



INFORME SEMESTRAL

CHINA

China ajusta su ritmo de crecimiento; el pánico por el coronavirus noquea a la industria manufacturera

ENERO - JUNIO 2020

Autor: Diego Enrique Santizo

trends.ufm.edu

S1 2020 CN

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

CHINA

INDICADOR

INDICADOR

Actividad económica

El PIB creció a un ritmo de +6,0% en el cuarto trimestre de 2019, dentro del nuevo rango ajustado para 2020 (6,0%-6,5%). El estancamiento chino ya es una realidad

Li Keqiang

La nueva meta de crecimiento se ajusta más a la realidad china, con el índice Li Keqiang en el cierre de 2019 a +7,6%

Demanda de bienes de consumo duradero

Desaceleración evidente en la demanda de automóviles (-0,8%) y en las peticiones de nueva construcción de inmuebles (Tier 1). El subíndice de la actividad de construcción del PMI se desploma

Índices de gestión de compras

Todos los indicadores del PMI, salvo uno, se contraen hasta 20 puntos debajo de la frontera de expansión. El pánico por el brote del coronavirus golpea a la manufactura peor que la crisis financiera de 2008

Retail

Las ventas minoristas se desaceleran a un ritmo de 1% anual, cerrando el año a una tasa de +8,0%. El consumo se ve golpeado por el crecimiento en la deuda de hogares

Inflación

El ritmo de crecimiento del IPC alcanza máximos desde 2012 (+4,5%). Aumentos de corto plazo en precios de carne de cerdo son principal causa. La inflación subyacente crece a +1,4%

Curvas de rendimientos

El spread del bono a 10 años y la nota a 3 meses continúa sano. El mercado SHIBOR parece ser un jugador más importante por necesidad de liquidez de corto plazo

Oferta monetaria

M2 se desacelera por caídas en la demanda de nueva construcción para vivienda y compra de automóviles, a un ritmo de +8,7% en diciembre

Financiamiento

Los impagos de bonos corporativos alcanzan niveles récord, con una tasa de +7,2% para sumar 130.7 mil millones de yuanes

Mercado financiero

El rendimiento de los últimos 10 años del fondo cotizable de Shanghai es negativo (-6,9%), el peor de las bolsas más grandes del mundo (Nasdaq: +295,4%)

Deuda

Preocupan niveles de deuda corporativa, repuntes históricos en el shadow banking. Casi 18% de la industria privada pierde dinero. La deuda de hogares crece también

Balanza comercial

La situación comercial de China con el mundo cambia. El superávit comercial como % del PIB es de 1,4%, muy lejos de los niveles récord. El superávit con EE, UU, se estrecha y cierra en US\$428,5 mil millones

Déficit fiscal

El déficit de 2019 cerró con la impresionante cifra de 4,9% del PIB

Panorama general

La desaceleración de casi todos los índices económicos en China esconde altos niveles de estrés financiero, una deuda corporativa creciente, un superávit comercial con el mundo más estrecho. El pánico por la epidemia de coronavirus desploma todos los índices de PMI. Apenas 30% de las pymes están en funcionamiento. Estas representan 80% de la fuerza laboral y 60% del PIB



1. Actividad económica

1.1 PIB

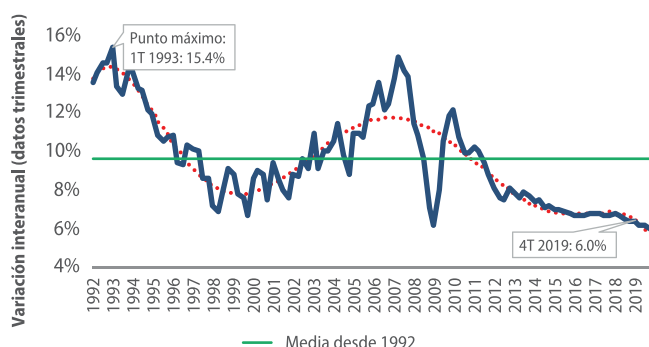
1.1.1. PIB real en 2019

El crecimiento del producto interno bruto (PIB) en términos reales¹ fue de +6.0% en el cuarto trimestre de 2019, su nivel más bajo desde 1T, 1992, cuando China comenzó a reportar información trimestral. El crecimiento del 4T coincide con la meta de crecimiento base (+6.0%) que Pekín fijó para 2019². La expectativa de crecimiento total es de +6.1%, su nivel más bajo desde 1990 (3.9%). El PIB en términos reales ha crecido a una media de +9.6% desde 1992. Este ritmo aún es positivo para un país de renta media con un PIB per cápita de US\$10 mil 263.74³, el punto máximo de la renta en China desde que se comenzó a medir en 1957.

- PIB real (4T, 2019): +6.0% (4T, 2018: +6.5%)
- PIB real Pekín (4T, 2019): +6.2% (4T, 2018: +6.7%)
- PIB real Shanghái (4T, 2019): +6.0% (4T, 2018: +6.6%)

Gráfica 1

PIB real



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

China se ha convertido en una economía de servicios desde 2002. El sector ahora representa 60% del PIB nacional.

- Industria materias primas: 4T, 2019: +3.4% (4T, 2018: +3.5%)
- Industria manufactura: 4T, 2019: +5.8% (4T, 2018: +5.8%)
- Industria servicios: 4T, 2019: +6.6% (4T, 2018: +7.8%)

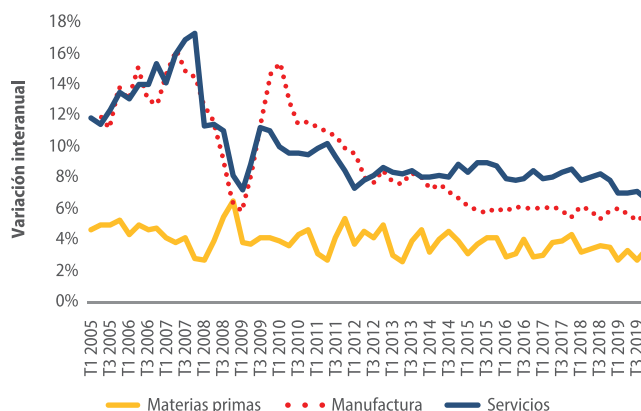
¹ El PIB que reporto está medido desde la perspectiva de la industria (*output-based GDP*). Es la suma del valor agregado bruto (*output* menos consumo intermedio) de todos los sectores industriales y de servicios de la economía, más impuestos, menos subsidios. Las series temporales 2011-2015 están calculadas con precios constantes 2010; los datos desde el 1T, 2016 usan de base precios constantes 2015. El Instituto Nacional de Estadística de China lleva a cabo una contabilidad opaca y confusa de las series históricas. De 2011 hacia atrás los valores están en diferentes años base.

² Consultar inciso 1.1.3.

³ Consultar: <https://www.ceicdata.com/en/china/gdp-by-industry-currency-price-annual/gdp-per-capita-usd>

Gráfica 2

Crecimiento PIB por industria

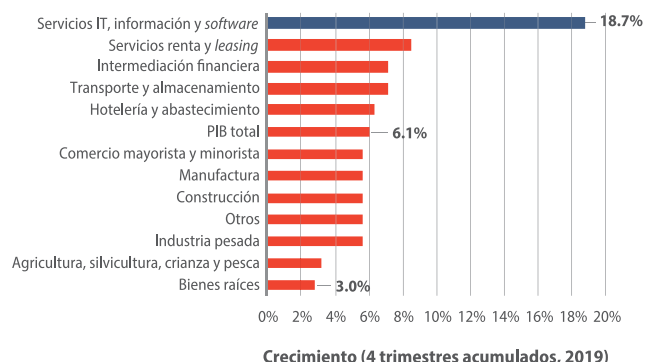


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Si analizamos el PIB por sectores, se aprecia que los servicios asociados a la tecnología de la información (IT) y *software* crecen a un ritmo acelerado, triplicando el crecimiento del PIB total. Le siguen de lejos los servicios de renta y *leasing*, en boga estos últimos después del repunte de nuevas órdenes de vehículos automóviles, pese a que las ventas se mantienen en niveles mínimos. Construcción, manufactura e industria pesada continúan creciendo a un ritmo cercano al PIB total.

Gráfica 3

Zoom PIB industria



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

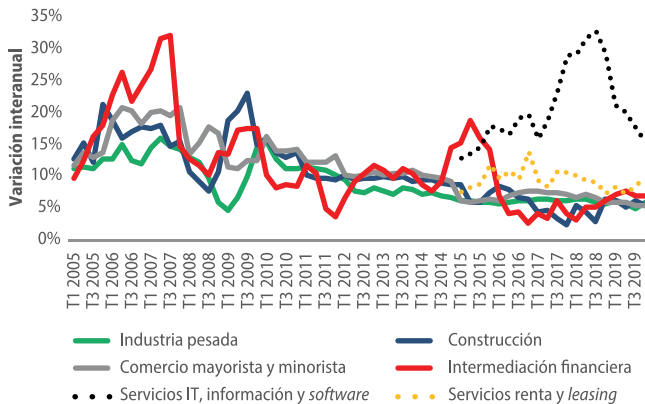
Si analizamos el comportamiento de los sectores de la actividad económica desde 2005 podemos apreciar cómo la intermediación financiera ha cedido su lugar a los servicios de IT y *software*, y renta y *leasing*, que comenzaron a reportarse desde 2015. Actividades capital-intensivas como las de construcción, industria pesada y manufactura en general crecen a un ritmo moderado desde hace cinco años.

- PIB Industria pesada 4T, 2019: +5.9% (4T, 2018: +5.7%)
- PIB Construcción 4T, 2019: +5.3% (4T, 2018: +6.4%)
- PIB Comercio mayorista y minorista 4T, 2019: +5.4% (4T, 2018: +5.9%)

- PIB Intermediación financiera 4T, 2019: +7.0% (4T, 2018: +6.2%)
- PIB Servicios IT y *software* 4T, 2019: +15.6% (4T, 2018: +29.1%)
- PIB servicios renta y *leasing* 4T, 2019: +9.9% (4T, 2018: +7.3%)

Gráfica 4

PIB sectores mayor crecimiento

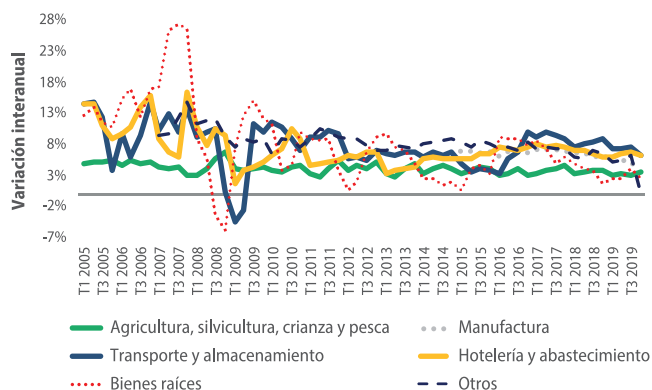


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

- PIB Agricultura, silvicultura, crianza y pesca 4T, 2019: +3.5% (4T, 2018: +3.7%)
- PIB Manufactura 4T, 2019: +5.9% (4T, 2018: +5.7%)
- PIB Transporte y almacenamiento 4T, 2019: +6.3% (4T, 2018: +8.8%)
- PIB Hotelaría y abastecimiento 4T, 2019: +6.2% (4T, 2018: +6.1%)
- PIB Bienes raíces 4T, 2019: +2.5% (4T, 2018: +1.8%)

Gráfica 5

PIB sectores menor crecimiento



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

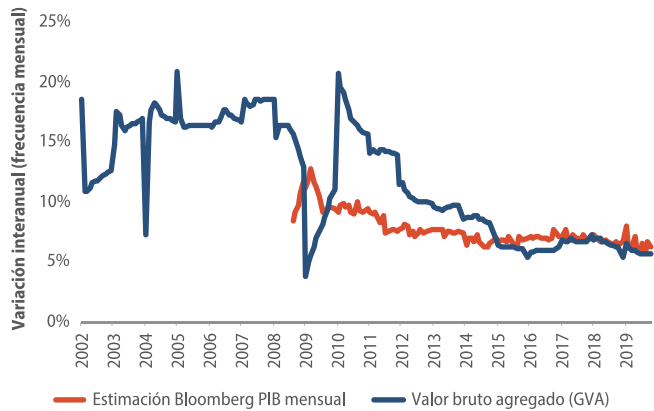
1.1.2. Otras mediciones de output

El GVA (*Gross Value Added*) es una forma de ajustar la variación del PIB. Es el *output* de un país menos el consumo intermedio o la diferencia entre el *output* bruto y neto. La fórmula es PIB + subsidios a todo tipo de productos – impuestos a todo tipo de productos. La desaceleración de la economía china es evidente desde el segundo trimestre de 2019.

