



INFORME SEMESTRAL

# CHINA

La fortaleza del sector privado chino y el contraste con las ultra-endeudadas empresas del Estado

**ENERO - JUNIO 2018**

Autor: Olav A. Dirkmaat

[trends.ufm.edu](http://trends.ufm.edu)

**S1 2018 CN**

# INDICADORES CICLO ECONÓMICO

# CHINA

## INDICADOR

### Actividad económica

El crecimiento del PIB sigue siendo sorprendentemente fuerte (6,8%). El crecimiento industrial sigue siendo débil. El consumo y el sector servicios son cada vez más importantes

### Desempleo

Aparentemente estable en 5,1%, como lo revela una nueva publicación de Chinese National Bureau of Statistics

### Demanda de bienes de consumo cíclico

Crecimiento débil de las ventas minoristas; las ventas de automóviles parecen haberse estabilizado

### Inflación

Aumento interanual tanto en el IPC como en el IPP; la amenaza de la inflación no parece inminente

### Curva de rendimiento

La curva de rendimiento de bonos estatales y empresariales parecen relativamente sanas. Curva de rendimiento bancaria se está aplanando, aunque todavía no se ha invertido

### Mercado inmobiliario

Los bienes raíces en las principales ciudades son excesivamente caros. Precios del metro cuadrado están muy por encima de la media histórica, niveles altos incluso en comparación con grandes ciudades (Londres, etcétera)

## INDICADOR

### Mercado de valores

Razonablemente valorado, especialmente en comparación con los mercados bursátiles occidentales. Mal comienzo en 2018

### Crecimiento del crédito

El crecimiento del crédito continúa debilitándose; sin embargo, el crédito sigue creciendo a un ritmo sorprendente. Cada vez más crédito denominado en dólares

### Tasas de morosidad

Préstamos en mora artificialmente bajos. Las empresas "zombie" estatales son el mayor peligro para la economía china. La tasa de morosidad real aumenta, también entre las empresas estatales

### Endeudamiento público

Contrariamente a los gobiernos occidentales, hay mucho espacio para aumentar la deuda del gobierno en caso de una crisis financiera o problemas con las empresas estatales (SOEs)

### Endeudamiento doméstico

Los hogares apenas se apalancan; la mayoría de las ventas de automóviles se pagan con efectivo en lugar de crédito. La única preocupación es inmobiliaria

### Endeudamiento empresarial

El apalancamiento corporativo parece demasiado alto; sin embargo, la mayor parte de la deuda corporativa se concentra en las empresas estatales (SOEs). Las quiebras de SOEs son gradualmente inducidas

### Perspectiva general

Fuerte recuperación después de problemas en 2016. Perspectivas a corto plazo estables, pero crecimiento a corto plazo a un ritmo ligeramente más lento. La guerra comercial con los EEUU pone en peligro el crecimiento

+

EXPANSIÓN ECONÓMICA

-

EXPANSIÓN PELIGROSA

EXPANSIÓN SANA

China

CRISIS / RECESIÓN

RECUPERACIÓN ECONÓMICA

+

PROBABILIDAD DE CRISIS

-

# 1. Actividad económica

## 1.1 Producto interno bruto (PIB)

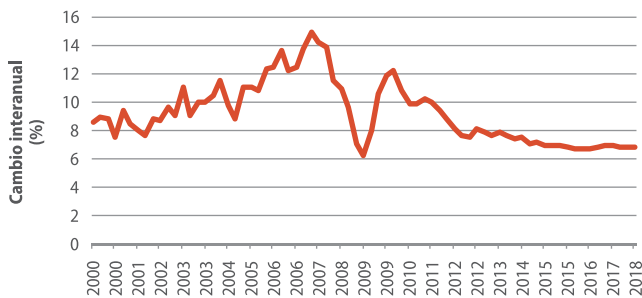
La economía china creció a un ritmo de 6.8% anual en el 1T 2018, al mismo ritmo que el 3T y 4T 2017. El consumo doméstico fue fuerte, con ventas minoristas creciendo al 9.8%, especialmente debido a aumentos de consumo en materiales de construcción, muebles y electrodomésticos. Esto muestra que la burbuja inmobiliaria china todavía no ha terminado.

Para el resto de 2018, el gobierno chino pronostica un crecimiento de alrededor del 6.5%.

- Crecimiento del PIB interanual 1T 2018: 6.8% (4T 2017: 6.8%)

Gráfica 1

### Crecimiento del PIB



Fuente: Bloomberg.

## 1.2 Consumo de energía

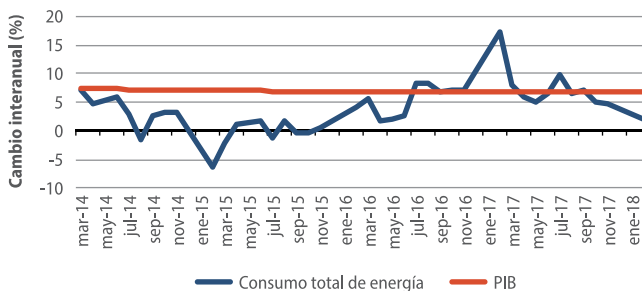
Dado que los datos económicos en China no se consideran muy confiables, la búsqueda de indicadores alternativos continúa. Una de esas alternativas es el consumo de energía. Si comparamos el crecimiento del PIB con el crecimiento del consumo de energía, podemos observar que el crecimiento del PIB ha superado el consumo de energía en los últimos tres años (con el 1T de 2017 como excepción).

La diferencia entre el crecimiento del PIB y del consumo de energía está aumentando nuevamente, lo que podría reflejar debilidad en el sector manufacturero.

- Crecimiento anual consumo energía (marzo de 2018): +2% (diciembre de 2017: +4.6%)

Gráfica 2

### Consumo total de energía



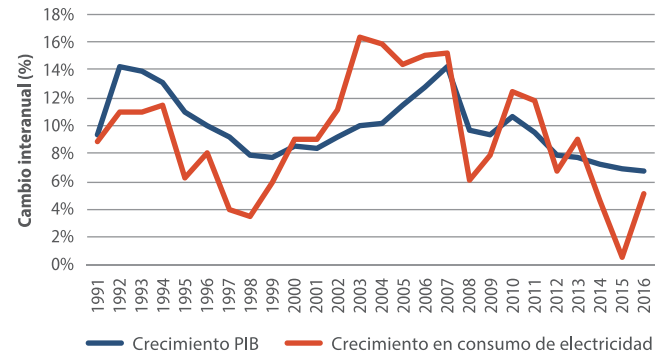
Fuente: Bloomberg.

Si vemos a largo plazo, usando datos del *Global Energy Statistical Yearbook 2017*, el crecimiento en el consumo de electricidad generalmente va detrás del crecimiento del PIB desde 2013.

Por el contrario, de 2000 a 2007, el crecimiento del PIB va por detrás del consumo de electricidad. El cambio en la tendencia desde 2007 en adelante puede explicarse por un cambio estructural en la economía china, desde la industria manufacturera al sector servicios.

Gráfica 3

### Consumo de electricidad a largo plazo



Fuente: *Global Energy Statistical Yearbook 2017*.

## 1.3 Índice Li Keqiang

El índice Li Keqiang es una medida que mide el desempeño económico de China mediante el seguimiento del crecimiento en los préstamos bancarios (40%), el consumo de electricidad (40%) y el transporte de mercancías por ferrocarril (20%). Es famoso por un secretario chino de la provincia de Liaoning, llamado Li Keqiang (actual primer ministro), que no confiaba en los datos económicos de la nación y le dijo a un embajador de Estados Unidos que prefería usar estas medidas alternativas.

