



INFORME TRIMESTRAL

CHINA

La estabilización del crecimiento económico

ABRIL - JUNIO 2017

Autor: Gabriel Colominas

trends.ufm.edu

T2 2017 CN

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

CHINA

INDICADOR

Posición liquidez SF	Apalancamiento, se mantiene la dependencia del Banco Central
Posición liquidez familias	Apalancamiento creciente
Posición liquidez empresas	Apalancamiento creciente
Volumen de crédito	Recuperación del crecimiento del crédito
Cantidad de dinero	M1 volátil creciendo a ritmo menor y M2 sigue desacelerando
Actividad económica	Mercado interior y sector exportador en expansión

INDICADOR

Empleo	Indicador poco claro
Precios	Se intensifica el fuerte repunte en precios a la producción
Tipos de interés	Aumenta el repunte en el corto plazo, tensión en el mercado interbancario
Curva de tipos	Spread levemente positivo, cercano a cero
Situación General	Expansión con incremento del apalancamiento



Actividad económica

a. Indicadores del crecimiento económico

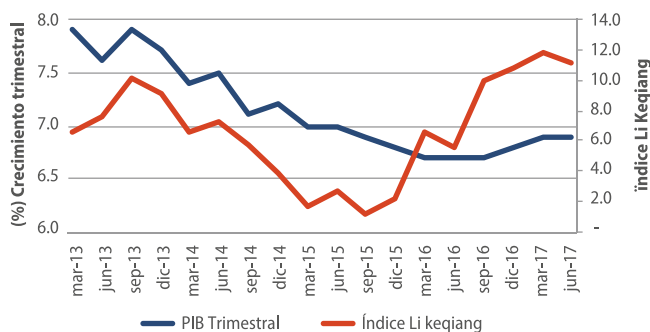
El crecimiento económico chino es, sin duda, uno de los puntos que más dudas genera en los analistas. En el presente informe queremos romper una lanza a favor en las estadísticas oficiales y rectificar la opinión expresada en anteriores informes. Tras la consulta de distintas fuentes¹, hemos concluido que las estadísticas oficiales si son precisas e incluso subestiman en algunas ocasiones el crecimiento de la economía China. Con un peso creciente del sector servicios, muy enfocado al mercado interno, el índice Li Keqiang pierde utilidad para analizar el conjunto de la economía aunque mantiene su fiabilidad para seguir el progreso del sector industrial.

A pesar de las diferencias de grado entre ambos indicadores queremos destacar que la tendencia de crecimiento del PIB trimestral y el índice Li Keqiang ha sido consistente en cada periodo, lo que refuerza la idea de la fiabilidad de los datos oficiales. Finalmente destacar que el indicador clave para la comprobación de la veracidad de dichas estadísticas han sido las mediciones por satélite de la luz reflejada durante la noche².

- Crecimiento PIB interanual (2T 2017): 6.9% (5.6% 2T 2016).
- Índice Li Keqiang (2T 2017): 11.2% (5.6% 2T 2016)

Gráfica 1

Crecimiento económico



Fuente: Bloomberg.

¹ Clark, H. Pinkovskiy, M. Sala-i-Martin, M. *China's GDP Growth May be Understated*. NBER Working Paper No. 23323, Issued in April 2017.

² Regresiones realizadas provincia por provincia de un dato tan transparente cómo la luz usada para iluminar calles y edificios por la noche han sido determinantes en los estudios consultados.

b. Índice Li Keqiang y componentes

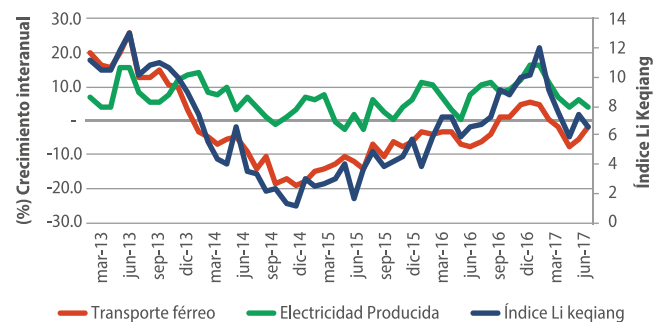
Asumiendo que el índice Li Keqiang es un buen proxy para seguir la actividad industrial en China, hemos desagregado los dos elementos del índice; toneladas de carga en transporte férreo y la evolución de la producción eléctrica³.

Mientras que la producción eléctrica mantiene un crecimiento promedio de alrededor del 6.6%, lo que asegura una expansión más o menos constante de la producción industrial. El transporte por vía férrea lleva 11 meses de crecimiento exponencial, recuperándose de la caída sufrida durante más de dos años y medio (desde finales de 2013 hasta mediados de 2016). El análisis de estos componentes nos confirma el crecimiento de los sectores primario y secundario, acompañado, eso sí, de un mayor endeudamiento tal y cómo veremos en apartados posteriores.

- Índice Li Keqiang (junio 2017): 11.2 (5.6 junio 2016).
- Transporte férreo, crec. interanual (junio 2017): 19.2% (4.9% junio 2016).
- Producción eléctrica, crec. interanual (junio 2017): 7.1% (8.0% junio 2016).

Gráfica 2

Li Keqiang y componentes



Fuente: Bloomberg.

c. Consumo per cápita

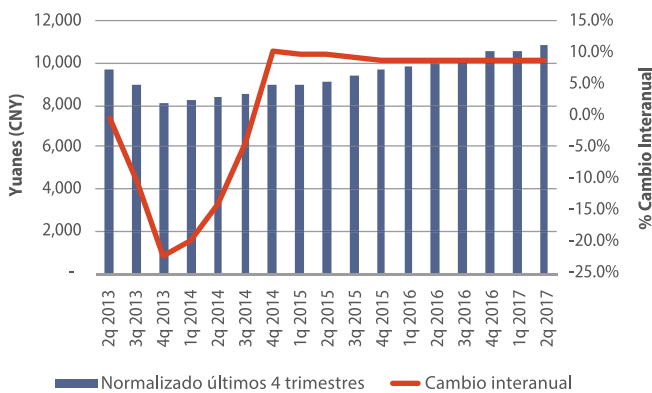
A pesar de crecer a un ritmo más moderado, el consumo interno en China continua su lento ascenso y se afianza en los niveles por encima de los diez mil yuanes. Los últimos datos muestran un cambio positivo tanto si lo comparamos trimestralmente cómo a nivel interanual. Otro indicador que apunta en la misma dirección que el consumo per cápita es la evolución de las ventas minoristas, comentada a continuación.

- Cambio interanual del consumo per cápita (2T 2016): 8.8% (2T 2015 8.6%)
- Cambio trimestral del consumo per cápita (2T 2016): 1.5% (1T 2016 0.8%)

³ El tercer elemento de índice, el crecimiento de los préstamos es analizado en otros apartados.