- GVA diciembre, 2019: +5.7% (dic., 2018: +6.2%)

Gráfica 6

Valor agregado bruto (GVA)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

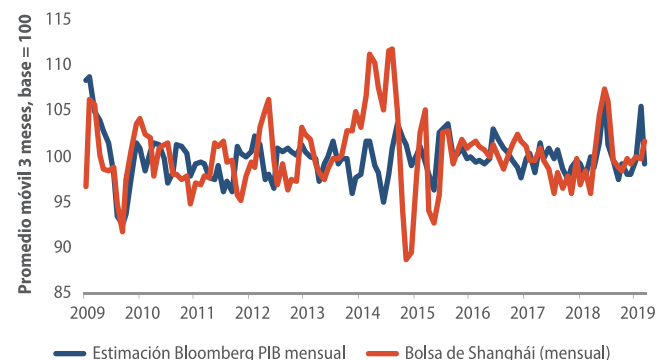
El comportamiento del índice compuesto de Shanghai es menos volátil que el estimador de actividad económica. Hay menos dispersión que en los estimadores de PIB. El 2019 fue un buen año para el mercado de valores (ver sección 4.1). Al cierre de 2019 había enlistadas mil 490 compañías, con utilidades brutas por US\$2.5 billones y utilidades netas por US\$250 mil millones⁴.

Tabla 1

Índice SSE (millardos)	Clase A	Clase B
Capitalización de mercado	\$ 50,835.92	\$ 116.60
Capitalización de mercado flotante	\$ 43,983.61	\$ 116.60
Renovaciones	\$ 335.10	\$ 0.13

Gráfica 7

Bolsa Shanghai y PIB mensual



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg⁵.

⁴ El índice SSE está compuesto de acciones comunes clase A y clase B. Las clases A están emitidas por compañías enlistadas en la China continental y transadas exclusivamente en yuanes. Las clases B son acciones especiales, denominadas en moneda local pero transadas en divisas extranjeras, aunque son emitidas por empresas enlistadas en China y dominadas mayoritariamente por inversionistas extranjeros.

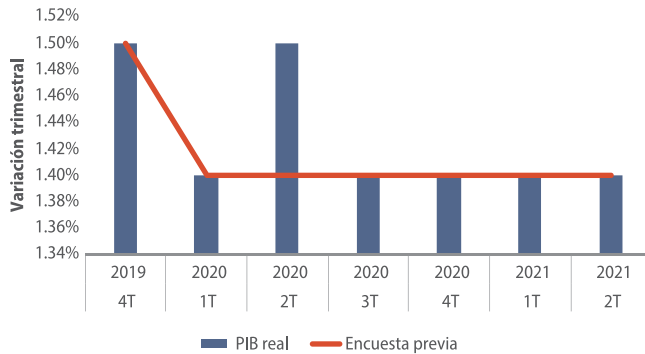
⁵ La variación interanual del PIB real está estandarizada con una base 100 para compararla con la del SSE.

1.1.3. Pronósticos PIB

Según Bloomberg, la economía china habrá crecido a un ritmo de +6.1% en 2019 y crecerá +5.9% en 2020 y +5.8% en 2021⁶. El Fondo Monetario Internacional coincide con la estimación de Bloomberg para 2019 y corrige su expectativa de crecimiento económico para 2020 de +6.0% a +5.8%⁷. En términos trimestrales, el pronóstico para el 4T, 2019 permanece en +1.5% y el de 1T, 2020 también se mantiene en +1.4%.

Gráfica 8

Pronósticos PIB trimestral



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

El PIB asiático se mantendrá casi idéntico: +5.1% en 2020 (0.3 puntos porcentuales menos que la proyección de abril, 2019). La desaceleración del crecimiento económico en Asia es más grande que la media global, en especial en inversión y comercio. China sola representa el 39% del crecimiento global, seguido de la India (16%) y ASEAN-5⁸(10%).

El nuevo objetivo de crecimiento se conocerá en la reunión de marzo. Es un secreto a voces que el Partido Comunista oficializará el objetivo de crecimiento a +6.0% para 2020 en comparación con el rango de 6%-6.5% que fijó en marzo para 2019.

1.2. Indicadores alternativos

Aunque China siempre ha cumplido con sus metas de crecimiento, la opacidad de las cuentas nacionales obliga a buscar otros estimadores del ciclo económico.

1.2.1. Consumo de energía

El consumo de energía crece debajo de la estimación mensual del PIB. El impacto en el segundo semestre es evidente.

⁶ Los resultados de Bloomberg News, tanto anuales totales como trimestrales, están basados en una encuesta de 67 economistas, dirigida del 9 al 18 de diciembre. Se utilizan medianas para la estimación.

⁷ La comparación es con el dato anterior, de abril 2019. Consultar informe del FMI: https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/10/18/na102319-prolonged-uncertainty-weighs-on-asias-economy?mo-d=article_inline.

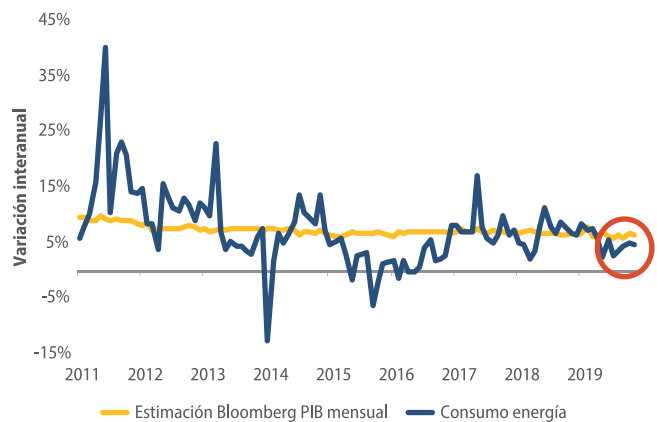
⁸ El bloque está integrado por Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia.

El consumo de energía crece debajo de la estimación mensual del PIB. El impacto en el segundo semestre es evidente. La desaceleración en el consumo de energía refrenda la caída a su vez de la industria manufacturera. El consumo de energía ha crecido por debajo de la medición general de la actividad económica durante dos terceras partes de los últimos dos años, lo que explica en gran parte los ajustes del gobierno chino a los objetivos de crecimiento (ver 1.1.3).

- Consumo energía, diciembre 2019: +4.7% (dic., 2018: +6.7%)
- Estimación Bloomberg PIB mensual, diciembre 2019: +6.3% (dic., 2018: +6.6%)

Gráfica 9

Desaceleración consumo energía



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

1.2.2. Índice Li Keqiang

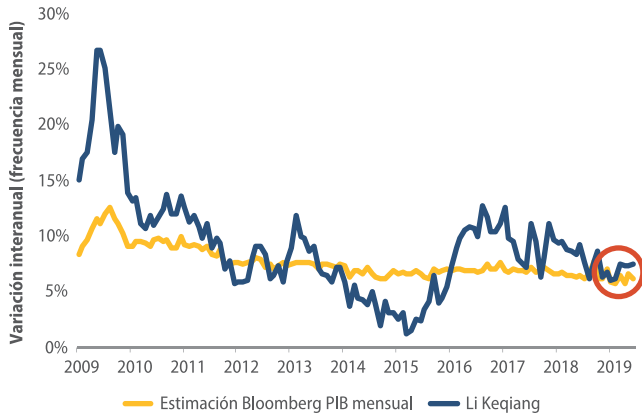
El índice Li Keqiang también se ajusta a la perspectiva del consumo de energía. Aunque China es una economía predominantemente de servicios, el índice no ha perdido fiabilidad como estimador de la actividad económica. La variación es un promedio ponderado de los préstamos del sector bancario privado (40%), el consumo de electricidad (40%) y la utilización del transporte de mercancías (20%). La tendencia-ciclo del índice crece casi alineada con el PIB. El crecimiento del sector bancario compensa las caídas en el consumo de energía. En general, el índice Li Keqiang evidencia que la nueva meta de crecimiento está más ajustada a la realidad china.

- Li Keqiang, diciembre 2019: +7.6%⁹ (dic., 2018: +9.3%)
- Estimación Bloomberg PIB mensual, diciembre 2019: +6.3% (dic., 2018: +6.6%)

⁹ El dato de diciembre, 2019 es un cálculo del autor. Como sí hay un dato de PIB diciembre, se razonó con la tendencia-ciclo del año. El dato es el resultado de noviembre, 2019 (+7.44%) + diferencial de rango móvil 2019 del índice Li Keqiang respecto del PIB mensual.

Gráfica 10

Li Keqiang y PIB mensual



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

1.2.3. Materias primas

La demanda de materias primas para la industria pesada es una estimación fiable de las tasas de capitalización de un país. El hierro, el cobre y el petróleo son bienes de capital cuya demanda es útil monitorear para inferir la fase del ciclo económico de una economía.

1.2.3.1. Inventarios de hierro y petróleo

La amenaza de Trump en agosto de 2019 parece que acabó por afectar severamente a la industria de acero cuya principal materia prima es el hierro. La mayor caída desde octubre de 2011 en el precio del acero chino ocurrió en agosto (US\$85.85 por tonelada métrica), en contraste con el nivel máximo del año de US\$126 por tonelada en julio. El verdadero problema fue la reducción en la extracción del mineral de hierro, además de otros contratiempos como la depreciación del yuan y las restricciones medioambientales impulsadas por países occidentales a las que China se ha sumado.

El volumen de inventarios de hierro permanece estancado, motivado por la desaceleración en el sector de construcción de edificios que analizaremos más adelante (ver 1.3.2.). Aproximadamente el 40% de la demanda de acero en China proviene de la industria inmobiliaria. Se prevé que los precios para el hierro se mantengan en niveles bajos según el estándar internacional (US\$50 la tonelada) en 2020.

- Inventarios hierro (10/01/2020): 115.45 millones de toneladas (dic., 2018: 128.28 millones de toneladas)

Gráfica 11

Inventarios de hierro



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

El volumen de inventarios de petróleo en China es un enigma. El gobierno chino dejó de reportar la información sobre sus inventarios de crudo en octubre de 2017. Una de las fuentes actuales más confiables es la proveniente de Orbital Insight, una compañía que monitorea la producción en el planeta por medio de satélites. Incluso esta información es difícil de contrastar¹⁰. A comienzos de 2019 se estimaba que China tiene cerca de 690 millones de barriles sobre superficie (*above-ground oil*), lo que incluye contenedores, tanto gubernamentales como comerciales.

El barril de Brent cayó 2.5% a US\$58.59 por barril el 30 de enero, su nivel más bajo desde el 8 de octubre de 2019. Los fundamentales en el precio del Brent son complejos. La caída en el contrato de futuros de 15% estuvo motivada también por el anuncio de la acumulación de 3.5 millones de barriles nuevos en Estados Unidos. Otra explicación es que el reciente miedo global por el brote del coronavirus en China ha alterado la demanda global de petróleo Brent¹¹. Diversas aerolíneas como British Airways o la indonesia Lion Air cancelaron sus vuelos a China.

