



INFORME SEMESTRAL

CHINA

Olvide la "guerra comercial" con EEUU:
El crecimiento de China se desacelerará ante una eventual crisis global

ENERO - JUNIO 2019

Autor: Diego Enrique Santizo

trends.ufm.edu

S1 2019 CN

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

CHINA

INDICADOR

Actividad económica	El crecimiento del PIB real en 2018 fue de 6.6%, el 1T de 2019 empieza débil con 6.4%; la fragilidad de la economía china se hace evidente
Li Keqiang	El índice muestra la desaceleración del crecimiento del output industrial y la inversión en comparación con las previsiones para el 1T de 2019
Demanda de bienes de consumo cíclico	El sector inmobiliario aún no ha alcanzado su techo, sobre todo en Shenzhen; los precios en 70 urbes crecen a una tasa promedio de 11.3%; las ventas de automóviles se desaceleran por primera vez en 30 años
Desempleo	La tasa de desempleo se mantiene estable en 5%, parece que las medidas de estímulo tienen efecto, pese a una baja inflación
Índices de gestión de compras	El ritmo de crecimiento del sector manufacturero es el más lento desde 2004, China se queda sin "gasolina" para impulsar su crecimiento
Ventas minoristas	La "guerra comercial" con EE. UU. aún no termina de golpear a las ventas minoristas, que crecen a un ritmo anualizado de 8.7%
Inflación	El CPI creció a una tasa de 2.3% en 1T, ligeramente por encima del 2% usual en economías desarrolladas, otro efecto de las medidas de estímulo
Curvas de rendimientos	Pendiente positiva de las curvas de rendimientos, tanto gubernamental como corporativa

INDICADOR

Oferta monetaria	M2 creció a una tasa de 8.6%, su ritmo más rápido desde febrero de 2018; la base monetaria continúa expandiéndose con lentitud, lo que coincide con la estabilización de reservas internacionales
Financiamiento	Los retrasos en pagos de bonos alcanzaron cifras récord en 2018 (119 mil millones de yuanes), 2019 promete ser mayor; China reconfigura método para reducir el número de préstamos corporativos en mora, que crece a un ritmo de 1.83%
Expansión del crédito	El ritmo del nuevo crédito pierde fuelle, aunque continúa creciendo con las nuevas medidas de impulso del gobierno chino
Deuda	El ritmo de crecimiento de la deuda de hogares y la deuda corporativa se expande a un ritmo peligroso; la opacidad de las cuentas públicas persiste
Balanza comercial	La cuenta corriente como % del PIB se sitúa en mínimos históricos (0.4%); el superávit comercial con el mundo continúa reduciéndose
Flujo de capitales	El balance neto aún es negativo, pero se aleja rápidamente del nivel máximo de 2016; China intenta abrirse a los mercados internacionales
Panorama general	El crecimiento de la economía de China se desacelera; la deuda corporativa y de hogares continúan creciendo a ritmos insostenibles. El sector inmobiliario no ha alcanzado su techo, las ventas de autos caen a cifras históricas; los impagos en bonos alcanzan cifra récord. El gobierno procura flexibilizar las reglas financieras para atraer capital extranjero y recuperar la senda del crecimiento



1. Actividad económica

1.1 Producto interno bruto

1.1.1. Producto interno bruto real

El crecimiento del producto interno bruto (PIB) real llegó al 6.4% tanto en el primer trimestre de 2019 como en el cuarto trimestre de 2018. El crecimiento total de 2018 fue de 6.6%. La extrema estabilidad en el crecimiento del PIB durante la última década ha propiciado que analistas hablen del *fin* de los ciclos económicos en China.

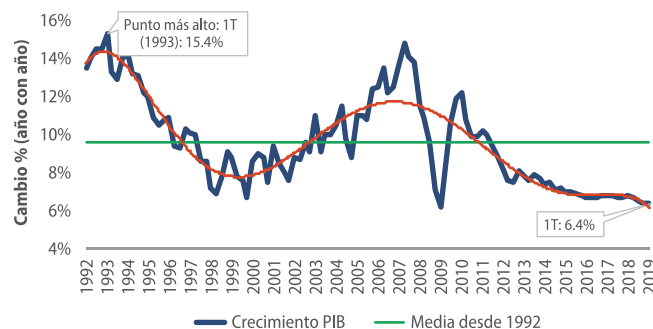
Una cuestión fundamental es la ausencia de volatilidad durante los últimos cuatro años. Desde el primer trimestre de 2015, el crecimiento del PIB real ha oscilado en un rango estrecho entre 6.4% y 7%, una cifra considerablemente menor a las variaciones de los períodos previos y a las que han experimentado otras economías desarrolladas.

El volumen del PIB nominal alcanzó los US\$13.63 billones en el primer trimestre de 2019. El PIB real ha crecido a una media de 6.9% desde 1992.

- Cambio en el PIB real (1T, 2019): **+6.4%** (1T, 2018: +6.8%)

Gráfica 1

Crecimiento PIB real

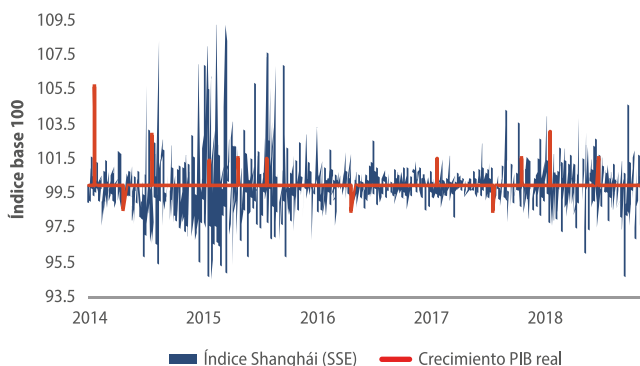


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y el Instituto Nacional de Estadística de China.

La percepción de que el país asiático carezca de ciclos económicos es cuestionable si se contrasta con las grandes fluctuaciones en la actividad de ciertos sectores económicos y la amplia volatilidad en los mercados financieros. Es de especial interés comparar la volatilidad en el índice de la bolsa de Shanghai y el crecimiento del PIB real con un índice base para apreciar correctamente las incoherencias subyacentes en la supuesta estabilidad de la actividad económica.

Gráfica 2

Índice Shanghai (SSE) versus PIB real



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y el Instituto Nacional de Estadística de China. Se utilizó un índice base: 100 para estandarizar y comparar la volatilidad en el precio del índice compuesto de la bolsa de Shanghai y la tasa anualizada del crecimiento del PIB real.

1.1.2. Sistema de contabilidad para calcular el PIB chino

Hay dos estadísticas diferentes sobre el PIB: una nacional y otra local. Los reportes locales representan una estimación desde la perspectiva de la producción y el gasto. El Instituto Nacional de Estadística contrasta estas estimaciones con datos de otras fuentes para concluir una cifra nacional y "oficial". Hay evidencia, sin embargo, de que las estadísticas locales tienen el sesgo de las metas de crecimiento¹.

El PIB local está basado en tres encuestas provenientes del sector industrial (compañías industriales mayores, compañías de servicios mayores y compañías de construcción "altamente calificadas") y en estimaciones del gasto (consumo local, gasto gubernamental local, inversión y exportaciones netas respecto de otras regiones de China y otros países). Estas estimaciones provienen de encuestas sobre renta y gasto de hogares, proyectos de inversión, etc. Como la cifra de consumo local e inversión excede por lo general al PIB local medido desde la perspectiva de la producción, el residual se les atribuye a las exportaciones netas. De hecho, la cifra de las exportaciones netas no proviene de datos públicos. Está calculada como un mero residual.

1.1.3. Previsiones de crecimiento para el PIB real

El PIB real se expandirá 6.3% en los cuatro trimestres de 2019, según la mediana de [una encuesta](#) que recoge Bloomberg, con 67 respuestas de economistas y de otros analistas, 0.1% menor al crecimiento del cuarto trimestre de 2019.

El gobierno chino [redujo](#) también la expectativa de crecimiento del PIB a un rango de 6%-6.5%, en el marco de una

¹ Para ahondar en la materia recomendamos la lectura de este artículo académico: <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/03/BPEA-2019-Forensic-Analysis-China.pdf>

guerra comercial con Estados Unidos, un alto nivel de deuda y problemas de financiamiento en el sector privado.

2.1 Tendencia general de la economía china

El hecho de que China siempre haya cumplido con sus metas de crecimiento y la opacidad de las cuentas nacionales son algunas de las causas para buscar indicadores alternativos que capturen la tendencia de los ciclos en diversos sectores económicos y en los mercados financieros.

1.2.1. Consumo de energía

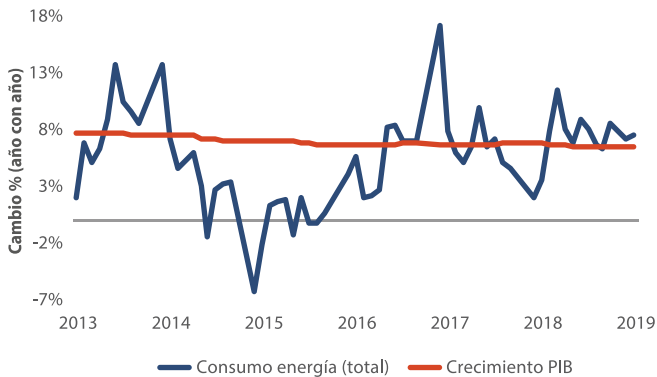
La búsqueda de estimaciones fiables y aproximaciones a las fluctuaciones en la economía china empieza por el consumo de energía total. El consumo de energía es una de las mayores fuentes de demanda capital-intensiva en las industrias manufactureras. Desde abril de 2018 (salvo por el incipiente diferencial de -0.1 en noviembre), el crecimiento en el consumo de energía ha sido mayor al crecimiento del PIB oficial.