Gráfica 3

Consumo per cápita



Fuente: Bloomberg.

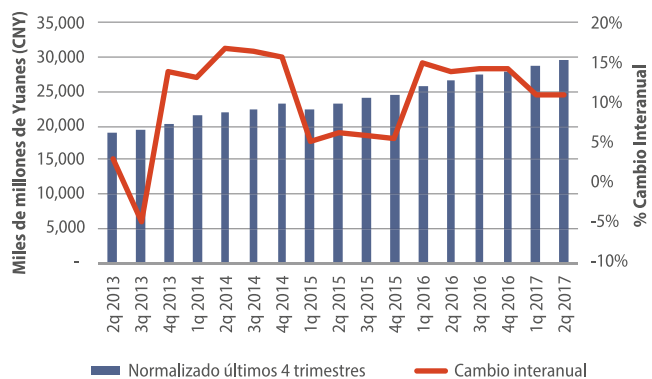
d. Ventas minoristas mensuales

Por primera vez introducimos el indicador de ventas minoristas de bienes de consumo en nuestro informe de UFM Market Trends sobre China. Desde enero de 2013 las ventas minoristas han aumentado más de un 55% en el gigante asiático, lo que nosotros interpretamos como un afianzamiento de la clase media china y un indicador positivo del crecimiento económico.

- Cambio interanual ventas minoristas (2T 2016): 10.9% (2T 2015 13.9%)
- Cambio trimestral ventas minoristas (2T 2016): 2.6% (1T 2016 2.5%)

Gráfica 4

Ventas minoristas



Fuente: Bloomberg.

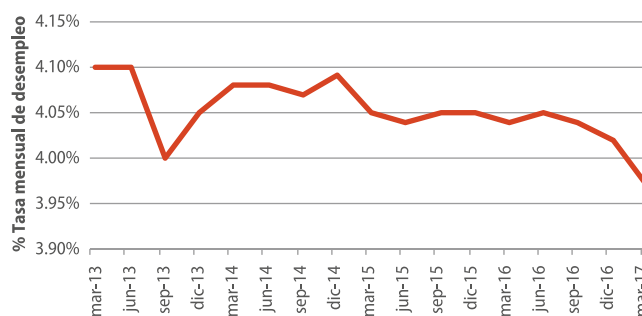
e. Tasa de desempleo urbano

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.

- Tasa de desempleo urbano (1T 2017) 4.00% (1T 2016 4.08%).

Gráfica 5

Tasa de desempleo urbano



Fuente: Bloomberg.

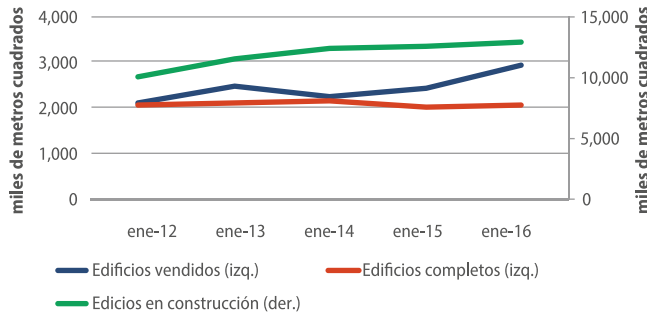
f. Actividad en el sector inmobiliario

El sector inmobiliario es el primer sector de la economía china, por nivel de output y por cantidad de empleo generado, a pesar de haber disminuido en preponderancia respecto a otros sectores, cómo el sector servicios, su importancia sigue siendo crucial. Medir la evolución de este sector puede ser complicado por la dispersión del mismo. A pesar de la concentración del sector inmobiliario en las provincias más pobladas, su impacto se extiende incluso a las provincias más pobres. La actividad inmobiliaria ha sido la herramienta usada por el gobierno de Pequín para transmitir la actividad económica generada en la costa este hacia el resto del gigante asiático. Es por eso que este es el sector que más interrogantes levanta sobre su sostenibilidad en el medio y largo plazo.

A pesar de tan sólo disponer de datos anuales podemos ver como durante 2016, mientras el total de edificios completos y en construcción quedaban estancados, los edificios vendidos alcanzaban un nuevo record, creciendo un 22% en un solo año y en un momento en el que se batían récords de precios en todas las ciudades importantes. Si bien es cierto que los precios sufrieron un pequeño parón durante el año 2015, con una variación interanual que llegó a situarse en -4% en algunos meses.

Gráfica 6

Actividad inmobiliaria



Fuente: Factset.

g. Tipo de cambio CNY/USD

Durante el primer trimestre de este año la depreciación del Yuan chino respecto al dólar norteamericano parece haber encontrado su techo en el nivel de los 6.80 – 6.90 yuanes por dólar. A partir de ahí ha empezado un descenso, no muy pronunciado, que parece empezar a contrarrestar la larga tendencia a la depreciación iniciada años atrás.

No están claros que factores han dado la vuelta a la depreciación del Yuan, pero teniendo en cuenta el fortalecimiento del mercado interior chino, no consideramos que se trate de algo temporal. La política monetaria del banco central chino tiene por objetivo mantener la paridad de los tipos de interés y evitar la salida masiva de capitales del país. Puede que la presente evolución del tipo de cambio contribuya a evitar que el flujo de capitales hacia el exterior siga creciendo.

Gráfica 7

Tipo de cambio yuan / dólar USD



Fuente: Bloomberg.

Precios e inflación

a. Agregados monetarios

En los últimos meses hemos observado una mayor volatilidad en la evolución del agregado M1. En el pasado informe indicábamos que un descenso en la variación anual del agregado podría indicar el final del ciclo expansivo chino, algo que nos gustaría puntualizar por varios motivos.

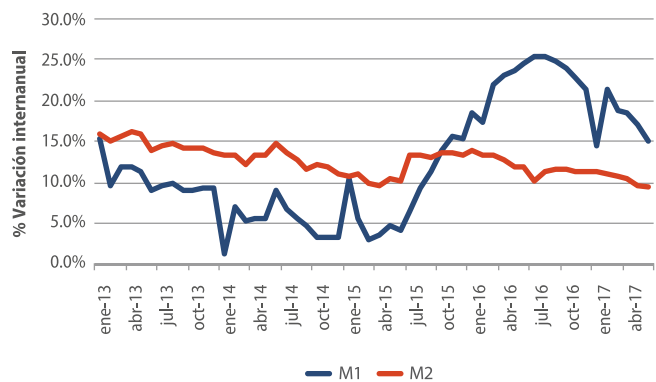
En primer lugar, la expansión de M1 sigue por encima del 15% en términos interanuales. También debemos tener en cuenta la cantidad de liquidez no contabilizada en el agregado como son los ya conocidos *Wealth Managed Products* (WMP) y otros instrumentos de la banca en la sombra. Por último, comentar que la volatilidad en M1 nos hace dudar sobre el inicio, y sobre todo de una consolidación de una tendencia bajista en el agregado monetario básico.