Existe cierto debate sobre si el índice Li Keqiang ha perdido parte de su poder explicativo, ya que la economía china depende cada vez más del consumo interno y del sector servicios.

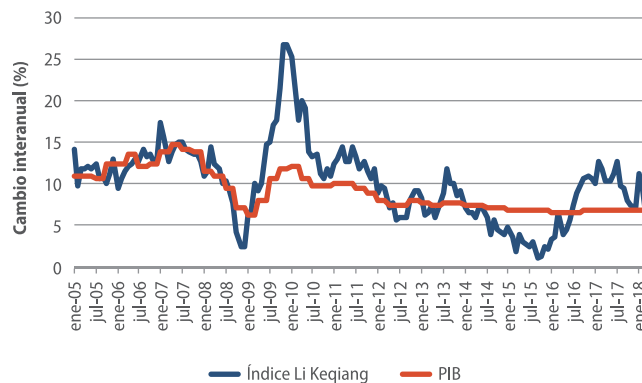
El índice de Li Keqiang se mantuvo por debajo del PIB de 2014 a 2016, pero superó al PIB de 2016 a 2018. Actualmente el índice se mueve al unísono con el crecimiento del PIB. El índice Li Keqiang es un buen indicador del sector manufacturero. Sin embargo, la manufactura se está convirtiendo en un componente menos importante del crecimiento chino debido al aumento de las industrias no manufactureras.

- Índice de Li Keqiang (marzo de 2018): +6.4% (diciembre de 2017: +7.3%)



Gráfica 4

## Índice Li Keqiang



Fuente: Bloomberg.

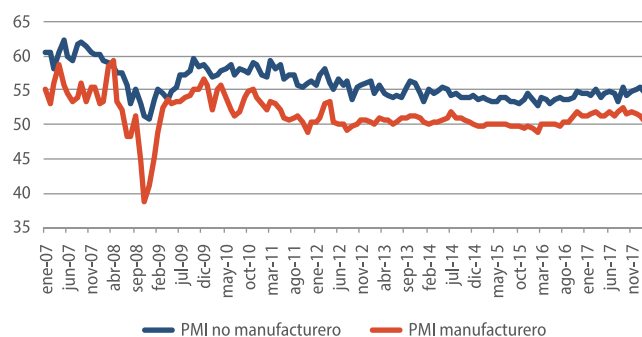
### 1.4 Índice de gestión de compras (PMI)

Tanto el PMI manufacturero como el no manufacturero- una encuesta que da cuenta de nuevos pedidos, inventarios, producción, entregas de proveedores y empleo- indican un crecimiento lento en el futuro. El índice sigue mostrando expansión (se encuentra por encima de 50). Sin embargo, el PMI manufacturero está cerca de una contracción. No obstante, este ha sido el caso desde 2012. La producción no manufacturera (el sector servicios) está suplantando a la manufactura.

- PMI manufactura 1T 2018: 51.5 (1T 2017: 51.8)
- PMI no manufacturero 1T 2018: 54.6 (1T 2017: 55.1)

Gráfica 5

## Índices de Gestión de Compras (PMI)



Fuente: China Federation of Logistics and Purchasing, Bloomberg.

El componente “nuevas órdenes” mostró un ligero aumento en el primer trimestre de 2018, mientras que en 2015 y 2016 los nuevos pedidos se frenaron significativamente (lo que indica un menor crecimiento económico en el futuro). Los nuevos pedidos se recuperaron rápidamente a inicios de este año. Por ahora, la economía china parece saludable dada la tendencia positiva en los nuevos pedidos.

Gráfica 6

## Nuevas ordenes



Fuente: China Federation of Logistics and Purchasing, Bloomberg.

### 1.5 Demanda de cobre, platino y mineral de hierro

Dado que China es el mayor consumidor mundial de estos tres metales (ocupa el 60% del consumo mundial), la demanda cíclica de cobre (utilizado principalmente en la construcción), platino (utilizado en la producción automotriz) y mineral de hierro (utilizado para fabricar acero para automóviles, barcos, edificios, muebles, etc.) son indicadores de la salud económica de China.

No obstante, los precios de estos metales tienden a ir por detrás del PIB chino y del índice Li Keqiang. Una combinación de precios bajos acompañados por una demanda débil (no exceso de oferta) es una mala señal para la economía china.

En el siguiente gráfico se puede observar que la debilidad industrial de China (que coincide con el mínimo de 2016 del índice Li Keqiang) se refleja en los precios del cobre y el platino, que tocaron fondo a fines de 2015 y 2016. Sin embargo, los precios del cobre se recuperaron, mientras que los precios del platino permanecieron estables.

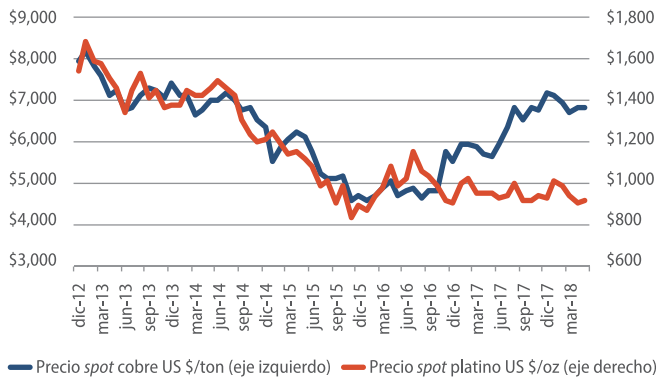
En 2017, las existencias de cobre almacenado en zonas de libre comercio chinas han aumentado, lo que podría explicar la brecha entre los precios del platino y del cobre desde 2016. Si esta explicación es correcta, los precios del cobre indican cierto peligro para la economía china.

Por lo tanto, parece que la demanda de bienes cíclicos (automóviles: platino, bienes raíces: cobre) refleja estancamiento en estos sectores.

- Precio *spot* cobre LME (USD/tonelada) mayo 2018: \$6,783 (mayo 2017: \$5,616, + 20.8%)
- Precio *spot* platino (USD/oz) mayo de 2018: \$911/oz (mayo de 2017: \$950, -4.1%)

Gráfica 7

### Precios de platino y cobre



Fuente: Bloomberg.

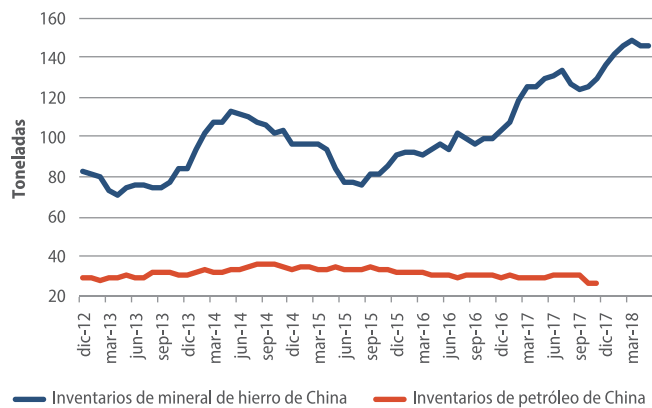
Los inventarios de mineral de hierro muestran una tendencia preocupante. Los inventarios de mineral de hierro han estado aumentando desde 2015 hasta niveles que superan las 140 toneladas. Esto sugiere que los desarrolladores inmobiliarios chinos podrían estar teniendo problemas o dudan si construir nuevos edificios.

Los inventarios de petróleo han estado cayendo gradualmente en China. Esto explica, en parte, el reciente aumento en los precios del petróleo. El uso de vehículos está aumentando rápidamente en China, lo que ha llevado a un aumento inesperado en el consumo de petróleo.