El diferencial positivo no es sinónimo de que la industria manufacturera esté recuperándose. El margen es muy estrecho.

- Consumo energía total (Marzo, 2019): **+7.5%** (Marzo, 2018: +3.6%)

Gráfica 3

Consumo energía



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

1.2.2. Índice Li Keqiang

Esta es una de las medidas más populares para analizar las tendencias del sector manufacturero. El índice le debe su nombre al primer ministro, [Li Keqiang](#), quien, según un documento que publicó WikiLeaks en 2010, negó la credibilidad de las estadísticas oficiales y le reveló a un embajador estadounidense una metodología propia para estimar la tendencia de la economía china, basada en el crecimiento de los préstamos del sector bancario privado (40%), el consumo de electricidad (40%) y el transporte de mercancías en ferrocarriles (20%).

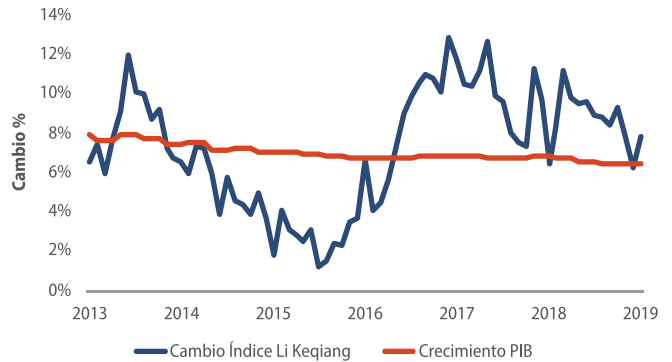
Si utilizamos datos públicos, el índice Li Keqiang refuerza la tendencia cíclica que evidencia el consumo de electricidad.

Desde julio de 2016 (salvo por excepciones irrisorias en marzo de 2018 y febrero de 2019), se ha mantenido ligeramente sobre el crecimiento del PIB real.

- Índice Li Keqiang (Marzo, 2019): **+7.78%** (Febrero, 2018: +6.41%)

Gráfica 4

Índice Li Keqiang



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

1.2.3. Demanda de bienes de capital cíclica

La demanda cíclica de bienes de capital que se utilizan en la producción industrial es una estimación fiable de las tasas de capitalización. La demanda de hierro (utilizado en la producción de automóviles, barcos, edificios), cobre (construcción), platino (automóviles) y petróleo (alimentos, construcción) son algunos ejemplos.

1.2.3.1. Inventarios de mineral de hierro y de petróleo

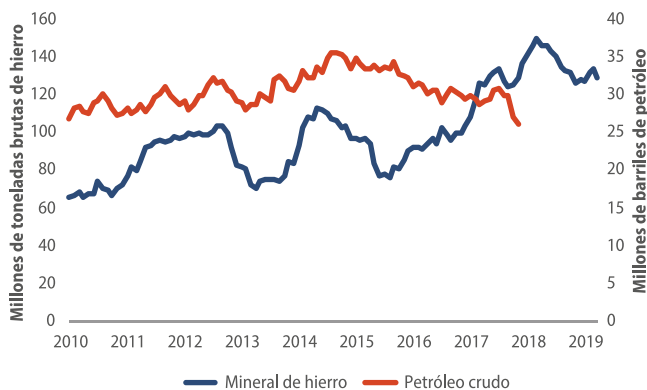
China tiene el 44% de los inventarios de mineral de hierro del mundo y es también el que más lo consume. Posee aproximadamente el 12% de todo el petróleo encima de tierra. El uso capital-intensivo de ambos factores productivos está ligado con el precio de la construcción (hierro) y la producción y venta de automóviles (petróleo).

Los inventarios de mineral de hierro continúan en los 125 millones de toneladas brutas². La cifra no está muy lejos del mayor volumen reportado en la historia de China, que se registró en el tercer trimestre de 2018 (se almacenaron hasta 146 millones de toneladas brutas de mineral de hierro). La acumulación de inventarios sugiere dudas en la decisión sobre construir nuevos edificios. Aunque 2018 cerró con 9% menos de las reservas, en el primer trimestre de 2019 ha habido nuevas acumulaciones de existencias.

² Una tonelada bruta o larga equivale a 2,240 libras o 1,015 toneladas métricas. El uso de la tonelada bruta se sigue empleando exclusivamente en Estados Unidos para la medición de mercancías a granel, como chatarras, acero o el mineral de hierro.

Gráfica 5

Inventarios hierro y petróleo



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg .

Los inventarios de petróleo han caído gradualmente. China representa el 12% de la demanda mundial (el segundo detrás de Estados Unidos). El aumento en la compra de automóviles parece explicar los incrementos en la demanda de crudo. El gobierno ha dejado de reportar el volumen de existencias, aunque sabemos que en el primer trimestre de 2019 importó el equivalente de US\$160 mil millones de Estados Unidos.

- Inventario de mineral de hierro en abril de 2019: **129 millones** de toneladas brutas (abril de 2018: 145 millones de toneladas brutas, **-11.5%**)
- Inventario de petróleo crudo en noviembre de 2017: **26 millones** de barriles (noviembre de 2016: 30 millones de barriles, **-12.5%**)

1.2.3.2. Demanda de cobre y platino

China es el mayor consumidor mundial de cobre (48%), uno de los metales más utilizados en la construcción. Los bajos precios del cobre que reporta la Bolsa de Metales de Londres (LME, en inglés) son más una señal de escasez en la demanda que de un exceso en la oferta de existencias.

Gráfica 6

Platino y cobre



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y de la Bolsa de Metales de Londres.

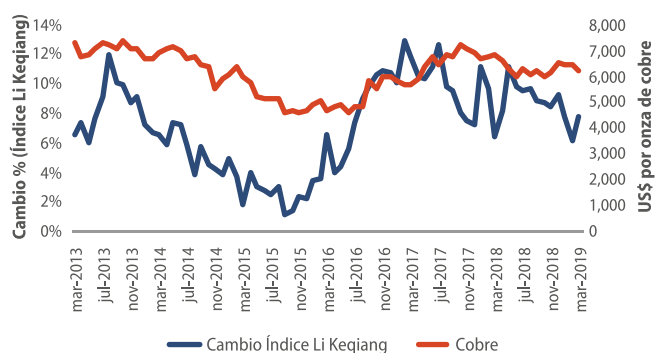
Los precios del platino también han mantenido una tendencia a la baja, aunque con una menor volatilidad que los del hierro. El platino es uno de los bienes de capital más utilizados en la industria de automóviles.

- Precio *spot* cobre LME (US\$/tonelada), mayo de 2019: US\$6,225 (mayo de 2018: US\$6,844, **-9.1%**)
- Precio *spot* platino (US\$/onza), mayo de 2019: US\$868 (mayo de 2018: US\$907, **-4.2%**)

Los puntos más bajos en el precio del cobre y el platino coinciden con los niveles mínimos del índice Li Keqiang.

Gráfica 7

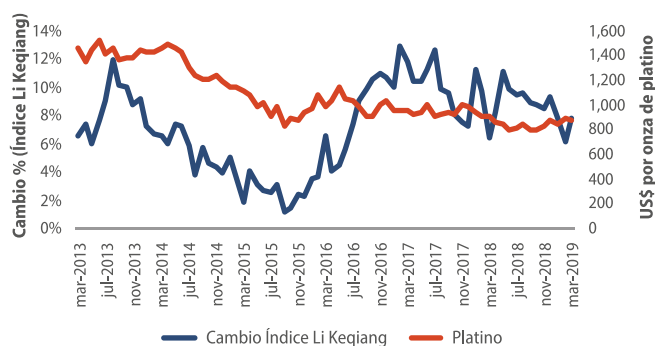
Demanda bienes cíclicos (i)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Gráfica 8

Demanda bienes cíclicos (ii)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

1.2.4. Índices de gestión de compras

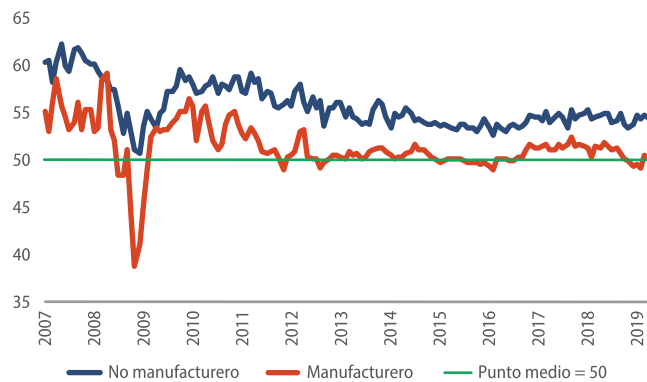
El índice de gestión de compras (PMI, en inglés) manufacturero no muestra cambio alguno desde septiembre de 2018 y continúa en torno a 50 (punto medio del índice, de 0 a 100). El índice no manufacturero continúa expandiéndose, aunque a un ritmo de crecimiento lento. Si los datos son fidedignos, se puede colegir que el sector de servicios crece ligeramente más que el manufacturero.

La inversión manufacturera continúa creciendo a su tasa más lenta desde 2004, lo que confirma la idea de que la economía china se queda sin “gasolina” para impulsar su crecimiento.

- PMI manufacturero, abril de 2019: **50.1** (abril de 2018: 51.4)
- PMI no manufacturero, abril de 2019: **54.3** (abril de 2018: 54.8)

Gráfica 9

Índice gestión de compras



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

1.2.5. Nuevas órdenes

De los componentes del índice manufacturero (niveles de inventarios, entregas de productores, empleo, producción y otros) destaca el rubro de nuevas órdenes. El crecimiento en los nuevos pedidos es sinónimo de una economía saludable. Sin embargo, no ha habido un crecimiento significativo en este rubro durante los últimos años.