En el caso de la M2 debemos apuntar que si bien su evolución no es un indicador fiable del ciclo económico, su tendencia es la de moderar poco a poco su crecimiento, de más del 15% interanual a principios de 2013 a menos del 10% en junio del presente año. Esta tendencia de mucho más largo plazo parece reforzar la idea del freno en la actividad económica pero también podría verse afectada por el crecimiento de los últimos años de la banca en la sombra.

- M1: Media de la variación interanual los últimos 3 meses (junio 2017) 16.9% (23.7% junio 2016)
- M2: Media de la variación interanual los últimos 3 meses (junio 2017) 9.8% (12.1% junio 2016)

Gráfica 8

Evolución agregados monetarios



Fuente: Factset.

b. Índice de precios al consumo

La tendencia de los precios al consumo a largo plazo parece marcar un crecimiento cada vez menor de los mismos, situándose alrededor del 1% los últimos meses. Mientras que parece existir una importante moderación en este indicador, la actividad económica parece haberse fortalecido en los últimos meses así que es complicado imputar un efecto concreto que explique el comportamiento general de dichos precios.

Si la moderación de precios al consumo se consolida, podría indicar el establecimiento de un crecimiento económico basado en un modelo productivo más sano, especialmente en los sectores dedicados al consumo.

Gráfica 9

Precios al consumo



Fuente: Bloomberg.

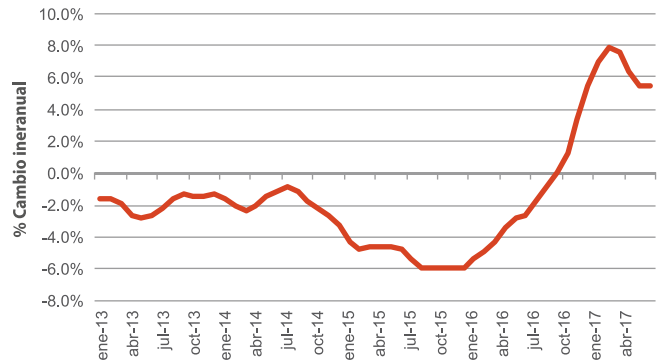
c. Índice de precios a la producción

La evolución del índice de precios a la producción o industriales ha encontrado el techo en un crecimiento interanual del 8% en febrero de 2017. Los motivos de dicho comportamiento parecen claros. Por un lado, la actividad económica de los sectores industrial y primario parece seguir su expansión, tal y como hemos visto a partir de otros indicadores, por lo que el descenso en el crecimiento de los precios a la producción no podía ser muy acusado. Por otro lado, el cambio en la tendencia de depreciación del Yuan (CNY) es lo que ha hecho que los precios de producción no sigan subiendo con la misma fuerza con la que lo llevaban haciendo los últimos meses.

Las diferencias entre las tendencias de los precios al consumo y los precios a la producción parecen acentuar la existencia de dos economías, o dos realidades separadas dentro del gigante asiático. El sector exportador y el mercado interior, aunque los dos presentan síntomas claros de expansión el primero lo hace de una forma más importante.

Gráfica 10

Precios a la producción



Fuente: Bloomberg.

d. Evolución precios inmobiliarios

El precio de los inmuebles en China ha sido durante años una cuestión de debate, especialmente por su constante crecimiento año tras año. El alza de los precios en los últimos dos años ha sido explosiva, alcanzando niveles récord en Shenzhen de más de 55.000 yuanes por metro cuadrado en octubre de 2016.

Lo más preocupante no es la evolución de los precios en las principales ciudades, sino que el promedio del precio por metro cuadrado de las 100 mayores ciudades en China presenta tasas de crecimiento muy importantes, de casi el 19% interanual, sus máximos niveles de crecimiento desde mediados de 2010. Con la actividad constructora sin mostrar síntomas de frenada y con los precios en máximos parece que nos encontramos en plena fase expansiva del sector. La expansión de un sector tan alejado del consumo en un momento de crecimiento de los precios a la producción y del crédito hace augurar un desenlace terrible para el que sigue siendo el mayor de los sectores de la economía china.

La falta de la ratio de rentabilidad por alquiler actualizado⁴ no nos permite determinar si el sector inmobiliario en China se encuentra en una situación de burbuja, aunque el resto de elementos así parece indicarlo.

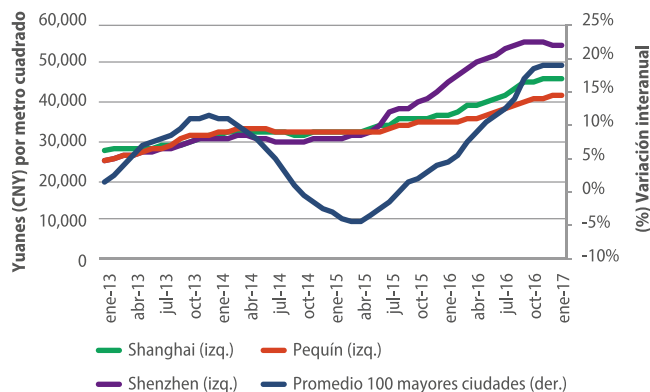
⁴ El Institute de la Real Estate Studies de la Tsinghua University, ha realizado cómo mínimo hasta 2010 un cálculo de la relación entre los alquileres y los precios por metro cuadrado, conocido en inglés cómo *Price-to-Rents* del que no disponemos datos actualizados. En el primer trimestre 2010, esta ratio se encontraba entre las 27 y 45 veces para 7 de las 8 principales ciudades estudiadas, en Hangzhou, éste ratio se encontraba en 65 veces.

Mantenemos una visión prudente sobre esta cuestión ya que estimar el crecimiento futuro de la economía china nos parece extremadamente aventurado y más teniendo en cuenta que dentro de la historia más reciente nunca se habían presentado unos niveles de desarrollo económico como los que ha mostrado, y sigue mostrando el gigante asiático. Aún así recomendamos mantenerse vigilante sobre la evolución de los precios inmobiliarios en China.