- Inventario total de mineral de hierro en mayo de 2018: 145.7 millones de toneladas (mayo de 2017: 129.5 millones de toneladas, + 1.5%)

Gráfica 8

### Inventarios de mineral de hierro y petróleo



Fuente: Bloomberg.

#### 1.6 Desempleo

Según las estadísticas del gobierno, la tasa de desempleo ha caído levemente a 3.95%, por debajo del 3.97% del año anterior. Sin embargo, no estaría de más tomar los datos chinos sobre las tasas de desempleo con escepticismo.

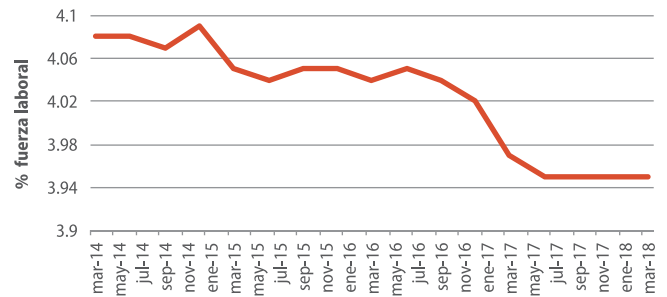
Afortunadamente, a partir de abril, la *Chinese National Bureau of Statistics* comenzó a publicar una tasa de desempleo

mensual diferente, basada en una encuesta doméstica. La nueva publicación mostraba una tasa del 5.1% a fines de marzo. La encuesta es realizada por el gobierno nacional; como resultado, los gobiernos locales ya no pueden manipular los datos. Sin embargo, no se puede descartar la manipulación política también en la nueva tasa de desempleo.

- Tasa de desempleo (urbana) 1T 2018: 3.95% (1T 2017: 3.97%)

Gráfica 9

### Tasa de desempleo urbano



Fuente: Bloomberg.

#### 1.7 Gasto en consumo por habitante

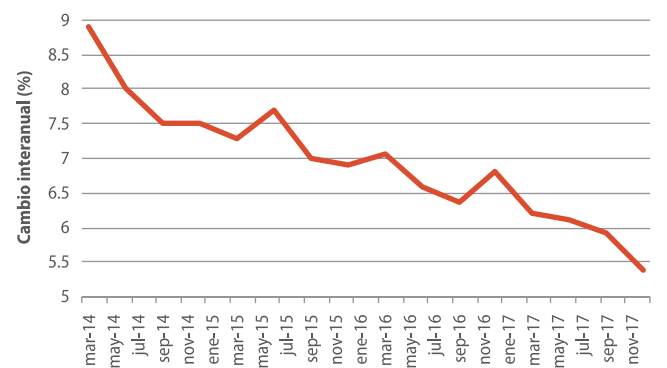
Como hemos visto, es difícil encontrar una alternativa sólida a las cifras del PIB chino. Su economía se está desplazando cada vez más hacia una economía moderna de consumo y orientada a los servicios. Esto puede confirmarse por el crecimiento anual del consumo per cápita.

Sin embargo, el crecimiento del consumo se está desacelerando rápidamente. En 2016, las tasas de crecimiento anual aún superaron el 7%, mientras que, en 2014, el crecimiento incluso superó el 8%. El crecimiento en el consumo se está desacelerando rápidamente y parece encaminarse hacia un acantilado. Como tal, el crecimiento del consumo per cápita ha sido menor que el crecimiento del PIB en el último trimestre.

- Crecimiento interanual gasto en consumo per cápita (4T de 2017): + 5.4% (3T 2017: + 5.9%)

Gráfica 10

### Gasto en consumo por habitante



Fuente: Bloomberg.

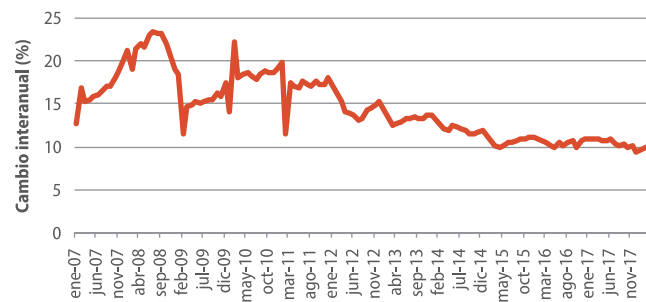
## 1.8 Ventas minoristas

Las ventas minoristas han seguido creciendo por encima del 10%. A pesar de que las ventas minoristas crecen a un ritmo marcadamente inferior al reportado entre 2007 y 2012, el crecimiento sigue siendo muy fuerte.

- Variación interanual en valor ventas minoristas China 1T 2018: + 10.1% (1T 2017: + 10.9%)

Gráfica 11

### Ventas minoristas



Fuente: China National Bureau of Statistics, Bloomberg.

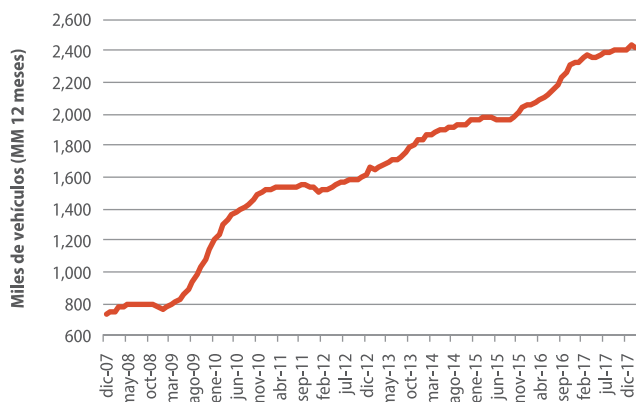
## 1.9 Venta de automóviles

Las ventas de automóviles son un buen indicador de actividad económica ya que son cíclicas y a menudo se financian con deuda. Sin embargo, las ventas de automóviles en China son fundamentalmente diferentes a las ventas en los EEUU; menos de la mitad de todas las ventas de automóviles se financian con deuda, mientras que en los EEUU las ventas financiadas con deuda suelen oscilar entre 80% y 90%. Las ventas de automóviles están creciendo. Sin embargo, el crecimiento se está debilitando, lo que podría indicar que la economía china se encuentra en una fase de expansión tardía del ciclo económico.

- Crecimiento interanual ventas mensuales de automóviles 1T 2018: + 2.5% (1T 2017: + 14%)

Gráfica 12

### Ventas mensuales de automóviles



Fuente: Bloomberg.

## 2. Precios

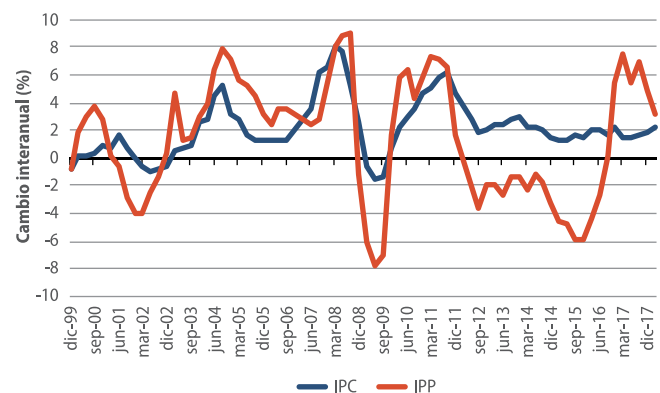
### 2.1 Índice de precios al consumidor y productor

Los precios de consumo subieron ligeramente, mientras que los precios de producción moderaron su crecimiento. El aumento en el índice de precios al consumidor (IPC) ha sido muy estable desde 2012. El índice de precios al productor (IPP) mostró una caída de 2012 a 2017. Durante el año pasado, los precios al productor aumentaron significativamente, pero estos aumentos se han desacelerado en los últimos meses.