- Precio barril Brent (27/01/2020): US\$58.54 (28/01/2019: US\$59.71)

¹⁰ Para ver el resumen de los inventarios de petróleo seguir el enlace: <https://theatlas.com/charts/HJbMZAajM>.

¹¹ La definición del Brent es: "A blended crude stream produced in the North Sea region which serves as a reference or 'marker' for pricing a number of other crude streams".

Gráfica 12

Precio Brent



Fuente: Elaboración propia con datos de Fed St. Louis.

1.2.3.2. Demanda de cobre

En el mercado de cobre LME, los inversores también relacionan el brote de coronavirus con una eventual desaceleración de la actividad manufacturera y de construcción en China, lo que reduciría la demanda de este metal. No ha habido disrupciones en el volumen de existencias, por lo que se descarta un cambio en la oferta. China consume aproximadamente la mitad de todo el cobre de la Tierra. Las caídas en el precio de este metal comenzaron en 2018, por la desaceleración del sector construcción en el país asiático.

- Precio cobre promedio mensual diciembre, 2019 (US\$/tonelada métrica): US\$6,077 (dic., 2018: US\$6,075)

Gráfica 13

Precio cobre LME



Fuente: Elaboración propia con datos de Fed St. Louis.

1.2.4. Índices de gestión de compras (PMI)

Las cifras de enero (50.0 manufacturero y 54.1 no manufacturero) aún no reflejaban el impacto de la epidemia del coronavirus en China¹². Las cifras de febrero, sin embargo, son

desastrosas. El índice manufacturero se desplomó a 35.7, lo que indica una contracción profunda de la actividad económica. Esta cifra es incluso peor que la de noviembre de 2008 (38.8), en plena recesión.

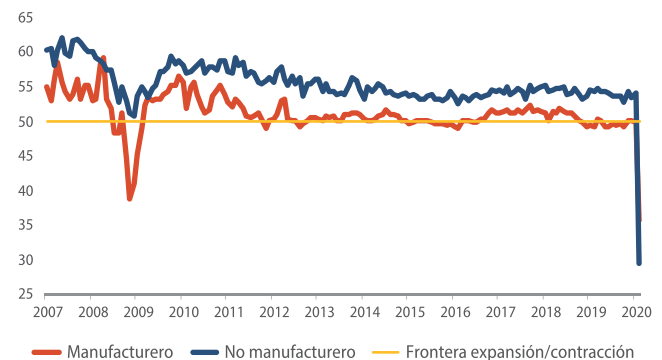
El PMI no manufacturero, que incluye servicios como ventas minoristas, aviación y *software*, se hundió a niveles récord en 29.6. Los servicios de transporte, turismo, entretenimiento y alimentos han sido los más golpeados durante el brote del coronavirus ya que la población ha evitado estar cerca de espacios públicos.

Ambos índices evidenciaron una contracción en 2019, lo que reflejaba las tensiones comerciales con Estados Unidos y la acelerada reducción del superávit comercial de China con el mundo, pero el brote del coronavirus ha noqueado a la industria de manufactura. Las cifras de marzo serán cruciales para conocer el impacto real de la epidemia porque las cifras de febrero se traslapan con el período del Año Nuevo lunar, que por lo general distorsiona la actividad económica en los primeros dos meses del año.

- PMI manufacturero, febrero 2020: 35.7 (feb., 2019: 49.5)
- PMI no manufacturero, enero 2020: 29.6 (feb., 2019: 54.7)

Gráfica 14

Índices de gestión de compras (PMI)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y CEIC.

1.2.5. Nuevas órdenes

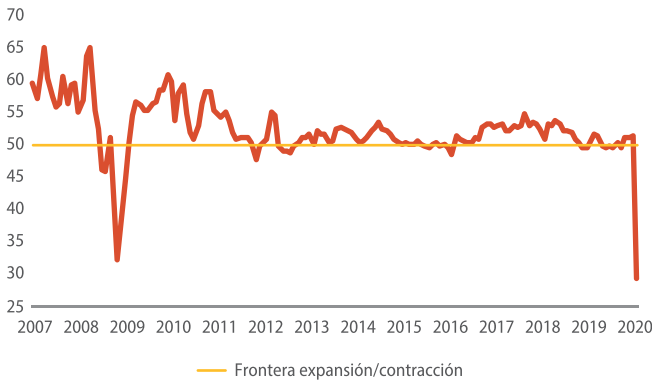
El aumento en el número de órdenes es sinónimo de una economía saludable. El número de nuevas órdenes también se contrajo. Todos los subíndices, salvo el de inventarios de bienes terminados (46.1) y los hiper subsidiados alimentos y bebidas, están al menos 20 puntos debajo de la línea de expansión. Estamos ante una contracción severa de la actividad económica.

- Nuevas órdenes, febrero 2020: 29.3 (feb., 2019: 48.3)

¹² Seguir el mapa interactivo de la expansión del coronavirus: <https://www.arcgis.com/apps/opsdashboard/index.html#/bda7594740fd-40299423467b48e9ecf6>

Gráfica 15

Nuevas órdenes



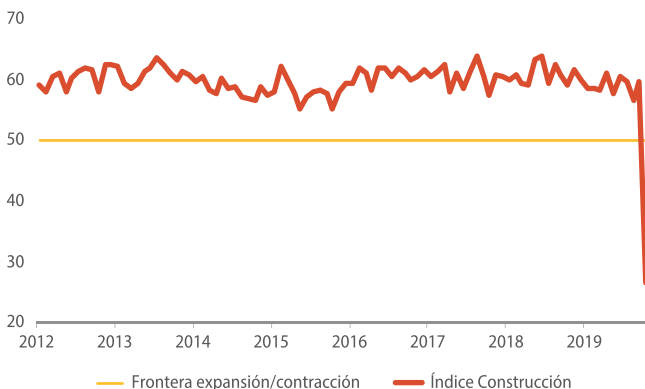
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y CEIC.

1.2.6. Subíndice construcción

El subíndice de la actividad de construcción se desplomó hasta 26.6, lejos de la frontera de expansión. Se trata de la primera contracción del PMI construcción desde que se comenzó a estimar en mayo de 2012.

Gráfica 16

Construcción



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y CEIC.

1.3. Demanda de bienes de consumo duraderos

1.3.1. Demanda en el mercado de automóviles

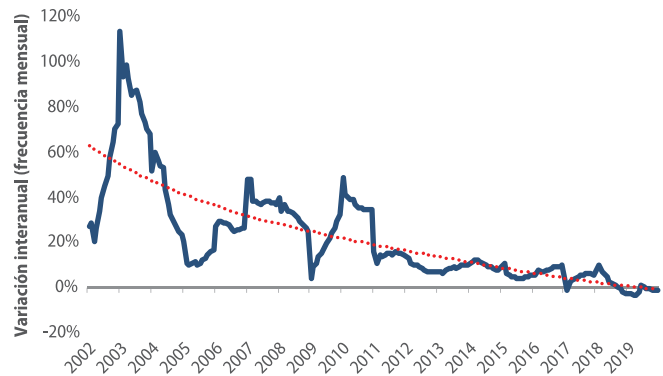
Las ventas de automóviles continúan desacelerándose en el mercado de vehículos más grande del mundo desde 2009 (ese año superó al de Estados Unidos), el año pasado a un ritmo inferior al de 2018. En términos absolutos, se vendieron 20.7 millones de automóviles de pasajeros en 2019, una desaceleración interanual de 7.4%. La caída en 2018 había sido de 5.8%. Por número de nuevas unidades, se vendieron 17.1 millones, 1.6% menos que en 2018. El crecimiento del sector es incierto, aunque la petición de nuevos créditos para la adquisición de automóviles es una buena noticia.

En el siguiente informe para la economía china seguiremos de cerca el segmento de vehículos eléctricos. Aunque las ventas también caen como ocurre con la tendencia general (5.1% menos que en 2018), Tesla¹³ ha comenzado a construir tres nuevos modelos de sedán en su fábrica de Shanghai (el primero que construye fuera de Estados Unidos).

- Ventas vehículos diciembre, 2019: -0.8% (dic., 2018: -2.4%)

Gráfica 17

Desaceleración ventas automóviles



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

1.3.2. Demanda en el mercado inmobiliario

En China la nueva clase media (las ciudades niveles Tier 2 recogen aproximadamente 38 millones de hogares e ingresos totales por US\$2 billones) ha encontrado en el mercado inmobiliario una medida de cobertura contra la devaluación monetaria histórica proveniente de expansiones crediticias del gobierno chino. En lo que sigue hay una muestra de la relación del mercado inmobiliario medido por su grado de desarrollo (metodología Tier) y la tasa de variación del dinero medido por M2.

El nivel Tier 1, con un mercado inmobiliario establecido súper desarrollado (en China solo hay cuatro ciudades que cumplen estas características: Shanghai, Pekín, Shenzhen y Guangzhou), se recupera lentamente, aunque crece a niveles muy lejos de la burbuja inmobiliaria que llegó a su apogeo en el segundo cuarto de 2016. Los desarrolladores inmobiliarios suelen escoger niveles Tier 1 para construir sus proyectos de bienes raíces en períodos de depresión económica y precios bajos, por niveles muy elevados de ROE, hasta que la demanda en las ciudades alcanza su techo. El margen de crecimiento por metro cuadrado en ciudades como Shenzhen y Shanghai aún es amplio, así que no se descarta que la tendencia claramente cíclica en estas ciudades persista. Tier 2, con mercados inmobiliarios en desarrollo y precios más bajos (en China

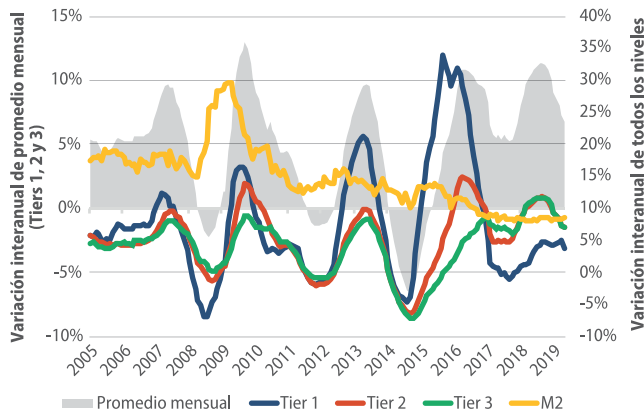
¹³ Consultar nota de prensa: https://www.wsj.com/articles/tesla-set-to-expand-china-assembly-with-compact-suv-11578400494?mod=article_inline

estas ciudades son Chendu, Tianjin, Suzhou, Nankín y otras), continúa creciendo a un ritmo estable desde hace dos años.

- Tier 1 diciembre, 2019: +3.9% (dic., 2018: +2.8%)
- Tier 2 diciembre, 2019: +7.0% (dic., 2018: +11.0%)
- Tier 3 diciembre, 2019: +7.0% (dic., 2018: +11.1%)

Gráfica 18

Precios vivienda

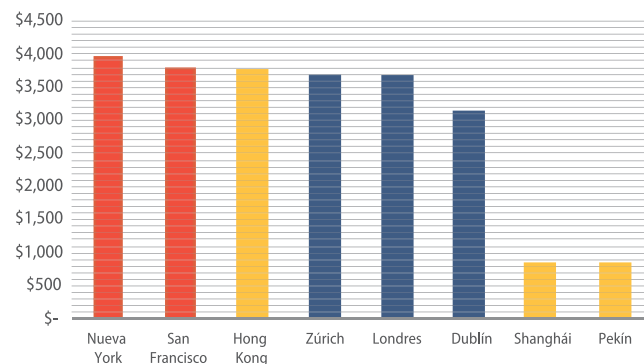


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

La fase de depresión en la que están inmersas las ciudades Tier 1 es evidente si analizamos el precio del m² de construcción en otras ciudades de la misma categoría. El caso de Hong Kong es significativo, que no está incluido en el modelo Tier 1 para China, pero sufre de los mismos efectos cíclicos que las ciudades chinas en esa categoría¹⁴. La desaceleración de M2 tiene una relación con la menor compra de viviendas para los hogares. Los depósitos de familias provienen en su mayoría de depósitos a plazo (M2) para pagar los depósitos de nueva vivienda, lo que ha contribuido también a que M1 crezca a un ritmo menor porque los depósitos a la vista de los desarrolladores inmobiliarios también caen.