- Nuevas órdenes (abril de 2019): **51.4** (abril de 2018: 52.9)

Gráfica 10

Componente nuevas órdenes (PMI)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

1.3. Demanda de bienes de consumo duradero cíclica

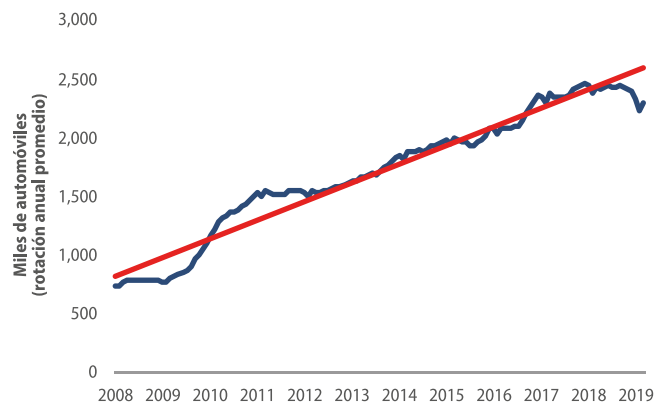
1.3.1. Demanda de automóviles

Porque la compra de vehículos representa una gran parte del gasto de los consumidores en China, los datos sobre estas ventas pueden proveer información importante sobre la tendencia en el gasto de los consumidores y la dirección de la economía. Las ventas de automóviles cayeron considerablemente en 2018 por primera vez en casi tres décadas. En marzo hubo una importante recuperación de 2.5 millones de existencias vendidas después de la cifra de febrero, la más baja (1.5 millones) desde enero de 2012. El crecimiento en el mercado de vehículos se desacelera, lo que coincide con los precios estables en el mercado de platino (uno de los componentes más importantes en la fabricación de automotores).

- Ventas de automóviles (marzo, 2019): 2.3 millones de unidades (marzo, 2018: 2.7 millones, **-28%**)

Gráfica 11

Ventas automóviles



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

1.3.2. Demanda en el mercado inmobiliario

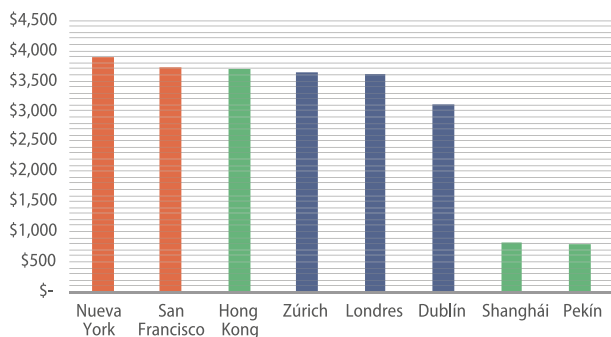
Los incrementos en los precios del mercado inmobiliario (tanto comercial como residencial) han comenzado a normalizarse en algunas de las mayores ciudades de China (en especial, Pekín y Shanghái). En el caso de Shenzhen, los precios de burbuja parecen no haber alcanzado aún su techo. Shenzhen es una ciudad con 13 millones de habitantes a la que se le considera el Silicon Valley de China.

La dimensión de la burbuja inmobiliaria se aprecia correctamente en el diferencial entre el costo promedio de construcción y el precio de venta del m² en ciudades como Pekín o Shanghái. Si utilizamos los datos de la International Construction Market Survey 2018, el precio promedio de construir en Shanghái o Pekín es increíblemente bajo en comparación con ciudades occidentales (Nueva York, San Francisco, Londres, Dublín) o incluso otras asiáticas. Las ventajas de analizar los costos de construcción son que las cifras se aprecian con facilidad y aporta un costo a un bien inmueble típico en cada país. La principal desventaja es que el tipo de cambio introduce “ruido” en el análisis de los costos; por ejemplo, si

una divisa es fuerte en comparación con su divisa base, los costos de construcción pareceran más onerosos de lo que realmente son.

Gráfica 12

Costo de construcción por m2



Fuente: Elaboración propia con datos de International Construction Market Survey 2018. El costo promedio de construcción es para construcción de apartamentos en edificios, bloques de oficina en zonas Premium, almacenes grandes en centros de distribución, hospitales generales, escuelas y centros comerciales. No incluye los costos del suelo e impuestos varios.

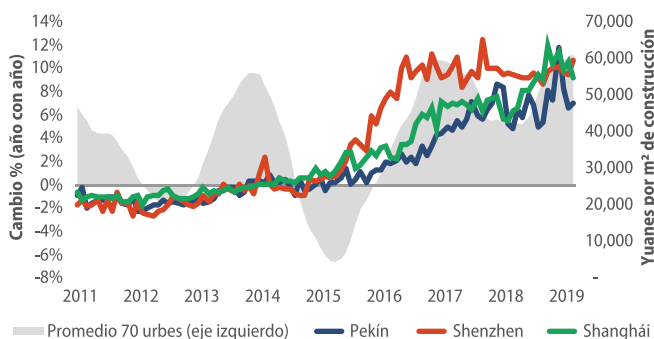
En China existe la tendencia de comprar propiedades inmobiliarias para protegerse de la devaluación proveniente de expansiones crediticias³. Hay una evidente correlación entre el crecimiento de M2 y la compra de bienes raíces que se ha impulsado en todo el país a partir de las reformas de 1978.

Los precios de los inmuebles de nueva construcción en China (un promedio de 70 ciudades) crecen a una tasa anualizada de 11.3%, un crecimiento que duplica la cifra de hace un año (5.49%). Si tomamos el tipo de cambio dólar/yuan promedio de marzo de 2019 (6.7119), se puede apreciar correctamente la burbuja inmobiliaria en las tres principales urbes chinas:

- Precio de venta promedio (yuan/m2) en Pekín (marzo, 2019): 47,887 (marzo, 2018: 41,068, **+16.6%**) o US\$7,135
- Precio de venta promedio (yuan/m2) en Shenzhen (marzo, 2019): 59,479 (marzo, 2018: 55,860, **+6.5%**) o US\$8,862
- Precio de venta promedio (yuan/m2) en Shanghái (marzo, 2019): 54,947 (marzo, 2018: 45,755, **+20.1%**) o US\$8,187

Gráfica 13

Ventas bienes inmuebles



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

³ Ver sección de Agregados monetarios.

1.4. Ventas minoristas

Las ventas minoristas crecieron US\$1.5 billones en el primer trimestre de 2019, una señal de que la ralentización de la economía aún no ha impactado totalmente en el gasto de los consumidores. El incremento de 8.7% anualizado en las ventas minoristas son buenas noticias para la economía china, en especial con una recesión global en camino y el impacto de la [guerra comercial](#) entre China y Estados Unidos. Pero no deja de ser llamativo que las ventas minoristas hayan tenido en el primer trimestre de 2019 su comienzo más débil desde 2002.

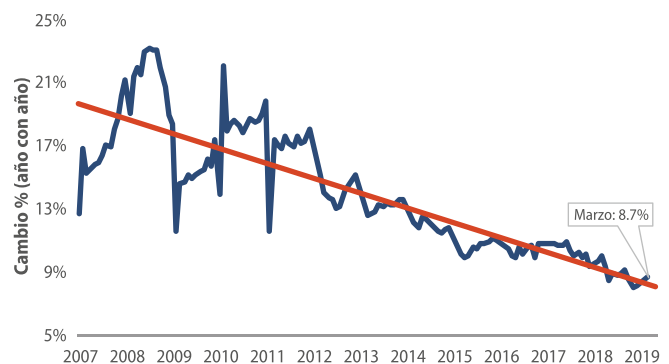
Las ventas en línea representan casi 23% del total de las ventas minoristas y alcanzaron los US\$333 mil millones en el primer trimestre de 2019. Los aumentos estuvieron concentrados en comida (24.6%), ropa (19.1%) y otras materias primas (*commodities*) (21.3%).

Más del 85% de las ventas provinieron de áreas urbanas, mientras que el 14.7% de áreas rurales, con incrementos anualizados de 8.2% y 9.2%, respectivamente.

- Cambio en las ventas minoristas (marzo, 2019): **+8.7%** (marzo, 2018: +10.1%)

Gráfica 14

Ventas al por menor



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

2. Mercado laboral

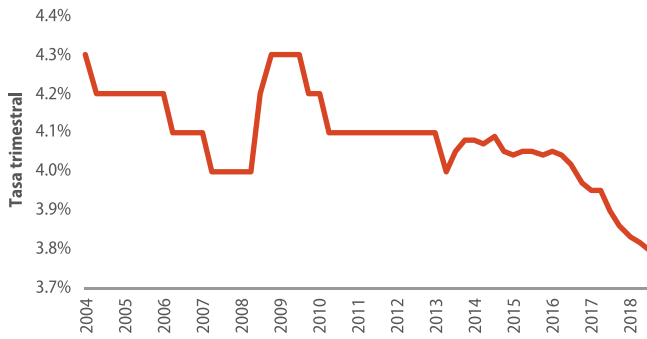
2.1. Desempleo

Los datos de desempleo que proveen los gobiernos locales también suelen ponerse en duda. La estabilidad en la tasa de desempleo, con un margen entre 4.3% (2T, 2004) y 3.8% (4T, 2018), es una fuente constante de incertidumbre para los analistas. La encuesta doméstica que publica el Instituto Nacional de Estadística de China ofrece una aproximación más razonable a la tasa de desempleo urbano. En marzo se ubicó en 5% (5.2% en febrero), una señal más de la influencia de las medidas de estímulo en la economía real.