- Pequín (enero 2017): 41.756 CNY/m² (35.086 CNY/m² enero 2016)
- Shanghai (enero 2017): 46.393 CNY/m² (39.035 CNY/m² enero 2016)
- Shenzhen (enero 2017): 54.551 CNY/m² (48.963 CNY/m² enero 2016)
- Variación interanual promedio del precio (CNY/m²) de las 100 mayores ciudades (enero 2017): 18.9% (4.4% enero 2016)

Gráfica 11

Evolución de los precios inmobiliarios



Fuente: Factset.

e. Índice bursátil y valoración

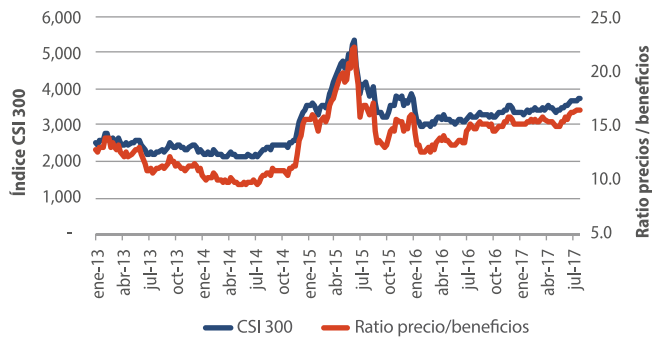
Seguir de forma veraz la evolución de los precios de los activos financieros en China puede ser problemático. El ratio precio / beneficios o *P/E ratio*, conocido coloquialmente como "PER" para el índice CSI 300 ha seguido aumentando a medida que la bolsa china se ha recuperado progresivamente de la gran caída de finales de agosto de 2015⁵.

- Ratio precios / beneficios (julio 2017): 16.3x (14.7x julio 2016)

⁵ **Fe de erratas respecto al último informe:** Dónde afirmamos "De seguir aumentando (el PER), podría mostrar una sobrevaloración de la renta variable, augurando futuras caídas del índice bursátil." Hay que puntualizar que los ratios de valoración altos no auguran caídas futuras. Sí hay una asociación entre ratios más altos y menores rentabilidades futuras, pero es una relación que se da a largo plazo, los ratios de valoración no predicen nada a un año y muy poco a 3 años. Además, hay que tener en cuenta que en caso de producirse un rápido y fuerte crecimiento de beneficios, esa subida de ratios quedaría compensada. Agradecemos a Ángel Martín Oro la presente puntualización.

Gráfica 12

Cotización y valoración CSI 300



Fuente: Bloomberg.

Crédito y sector financiero

a. Activos totales del sector bancario

En el primer trimestre de 2017 continuamos con el aumento del total de activos del sector bancario, y a un ritmo muy similar al registrado los últimos meses. En el periodo 2005 – 2012 los activos bancarios crecieron a un ritmo interanual promedio del 19.8%. Desde inicio de 2013 hasta marzo de 2017 el crecimiento interanual se ha mantenido al alrededor 15%.

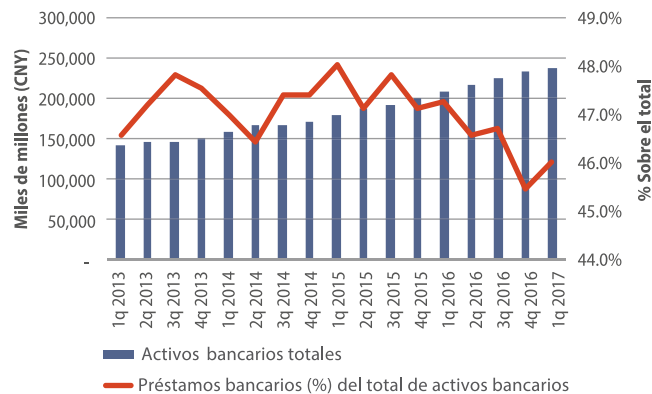
El sistema crediticio chino ha de ser considerado como una herramienta de la política económica del gobierno, especialmente los mayores bancos, todos de titularidad pública.

La ratio de préstamos sobre activos totales sigue con una tendencia a la baja a pesar de la pequeña recuperación observada en el último trimestre en la que ha pasado del 45.5% al 46%. La tendencia bajista de este ratio parece indicar la creciente importancia de los préstamos de la banca en la sombra.

- Crecimiento interanual del total de activos (1T 2017): 14.3% (16.7% 1T 2016)

Gráfica 13

Evolución activos y préstamos sector bancario



Fuente: Bloomberg.

b. Saldo vivo préstamos totales

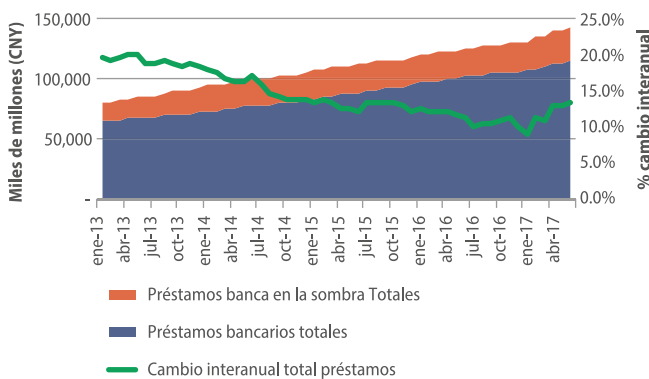
En los últimos meses parece haberse producido un pequeño giro en la tendencia de crecimiento de los préstamos totales en china, aupado sobre todo por un mayor aumento de los préstamos de la banca en la sombra (*Shadow Banking*). El cambio producido ha sido del todo inesperado ya que el saldo vivo de préstamos es mayor y parece poco probable que los aumentos de dicho saldo puedan ser más importantes mes a mes. La banca en la sombra representa un 20% del total de préstamos, nivel que en el que se ha estabilizado los últimos meses.

Interpretamos el cambio comentado cómo un signo más de expansión de la economía china. Si bien parece que el crecimiento actual soportado por una cantidad creciente de deuda no es razonablemente sostenible, este aumento creciente de los préstamos nos aleja muy probablemente de la fase última de expansión económica y alargará el crecimiento chino en el medio plazo.

- Variación interanual saldos de préstamos vivos (junio 2017): 13.3% (11.4% junio 2016).

Gráfica 14

Saldo total de préstamos vivos



Fuente: Bloomberg, Factset.

c. Evolución interanual préstamos

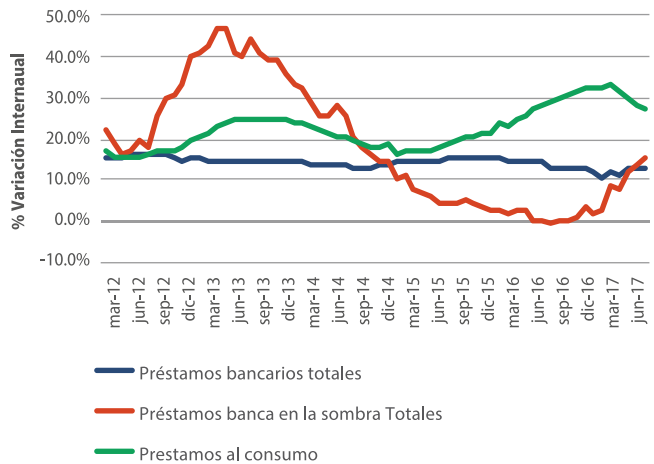
Mientras los préstamos bancarios totales crecen a un ritmo de casi el 13%, la banca en la sombra supera el 15% de crecimiento interanual. El crecimiento actual de los préstamos extendidos por la banca en la sombra contrasta enormemente con el de hace un año, el cual fue completamente plano, e incluso llegó a decrecer un -0.3% en julio de 2016. Las cada vez más restrictivas normas para la inclusión de los productos de captación de fondos de la banca en la sombra en el canal bancario regulado no están afectando de ninguna manera a la concesión de préstamos en el *shadow banking*.