- Índice de precios al consumidor (CPI) 1T 2018: + 2.2% (1T 2017: + 1.4%)
- Índice de precios al productor (PPI) 1T 2018: + 3.1% (1T 2017: + 7.6%)

Gráfica 13

### Precios al consumidor y al productor



Fuente: Bloomberg.

### 2.2 Precios inmobiliarios

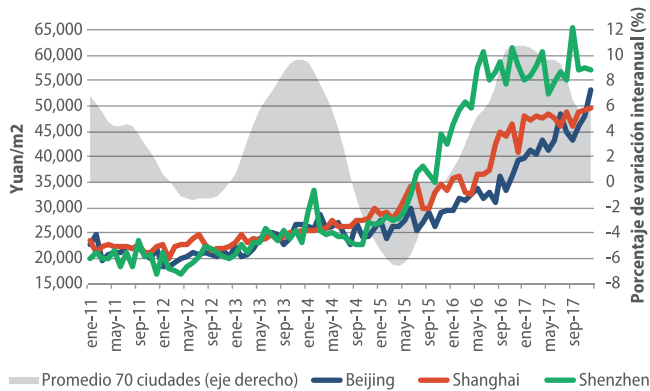
Los precios inmobiliarios, tanto residenciales como comerciales, siguen en aumento. La burbuja en el sector inmobiliario chino parece estar alcanzando un punto de inflexión; los aumentos de precios se están nivelando levemente. Los precios de las propiedades inmobiliarias de nueva construcción en todo el país (el promedio de 70 ciudades) están aumentando a un ritmo anual del 5.8%, frente al 10.3% hace doce meses. Los precios del metro cuadrado en las principales ciudades chinas son altos en comparación con los estándares occidentales: su rango está muy en línea con ciudades como Londres, Múnich y Dublín (que también parecen sufrir precios elevados).

Los precios del metro cuadrado en Shenzhen prácticamente se duplicaron entre 2014 y 2016. No obstante, los precios de los bienes raíces en Shenzhen han caído en 2017. Es importante señalar que Shenzhen es una ciudad principalmente industrial, muy vinculada a la producción manufacturera de China. Como tal, Shenzhen podría incrementar su población e ingresos a pesar de la menor relación precio/ingresos que exhibe el inmobiliario.

- Precio de venta promedio (yuanes / m2) en Beijing 4T 2017: 53,215 / m2 (4T 2016: 39,307 / m2, + 35.4%)
- Precio de venta promedio (yuan / m2) en Shanghai 4T 2017: 49,543 / m2 (4T 2016: 40,794 / m2, + 17.7%)
- Precio de venta promedio (yuan / m2) en Shenzhen 4T 2017: 57,321 / m2 (4T 2016: 57,998 / m2, -1.2%)
- Variación interanual precios medios edificios comerciales e residenciales de nueva construcción 4T 2017: + 5,8% (4T 2016: + 10.8%)

Gráfica 14

### Precios inmobiliarios



Fuente: Bloomberg Intelligence.

### 2.3 Tipo de cambio

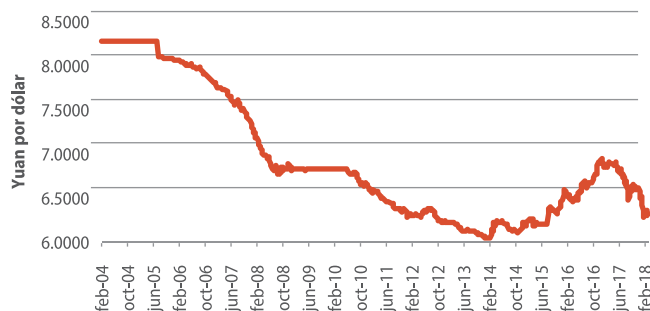
El yuan se ha estado apreciando frente al dólar desde 2014 hasta 2016. Sin embargo, a partir de 2016, el yuan se ha estado depreciando contra el dólar.

Es en gran parte un mito que el Banco Popular de China (BPC) ha estado devaluando el yuan a propósito. De hecho, las reservas del PBoC han caído en el mismo período, lo que significa que estaban defendiendo el yuan, no devaluándolo.

- Tipo de cambio Yuan/USD marzo 2018: 6.33 / USD (marzo 2017: 6.88/USD, -8%)

Gráfica 15

### Tipo de cambio yuan/dólar estadounidense



Fuente: St Louis Fed.

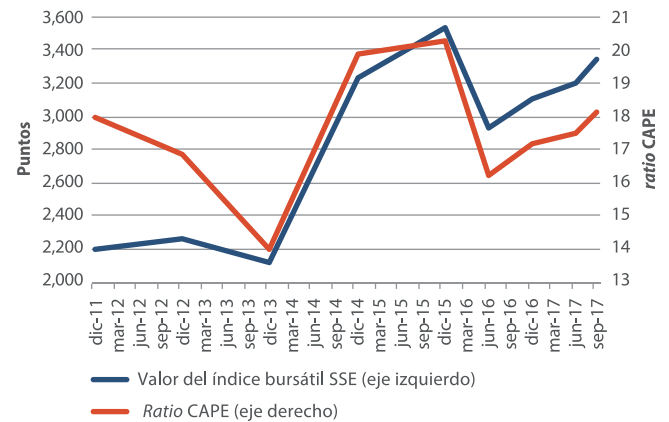
### 2.4 Mercado de valores

La Bolsa de Shanghai (SSE) ha subido y parece sobrevalorada. Sin embargo, en 2015, tanto las valoraciones como los precios de las acciones fueron más altos.

- Índice compuesto SE de Shanghai 1T 2018: 3169 puntos (3T 2017: 3349 puntos, -5.4%)

Gráfica 16

### Índice bursátil de la bolsa de Shanghai



Fuente: Sibilis Research.

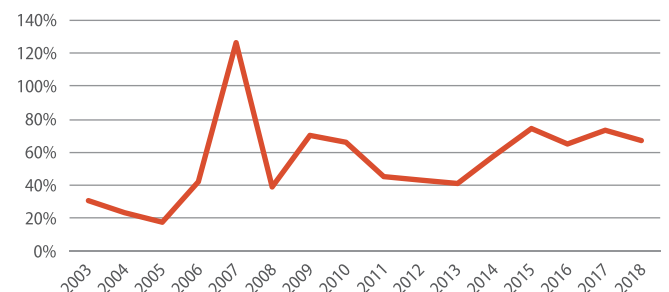
La capitalización bursátil sobre el PIB (indicador Buffet) está ligeramente por encima de su promedio histórico, pero muy por debajo de su punto máximo de 2007 (126%). Actualmente el indicador en China se encuentra en 67%, en claro contraste con EEUU, con una capitalización bursátil sobre PIB del 135%, muy por encima del máximo de 2007 (110%) y muy cerca del máximo marcado en el año 2000 (150%).

El mercado de valores chino parece razonablemente valorado y ofrece mejores rendimientos esperados que el sobrevalorado mercado de valores estadounidense. La bolsa china comenzó 2018 con el pie izquierdo, con una pérdida del 6.5% (hasta abril de 2018).

- Capitalización bursátil/PIB (abril de 2018): 67% (2017: 73%)

Gráfica 17

### Capitalización bursátil/PIB



Fuente: World Bank, WSJ, modificado por el autor. Datos hasta el 30 de abril de 2018.