- Cambio en el desempleo (4T, 2018): **+3.8%** (4T, 2017: +3.9%)

Gráfica 15

Desempleo (reporte oficial)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

3. Inflación y precios

3.1. Base monetaria

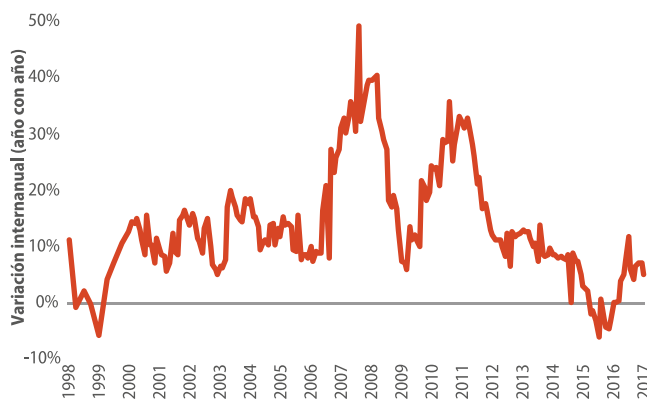
En un contexto global de tasas de interés cercanas a 0, solo dos bancos centrales han continuado con una política monetaria flexible: el Banco Popular de China y el Banco de la Reserva de la India. El banco chino continúa expandiendo la oferta monetaria. A falta de que el Banco Popular de China publique los datos de 2018, podemos inferir que el ritmo de expansión de la base monetaria será moderado en 2019, aunque las inyecciones de liquidez no cesarán. Más adelante podremos observar que la acumulación de reservas se mantiene a una tasa estable.

Según una previsión de Bloomberg Economics, el coeficiente de encaje bancario se reducirá 50 puntos base cada trimestre de 2019 o 150 puntos base hasta el fin del año. Esta cifra es conservadora en comparación con el recorte total de 250 puntos base durante el mismo período de 2018.

- Variación interanual base monetaria (junio, 2017): **+5.1%** (junio, 2016: +0.1)

Gráfica 16

Base monetaria



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

3.2. Agregados monetarios

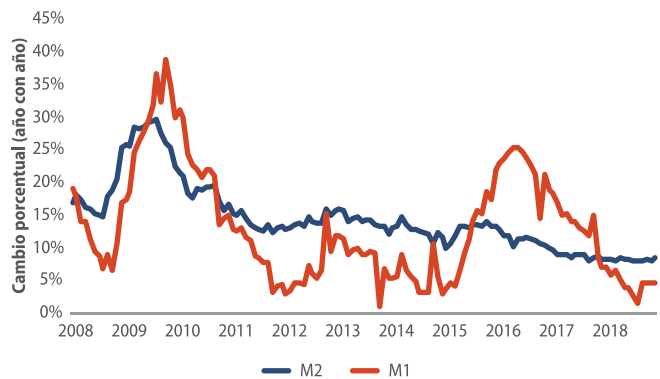
La tasa de crecimiento de M1 se mantuvo en 4.6% durante el primer trimestre de 2019, el ritmo más rápido desde mediados de 2018. M2 es una buena aproximación para conocer el nivel de inversión en el sector privado. M2 creció, en el mismo período, a una tasa de 8.6%, su ritmo más rápido desde febrero de 2018.

Como hemos mencionado en la sección del mercado inmobiliario, hay una correlación entre el crecimiento de M2 y la compra de bienes raíces. El balance de M2 era de 116 mil millones de yuanes en 1978. En el cuarto trimestre de 2018, M2 había alcanzado una cifra de 180 billones de yuanes (US\$26.6 billones), más de 1,500 veces la oferta monetaria de hace 40 años.

- Variación interanual M1 (1T, 2019): **+4.6%** (1T, 2018: +7.1%)
- Variación interanual M2 (1T, 2019): **+8.6%** (1T, 2018: +8.2%)

Gráfica 17

Agregados monetarios



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

3.3. Tasa de ahorro

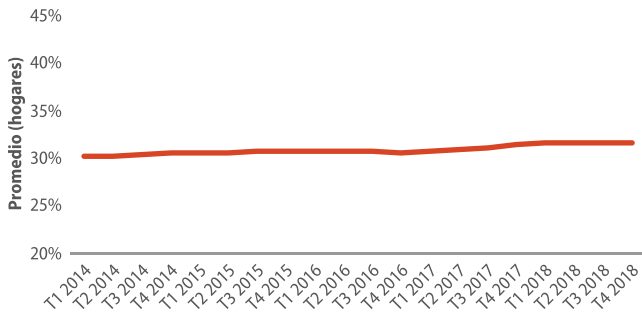
La tasa de ahorro continúa creciendo a un ritmo asombroso de 31.8%. Este es un tema cultural que se explica solo con fundamentales económicos de la ley de preferencia temporal. El gobierno, después de la reforma económica de 1978, ha impulsado diferentes tendencias enfocadas al gasto en consumo (paliar la escasez de alimentos, compra de refrigeradores, televisores a color, lavadoras, automóviles, bienes y raíces, etc.). Pero ninguna de las actuales ha conseguido menguar las cifras de ahorro de los chinos.

El ahorro no es un fenómeno exclusivo de las familias con rentas más altas. Incluso los hogares más pobres ahorran 20% de sus ingresos. Esta actitud es extraña, en especial si la comparamos con estándares occidentales, donde los contribuyentes suelen subsidiar con sus impuestos un gasto que suele exceder a los ingresos entre las familias más pobres.

- Tasa de ahorro de hogares (4T, 2018): **+31.8%** (4T, 2017: +31.6%)

Gráfica 18

Tasa de ahorro



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

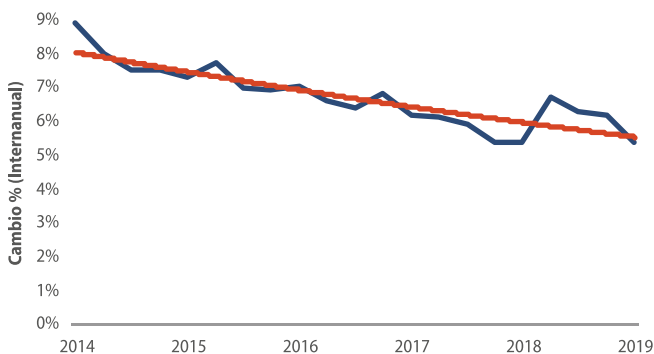
3.4. Consumo per cápita

El consumo per cápita crece debajo de la tasa del PIB real. Los consumidores chinos han comenzado a restringir sus compras desde el primer trimestre de 2018, como ya hemos visto en los gráficos de demanda de automóviles y ventas minoristas. En el informe del segundo semestre de la economía china se seguirá de cerca cuánto repunta el gasto con las medidas de estímulo que impulsa el gobierno, con especial interés en teléfonos celulares y automóviles.

- Crecimiento interanual consumo per cápita (marzo, 2019): **+5.4%** (marzo, 2018: 5.4%)

Gráfica 19

Consumo per cápita



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

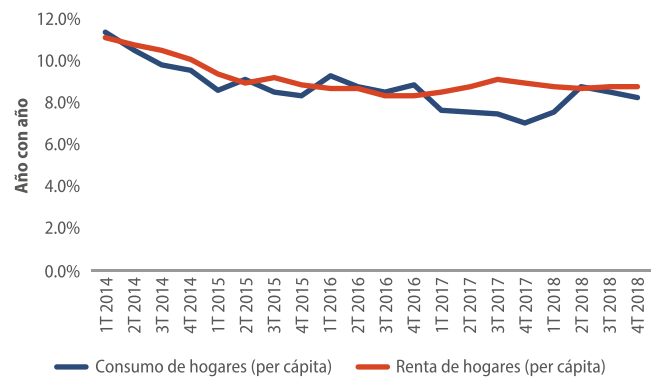
3.4.1. Crecimiento consumo versus renta (hogares)

Las bajas ventas de iPhone en China junto con una débil demanda global por teléfonos celulares y computadoras, además de la guerra comercial con Estados Unidos (el gobierno de Trump ha llegado a incluir a Huawei Technologies en la lista negra), son todos factores que han desacelerado la expansión del sector de productos electrónicos, que es uno de los principales gastos del consumidor chino. El nivel de renta de los hogares se ha mantenido estable en contraste con una ligera caída en el nivel de consumo.

- Crecimiento consumo versus renta (4T, 2018): **+8.3%** y **+8.7%** (4T, 2017: 7.1% y 9%)

Gráfica 20

Crecimiento consumo



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

3.5. Inflación

El ritmo lento en los incrementos de los precios al consumidor es un problema silente. Carece de la atención que se le presta a otros índices, como el de gestión de compras o la demanda de bienes de consumo cíclica. Esta situación tiene un carácter global y está ocurriendo en las principales economías del mundo, dado que los períodos de expansión se han prolongado y los niveles de desempleo son increíblemente bajos (el CPI en EE. UU. creció en el primer trimestre de 2019 a una tasa anualizada de 1.9%).

La inflación para el consumidor creció a una tasa interanual de 2.5% en abril, arriba del 1.5% que se reportó en febrero. Es el salto más alto en más de un año. Esto se debió a factores temporales en la demanda de alimentos (aumentos en el precio de los vegetales y la carne de cerdo). Por eso es útil rastrear la inflación subyacente (*core inflation*), que excluye el costo de los alimentos y la energía. Esta medida de inflación abstraer estos bienes y servicios porque sus precios son sumamente volátiles.

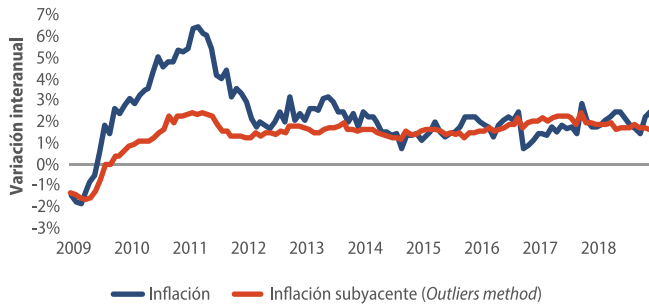
El índice de precios al consumidor (*core CPI*) suele medir la inflación subyacente en ese sentido. Bloomberg tiene una medida adicional para China (*outliers method*), que no solo remueve el precio de dichos bienes, sino además el de todos los que tengan una gran volatilidad. También es un buen predictor de la inflación futura.