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.

- Crecimiento interanual préstamos bancarios (junio 2017): 12.9% (14.3% junio 2016)
- Crecimiento interanual préstamos banca en la sombra (junio 2017): 15.2% (0.1% junio 2016)
- Crecimiento interanual préstamos al consumo (junio 2017): 27.1% (27.8% junio 2016)

Gráfica 15

Evolución préstamos



Fuente: Bloomberg, Factset.

d. 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.

Para el presente informe hemos desarrollado una estimación del endeudamiento empresarial de compañías no financieras. Los datos del presente apartado se han estimado a partir de diferentes fuentes y teniendo como base principal los datos reportados a final de cada año por los organismos estadísticos oficiales. A parte del endeudamiento total también se ha incorporado el dato del saldo de bonos emitidos por las corporaciones no financieras que ha pasado de 11% al 15% del total de deuda⁶. Los nuevos datos los hemos combinado con la ratio deuda neta / EBITDA⁷ del conjunto de las empresas que conforman el principal índice bursátil en China, el CSI 300, un dato que ya usábamos con anterioridad en este apartado.

La tendencia general del endeudamiento corporativo en China es preocupante. En primer lugar, el aumento de la deuda

⁶ La práctica totalidad de los bonos emitidos por corporaciones no financieras no tienen garantía real ni están asegurados por ningún activo real.

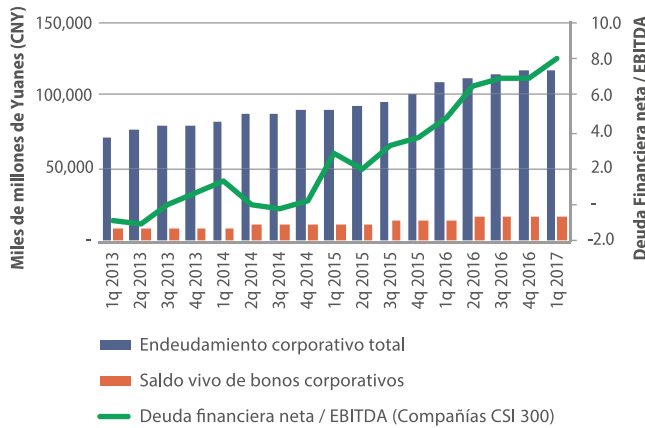
⁷ Acrónimo en inglés de Beneficio empresarial antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

no parece venir acompañado de una mejora de los beneficios empresariales o de una mayor generación de caja, esencial para el repago de esta. Si observamos la evolución de deuda financiera neta / EBITDA, la capacidad de pago es cada vez menor y ya se encuentra a niveles de 8.0x. Desde 2013 esta ratio ha ido empeorando paulatinamente. Además, para las estimaciones de deuda corporativa no se han tenido en cuenta los préstamos a empresas de la banca en la sombra que podrían elevar el endeudamiento empresarial entre un 15% y un 20%. El crecimiento del saldo vivo de bonos emitidos por corporaciones también es importante aunque crece a un ritmo inferior a los visto en trimestres anteriores.

- Crecimiento interanual del endeudamiento corporativo total (1Q 2017) 8.1% (19,2% 1Q 2016)
- Crecimiento interanual del saldo vivo bonos corporativos (1Q 2017) 13.1% (30,1% 1Q 2016)
- Deuda neta / EBITDA (1Q 2017): 8.0x (4.7x 1Q 2016)

Gráfica 16

Endeudamiento empresarial



Fuente: Estimación propia a parte de datos del People's Bank of China (PBoC), Bank of International Settlements (BIS) y Bloomberg.

e. Evolución de la morosidad bancaria

El total de préstamos de dudoso cobro y préstamos de mención especial⁸ ha aumentado en el último trimestre a pesar de los crecientes canjes de deuda en capital. Estos canjes son cada vez más frecuentes en el sector bancario chino, especialmente entre las empresas de propiedad pública, las *State Owned Enterprises* o SOEs⁹. A pesar de reducir a marchas forzadas la morosidad bancaria, estas conversiones son peligrosas para la liquidez del conjunto del sistema ya que

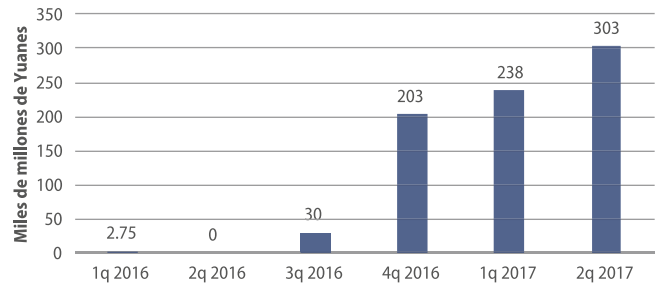
⁸ En inglés *Special Mention Loans*, una categorización de los préstamos solamente usada en China para referirse a aquellos préstamos con el plazo vencido pero que los bancos aún no consideran impagados. Para nuestro análisis los consideraremos equivalentes a los préstamos dudosos.

⁹ Muchos analistas apuntan a que las compañías privadas están siendo excluidas adrede del círculo de conversiones de deuda a capital, una demostración más del control que tiene el gobierno chino sobre el sistema financiero del país.

los accionistas y depositantes de los bancos están viendo modificados los plazos y riesgos a los que el banco invierte el dinero que ellos le han confiado. En el primer trimestre se produjeron canjes por valor de 238 miles de millones de yuanes, y de 303 miles de millones de yuanes en el segundo trimestre de 2017.

Gráfica 17

Canjes de préstamos bancarios a empresas por capital



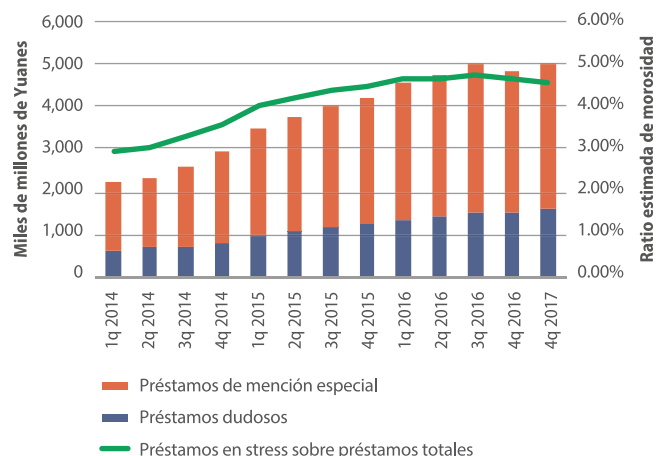
Fuente: Natixis, Wind.