Gráfica 19

Costo de construcción por m²



Fuente: Elaboración propia con datos de ICMS 2019.

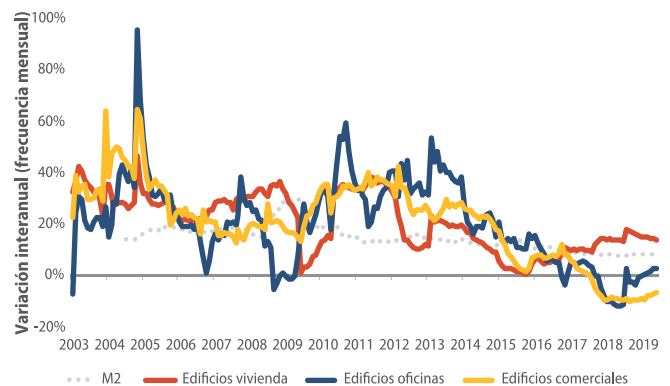
¹⁴ El costo promedio de construcción se obtiene de bienes inmuebles para construcción de apartamentos en edificios, bloques de oficina en zonas Tier 1, almacenes grandes en centros de distribución, hospitales generales, escuelas y centros comerciales. No incluye los costos del suelo y otros impuestos.

La caída en ventas de edificios comerciales y de oficinas confirma la desaceleración de M2. La medida de edificios incluye a los tres niveles Tier, pero las caídas en comercial y oficinas se concreta en las ciudades con mercados inmobiliarios más desarrollados (Pekín, Shanghái, Shenzhen y Guangzhou).

- Edificios vivienda diciembre, 2019: +13.9% (dic., 2018: +13.6%)
- Edificios comercial diciembre, 2019: -6.7% (dic., 2018: -9.4%)
- Edificios oficinas diciembre, 2019: +2.8% (dic., 2018: -12.0%)

Gráfica 20

Desaceleración ventas edificios



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

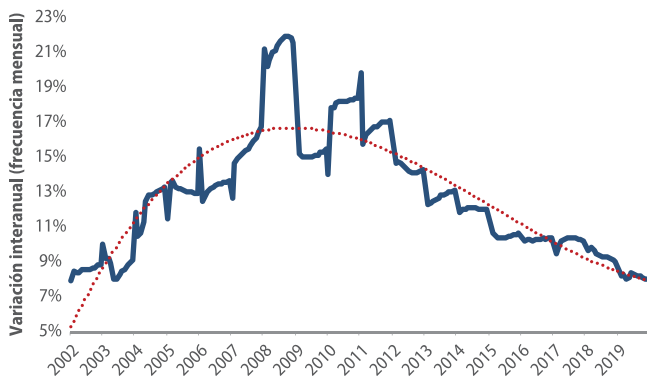
1.4. Ventas minoristas (retail)

Las ventas minoristas continúan desacelerándose a un ritmo de 1% anual. La tendencia llegó a +8.0% en diciembre y cerró el año con el mismo ritmo promedio (+8.0%), aunque superó la expectativa de una mediana de +7.6% de un período previo. El crecimiento sigue siendo superior en el área rural que en el área urbana. Las ventas alcanzaron en diciembre la suma de 3.9 billones de yuanes en relación con los 3.6 billones de yuanes del mismo período de 2018.

- Ventas minoristas diciembre, 2019: +8.0% (dic., 2018: +9.0%)
- Ventas minoristas (área rural) diciembre, 2019: +9.0% (dic., 2018: +10.1%)
- Ventas minoristas (área urbana) diciembre, 2019: +7.9% (dic., 2018: +8.8%)

Gráfica 21

Ventas minoristas



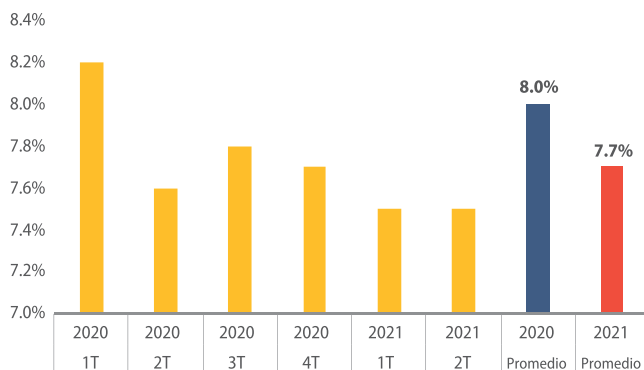
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

La previsión acumulada para 2020 es prácticamente idéntica a la de 2019. El primer trimestre compensa la desaceleración de los trimestres subsiguientes, aunque se espera que el ritmo continúe a la baja en 2021, y el volumen de compras sea cada vez menor.

- Estimación Bloomberg 2020:
 - 1T: +8.2%
 - 2T: +7.6%
 - 3T: +7.8%
 - 4T: +7.7%
- Estimación Bloomberg 2021:
 - 1T: +7.5%
 - 2T: 8.0%

Gráfica 22

Proyección Ventas minoristas



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

2. Mercado laboral

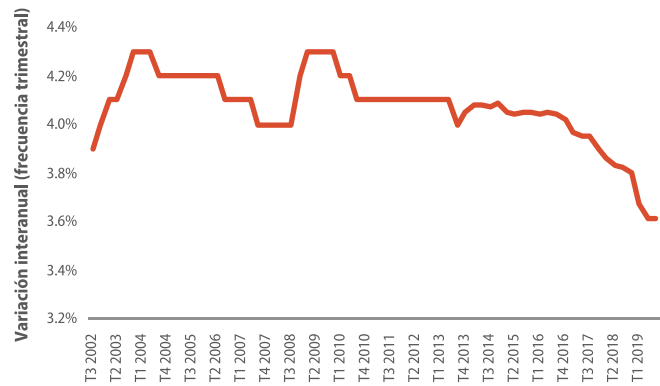
2.1. Desempleo

Obtener datos fiables de desempleo cíclico en China siempre ha sido un escollo para inversores y analistas. Algunos economistas incluso recomiendan monitorear los motores de búsqueda de Baidu (el equivalente chino de Google) para cotejar las búsquedas de trabajo en línea. Las fábricas continúan perdiendo puestos de trabajo por el brote del coronavirus a un ritmo no visto en años.

- Desempleo cíclico 3T, 2019: +3.6% (3T, 2018: +3.8%)

Gráfica 23

Tasa desempleo



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

3. Sector monetario

3.1. Base monetaria

En un contexto global de tipos negativos o cercanos a 0, solo China y la India continúan pujantes con una política de expansión monetaria, pero el crecimiento de M0 no ha tenido un impacto considerable en el sector real. Lo verdaderamente novedoso es la introducción de un yuan virtual que reemplazará a la base monetaria. No se prevén disrupciones en la oferta monetaria y el mecanismo de transmisión de la política monetaria (incluidos M1 y M2, consultar 3.2).¹⁵

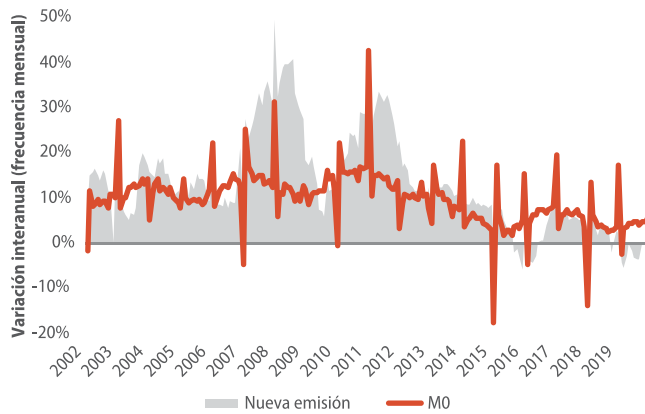
Esta noticia refrenda por qué China ha dejado de emitir nueva moneda durante 2019, preparándose para una revolución tecnológica.

- M0 diciembre, 2019: +5.4% (dic., 2018: +3.6%)
- Nueva emisión diciembre, 2019: -2.0% (dic., 2018: +2.8%)

¹⁵Ver noticia de prensa: http://www.china.org.cn/business/2020-01/16/content_75619197.htm.

Gráfica 24

Emisión y base monetarias



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

3.2. Agregados monetarios

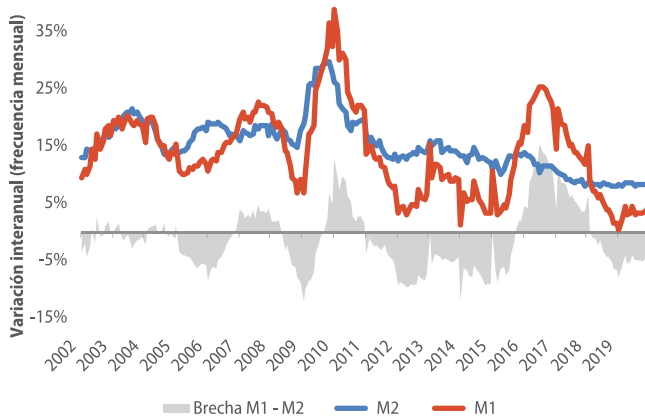
El sentido común explica las expansiones y las contracciones de la oferta monetaria en China. M1 es *cash* + depósitos a la vista, mientras que M2 es M1 + una plétora de depósitos, todos a plazo. Existe un diferencial o brecha entre el crecimiento de M1 y el de M2. Un diferencial amplio, desde marzo de 2015 a enero 2019, implica que hay más dinero invertido en el corto plazo y encarecimiento del precio de los bonos clase A (los precios financieros se ajustan casi inmediatamente).

La oferta de M2 ha permanecido estancada durante tres años, lo que refrenda la desaceleración en las ventas de automóviles, viviendas (ver 1.3) y otros bienes de demanda cíclica. La compra de viviendas transfiere depósitos de hogares (parte de M2, pero no M1) a las cuentas a la vista de los desarrolladores inmobiliarios. La desaceleración de las ventas de bienes inmuebles ha propiciado también caídas en M1.

- M1 diciembre, 2019: +4.4% (dic., 2018: +1.5%)
- M2 diciembre, 2019: +8.7% (dic., 2018: +8.1%)
- Brecha M1 – M2 diciembre, 2019: -4.3 (dic., 2018: -6.6)

Gráfica 25

Oferta monetaria



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

3.3. Tasa de ahorro

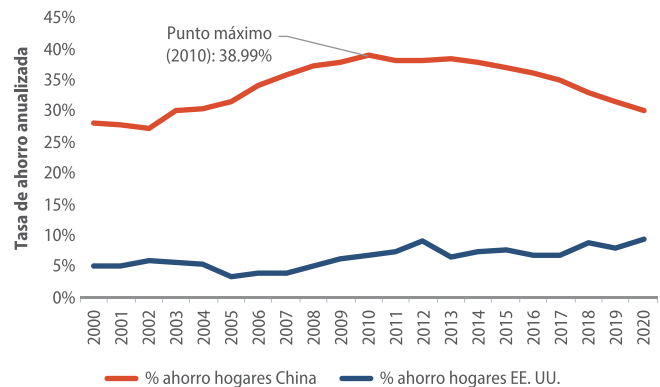
China siempre ha sido un país altamente ahorrador. Como exploramos en nuestro informe previo, los ciudadanos chinos acumulan más capital que los ciudadanos estadounidenses, europeos e incluso japoneses. Esta acumulación de capital les ha dado a los bancos chinos una montaña de dinero con la cual financiar infraestructura, tanto privada como pública. Incluso presidentes como Trump han utilizado argumentos rocambolescos como calificar de juego desleal de los chinos para inclinar la economía global a su favor. En 2010 los trabajadores chinos ahorraban en promedio 39 céntimos por cada dólar de renta. Hoy son 33 céntimos, pese a que algunos jóvenes chinos ni siquiera [ahorran](#).