La inflación subyacente se mantiene plana y crece a una tasa interanual de 1.7%.

- Variación interanual inflación (abril, 2019): **+2.5%** (abril, 2018: +1.8%)
- Variación interanual inflación subyacente (abril, 2019): **+1.7%** (abril, 2018: +2%)

Gráfica 21

Inflación



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

3.6. Índices de precios

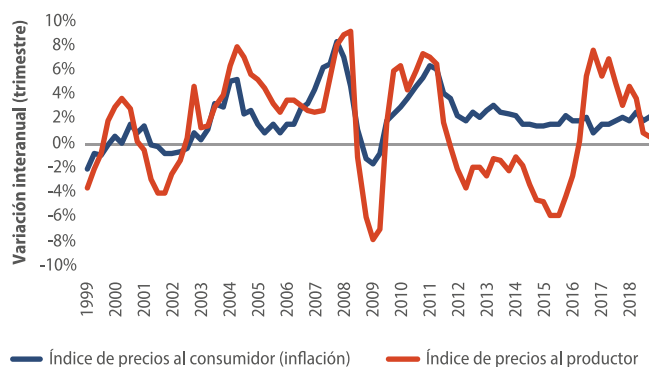
El índice de precios al productor (PPI) continúa su tendencia desinflacionaria desde mediados de 2016; alcanzó el 0.4% en marzo (coincide con las caídas sostenidas en M1 desde el mismo período). Como la inflación (CPI) estuvo impulsada principalmente por los incrementos en el precio de la carne de cerdo en lugar de un aumento general en el nivel de precios, es poco probable que el banco central abandone su política de inyectar dinero barato en el sector privado. El riesgo de deflaciones en el PPI y la incertidumbre en torno a la "guerra comercial" y la sostenibilidad del modelo económico de China son algunas de las señales que seguiremos de cerca en el segundo semestre de 2019.

Los precios de la carne de cerdo, uno de los componentes fundamentales en la canasta que mide el índice de precios al consumidor, crecieron a una tasa anualizada de 5.1% en marzo, el primer incremento después de 25 meses de caídas sostenidas. [Esta subida](#) fue la responsable sola de un aumento de 12 puntos base en el CPI.

- Variación en el CPI (1T, 2019): **+2.3%** (1T, 2018: +2.1%)
- Variación en el PPI (1T, 2019): **+0.4%** (1T, 2018: +3.1%)

Gráfica 22

Índices de precios



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

3.7. Tipo de cambio

El tipo de cambio yuan/dólar ha vuelto a depreciarse desde marzo, en especial durante la segunda quincena de mayo⁴, lo que, en el contexto de la "guerra comercial" con Estados Unidos, promete reavivar una de las críticas favoritas del presidente Donald Trump: que Pekín devalúa su moneda para beneficiar a los exportadores chinos.

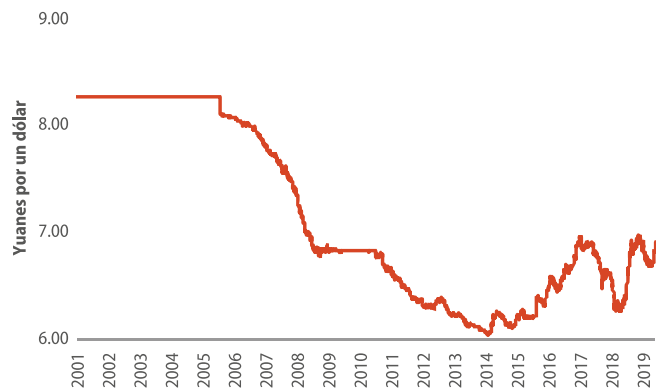
Diversos analistas coinciden en que la aproximación a los 7 yuanes por un dólar se debe más a una sensación de depresión generalizada impulsada porque la economía se desacelera y Estados Unidos aumenta sus tarifas arancelarias, pero es un hecho que este fenómeno ocurre a la mitad de las negociaciones entre ambos países.

El banco central fijó⁵ su tipo de cambio de referencia diario a un nivel [más alto](#) que el previsto por analistas, en una clara señal de que Pekín intenta reducir el ritmo de depreciación del yuan. La tasa de fluctuación que fija el banco central para el tipo de cambio es de 2% en ambas direcciones. China tiene un margen relativamente amplio dado su impresionante volumen de reservas (el mayor del mundo).

- Variación tipo de cambio yuan/dólar (promedio de mayo): **6.8146**, +6.98% (promedio de mayo, 2018: 6.3701)

Gráfica 23

Tipo de cambio (yuan/dólar)



Fuente: Elaboración propia con datos de St. Louis Fed (Reserva Federal).

3.8. Reservas monetarias

La idea de que el banco central chino ha devaluado deliberadamente el yuan para beneficiar a los exportadores, como argumenta Trump, carece de rigor si observamos que los períodos de depreciación de la moneda local coinciden con importantes caídas en el volumen general de reservas monetarias. Hay, sí, una tendencia a proteger el yuan.

⁴ El miércoles 22 de mayo el tipo de cambio alcanzó los 6.9182 yuanes por un dólar.

⁵ El lunes 20 de mayo.

Los estrictos controles de capital y la impresionante acumulación de reservas (más de US\$3 billones a marzo de 2019) son un motivo de calma para China, pero un yuan débil puede poner a prueba al gobierno de Xi. Una divisa frágil podría causar que más hogares y empresas chinas saquen dinero del país y obliguen al gobierno a depredar las reservas para defender su moneda.

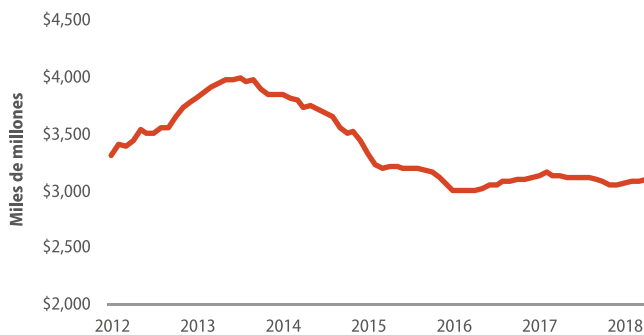
La venta masiva de dólares por parte del Banco Popular de China suele preocupar a los inversionistas y dispara el miedo en los mercados bursátiles, como ocurrió con la depreciación de la moneda en 2015. La idea es simple: Un yuan a la baja puede hacer que los consumidores gasten menos (además de que el volumen de ahorro de los chinos es asombroso) y las empresas acometan menos inversiones.

Robin Xing, el economista en jefe de Morgan Stanley para China, [ha sugerido](#) que el banco central tiene las herramientas para controlar la volatilidad en el yuan si la guerra comercial se agrava, aunque la barrera de los 7 yuanes continúa siendo una fuente principal de preocupación, ya que los inversores extranjeros podrían acelerar el ritmo de venta de acciones locales y bonos soberanos en este escenario. En cualquier caso, China parece más preocupada por mantener un tipo de cambio estable.

- Reservas monetarias, tasa anualizada (marzo, 2019): **US\$3.099 billones** (marzo, 2018: US\$3.142 billones)

Gráfica 24

Reservas monetarias (Forex)



Fuente: Elaboración propia con datos de St. Louis Fed (Reserva Federal) y Bloomberg.

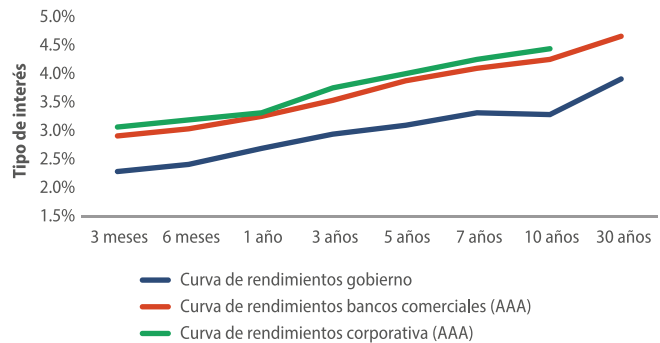
4. Crédito y deuda

4.1. Curvas de rendimientos

Las curvas de rendimientos parecen saludables debido a su pendiente positiva⁶.

Gráfica 25

Curvas de rendimientos



Fuente: Elaboración propia con datos de China Central Depository & Clearing Co., Ltd.

Mientras que en Estados Unidos se discute si una curva de rendimientos invertida es un predictor de recesiones, en China lo contrario no es sinónimo de buenas noticias necesariamente. La realidad es que la inclinación de la pendiente de la curva de tipos ha aumentado a la vez que el banco central ha inyectado liquidez en el sistema bancario por medio de un complejo sistema de flexibilidad en el crédito, haciendo que los rendimientos de corto plazo caigan.

Los rendimientos de largo plazo también se han contraído durante los últimos meses, pero a un ritmo menor que el de los rendimientos de corto plazo, lo que refleja cierta expectativa de que China reanudará su enfoque en controlar el apalancamiento financiero.

4.1.1. Diferencial curva de rendimiento bancos comerciales (bonos AAA)

El diferencial en las curvas de rendimientos ha crecido hasta los 140 puntos base (10 años-3 meses) y 100 puntos base (10-1 años) en mayo, en comparación con los 90 y 60 puntos base, respectivamente, del mismo período de 2018. Aunque la teoría dicta que una curva de rendimientos invertida (diferenciales o *spreads* negativos) predice una recesión, las caídas en los *spreads*, como se puede apreciar en el gráfico, han estado seguidos de recuperaciones inmediatas.