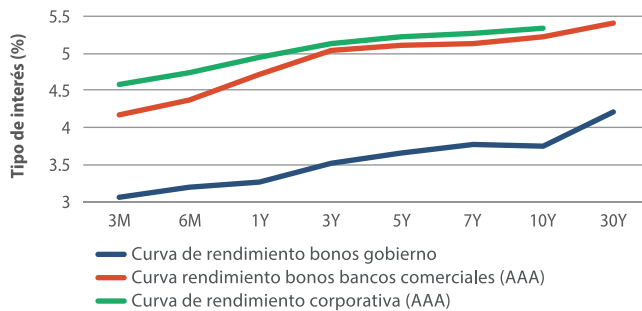
## 3. Mercados de crédito

### 3.1 Curva de rendimiento estatal y empresarial

La pendiente de la curva de rendimiento china es positiva, lo que indica que no se esperan problemas a corto plazo. Tanto en el sector público (azul), bancario (naranja) y corporativo (gris), la pendiente de la curva de rendimiento parece saludable y no es un signo de preocupación en el corto plazo.

Gráfica 18

#### Curvas de rendimiento



Fuente: CDCC.

### 3.2 Diferencial curva rendimiento bancos comerciales

El diferencial de la curva de rendimiento bancaria ha sido bastante estrecho desde 2017, a pesar de un incremento de 100 pb en el diferencial 10años-3meses y 50 pb en el diferencial 10años-1año. Este es, probablemente, el periodo más largo con una curva de tipos bancaria casi plana.

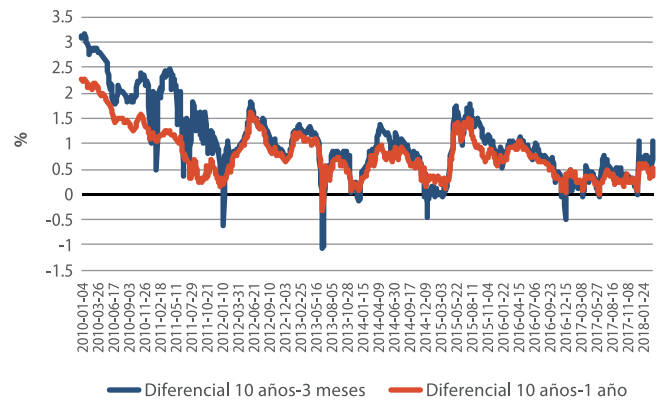
Los diferenciales de la curva de rendimiento han sido bajos (o negativos) en el pasado (2011, 2013 y 2014). Sin embargo, cada caída en el diferencial ha sido seguida de recuperaciones rápidas e inmediatas. Actualmente, el diferencial de la curva de rendimiento parece haberse situado permanentemente en niveles bajos, lo que es un signo de preocupación. La teoría predice que una curva de rendimiento invertida es un indicador adelantado de recesión.

En ocasiones, la tasa interbancaria a 3 meses cae (temporalmente) a niveles negativos debido a las inyecciones de liquidez del PBoC. Como tal, estas inversiones de curva de rendimiento de corta duración pueden ser ignoradas.

- Diferencial curva de rendimiento 10 años-3 meses (banco comercial AAA) (22 de marzo de 2018): 105 puntos básicos (2 de enero de 2018: 89 bps)
- Diferencial curva de rendimiento 10 años-1 año (banco comercial AAA) (22 de marzo de 2018): 52 puntos básicos (2 de enero de 2018: 50 bps)

Gráfica 19

### Diferencial curva rendimiento bancaria (AAA)



Fuente: CCDC.

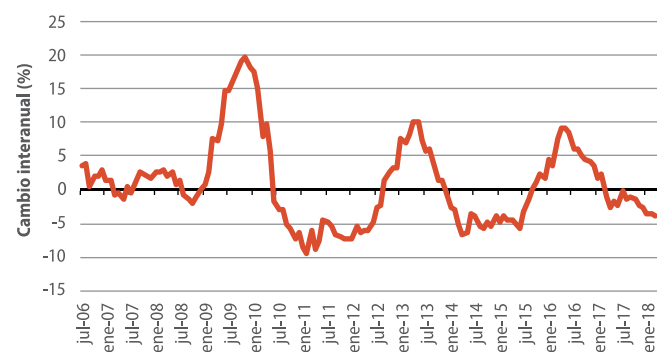
### 3.3 Crecimiento de crédito

El crecimiento del nuevo crédito se está desacelerando gradualmente. Con la enorme cantidad de ahorro doméstico (46% PIB), la economía china puede aumentar el crédito a un ritmo increíble de forma sostenible. No obstante, desde el año pasado el crecimiento del crédito se ha desacelerado. El impulso crediticio muestra que un debilitamiento en el crecimiento del crédito indica un crecimiento del PIB más débil en el futuro.

- Nuevo crédito como % del PIB 1T 2018: 25.4% (1T 2017: 29.3%)

Gráfica 20

### Crecimiento en nuevos créditos



Fuente: Bloomberg Economics.

### 3.4 Agregados monetarios y tasa de ahorro

La asombrosa tasa de ahorro de China (que llegó a superar el 50% del PIB en 2010 y actualmente alcanza el 46% del PIB) es el motor del milagro de crecimiento chino. En 2016, observamos un pequeño movimiento de "fuga hacia la liquidez", con una oferta monetaria M1 (depósitos a la vista y moneda) que aumenta a un ritmo anual del 20%.

Más recientemente, el crecimiento del crédito (como hemos visto anteriormente) se está desacelerando, lo que también se puede observar en el crecimiento de la oferta monetaria M2.

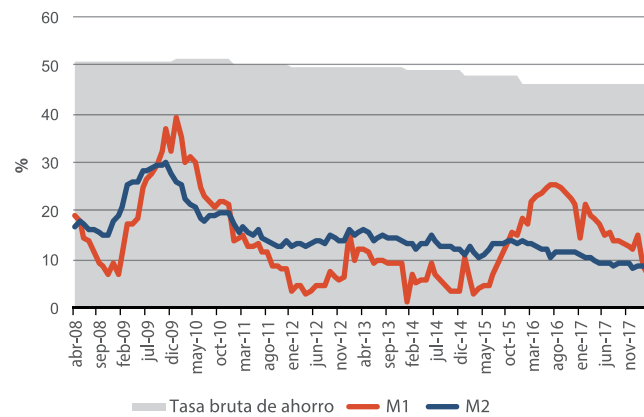


Dado que la tasa de ahorro supera el crecimiento de M1, esto implica que el resto de los ahorros se destina a otro lugar: ya sea en el mercado de valores, en bienes raíces y/o en el sistema bancario en la sombra. Recientemente, los últimos dos han sido muy populares.

- Variación interanual M2 1T 2018: + 8.2% (1T 2017: + 10.1%)
- Variación interanual M1 1T 2018: + 7.1% (1T 2017: + 18.8%)
- Tasa de ahorro anual (bruta) 2017 como porcentaje del PIB: 46.38% (2016: 46.37%)

**Gráfica 21**

### Agregados monetarios



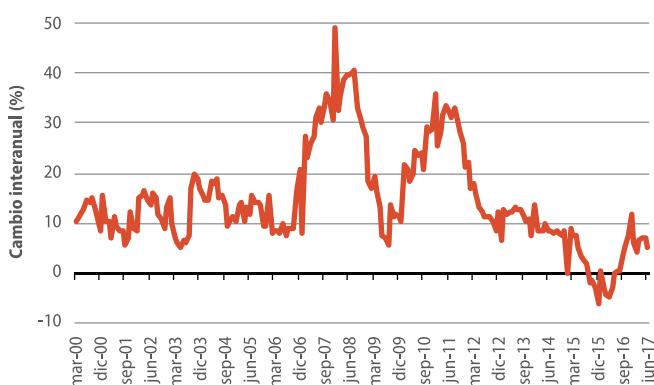
Fuente: People's Bank of China, Bloomberg, CEIC.