Entre el primer trimestre de 2017 y el último de 2016 se ha producido un aumento absoluto de préstamos en situación de stress de 136 millones de yuanes, este aumento hubiera sido de 374 miles de millones de no ser por los canjes de deuda a capital. De hecho, han sido estos canjes los que han permitido que la ratio estimada de morosidad mejore del 4.61% en el último trimestre al 4.55% actual, sin estos la ratio actual sería del 4.77%. Es muy posible que las mejoras que se produzcan en los siguientes periodos también sean debidas a los canjes récord que se han producido en el segundo trimestre de 2017.

- Ratio estimada de morosidad (1Q 2017): 4.55% (4.65% 1Q 2016)

Gráfica 18

Total préstamos bancarios en situación de stress



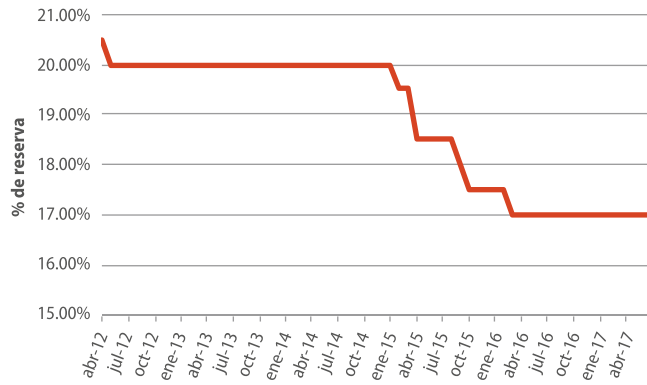
Fuente: Bloomberg.

f. Reserva legal para los mayores bancos

El nivel de reserva exigida a los bancos de mayor tamaño sigue estable a niveles del 17%. 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.

Gráfica 19

Reserva legal para los mayores bancos



Fuente: Bloomberg.

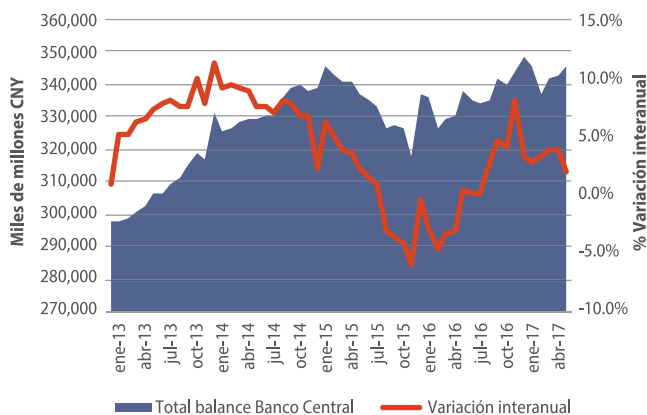
g. Balance del Banco Central Chino

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 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 seguido cayendo de marzo a junio en comparación a los últimos del año anterior en el que el balance del PBOC se expandió extraordinariamente.

- Variación interanual balance banco central (junio 2017): 2.0% (0.3% junio 2016)

Gráfica 20

Balance del banco central



Fuente: Bloomberg.

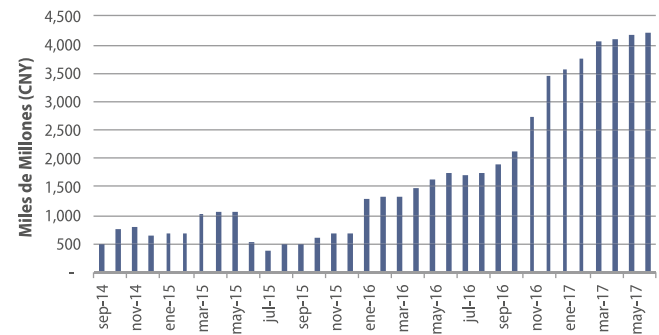
h. Saldo vivo de facilidades de crédito a medio plazo del Banco Central

La asistencia de emergencia del banco central, concebida como una herramienta a medio plazo parece convertirse poco a poco como una facilidad de crédito ampliamente disponible. Lejos de reducirse el saldo se sitúa por encima de los 4.000 miles de millones de Yuanes y parece a estabilizarse en niveles record. 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.

- Variación trimestral de las facilidades de crédito a medio plazo por parte del banco central (junio 2017): 3.9% (17.3% marzo 2017)

Gráfica 21

Saldo vivo de facilidades de crédito del banco central



Fuente: Bloomberg.

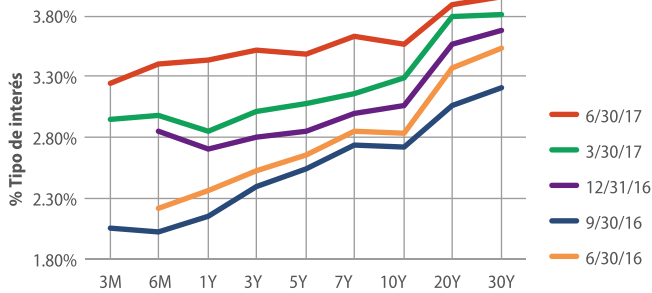
i. Curva de tipos de interés de la deuda pública

Se siguen notando en los tipos de interés que paga por sus emisiones el sector público chino, las subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. El tipo de cambio, que poco a poco ha ido apreciándose los últimos meses, también es un factor determinante para la evolución de los tipos de interés.

El aumento de los tipos en junio ha sido muy importante en todos los vencimientos igual o inferiores a 10 años, dichos aumentos han sido de entre 0.30 y 0.60 puntos en función del plazo de vencimiento. El cambio a largo plazo es especialmente significativo, la variación media de la curva entre junio de 2016 y junio de 2017 ha sido de 0.86 puntos porcentuales, casi un punto en un año.

Gráfica 22

Curva de tipos de interés deuda pública



Fuente: Bloomberg.