⁶ El gráfico muestra las curvas de rendimientos al 29 de mayo de 2019. La curva de rendimientos del gobierno incluye toda clase de bonos del Tesoro. En el sector privado, el tipo de interés de los certificados de depósito negociables, los bonos AAA de los bancos comerciales, además del papel comercial y otras formas de dinero (curva de rendimientos corporativa), también muestra una pendiente positiva.

La volatilidad en el diferencial de las curvas de rendimientos ha sido prácticamente nula durante 2019.

- Diferencial curva de rendimientos 10 años-3 meses (bonos AAA de bancos comerciales) (10 de mayo de 2019): **140 puntos base** (10 de mayo de 2018: 93 puntos base)
- Diferencial curva de rendimientos 10 años-1 año (bonos AAA de bancos comerciales) (10 de mayo de 2019): **100 puntos base** (10 de mayo de 2018: 63 puntos base)

Gráfica 26

Diferencial bonos AAA (bancos comerciales)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y China Central Depository & Clearing Co., Ltd.

4.1.2. Diferencial curva de rendimiento gobierno

El mercado de bonos en China es el tercero más grande del mundo, pero, a diferencia de otros mercados emergentes, carece de herramientas sofisticadas de cobertura (hedging) como contratos de futuros y opciones que se encuentran en abundancia en naciones con mercados financieros desarrollados, lo cual les permite a los inversionistas “intercambiar opiniones” sobre crecimiento, inflación o tasas de interés.

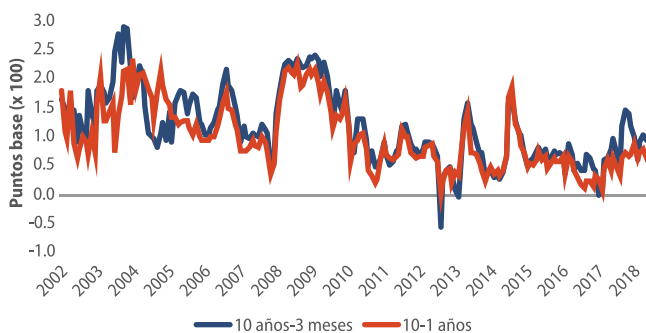
Las inversiones en las curvas de rendimientos de bonos tanto de bancos comerciales como del gobierno (2007 y 2017, por ejemplo) ha estado seguido de caídas en el ritmo de crecimiento de la economía, pero el nivel de expansión del PIB real continúa sobre el 6%. Al parecer las curvas de rendimiento en China no son tan informativas como en Estados Unidos. La información del sector manufacturero, como reseñamos anteriormente, ha reavivado la preocupación sobre una desaceleración general de la economía china.

El diferencial en las curvas de rendimientos de los bonos gubernamentales ha crecido en torno a los 110 puntos base (10 años-3 meses) y 70 puntos base (10-1 años) en mayo en comparación con los 90 y 60 puntos base, respectivamente, del mismo período de 2018.

- Diferencial curva de rendimientos 10 años-3 meses (bonos del gobierno) (10 de mayo de 2019): **110 puntos base** (10 de mayo de 2018: 90 puntos base)
- Diferencial curva de rendimientos 10 años-1 año (bonos del gobierno) (10 de mayo de 2019): **70 puntos base** (10 de mayo de 2018: 60 puntos base)

Gráfica 27

Diferencial bonos (gobierno)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y China Central Depository & Clearing Co., Ltd.

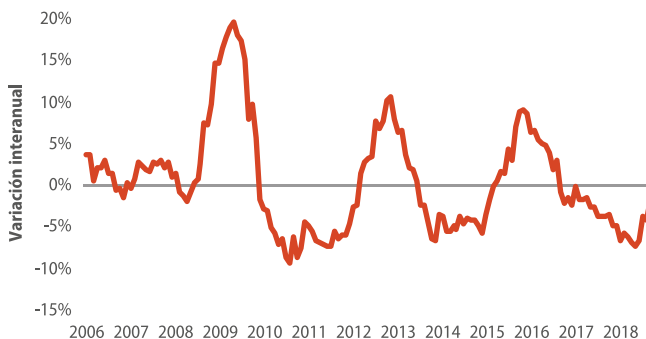
4.2. Expansión del crédito

El decrecimiento de nuevo crédito continuó desacelerándose en abril a un ritmo menor que el esperado por analistas después de la expansión récord del primer trimestre, lo que refleja la débil expansión de la economía china que ya hemos mencionado. El financiamiento agregado en abril fue de 1.36 billones de yuanes (US\$200 mil millones) en comparación con los 2.9 billones de yuanes de marzo. La estimación de Bloomberg para abril era de 1.65 billones de yuanes. La tasa de crecimiento de marzo fue 1.8% menor que en el mismo período de 2018.

- Crecimiento nuevo crédito (marzo, 2019): **-1.8%** (marzo, 2018: -3.75%)

Gráfica 28

Expansión nuevo crédito



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

4.3. Préstamos en mora (bancos corporativos)

La tasa de préstamos en mora (impagos del interés mayores a 90 días e incertidumbre en torno al repago del principal) se desaceleró ligeramente en el último trimestre de 2018 por primera vez en seis años. A falta de información oficial sobre el primer trimestre de 2019, parece que la petición de la Comisión Reguladora de Seguros y Bancos de China de reclasificar los préstamos corporativos en mora de más de 60 días (en lugar de 90 días) como improductivos ha sido acatada por los bancos privados. Especialistas aseveran que esta modificación se reflejará en un aumento de 50 a 70 millones de yuanes en el balance de los bancos.

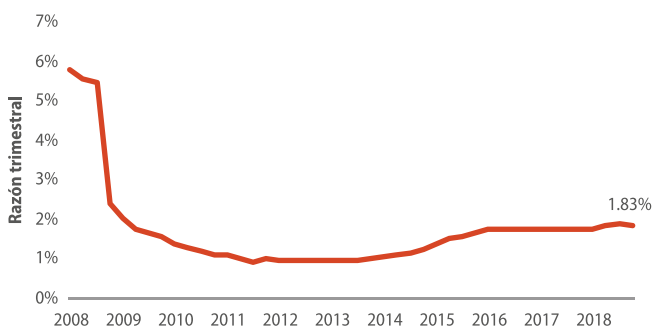
El gobierno chino ha instado a los bancos privados durante los últimos meses a tomar mejores decisiones para emitir préstamos. El reto para las autoridades es conseguir que el crédito no deje de fluir y controlar el ritmo de crecimiento de la deuda improductiva en el marco de las sanciones comerciales de Estados Unidos.

El problema es el volumen. Los bancos chinos tienen en sus balances préstamos en mora por más de 2 billones de yuanes (US\$295 mil millones) después de haber inundado el sistema financiero con crédito barato durante años para incentivar el crecimiento económico. La evidencia es tajante: La tasa de préstamos en mora (al menos desde 2012) aumentaba mientras el crecimiento del PIB real se desaceleraba.

- Tasa de préstamos en mora (4T, 2018): **+1.83%** (4T, 2017: +1.74%)

Gráfica 29

Préstamos en mora



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

4.4. Retrasos en pagos de bonos

Los retrasos en los pagos de bonos alcanzaron cifras récord en 2018. Pero este año parece que será peor. La acumulación de impagos por 39.2 mil millones de yuanes (US\$5.8 mil millones) en bonos domésticos durante los primeros cuatro meses del año (3.4 veces el total del mismo período de 2018)

evidencia la tendencia de que, a menos que algo cambie (y no hay señales de que ocurra), 2019 fijará un récord en este indicador.

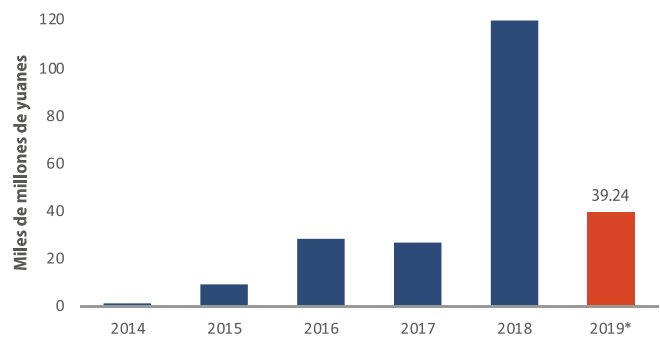
En 2018 los impagos se concentraron en el segundo semestre, lo que incrementa las preocupaciones sobre el crecimiento de las demoras en un mercado cuyo valor total asciende a los US\$13 billones. China es contradictoria. Aunque el gobierno ha mostrado su preocupación por contener el nivel de apalancamiento del sector privado, no ha dejado de presionar a los bancos a facilitar más crédito, en especial a las compañías pequeñas y medianas. El gobierno de Xi Jinping no ha abandonado la tarea de reducir el sistema de banca en la sombra (*shadow-banking*), donde la regulación es menor y la probabilidad de acumular un nivel de apalancamiento insostenible es mayor.

En el informe del segundo semestre seguiremos de cerca el nivel de impago en bonos, cuyo crecimiento acelerado comenzó en el último trimestre de 2017. Los datos de 2016 reflejan más un intento de China por reducir el nivel de sobrecapacidad industrial y su impactos en los mercados crediticios.