El ahorro no es un fenómeno exclusivo de las familias con rentas más altas. Incluso los hogares más pobres ahorrán el 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 de las familias más pobres.

- Ahorro/renta hogares China 2019: 31.50%; proyección 2020: 30.30% (2018: 33.00%)
- Ahorro/renta hogares Estados Unidos 2019: 7.90%; proyección 2020: 9.50% (2018: 8.80%)

Gráfica 26

Ahorro hogares China versus EE. UU.



Fuente: Elaboración propia con datos de Fondo Monetario Internacional y Wall Street Journal.

3.4. Inflación

3.4.1. Precios consumidores

La inflación alcanzó un ritmo interanual de +4.5% en diciembre, igualando un paso no visto desde enero de 2012. El aumento en el precio de la carne de cerdo es la principal razón de que el IPC se haya más que duplicado respecto de diciembre de 2018. Un brote de peste porcina diezmo casi a la mitad de esos animales. En noviembre el precio llegó a duplicarse respecto del mismo período del año anterior.

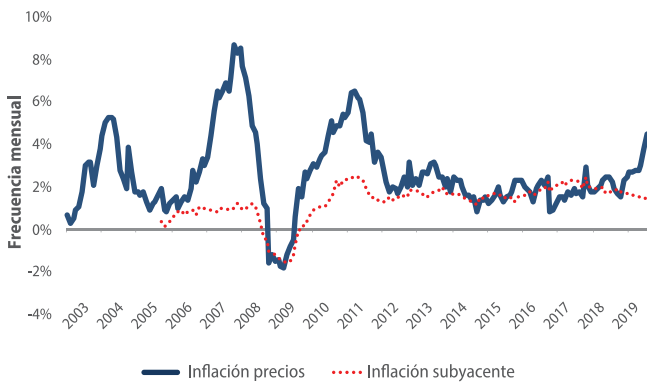
La inflación subyacente (que aísla los precios de energía + alimentos) continuó desacelerándose en diciembre a un ritmo

de +1.4%; la tendencia desde enero (+1.9%) es a la baja. La previsión para 2020 es de +3.0% (la encuesta previa era de +2.5%).

- Inflación diciembre, 2019: +4.5% (dic., 2018: +1.9%)
- Inflación carne de cerdo, diciembre 2019: +97% (dic., 2018: -1.5%)
- Inflación core, diciembre, 2019: +1.4% (dic., 2018: +1.8%)

Gráfica 27

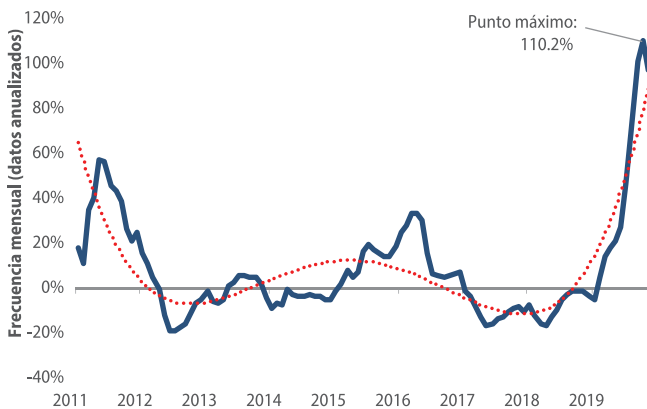
IPC total



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Gráfica 28

IPC carne de cerdo



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

El comportamiento de los precios de los hiper subsidiados servicios básicos (agua, electricidad, gas y combustibles) continúa en mínimos, a un ritmo de +0.1% en diciembre

- Inflación agua, electricidad, gas y combustibles, diciembre, 2019: +0.1% (dic., 2018: +1.6%)

Gráfica 29

IPC Agua, electricidad, gas y combustibles

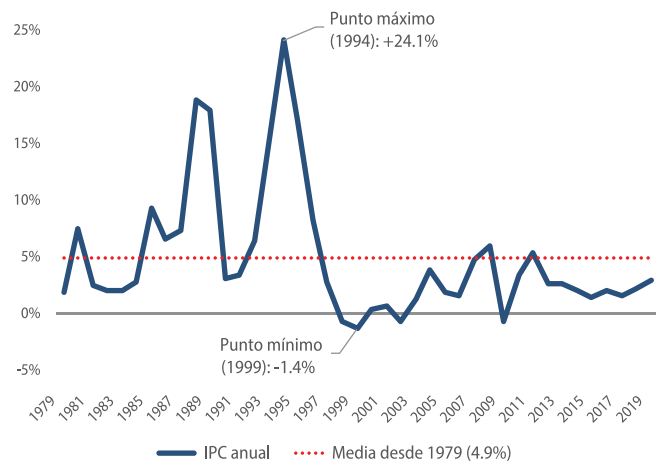


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

El resumen de inflación anual es este:

Gráfica 30

Inflación anual



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

3.4.2. Precios productores

Las disrupciones de corto plazo en los precios de la carne de cerdo son casi irrelevantes en un contexto más amplio. El verdadero problema está en los precios en etapas más tempranas de la producción. El IPP continúa en territorio deflacionario. Mantenerse en estos niveles reduce beneficios e impide mayor inversión y producción, lo que solo se ha sumado a las condiciones complicadas que ya enfrentan las compañías chinas con restricciones medioambientales complejas y caídas en el número de nuevas órdenes del extranjero debido a la transformación de la situación comercial de China con el mundo, en especial con Estados Unidos. Las exportaciones cayeron repentinamente en noviembre como consecuencia de la crisis con el país norteamericano y una demanda global que no deja de desacelerarse.

El caso del carbón merece un tratamiento aparte. China es el mayor productor de carbón del mundo. Este combustible continúa siendo la principal fuente de energía para la economía china. El desarrollo de esta industria ilustra con precisión los cambios en la política económica y las prioridades en las políticas industriales, desde las importantes construcciones al estilo soviético en la década de los cincuenta hasta la proliferación de pequeños productores desde los ochenta.

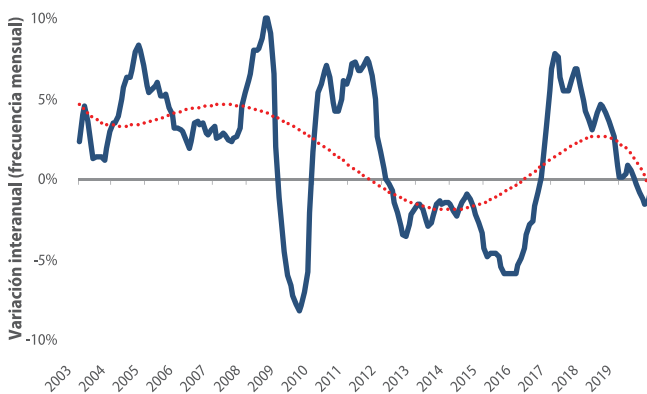
El carbón chino, sin embargo, es de baja calidad. Polución y otras externalidades o consecuencias negativas (falta de tratamiento con agua del carbón) y la dependencia cuasi única en este combustible en el mediano plazo como fuente de generación de energía han hecho que el gobierno chino tome medidas más acordes con la sensibilidad occidental y restrinja la actividad de cientos de productores pequeños durante los últimos diez años.

Sin embargo, la opacidad de la información es importante. La tendencia deflacionaria se hizo presente en 2012, aunque los repuntes masivos de 2017 pusieron en duda la realidad del número de plantas de extracción de carbón en el país y la veracidad de la medición del IPP.

- IPP diciembre, 2019: -0.5% (dic., 2018: +0.9%)
- IPP extracción y aderezo carbón diciembre, 2019: -3.6% (dic., 2018: +4%)

Gráfica 31

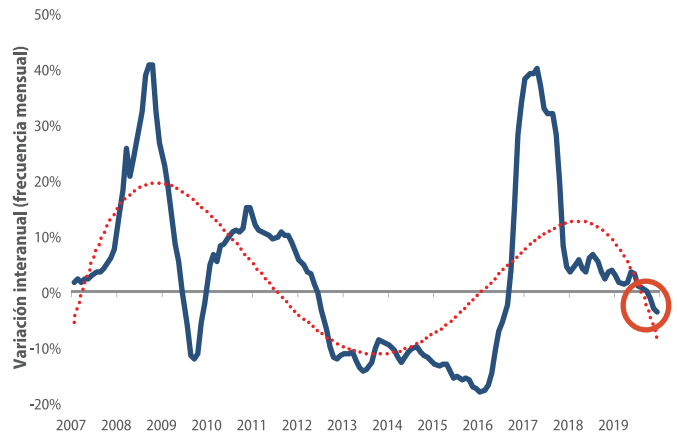
IPP



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Gráfica 32

IPP minería y aderezo carbón

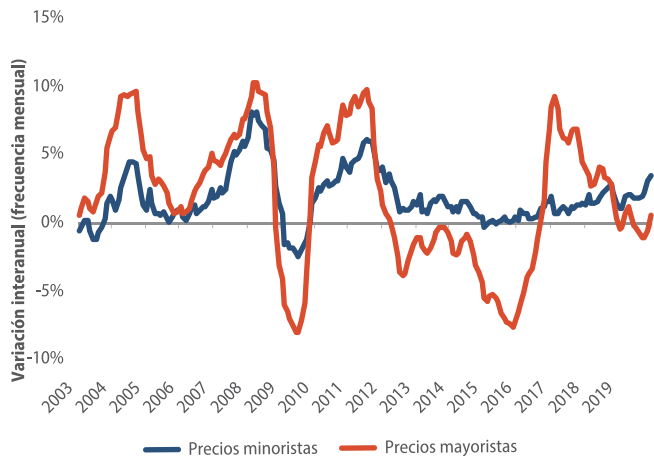


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Otra forma de ver los efectos de la inflación es segmentar por volumen y origen de la demanda. Es claro el repunte en precios minoristas en los últimos dos meses y el reciente regreso a ritmo positivo para los precios mayoristas.

Gráfica 33

Efecto inflación por industria



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

3.5. Tipo de cambio

El Departamento del Tesoro le retiró el título a China de “manipulador de divisas” a principios de año. Estados Unidos utiliza tres criterios para determinar si un país “manipula” el mercado de divisas: el tamaño de la intervención en los mercados de divisas, el tamaño de los superávits comerciales con Estados Unidos y el volumen del superávit de la cuenta corriente del país.

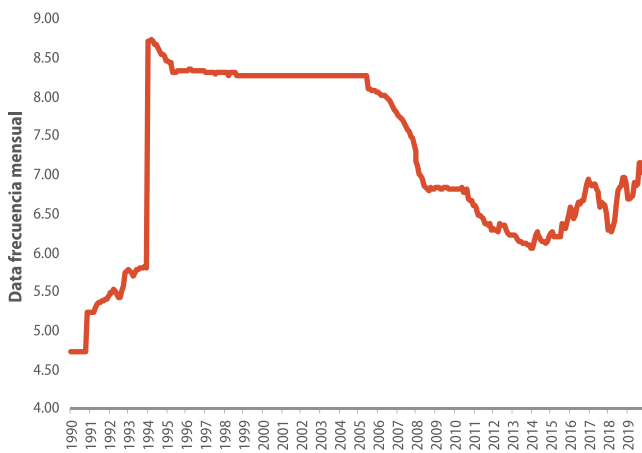
Sin embargo, el tipo de cambio más bien se ha apreciado durante los últimos cinco meses de 2019. Los gastos de reservas internacionales en el período entre 2014 y 2017 estuvieron dirigidos a estabilizar el precio del yuan en los mercados

internacionales. El banco central chino más bien ha dejado que [el precio de su moneda fluctúe](#) según la tendencia de los mercados de divisas. Las críticas no tienen mucho sentido si se piensa que el superávit en la balanza por cuenta corriente de China es pequeño porque, pese a que el superávit comercial con Estados Unidos es relativamente grande, tiene muy pocos superávits comerciales (o incluso déficits) con otros países.