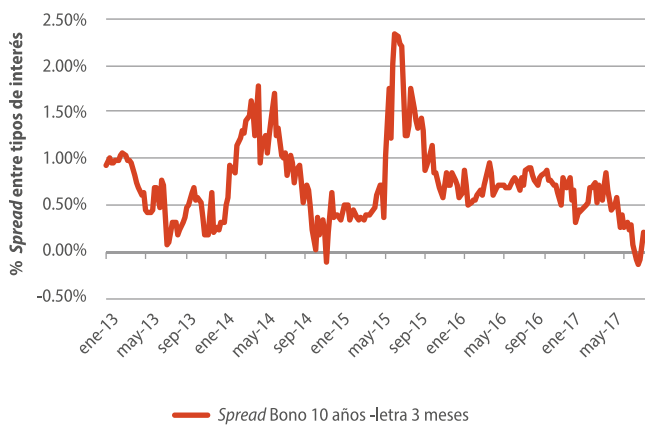
j. Spread entre los tipos de interés a 10 años y los tipos de interés a 3 meses

Después de más de un año con el spread estable en los 0.7 puntos porcentuales, la variación del tipo de cambio ha tenido un impacto relevante y nos encontramos en una situación con una curva claramente plana y que estuvo invertida durante 3 semanas en el mes de junio. Este podría ser el primero de los avisos para detectar la falta de liquidez en el sistema ya que mientras los tipos a largo plazo (10 años) se mantienen estables, son los tipos a corto (3 meses) los que van aumentando semana a semana, señalando una mayor demanda por la liquidez a corto plazo. Esta situación no se producía desde noviembre de 2014, y en ese momento se trató de algo puntual, recomendamos seguir de cerca este indicador.

- Tipo de interés a corto plazo (Deuda pública 3M) a jul-17: 3.35%
- Tipo de interés a largo plazo (Deuda pública a 10 años) a jul-17: 3.61%

Gráfica 23

Spread 10Y - 3M



Fuente: Factset.

k. Evolución del interbancario

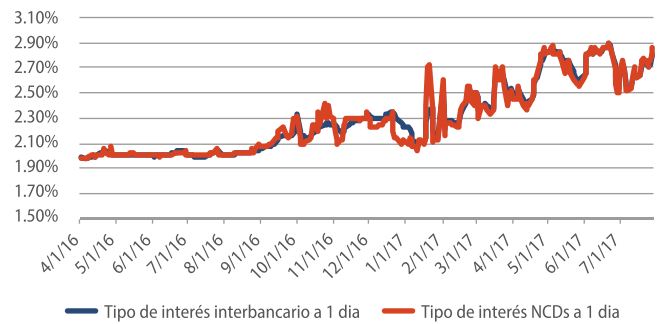
La tendencia de aumento de los tipos de interés a un día en el interbancario chino iniciada en septiembre de 2016 ya parece imparable y refleja claras tensiones de liquidez en dicho mercado, tanto para los préstamos regulados como para aquellos más relacionados con la actividad bancaria en la sombra los certificados de depósito negociables (NCDs). El tipo máximo marcado por los tipos a un día fue el 2.89% durante el pasado mes de junio, muy cerca de los niveles en los que se encuentra actualmente.

Los aumentos de los tipos a muy corto plazo siempre son avisos sobre la calidad de los préstamos y de la confianza de unos bancos con otros, actualmente parece indicarnos un deterioro de ambos aspectos.

- Tipo de interés interbancario (julio 2017): 2.82% (2.01%, julio 2016)
- Tipo de interés NCDs (julio 2017): 2.86% (2.00% julio 2016)

Gráfica 24

Tipos de interés interbancario a un día



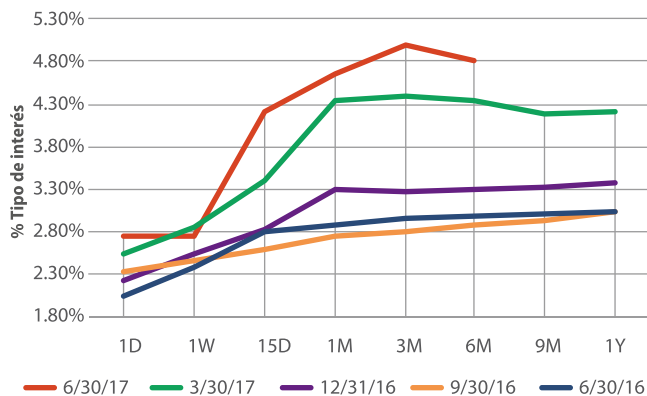
Fuente: Bloomberg.

La evolución de la curva de 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.

Continúa la escalada de los tipos de interés a medio plazo del interbancario en el gigante asiático. Mientras que el aumento en los tipos a muy corto plazo, un día y una semana, se ha mantenido más o menos estable, los tipos en los demás vencimientos se disparan, el spread entre los tipos tres y seis meses continua negativo.

Gráfica 25

Curva de tipos de interés interbancario



Fuente: Bloomberg.

k.1. El mayor fondo monetario del mundo

Una de las mayores peculiaridades del sistema financiero chino, y concretamente de su sistema interbancario es la existencia de un gigantesco fondo monetario con más de 260 millones de clientes. Se trata del Yu'E Bao, el fondo monetario vendido en la plataforma de pagos del gigante del comercio electrónico Alibaba, Alipay. El fondo en cuestión se fundó hace poco más de tres años, y en un tiempo récord ya ha conseguido situarse en la cima de los fondos de inversión monetarios (aquellos que más se parecen a los depósitos bancarios) a nivel de activos bajo gestión a nivel mundial.

En abril del presente año el fondo tenía unos activos bajo gestión de 165,6 miles de millones de dólares, es decir 1,11 Trillones de Yuanes (CNY), equivalente a 0,5% de todos los activos del sistema bancario chino. Que un solo fondo alcance semejante tamaño es totalmente relevante para el sistema financiero del país, y más si tenemos en cuenta que la práctica totalidad del Yu'E Bao está invertido en diferentes plazos en el interbancario del gigante asiático. Eso quiere decir que entre el 2,5% y casi el 5% de los activos interbancarios de toda China están controlados por el fondo de Alipay.

Este fondo es tan sólo una cara más del poliedro de la banca en la sombra en China, que recordemos se ha desarrollado entrelazada con el sistema bancario regulado, tal y como lo ha hecho el Yu'E bao.

I. 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 meses parece haberse frenado el continuado descenso de las reservas en moneda extranjera que se ha

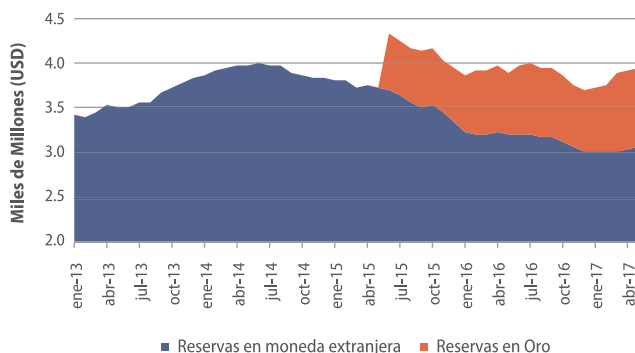
estabilizado al alrededor de los 3 trillones de dólares. Por su parte las reservas de oro siguen aumentando y compensando el descenso del resto de reservas.