- Nivel de impago (primeros cuatro meses de 2019): **39.2 mil millones de yuanes** (mismo período de 2018: 11.5 mil millones de yuanes)

Gráfica 30

Impago en bonos



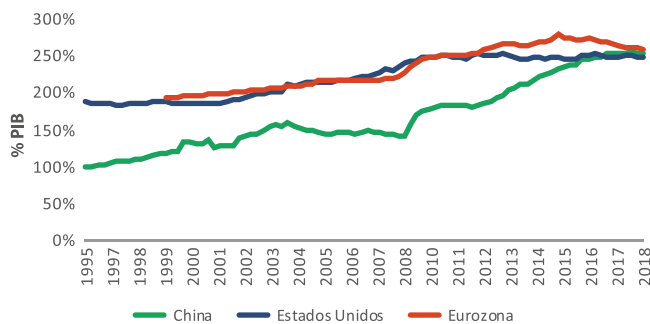
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg. * La información de 2019 es de los primeros cuatro meses del año.

4.5. Crédito al sector no financiero

El crecimiento del crédito al sector no financiero (excluido el gobierno) como porcentaje del PIB continúa estable desde el primer trimestre de 2017. Los datos más recientes son del tercer trimestre de 2018. Podría haber problemas con un endeudamiento tan grande si el crédito como % del PIB continúa aumentando, pese a que el de Estados Unidos (249.8%, al 4T de 2018) se ha mantenido prácticamente estancando durante los últimos 10 años y el de la Eurozona (258.2%, al 4T de 2018) no ha dejado de caer desde el primer trimestre de 2014.

Gráfica 31

Crédito sector no financiero (i)

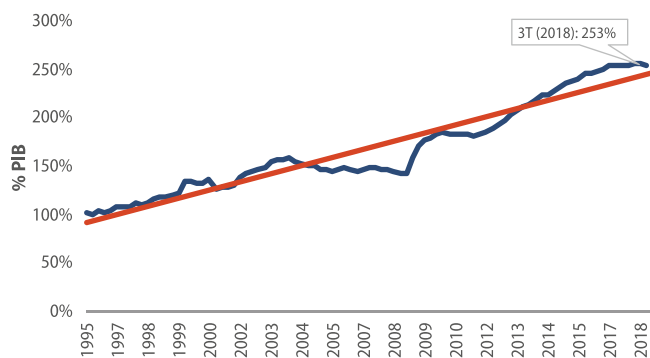


Fuente: Elaboración propia con datos de Bank for International Settlements.

- Crédito al sector no financiero (4T, 2018): **254% del PIB** (4T, 2017: 253.4% del PIB)

Gráfica 32

Crédito sector no financiero (solo China)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bank for International Settlements.

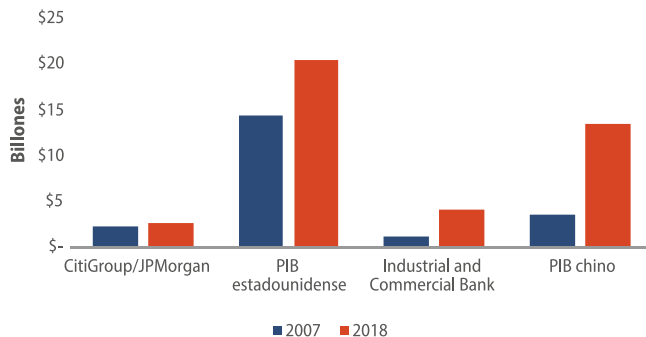
4.6. Deuda

La década del desapalancamiento global (2010-2019) no ha sido lo que se esperaba, en especial después de la Gran Recesión. Hace una década el mundo desarrollado alcanzó una crisis financiera nunca antes vista. En 2007 todo el mundo informado sabía que los niveles de deuda eran muy altos. En Estados Unidos, la deuda de hogares como porcentaje del PIB alcanzaba casi el 100% y la tasa de ahorro alcanzaba mínimos históricos cercanos al 3%. Sin embargo, nadie pareció prestar mayor atención a estas señales de alarma. Luego vinieron los rescates masivos de los gobiernos. El resto es historia.

Las corporaciones financieras más grandes tanto en Estados Unidos como en China están en una situación prácticamente idéntica a la de 2007. El PIB estadounidense es 7 y 8 veces más grande que el total de los activos de los bancos más grandes en 2007 y 2018, respectivamente. En el caso de China, el PIB es en ambos años mayor por un factor de 3.

Gráfica 33

Apalancamiento bancario



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg Economics. En el caso de Estados Unidos, CitiGroup era el banco más grande en 2007. Hoy (2018) lo es JPMorgan.

En un contexto global, China parece estar en una situación relativamente estable. Ahora procedemos a analizar que el ritmo de crecimiento de la deuda tanto de hogares como corporativa se ha acelerado.

4.6.1. Deuda por sectores

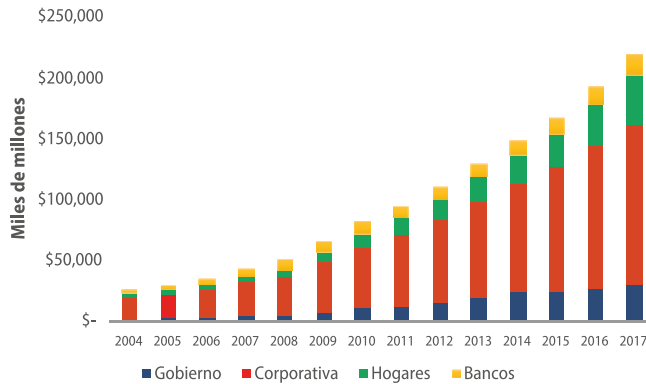
Antes de la Gran Recesión, China había conseguido financiar su crecimiento económico sin endeudarse excesivamente. La salud de su superávit comercial y, por ende, los inmensos flujos que provenían de las exportaciones cumplían la tarea. Esto también hizo que más de 100 millones de chinos ingresaran en la clase media en una década. La deuda por hogares llegó a ser apenas el 17.8% del PIB. Este número casi se ha triplicado y ahora alcanza, según los datos más recientes, el 48.97% del PIB. La realidad es que, a falta de conocer la información de 2018, debemos estar en un escenario superior al 50% del PIB. Unas cifras de crecimiento de la deuda parecidas a las que observamos en Estados Unidos hace una década.

Primero analicemos el volumen general de deuda expresada en miles de millones de dólares, según el reporte de Bloomberg Economics:

- Deuda gobierno (2017): **US\$29,950** (2016: US\$27,323)
- Deuda corporativa (2017): **US\$132,574** (2016: US\$117,926)
- Deuda hogares (2017): **US\$40,504** (2016: US\$33,361)
- Deuda bancos (2017): **US\$16,857** (2016: US\$14,250)

Gráfica 34

Deuda por sector



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

4.6.2. Deuda como porcentaje del PIB

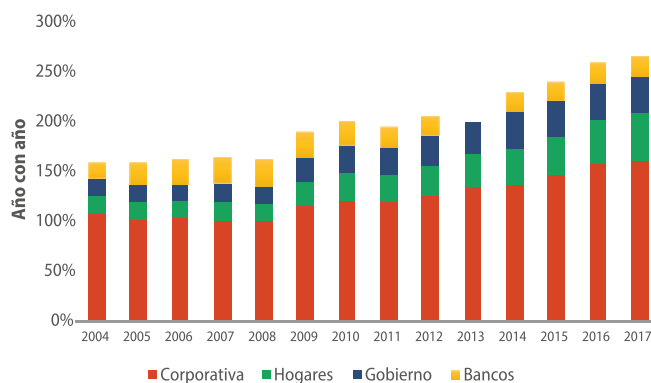
Se ha demostrado, en palabras de Hyman Minsky, que un rápido crecimiento en la deuda es con certeza el prelude de una crisis financiera. El crecimiento de la deuda como porcentaje del PIB en China preocupa en un escenario global junto con la inminente recesión que se avecina en Estados Unidos.

En el sector corporativo la tendencia es creciente. Una gran cantidad de compañías de este sector son empresas estatales. Su contabilidad es opaca y dudosa. ¿Pero cuál es la deuda real del gobierno chino? Los datos oficiales muestran una tendencia estable en la supuesta deuda del gobierno, en especial si se contabilizan las enormes reservas que ya hemos analizado.

- Deuda gobierno % PIB (2017): **36.2%** (2016: 36.2%)
- Deuda corporativa % PIB (2017): **160.3%** (2016: 158.0%)
- Deuda hogares % PIB (2017): **48.9%** (2016: 44.7%)
- Deuda bancos % PIB (2017): **20.4%** (2016: 19.1%)

Gráfica 35

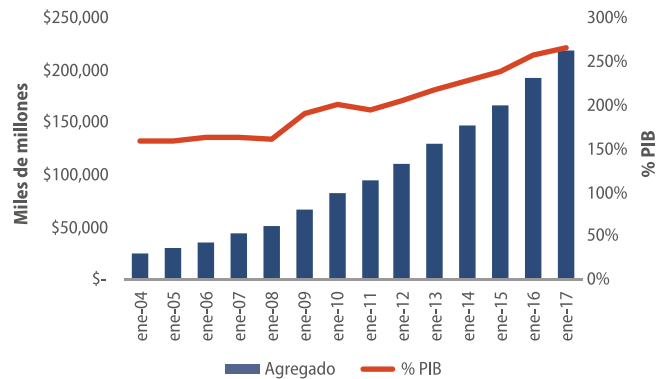
Deuda % PIB



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Gráfica 36

Deuda total



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

4.6.3. Deuda cerca de vencimiento

La deuda cerca de vencimiento (menor a 12 meses) en China está compuesta principalmente por préstamos bancarios de corto plazo y papel comercial emitido por empresas privadas. La necesidad de las corporaciones chinas de refinanciarse en el corto plazo se mantiene en los elevados niveles que alcanzó desde el primer trimestre de 2015.