- Tipo de cambio diciembre, 2019: 6.96 yuanes por US\$1 (diciembre, 2018: 6.88 yuanes por US\$1)

Gráfica 34

Tipo de cambio yuan/dólar



Fuente: Elaboración propia con datos de St. Louis Fed.

3.6. Reservas de divisas

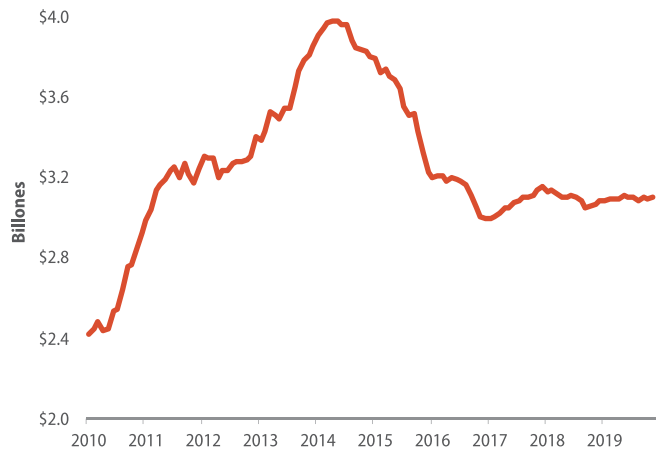
La idea de que el banco central chino ha devaluado deliberadamente el yuan para beneficiar a los exportadores carece de rigor si observamos que los períodos de depreciación de la moneda local coinciden con importantes caídas en el volumen general de reservas monetarias y que el banco central ha reducido paulatinamente su intervención en el mercado de divisas.

El volumen de reservas aún es inmenso (el más grande del mundo), lo que refrenda la cada vez menor participación del banco central en temas de divisas.

- Reservas divisas diciembre, 2019: US\$3.1 billones (dic., 2018: US\$3.1 billones)

Gráfica 35

Reservas de divisas



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

4. Crédito y deuda

4.1. Mercados financieros

El año no podía comenzar peor para la bolsa de Shanghai, con el cierre temporal del mercado por el brote de coronavirus. El precio de algunos de los fondos cotizados (ETF) más importantes del país cayó en picado durante la última semana de enero¹⁶. Sin embargo, 2019 fue un buen año en general para la bolsa de Shanghai, con un crecimiento compuesto de +22.3% (la cifra de 2018 fue negativa: -24.6%)¹⁷.

- Índice Shanghai, diciembre 2019: US\$3,050.12 (diciembre, 2018: US\$2,493.90, +22.3%)

Gráfica 36

Bolsa de valores Shanghai



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

¹⁶ Consultar nota de prensa: <https://www.wsj.com/articles/coronavirus-conundrum-gap-opens-between-china-stocks-and-funds-that-hold-them-11580472022>.

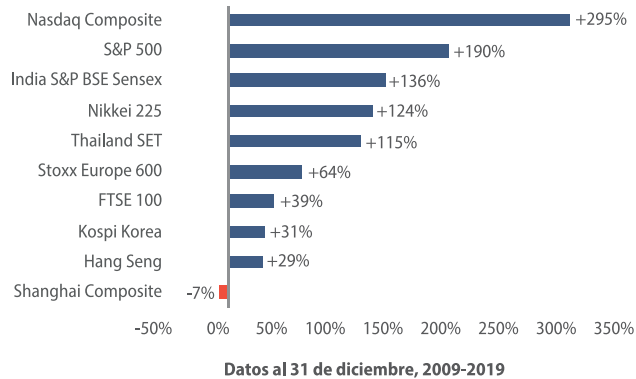
¹⁷ El banco central inyectó US\$174 mil millones vía operaciones de REPO inverso el 3 de febrero; pese a ello, la bolsa cayó 8% después de su reapertura.

Una fotografía más amplia revela todo lo contrario para China. El índice de Shanghái es uno de los pocos índices que presenta retornos negativos en una década (-6.9% desde 2009).

- Índice Shanghái, diciembre 2019: US\$3,050.12 (diciembre, 2009: US\$3,277.14, -6.9%)

Gráfica 37

Rendimiento 10 años



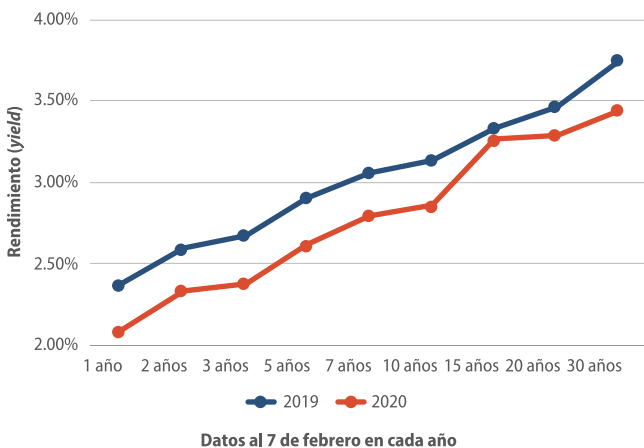
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Wall Street Journal.

4.2. Mercado de capitales

Un complemento ideal en nuestro análisis del rendimiento a vencimiento (*yield to maturity*) de los fondos cotizados es monitorear la relación entre los tipos de interés y los vencimientos de la deuda.

Gráfica 38

Curva de tipos China versus EEUU



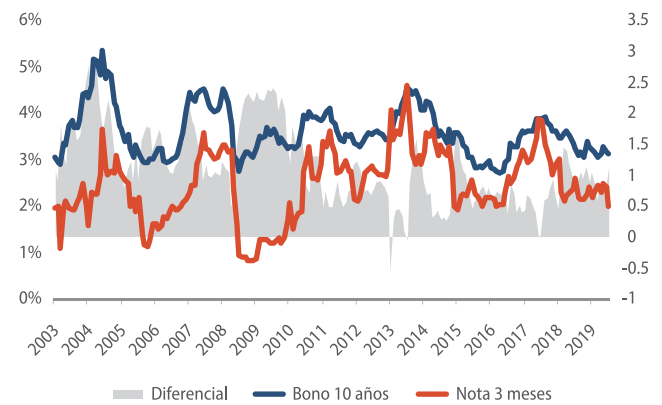
Fuente: Elaboración propia con datos de Wall Street Journal.

El *spread* del bono a 10 años y la nota de 3 meses continúa creciendo, lo cual es positivo desde la perspectiva de cara al crecimiento en 2020. En China la curva de rendimientos carece, sin embargo, del poder empírico que tiene la de Estados Unidos para predecir recesiones. La cada vez menor intervención del gobierno en asuntos monetarios y financieros da lugar a pensar que esta característica cambie en el país asiático.

- *Spread* 10 años – 3 meses diciembre, 2019: 1.13 (dic, 2018: 0.61)

Gráfica 39

Curvas de rendimientos gobierno



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

4.3. Mercado monetario

SHIBOR (Shanghai Interbank Offered Rate) es el mercado monetario interbancario más importante de China. Este incluye tasas interbancarias simples, no garantizadas por el gobierno, que ofrecen los bancos con la mejor calificación crediticia (hasta 1 año de vencimiento). En la práctica, el miedo en las transacciones interbancarias persiste. No se suele usar como referencia una tasa interbancaria con un vencimiento superior a los 3 meses. Al 2 de febrero de 2020, la tasa a 3 meses no superaba los 30 puntos base respecto del mismo período de 2019. Esta situación podría cambiar en el corto plazo debido a los nuevos impagos que acumulan los bancos pequeños.

- SHIBOR 3 meses, febrero 2020: 3.29% (feb., 2019: 2.99%, -29 puntos base)

Gráfica 40

SHIBOR 1 mes y 3 meses



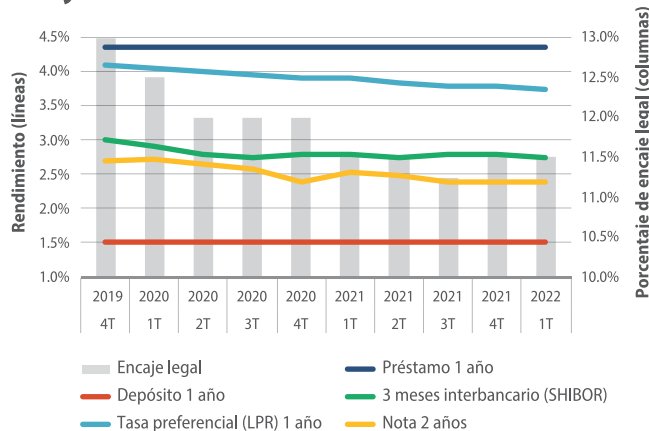
Fuente: Elaboración propia con datos de SHIBOR.

4.4. Proyecciones sistema bancario

La política monetaria del banco central chino también está cambiando. El BPC empezó el año con un recorte de 0.5% a los requerimientos de reservas bancarias, liberando aproximadamente US\$115 mil millones para nuevos préstamos, y se espera otro 0.5% antes de que termine 2020, acercándose a los estándares de Estados Unidos. La Reserva Federal exige una reserva de 10% para los bancos estadounidenses con más US\$124.2 millones en depósitos. La ratio para los bancos pequeños cayó de 11% a 10.5%. En 2019, China recortó el encaje tres veces.

Gráfica 41

Proyecciones sistema bancario



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

4.5. Impacto del coronavirus en banca central

El banco central chino redujo la tasa de depósito a 1 año de 3.25% a 3.15%. Esta tasa preferencial (*loan prime rate* o LPR) utiliza como referencia una tasa interbancaria (*medium-term lending facility* o MLF) controlada también por el banco central. El impacto de la MLF en la tasa preferencial es evidente. Una MLF baja podría inducir más reducciones en la LPR.

El banco central inyectó en febrero 200 mil millones de yuanes (US\$28.62 mil millones) de liquidez vía operaciones MLF y 100 mil millones de yuanes en fondos por medio de acuerdos de recompras de REPOS a siete días. Sin embargo, la tasa de interés continúa sin cambios en 2.4%. Pekín continúa intentando aliviar el impacto de la epidemia de coronavirus en la economía china.

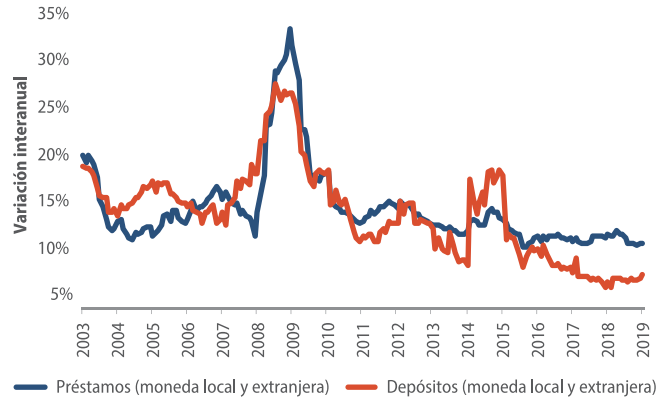
4.6. Préstamos y depósitos nuevos

El ritmo de crecimiento de los préstamos (en moneda local y extranjera) continúa desacelerándose al mismo ritmo que M2, una medida más amplia que incluye depósitos a distintos plazos.

