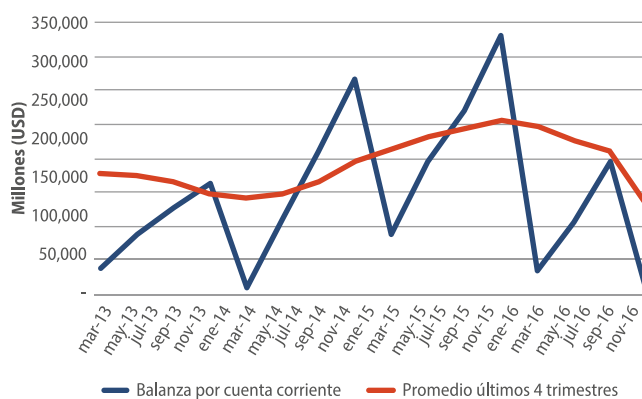
1. Balanza por cuenta corriente (media móvil últimos 12 meses)

El saldo por la balanza por cuenta corriente culminó el 2016 con una severa disminución en diciembre, en línea con la tendencia marcada durante todo el año, tal y como apuntábamos en el anterior informe. Debemos remarcar la clara divergencia entre la potencia demostrada por el sector industrial chino, reflejada en sus precios claramente alcistas y la drástica reducción del saldo por cuenta corriente lo que marcaría una pérdida de la capacidad exportadora china.

- Cambio interanual saldo cuenta corriente (media móvil últimos 12 meses) (diciembre 2016): -60.8% (41.3% diciembre 2016).

Gráfica 24

Balanza por cuenta corriente



Fuente: Bloomberg.

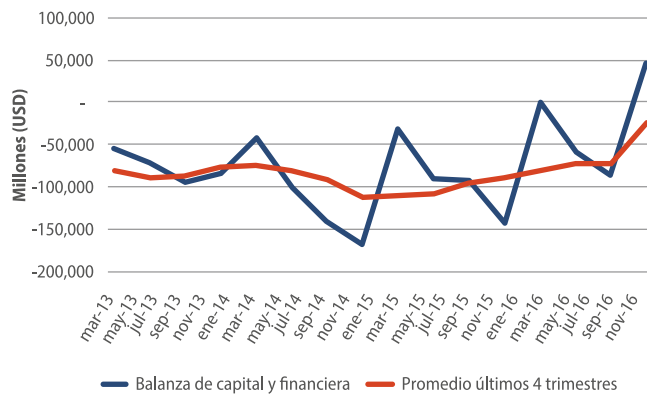
2. Balanza de capital y financiera

El saldo de la balanza de capital y financiera va reduciéndose, volviéndose positivo poco a poco, lo que en parte descuadra con las estimaciones no oficiales sobre la fuga de capitales que está sufriendo el gigante asiático. Es bastante probable que, debido a la vigilancia y restricciones aplicadas a la inversión y movimientos de divisas en el exterior, los ciudadanos y empresas chinas realicen su actividad inversora en el exterior cada vez más por mecanismos no oficiales y no reflejados en este indicador.

- Cambio interanual balanza capital y financiera (diciembre 2016): -72.2% (-21.7% diciembre 2015).

Gráfica 25

Balanza capital y financiera



Fuente: Bloomberg.

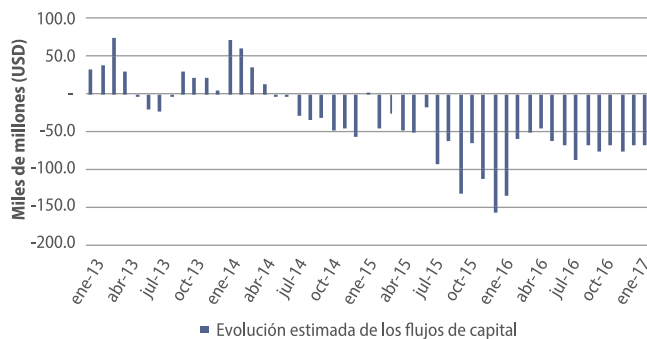
3. Evolución estimada de los flujos de capital

Las fugas de capital de China han sido continuas desde mayo de 2014, intensificándose a partir de la gran devaluación del Yuan en agosto de 2015. Durante 2016 el flujo total de salidas de capitales fue de 869 miles de dólares (USD), demostrando la baja efectividad de las medidas de control de capitales implementadas el año pasado. En enero de 2017 el saldo ha sido de nuevo negativo (salidas netas), pero de tan solo la mitad del que se había registrado en enero de año anterior. Desde la renombrada depreciación hasta finales del primer mes de año han salido del gigante asiático más de 1,4 trillones de dólares.

- Flujo de capital (enero 2017): -67,0 miles de millones (USD) (-135,5 miles de millones (USD) enero 2016).

Gráfica 26

Evolución estimada de los flujos de capital



Fuente: Elaboración propia, estimaciones de Bloomberg y Natixis.

4. Fondos del banco central en moneda extranjera

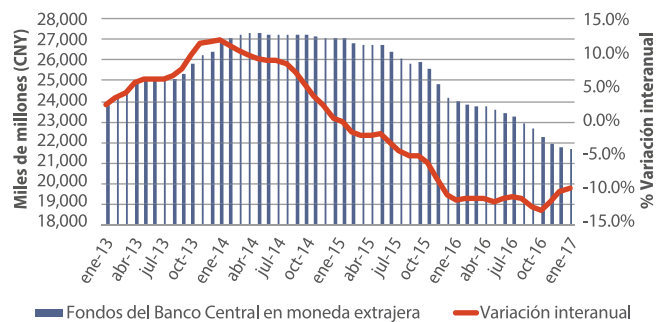
En febrero del presente año la reducción interanual del total de fondos en moneda extranjera en el Banco Central chino se ha producido a un ritmo inferior a los dos dígitos por primera vez desde enero de 2016.

Al disponer de un dato más que en el caso de flujos de capital (feb-17 vs ene-17) podemos afirmar que es posible que la salida de capitales de febrero no será tan acentuada como lo ha sido en el mes de enero, la relajación en el ritmo de reducción de los fondos del Banco Central en moneda extranjera hace pensar en una conclusión similar.

- Variación interanual Fondos del Banco Central en moneda extranjera (febrero 2017): -9.6% (-11.3% febrero 2016).

Gráfica 27

Fondos del Banco Central en moneda extranjera



Fuente: Bloomberg.

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.