- Deuda corto plazo (mayo, 2019): **US\$693 mil millones** (mayo 2018: US\$635 mil millones)

Gráfica 37

Deuda corto plazo (12 meses)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

5. Comercio

5.1. Balanza de pagos por cuenta corriente

China tiene un superávit comercial con el mundo. Sin embargo, su superávit ha disminuido durante los últimos años. El volumen inmenso de exportaciones del cual se ha beneficiado China, incluso después de la Gran Recesión, se ha desacelerado durante los últimos años. La balanza de pagos por cuenta corriente evidencia cómo el país asiático fue acrecentando su posición como acreedor neto respecto del resto del mundo antes de 2008, proveyendo recursos en abundancia a sus socios comerciales.

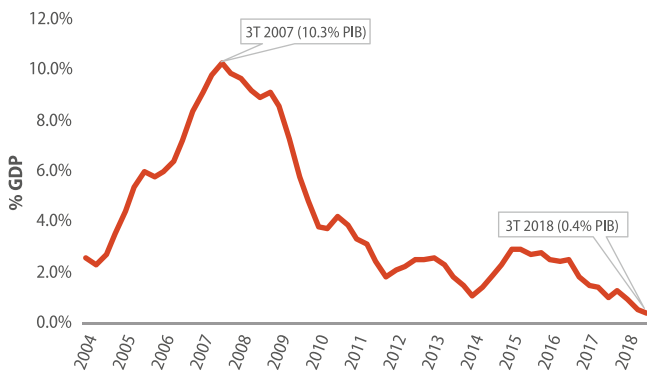
Para entender en contexto la cuenta corriente se debe hacer una mención también a la cuenta de capitales, que recoge la inversión extranjera, tanto la directa como otros tipos de financiación, entrante y saliente. Los frutos de ese capital invertido son repatriaciones de capital, que se contabilizan en la balanza primaria de la cuenta corriente. El déficit que alcanzó la balanza de pagos por cuenta corriente en el primer trimestre de 2018 se debió más a una caída en el nivel de exportaciones de bienes (US\$51.7 mil millones) en comparación con el mismo período del año anterior (US\$82.31 mil millones) que a la repatriación de capital (US\$-9.7 mil millones en el 1T en 2018 y US\$-400 millones en el 1T de 2017).

Sin embargo, el Congreso chino aprobó recientemente [una ley para promover la inversión foránea](#), que entrará en vigor el 1 de enero de 2020, para supuestamente garantizar un entorno económico que favorezca la atracción de capital extranjero.

- Balanza de pagos por cuenta corriente como % PIB (3T, 2018): **+0.4%** (3T, 2019: 1.0%)

Gráfica 38

Cuenta corriente



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

5.2. La crisis bilateral China-Estados Unidos

La “guerra comercial” entre China y Estados Unidos es producto de interpretaciones distintas sobre los datos de la balanza comercial bilateral entre ambas economías. Por un lado, el presidente Donald Trump ha impulsado una serie de tarifas y recientemente hizo ingresar a Huawei Technologies en una lista negra de compañías vetadas por su supuesta actividad fraudulenta. Por otro lado, el presidente Xi Jinping ha contraatacado con más tarifas, aunque ha sido noticia que Pekín ha reculado y ha prometido –al menos en conversaciones privadas– reducir el superávit comercial con Estados Unidos⁷. La pregunta lógica es si una posición de acreedor neto (superávit comercial) es sinónimo de algo malo o bueno.

⁷ Ver artículo: <https://trends.ufm.edu/articulo/china-revier-ta-superavit-comercial-estados-unidos/>.

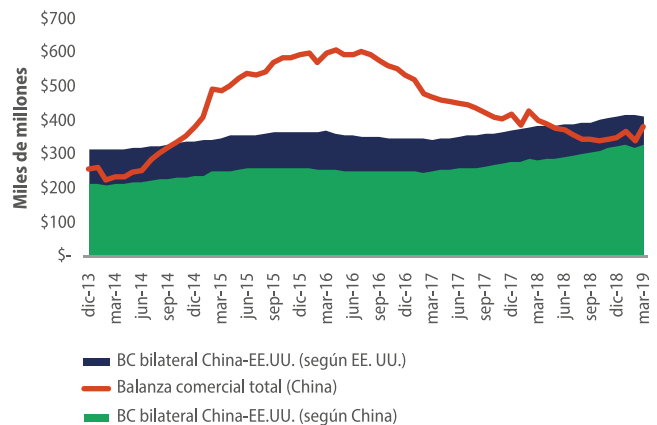
El superávit comercial de China con Estados Unidos es, según China, US\$84 mil millones menor que el que reporta el país norteamericano. Ambos reportes muestran tendencias crecientes. Estados Unidos reportó el máximo déficit comercial de su historia con China en enero de 2019, cuando la cifra ascendió a más de US\$419 mil millones, lo que también coincidió con un máximo en los números que reporta China (US\$329 mil millones). El superávit comercial de China ha sido el principal argumento de Trump para justificar los aranceles de importación.

Para el presidente Trump solo hay una métrica que mide si Estados Unidos está “ganando” o “perdiendo” la batalla comercial con China: la balanza comercial bilateral. En general, parece haber una relación entre la guerra comercial que libran ambos países y la desaceleración de la economía china.

- Superávit comercial total China (1T, 2019): **US\$382.5 mil millones** (1T, 2018: US\$403.8 mil millones)
- Superávit comercial China-EEUU (según China) (1T, 2019): **US\$328 mil millones** (1T, 2018: US\$286 mil millones)
- Superávit comercial China-EEUU (según EEUU) (1T, 2019): **US\$413 mil millones** (1T, 2018: US\$386 mil millones)

Gráfica 39

Balanza comercial (China y EE. UU.)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Una aproximación a los datos de la balanza comercial refleja que ha habido una desaceleración en el déficit por cuenta corriente en el rubro exclusivo de bienes. De enero (US\$39 mil millones en déficit) a marzo de 2019 (US\$28 mil millones) hemos apreciado el recorte más pronunciado en uno de los componentes del déficit por cuenta corriente en tres años. En nuestro siguiente reporte sobre la economía china seguiremos de cerca los efectos de la “guerra comercial” entre ambas naciones.

5.3. Flujo de capitales

China se ha resistido durante años a abrirse a los mercados financieros internacionales. Pero [las recientes reformas](#) a los límites en los volúmenes de inversión a los que tienen acceso los extranjeros (más de US\$300 mil millones) en materia de acciones, bonos y otros productos financieros, además de los cambios en las reglas del juego a comienzos de 2019 para permitir [el acceso](#) a prácticamente todas las áreas de los mercados de capitales locales, reflejan un apetito inmenso por “gasolina” para sostener el modelo de crecimiento.

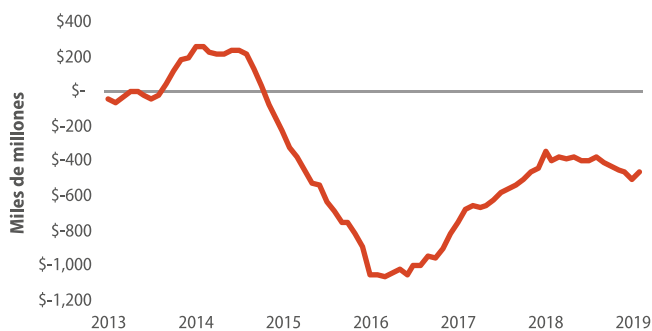
Los recientes cambios son lógicos. Cuando un modelo económico depende de la acumulación de capital, el aplanamiento de los flujos entrantes netos complica la idea de crecimiento futuro. La realidad es que las autoridades en China no parece que estén tomando estas medidas en función de la teoría económica ortodoxa sobre los beneficios de la inversión extranjera o efectos *spillover*. Más bien escogen que el dinero continúe fluyendo. Las salidas de capital, que alcanzaron máximos en marzo de 2016 (US\$1.07 billones), es una fuente de preocupación para las autoridades chinas.

Aunque parezca contradictorio, en especial para una economía que crecía a un ritmo muy fuerte hasta hace muy poco, China enfrenta una creciente escasez de capital debido a las bajas tasas en el retorno por inversión. El país asiático afronta problemas para acumular capital por su escasa apertura a los mercados internacionales, en especial en comparación con otras economías desarrolladas. Esta tendencia parece que ha comenzado a revertirse desde 2017. El impresionante nivel de ahorro ha cubierto por ahora el problema.

- Flujos de capital anual (febrero, 2019): **US\$-462 mil millones** (febrero, 2018: US\$-400 mil millones)

Gráfica 40

Flujos de capital netos



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

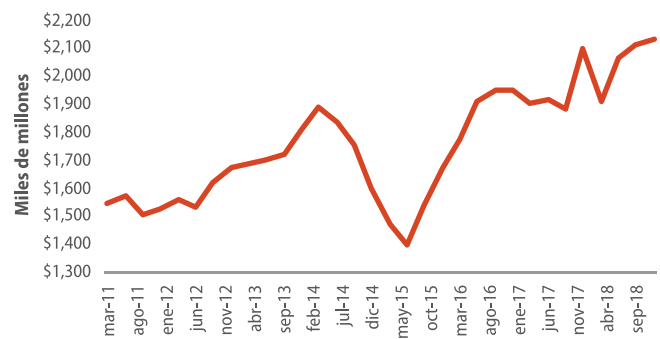
5.4. Posición financiera internacional

La posición financiera internacional de China se encuentra en máximos históricos (US\$2.1 billones). Los datos más recientes son del cuarto trimestre de 2018. Una posición financiera internacional positiva refleja que el stock de los activos extranjeros es mayor a sus pasivos (también externos). El nivel de reservas internacionales es la principal causa de la situación neta positiva.

- Posición financiera internacional (diciembre, 2018): **US\$2.1 billones** (diciembre, 2017: US\$2.1 billones)

Gráfica 41

Posición financiera internacional



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

UFM MARKET  TRENDS