La estabilidad financiera continúa debilitándose en el gigante asiático; por una parte, las salidas de capital apenas se han relajado, los préstamos en situación de stress se han situado en máximos y ya representan el 24.3% de las reservas en moneda extranjera, lo que representa un aumento de un punto porcentual respecto el último trimestre.

- Cambio interanual reservas moneda extranjera (junio 2017): -4.6%
- Cambio interanual reservas en oro (junio 2017): 10.3%
- Cambio interanual del total de reservas (junio 2017): -1.7%

Gráfica 26

Total de reservas en moneda extranjera y oro



Fuente: Bloomberg.

Sector exterior

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

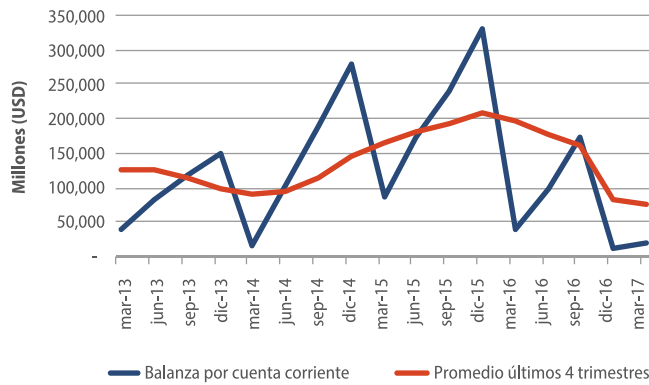
El saldo de la balanza por cuenta corriente culminó el primer trimestre de 2017 con un leve aumento desde niveles mínimos, en línea con la tendencia iniciada el año anterior. De nuevo, nos preocupa la divergencia entre la potencia demostrada por el sector industrial chino y la drástica reducción del saldo por cuenta corriente, lo que nos hace pensar en quizás un fortalecimiento del mercado interno, algo que ya hemos podido detectar gracias a otros indicadores.

Si el mercado interior se consolida habrá dos factores que empujarán hacia el mantenimiento de un saldo por cuenta corriente neutral; el primero el aumento de una proporción cada vez mayor de la producción enfocada al consumo interno chino y la segunda un aumento del nivel de importaciones de bienes y de manufacturas de mayor valor añadido.

- Cambio interanual saldo cuenta corriente (media móvil últimos 12 meses) (marzo 2017): -61.2% (19.6% marzo 2016).

Gráfica 27

Balanza por cuenta corriente



Fuente: Bloomberg.

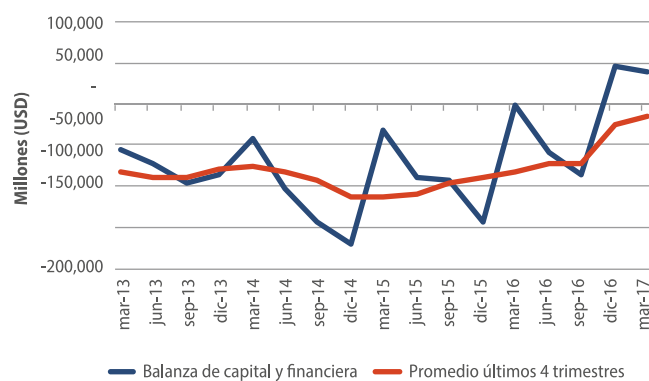
b. Balanza de capital y financiera

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, es probable que las empresas realicen parte de su actividad en el exterior a partir de mecanismo que no se reflejan en las estadísticas oficiales.

- Cambio interanual balanza capital y financiera (media móvil últimos 12 meses) (marzo 2017): -81.6% (-27.0% marzo 2016).

Gráfica 28

Balanza capital y financiera



Fuente: Bloomberg.

c. Evolución estimada de los flujos de capital

Las salidas de capital hacia el exterior se han ido moderado en los últimos meses, probablemente muy influidas por las restricciones gubernamentales las cuales se han visto enduicadas de forma creciente.

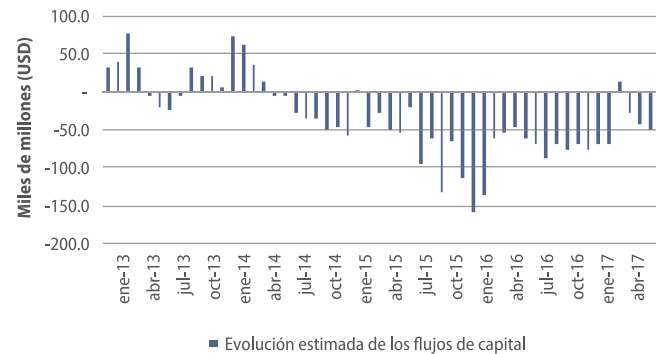
La gran tendencia de salidas de capital se inició en mayo de 2014 y no ha sido hasta febrero de 2017, casi tres años después, que ésta se ha visto interrumpida por un solo mes de

entrada de capitales en China, para ser ampliamente compensada por las salidas registradas en los meses de marzo a mayo de 2017. Sólo durante 2017 ya han salido más 190 miles de millones de dólares del país, y casi 1.8 trillones de dólares en los últimos 24 meses.

- Flujo de capital (mayo 2017): -48,4 miles de millones (USD) (-65,9 miles de millones (USD) mayo 2016).

Gráfica 29

Evolución estimada de los flujos de capital



Fuente: Elaboración propia, estimaciones de Bloomberg y Natixis.

d. Fondos del banco central en moneda extranjera

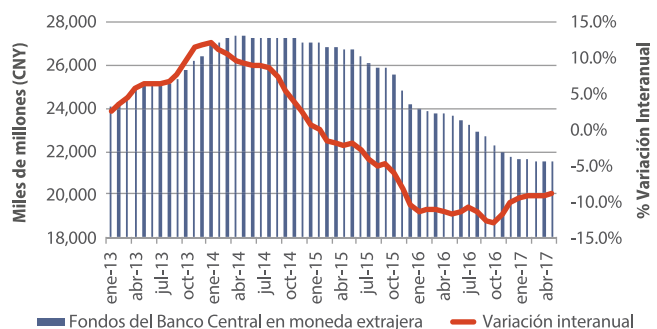
La reducción de los fondos en moneda extranjera en el banco central chino sigue produciéndose a un ritmo inferior a los dos dígitos, una tendencia iniciada en febrero del presente año.

En el pasado informe ya adelantamos que el dato de febrero de la salida de flujos de capital sería prácticamente plana (siendo al final positiva, es decir entrada de flujos). Continuamos pensando que las salidas de capital continuarán a niveles actuales durante los próximos meses e incluso trimestres, relativamente por debajo de los 50 miles de millones de dólares mensuales.

- Variación interanual fondos del banco central en moneda extranjera (junio 2017): -9.0% (-11.5% junio 2016).

Gráfica 30

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.