La base monetaria se contrajo en 2015 y 2016, lo que muestra que el Banco Popular de China estaba reduciendo su balance general. Esto fue en gran medida el resultado de un intento de defender el yuan en el mercado internacional de divisas; como resultado se produjo una pérdida en las reservas de divisas.

- Variación interanual base monetaria 2T 2017: + 5.1% (1T 2017: + 6.7%)

**Gráfica 22**

### Base monetaria



Fuente: International Monetary Fund.

### 3.5 Préstamos en mora

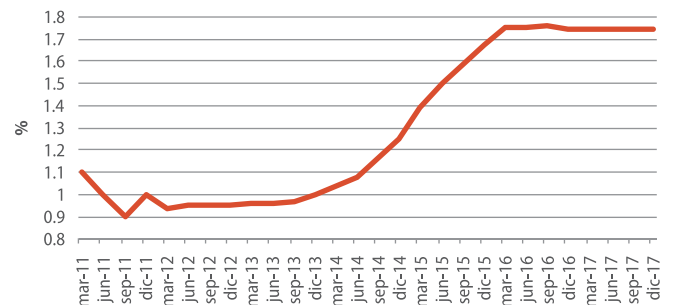
Los préstamos en mora (atraso pago >90 días) han aumentado significativamente en comparación con el período de 2011 a 2014. La morosidad parece haberse estancado, sin embargo, a una tasa de 1.74%. La ausencia de cambios debería preocupar a los inversores. Parece que los bancos tienen instrucciones de mantener vivas a las empresas "zombie" otorgando créditos para que puedan pagar intereses sobre los préstamos. Como resultado, las tasas de mora se mantienen artificialmente bajas. No obstante, una tasa de morosidad del 1.74% sigue siendo extremadamente baja en comparación con las tasas de morosidad de otros países (incluido EEUU).

Al mismo tiempo, los préstamos incobrables se han mantenido estables en apenas el 0.1% de los activos bancarios totales desde 2011. Esto tal vez muestra una falta de voluntad de los bancos (controlados por el Estado) para reconocer los incumplimientos.

- Ratio de préstamos en mora 4T 2017: 1.74% (1T 2017: 1.74%)

**Gráfica 23**

### Préstamos en mora



Fuente: Bloomberg.

### 3.6 Impago bonos corporativos

Se comenta mucho sobre los peligros del sistema bancario en la sombra de China, sin embargo, el riesgo chino parece estar concentrado en las empresas estatales (y controladas por el Estado).

El sistema bancario chino ha otorgado préstamos y financiado emisiones de bonos de empresas estatales. Las empresas estatales son las empresas con mayor apalancamiento en China. No obstante, el gobierno chino ha tomado medidas para dejar quebrar selectivamente a algunas empresas estatales. En febrero de 2016, una empresa estatal hizo default por primera vez, seguida rápidamente por otras dos empresas estatales que no pagaron los bonos apenas dos meses después.

Más del 50% de los incumplimientos de obligaciones en los últimos tres años involucraron a empresas estatales o controladas por el Estado. Los productores de acero estatales parecen extremadamente vulnerables, lo que se evidencia por un gran aumento en las cuentas por cobrar en el sector.

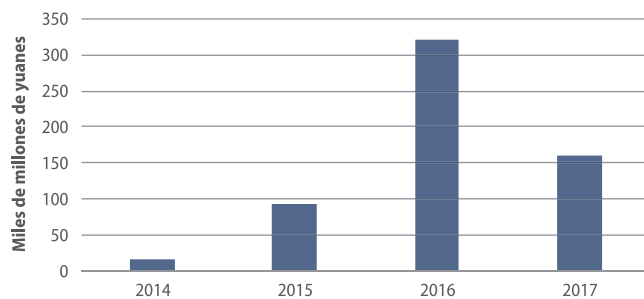
Los bancos chinos financian las empresas "zombie" solo para evitar aumentos en las tasas de morosidad (véase sección préstamos en mora). Esto se evidencia por un repunte de los préstamos bancarios a tasas inferiores a la tasa de referencia (16% préstamos en 2015, 20.8% en 2016).

Desde una perspectiva más optimista, las empresas no financieras chinas están reduciendo su emisión de bonos con vencimientos inferiores a un año (fuente: Bloomberg). Los incumplimientos de bonos cayeron en 2017. Las distintas instancias del gobierno chino probablemente intentarán inducir varias bancarrotas más de empresas estatales en 2018.

- *Ratio* préstamos bancarios realizados a tasas inferiores al índice referencia 2016: 20.8% (2015: 16%, fuente: Wind)
- Total de impagos de bonos en 2017: 159.6 mil millones de yuanes (2016: 321.1 miles de millones de yuanes)

Gráfica 24

### Bonos en default



Fuente: Standard & Poor's

### 3.7 Deuda sobre PIB

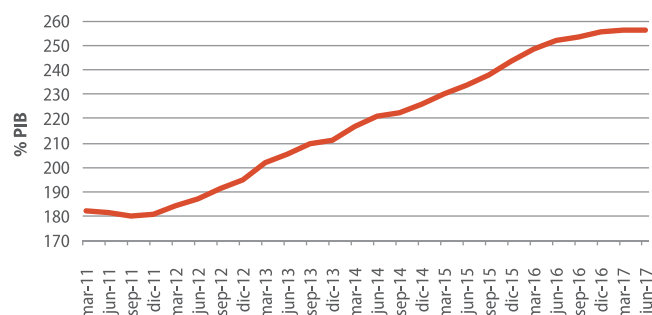
El crédito al sector no financiero como porcentaje del PIB en China aumentó, aunque claramente se está estabilizando.

En los últimos doce meses (los datos más recientes corresponden al segundo trimestre de 2017), el crédito al sector no financiero como porcentaje del PIB ha sido constante, lo que significa que el crédito al sector no financiero está creciendo al mismo ritmo que la economía china.

- Crédito al sector no financiero 2T 2017: 256.2% del PIB (2T 2016: 251.9% del PIB)

Gráfica 25

### Crédito al sector no financiero



Fuente: Bloomberg, Bank of International Settlements.

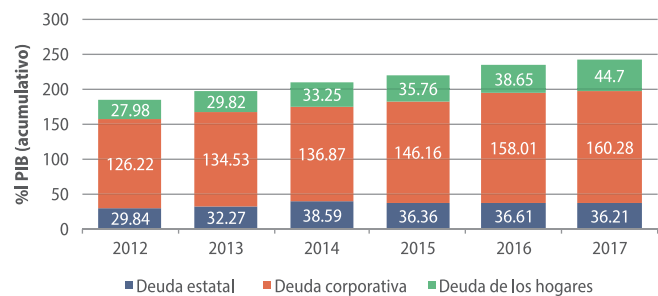
La deuda del gobierno como porcentaje del PIB ha disminuido ligeramente. La deuda corporativa (como porcentaje del PIB) ha aumentado a un ritmo acelerado hasta 2016. De 2016 a 2017, el endeudamiento corporativo apenas ha crecido. Una gran parte de la deuda corporativa está emitida por las empresas estatales (SOEs). Debe señalarse, sin embargo, que la deuda corporativa como porcentaje del PIB en China es alta. La deuda corporativa de EEUU equivale aproximadamente al 45% del PIB (vs 160% en China).