- Préstamos diciembre, 2019: 11.9% (dic., 2018: 12.9%)
- Depósitos diciembre, 2019: 8.6% (dic., 2018: 7.8%)

Gráfica 42

Préstamos y depósitos



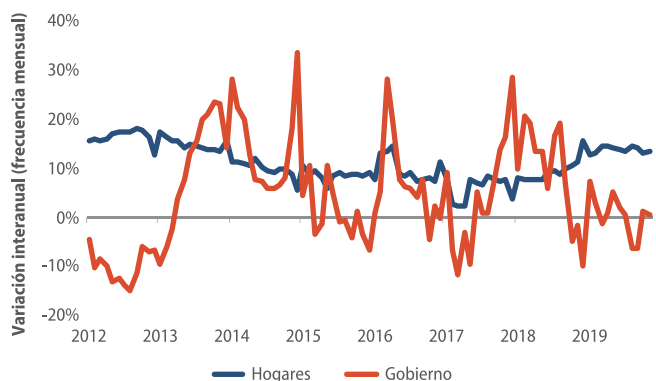
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Los depósitos de hogares crecen a un ritmo sobre la media desde 2012 (+11.3%). Los depósitos gubernamentales (gobierno central y gobiernos regionales) siguen una tendencia increíblemente negativa desde que el gobierno dejó de proteger a los bancos pequeños en 2014, con excepciones estratégicas. Los bancos pequeños han sido la principal fuente de crecimiento durante la última década con prácticas poco razonables, pero usuales en China: restricciones mínimas para deudores altamente apalancados o préstamos al consumo disfrazados de inversión productiva. Toda esta maquinaria está respaldada con depósitos a la vista.

- Depósitos hogares, dic., 2019: +13.6% (dic., 2018: +11.3%)
- Depósitos gobierno dic., 2019: +0.7% (dic., 2018: -1.4%)

Gráfica 43

Depósitos hogares y gobierno



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

4.7. Deuda tóxica

Al menos dos docenas de bancos necesitan un total de US\$339 mil millones en fondos nuevos para aumentar el capital que utilizan para llegar al nivel de capital ponderado por riesgo del 12.5%, según una investigación de [UBS](#). Los

bancos chinos han comenzado una política agresiva de deshacerse de deuda tóxica.

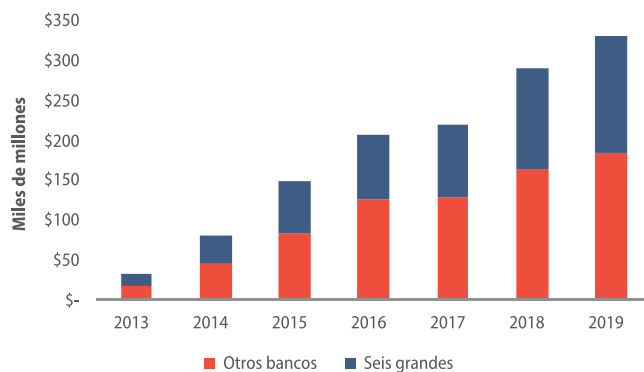
Parece que en China el tamaño no importa a la hora de hacer las cosas mal. Las instituciones financieras pequeñas y los prestamistas regionales han sido la principal fuente de combustible para la política monetaria expansiva en gran parte del país. Los bancos grandes son conocidos por enfocarse en financiar empresas respaldadas por el gobierno, empresas altamente ineficientes.

Aunque la cifra oficial de préstamos en mora no supera el 2%, la mora en bancos pequeños es mucho más grande. La deuda tóxica es la que los bancos quitan de las cuentas por cobrar y dan por perdida. Las cifras han crecido a ritmos parecidos desde 2013, +9.2% la deuda de bancos pequeños y +8.9% la de los seis bancos más grandes de China¹⁸.

- Deuda tóxica 2019 Seis Grandes: US\$147.2 mil millones (2018: US\$125.3 mil millones)
- Deuda tóxica 2019 Otros bancos: US\$185 mil millones (2018: US\$165.1 mil millones)

Gráfica 44

Deuda tóxica



Fuente: Elaboración propia con datos de UBS y WSJ.

4.8. Préstamos en mora (bancos corporativos)

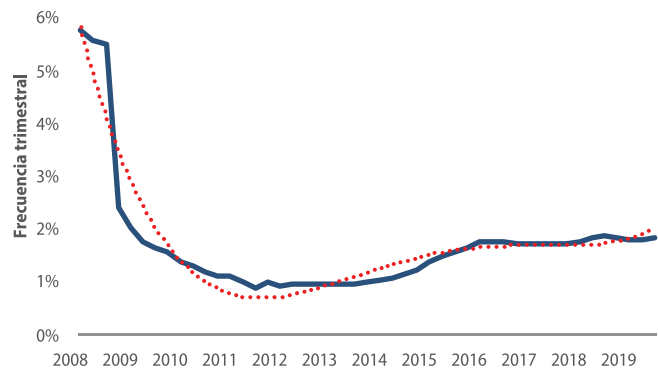
La Comisión Reguladora de Seguros y Bancos de China reclassificó el plazo de mora de 90 a 60 días, en una decisión sin precedentes en el país asiático. El objetivo es reajustar los criterios de la banca privada para emitir nuevos préstamos. La medida entró en vigor en 2020. Lo lógico es que observemos en el primer trimestre del año un aumento en el crecimiento de la mora por las nuevas medidas.

- Préstamos corporativos en mora (3T, 2019): +1.9% (3T, 2018: +1.9%)

¹⁸ Los Seis Grandes son el Banco Comercial e Industrial de China, el Banco de Construcción de China, el Banco Agrícola de China, el Banco de China, el Banco de Comunicaciones y el Banco de Ahorros Postales de China.

Gráfica 45

Préstamos corporativos en mora



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

4.9. Impagos de bonos (carteras vencidas)

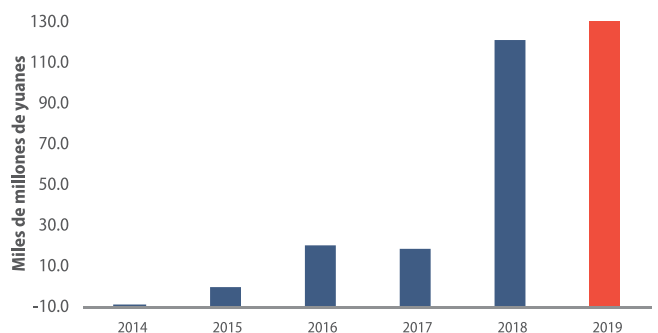
La previsión en nuestro informe anterior sobre China de que los impagos en bonos corporativos locales en 2019 serían superiores a los de 2018 se hizo realidad, hasta alcanzar la cifra récord de 130.7 mil millones de yuanes (US\$18.7 mil millones). Lo que hasta hace unos años era todo aparente confianza, con un mercado de bonos hiper regulado y un conjunto de acreedores básicamente formado por empresas en propiedad del gobierno, se ha convertido en un lugar muy peligroso para los inversores globales.

Con un banco central haciendo las veces de prestamista de última instancia y rescatando a empresas propiedad del gobierno, es normal que el sistema haya impuesto una escasa disciplina a sus deudores. Pero el gobierno chino lleva dos años sin rescatar a sus SOE (*state-owned enterprises*, compañías cruciales para las metas de crecimiento). El *default* de [Tewoo Group](#), compañía en manos del gobierno de Tianjin, ha disparado las alarmas. Es el impago más grande de una compañía china en 20 años. Esta incertidumbre llevó a que Moody's dudara de cuán "estratégicamente importantes" son las SOE para el gobierno chino. El problema está servido. ¿Cómo identificar cuáles empresas son robustas y cuáles no lo son?

- Impagos bonos corporativos locales 2019: 130.7 mil millones de yuanes (2018: 121.9 mil millones de yuanes, +7.2%)

Gráfica 46

Impago en bonos corporativos



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

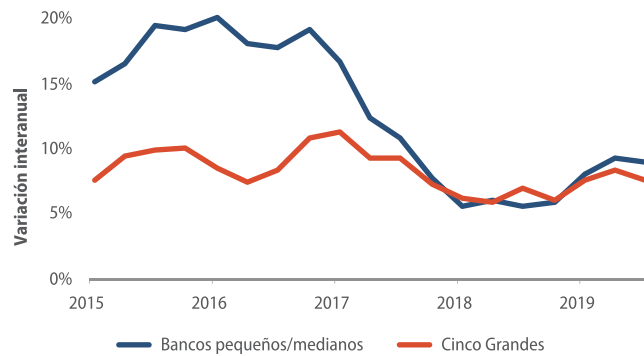
4.10. Activos bancarios

Los bancos chinos pequeños y medianos superaron en crecimiento de activos a los bancos grandes antes de que la desaceleración de la actividad económica se hiciera evidente y el banco central reforzara los controles de capital. Los activos aquí incluyen dinero en efectivo, depósitos y reservas .

- Activos bancos pequeños/medianos 3T, 2019: +9.0% (3T, 2018: +5.6%)
- Activos bancos Cinco Grandes 3T, 2019: +7.5% (3T, 2018: +6.9%)

Gráfica 47

Brecha crecimiento activos



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

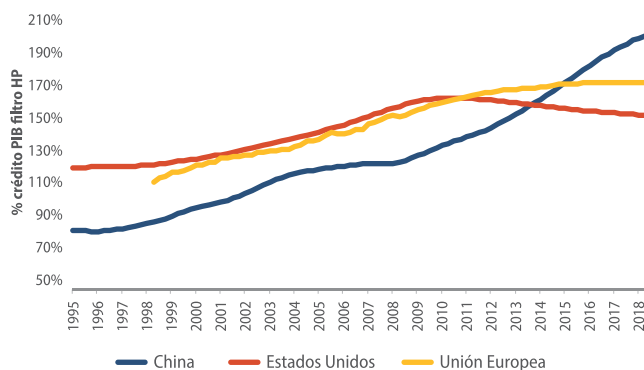
4.11. Crédito al sector no financiero

El crédito al sector no financiero llega al 200% del PIB. La tendencia refrenda la acumulación de *defaults* en el sector privado.

- Crédito % PIB filtro HP China 2T, 2019: 207.6% (2T, 2018: 200.7%)

Gráfica 48

China versus UE y EEUU



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

¹⁹ Los Cinco Grandes medidos en el gráfico son el Banco Comercial e Industrial de China, el Banco de Construcción de China, el Banco Agrícola de China, el Banco de China, el Banco de Comunicaciones y el Banco de Ahorros Postales de China.

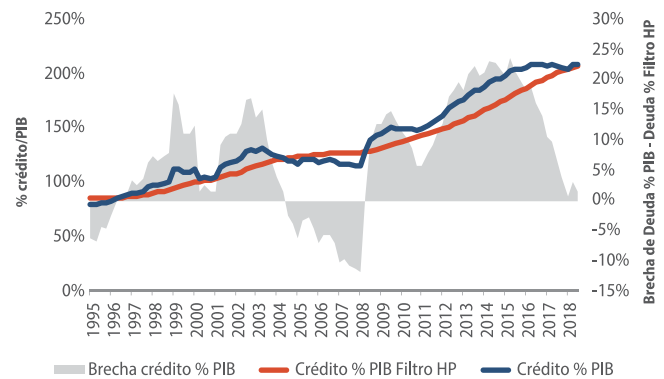
Usamos el filtro [Hodrick–Prescott](#) para suavizar la tendencia del crédito como porcentaje del PIB nominal. Así podemos medir la brecha (*gap*) del nivel de créditos respecto de la tendencia del PIB. El *gap* es la desviación de la tendencia del PIB.

En este caso, la estadística y la teoría económica confirman los datos históricos de crédito al sector no financiero en China en general y los impagos de los bonos estudiados en la sección anterior. En principio, un *gap* positivo implica que el sector privado presta a un nivel no justificado por el nivel de productividad actual (China). Un *gap* negativo (Estados Unidos, Eurozona) refleja una cantidad adicional de endeudamiento.