La deuda de los hogares, por otro lado, está aumentando más rápidamente. No obstante, los hogares chinos están mucho menos endeudados que sus contrapartes occidentales: en los Estados Unidos la deuda de los hogares con respecto al PIB es aproximadamente del 80%, casi el doble de la deuda de los hogares de China. En los Países Bajos, esta proporción se sitúa en aproximadamente el 106% y en Alemania en el 54%. En todos los casos, China tiene una deuda doméstica más baja.

- Deuda corporativa al PIB a fines de 2017: 160.3% (2016: 158%)
- Deuda del gobierno al PIB a fines de 2017: 36.2% (2016: 36.6%)
- Deuda de los hogares al PIB a fines de 2017: 44.7% (2016: 38.7%)

Gráfica 26

### Deuda como % del PIB



Fuente: Bloomberg Intelligence.

### 3.8 Deuda cerca del vencimiento (<12 meses)

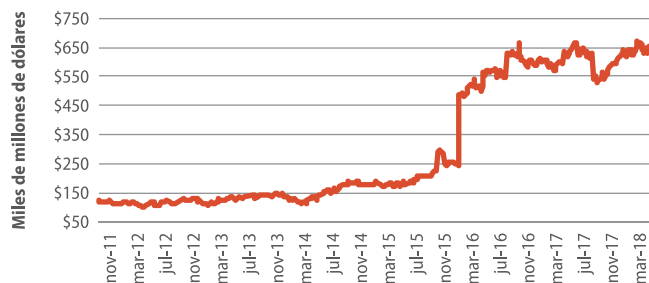
Al observar la deuda con vencimiento menor a doce meses, podemos formarnos de las necesidades de refinanciación en el corto plazo. Con tasas de interés más altas, la renovación de deuda conlleva un incremento en los gastos por intereses.

Desde 2016, las empresas chinas se ven obligadas a refinanciar cantidades de deuda significativamente mayores. Se deben refinanciar alrededor de \$650 miles de millones en los próximos doce meses, alrededor de cinco veces más que en 2014/2015. Esto muestra que la economía china está cada vez más expuesta a tasas de interés más altas. Como tal, China se está volviendo más frágil a incrementos en los tipos de interés.

- Deuda con vencimiento < 12 meses (mayo de 2018): \$652 miles de millones de dólares (mayo de 2017: \$635 miles de millones de dólares)

Gráfica 27

## Deuda con vencimiento < 12 meses



Fuente: Bloomberg.

## 4. Comercio

### 4.1 Balanza por cuenta corriente

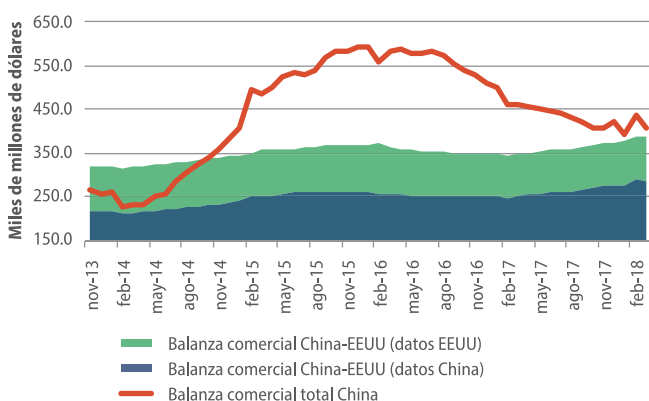
China tiene un superávit comercial con el mundo. Sin embargo, su superávit ha disminuido en los últimos años. Esto subraya la creciente importancia del mercado interno de China, ya que las importaciones han aumentado.

El superávit comercial de China con los EEUU es, según China, aproximadamente 100.000 millones de dólares menor que la cifra reportada por EEUU. Ambas fuentes de datos muestran un superávit comercial creciente de China con EEUU. El superávit medido por EEUU ha aumentado a un ritmo más rápido. El superávit comercial de China ha sido, por supuesto, el fundamento de la cruzada de Trump contra los déficits comerciales y la justificación para imponer perjudiciales aranceles de importación en EEUU.

- Superávit comercial China 1T 2018: \$408.2 miles de millones (1T 2017: \$459.9 miles de millones, -11,2%)
- Superávit comercial China-EEUU (datos China) 1T 2018: \$268.8 miles de millones (1T 2017: \$253 miles de millones, + 6.3%)
- Superávit comercial China-EEUU (datos EEUU) 1T 2018: \$387.5 miles de millones (1T 2017: \$348 miles de millones, + 11.4%)

Gráfica 28

## Balanza comercial



Fuente: Bloomberg.

La causa de esta discrepancia en los informes es la sobrefacturación de las importaciones de las empresas chinas. Como resultado, el superávit comercial chino se subestima.

Imagine una compañía con sede en Beijing que muestra una factura por la que pagó \$1 millón por una importación (por ejemplo, una máquina). Sin embargo, permítanos, por el bien de ilustrar nuestro punto, asumir que solo pagó \$500K. En este caso, \$500K no se contabilizan y permanecen en efectivo en el extranjero. Después de todo, esta compañía estaría moviendo el dinero de China a, digamos, los EEUU. Este ejemplo muestra que los chinos están siendo muy creativos para eludir los controles de capital. Sin embargo, esta creatividad impacta en los datos reportados de importaciones.

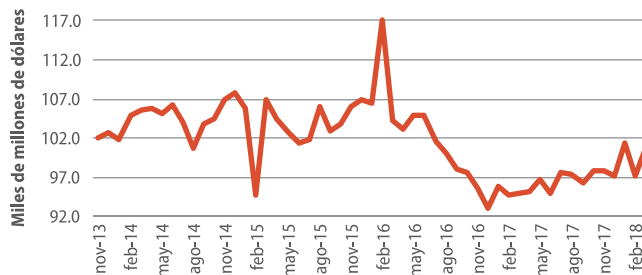
La diferencia entre lo que informa el censo de los EEUU y los datos de las aduanas chinas es un indicador de que tan ansiosos están los empresarios chinos por trasladar dinero al exterior. Desafortunadamente, este no es un indicador "limpio": las autoridades chinas han reconocido el fenómeno e intentaron tomar medidas enérgicas contra esta práctica cuando la fuga de capitales alcanzó su pico en 2016.<sup>1</sup> Sin embargo, dada la reciente retórica anti-comercio de Trump, los chinos parecen haber adoptado una postura más cautelosa (ya que sobreestimar importaciones lleva a hacer más pequeño el déficit comercial reportado).

No obstante, podemos ver evidencia de que las salidas de capital alcanzaron su punto máximo en febrero de 2016. Para el resto de 2016, las salidas de capital parecen haberse atenuado. Sin embargo, desde 2017, las salidas de capital parecen acelerarse nuevamente.

- Diferencia entre déficit comercial reportado por EEUU y China 1T 2018: \$100.7 miles de millones (1T 2017: \$95 miles de millones, + 6%)

Gráfica 29

## Diferencia entre déficit comercial reportado por EEUU y China



Fuente: Bloomberg, Censo de EE. UU.

<sup>1</sup> Lea, por ejemplo, "China's capital flight shows up in over-invoicing of imports", Financial Times, 26 de enero de 2016. Obtenido de: <https://www.ft.com/content/2401aa36-c426-11e5-808f-8231cd71622e>.

## 4.2 Flujo de capitales

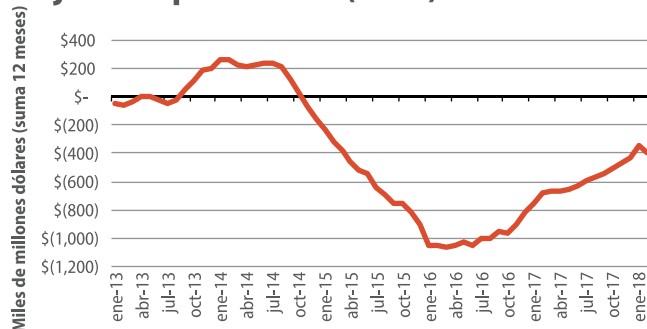
En 2016, China sufrió su mayor salida de capitales desde que se tienen registros. En concreto salen de China \$1,067 miles de millones. Esto también se refleja en la tasa de cambio del yuan/dólar (véase sección reserva de divisas).

Si bien las salidas de capital han disminuido, todavía hay una salida neta anual de \$400 miles de millones. La mala facturación de las empresas chinas (que equivale a la salida de capital) no se tiene en cuenta en esta medida.

- Flujo de capitales anual (marzo de 2018): - \$400 miles de millones (marzo de 2017: - \$682 miles de millones)

Gráfica 30

### Flujo de capital anual (neto)



Fuente: Bloomberg.

## 4.3 Posición financiera internacional

La posición financiera internacional se refiere al stock de activos extranjeros que guardan los residentes menos sus pasivos externos (que guardan los extranjeros) e incluye títulos públicos y privados. La posición financiera internacional de China es positiva, lo que implica que sus activos extranjeros exceden sus pasivos externos. A pesar de las recientes salidas de capital, China es una nación netamente acreedora.

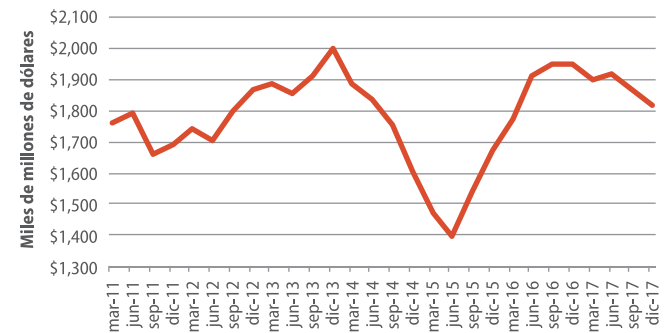
La posición acreedora de China cayó alrededor del 7% en 2017. Aun así, China tiene una posición acreedora de aproximadamente el 15% del PIB en 2017. La posición de China es financieramente sostenible a corto y medio plazo.

La posición financiera internacional de China viene explicada, en gran medida, por las enormes reservas de divisas del Banco Popular de China (BPC).

- Posición financiera internacional (diciembre de 2017): \$1,814.1 miles de millones (diciembre de 2016: \$ 1,950.4 miles de millones, -7%)

Gráfica 31

### Posición financiera internacional



Fuente: Bloomberg.

## 4.4 Reservas de divisas

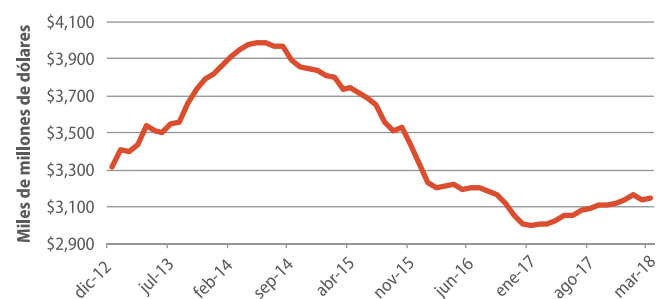
En gran medida es un mito que el PBoC ha estado devaluando el yuan. El yuan se apreció de 2005 a 2014. De 2014 a 2017, el yuan se depreció. Sin embargo, esta depreciación del yuan no se debió a una política premeditada desde Beijing. De hecho, en el mismo periodo de depreciación, el banco central chino estaba vendiendo una parte importante de sus reservas. Esto significa que el banco central chino en realidad estaba defendiendo el yuan, no devaluándolo.

Desde comienzos de 2017, el PBoC ha estado acumulando de nuevo reservas de divisas. Esto es, en principio, una señal positiva.

- Reservas de divisas 1T 2018: \$3,142 miles de millones (1T 2017: \$3,009 miles de millones, + 4.4%)

Gráfica 32

### Reservas de divisas



Fuente: Bloomberg.

## 4.5 Deuda denominada en dólares

El dólar estadounidense parece haber reanudado su trayectoria ascendente en 2018 y China parece que tiene una posición débil ante esta eventualidad.

En solo seis meses, desde el segundo trimestre de 2017 hasta el cuarto trimestre de 2017, la emisión de bonos en dólares estadounidenses ha aumentado. El monto total de deuda en dólares aumentó de \$732.8 miles de millones a \$881.9 mi-



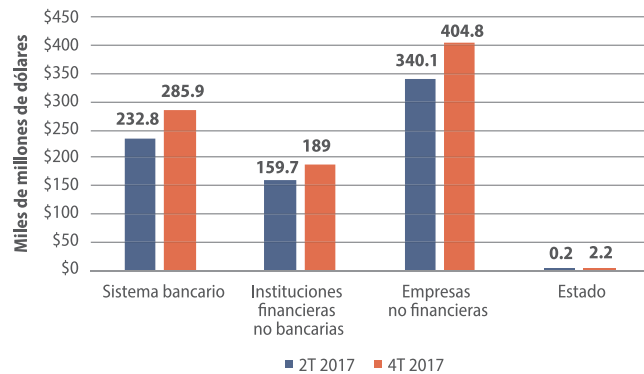
les de millones, un aumento del 20.4%. Esto significa que la economía china es especialmente susceptible a un dólar más fuerte.

La emisión de deuda parece estar distribuida entre el sistema bancario oficial, la banca en la sombra y empresas no financieras. El sistema bancario en la sombra chino parece depender cada vez más de la financiación en dólares.

- Deuda emitida en dólares (4T 2017): \$881.9 mil millones (2T 2017: \$732.8 miles de millones, + 20.4%)

**Gráfica 33**

### Deuda china en dólares por emisor



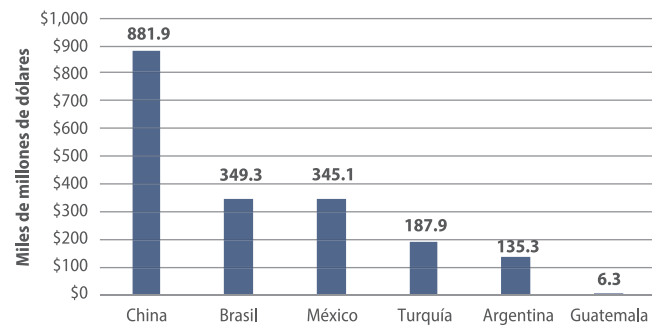
Fuente: Bank of International Settlements.

Si comparamos la emisión de deuda denominados en dólares por parte de agentes económicos chinos con otros países como México, Brasil, Turquía o Argentina, podemos observar que China supera con creces al resto de países.

Deberíamos notar, por supuesto, que en términos relativos, China parece menos expuesta que el resto de países analizados. No obstante, China aún es frágil al alza de las tasas en dólares y al endurecimiento en las condiciones de financiamiento en Estados Unidos.

**Gráfica 34**

### Emisión de deuda denominada en dólares (4T 2017)



Fuente: Bank of International Settlements.

## 4.6 Guerra comercial de Trump

Todavía es demasiado pronto para observar cualquier efecto de los aranceles de importación de Trump sobre las exportaciones chinas o los precios de exportación. Es probable que la producción pueda acomodarse en el mercado interno de China. Además, en muchos casos, como en el caso de las exportaciones de acero, la exportación a los Estados Unidos ya ha disminuido en los últimos años.

En nuestro próximo informe, analizaremos el impacto de una (posible) guerra comercial entre China y los EEUU en la economía china.

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.