- Brecha crédito % PIB 2T, China 2019: 1.5% (2T, 2018: 6.8%)

Gráfica 49

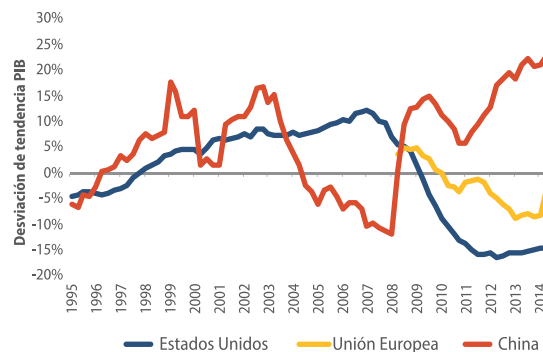
Nivel de crédito



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

Gráfica 50

Brecha crédito % PIB



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

4.12. Deuda

4.12.1. Deuda como porcentaje de PIB

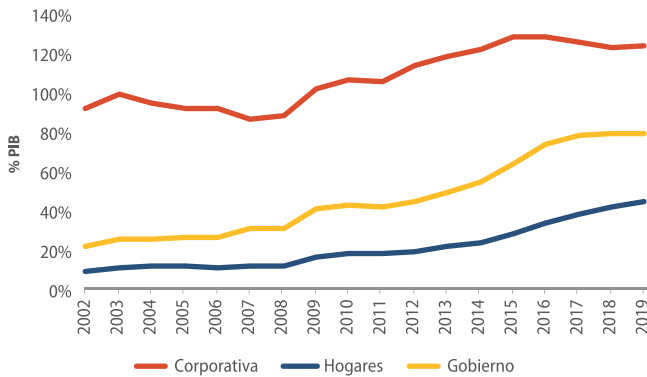
La crisis de *defaults* está concentrada en el sector privado, que sufre las consecuencias de la guerra comercial con Estados Unidos y un repunte histórico del *shadow-banking*, que ha penalizado severamente a los deudores privados. La

acumulación de la deuda corporativa es una señal de alarma porque casi 18% de las compañías industriales privadas perdían dinero a octubre del año pasado, la cifra más alta desde 2002 y 11% superior a la de 2017, antes de que los impagos se dispararan.

- Gobierno, 2019: 79% (2018: 79%)
- Corporativa, 2019: 124% (2018: 123%)
- Hogares, 2019: 45% (2018: 42%)

Gráfica 51

Deuda por sector



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg, Macquiere Group y WSJ.

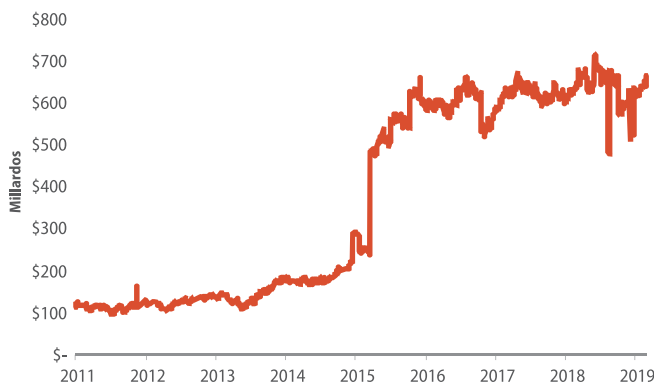
4.12.2. Deuda de corto plazo

La deuda de corto plazo en China está compuesta de préstamos interbancarios 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, enero, 2020: US\$670.58 mil millones (enero, 2019: US\$648.81 millardos)

Gráfica 52

Deuda corto plazo (12 meses)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

5. Comercio

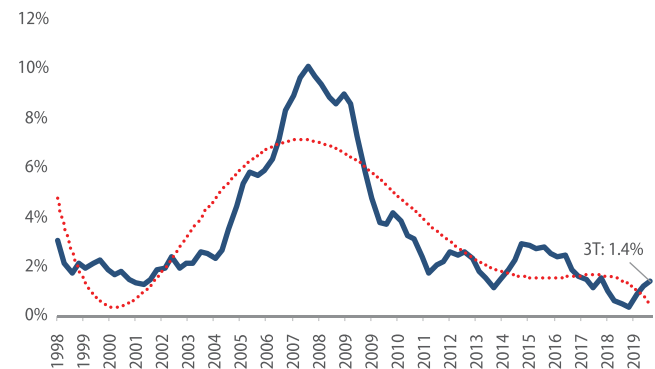
5.1. Balanza por cuenta corriente

China tiene un superávit comercial con el mundo, lo que no es ni bueno ni malo (los déficits comerciales tampoco son buenos ni malos). Donald Trump, sin embargo, considera que China exporta demasiado y Estados Unidos muy poco. Aunque el superávit comercial de China con Estados Unidos persiste, la posición comercial de China con el mundo ha cambiado drásticamente. El superávit comercial chino se ha encogido en un 86% desde el tercer trimestre de 2007. No parece que la posición comercial de China sea una “amenaza” ni nada parecido. La última vez que China tuvo un déficit comercial con el mundo fue en 1993.

- Cuenta corriente % PIB 3T, 2019: 1.4% (3T, 2018: 0.5%)

Gráfica 53

Balanza por cuenta corriente con el mundo (% PIB)



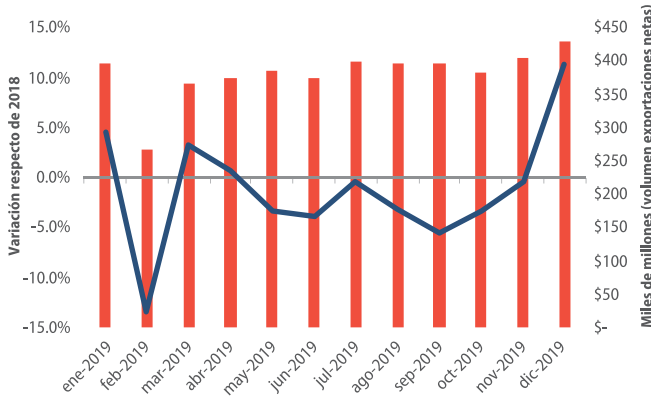
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Además de bienes y servicios, la balanza por cuenta corriente también suma las utilidades por inversión extranjera. El Congreso chino aprobó en marzo una ley para facilitar la apertura de China a los mercados de capitales globales con el propósito de atraer nueva inversión extranjera. La medida [entró en vigor](#) el 1 de enero de 2020. En los últimos tres años, el superávit chino con el mundo se ha reducido. Irónicamente, Trump parece ignorar el comportamiento del comercio internacional.

- Comercio total diciembre, 2019: US\$428.5 mil millones, +11.3% (dic., 2018: US\$384.9 mil millones, -5.9%)

Gráfica 54

Comercio total



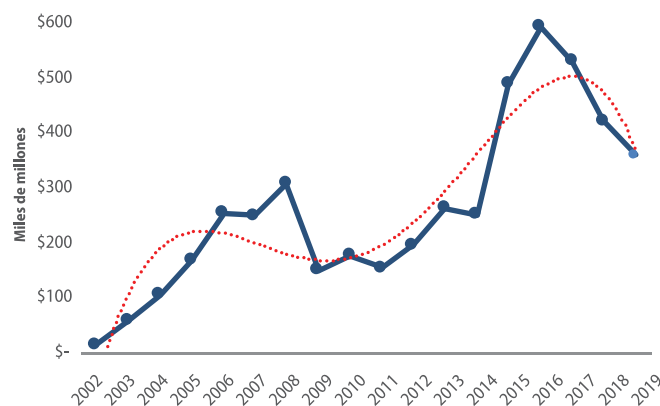
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

5.2. Balanza comercial con Estados Unidos

La discusión sobre la balanza comercial de China con Estados Unidos continúa vigente. Las exportaciones crecieron 0.5% en 2019 en relación con el año anterior, mientras que las importaciones cayeron 2.8%, ambas medidas en dólares. El superávit comercial de China con Estados Unidos quedó en US\$421.5 mil millones en 2019. El comercio con Estados Unidos cayó casi 11% en el año en términos de yuanes.

Gráfica 55

Superávit comercial de China con EEUU



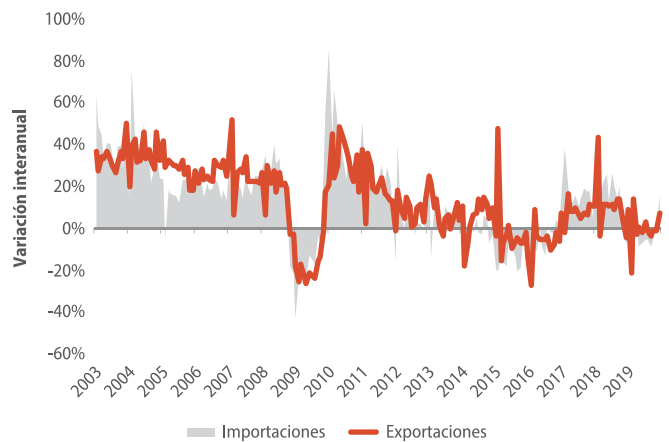
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

En diciembre de 2019, el crecimiento tanto de las importaciones como de las exportaciones superó las expectativas después de que ambos países alcanzaron un pacto de no agresión en las negociaciones bilaterales el 15 de enero. La discusión es menos relevante que otros problemas geopolíticos como la incertidumbre en Oriente Medio y la volatilidad en el precio del petróleo, que vimos en la sección de energía. Estados Unidos ya está en el tercer lugar como socio comercial de China, detrás de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático²⁰ y de la Unión Europea, el principal socio comercial de China.

²⁰ Integrada por Tailandia, Indonesia, Malasia, Singapur y Filipinas.

Gráfica 56

Balanza comercial con Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Nuestra previsión es que las exportaciones continuaran creciendo con el auge en el sector de servicios tecnológicos pese a la apreciación del yuan de los últimos dos meses.

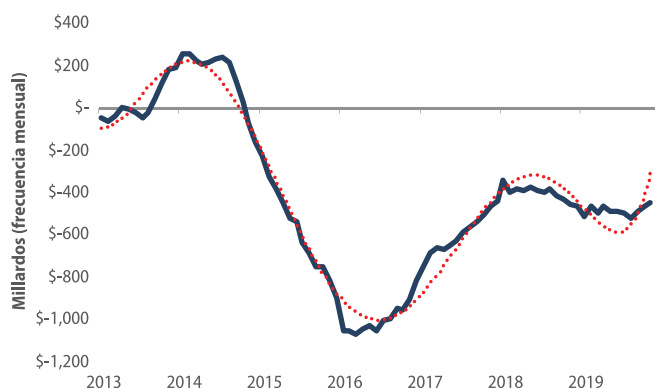
5.3. Flujo de capitales

Cuando un modelo económico depende de la acumulación de capital, la desaceleración en los flujos entrantes netos complica la idea de crecimiento futuro. La realidad es que las autoridades en China no parece que estén tomando decisiones en función de la teoría económica ortodoxa sobre los beneficios de la inversión extranjera o efectos *spillover*. El drenaje de capital en China continúa, aunque se han comenzado a revertir las enormes salidas desde 2017. El impresionante nivel de ahorro de la economía china ha cubierto el problema hasta ahora.

- Flujos de capital, noviembre, 2019; posición negativa: US\$448.15 mil millones (nov., 2018, posición negativa: US\$455.72 mil millones)

Gráfica 57

Flujos de capital neto



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

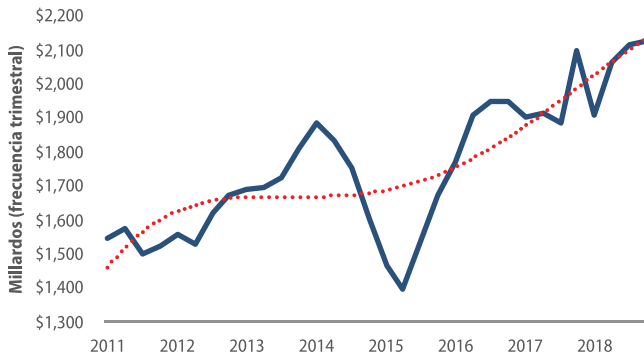
5.4. Posición financiera internacional

La posición financiera internacional de China es igual a la tenencia de activos de otras naciones en manos de chinos menos pasivos del país asiático en manos de ciudadanos de otras naciones. China es hoy, por tanto, una nación acreedora.

- Posición neta diciembre, 2018: US\$2.1 billones (diciembre, 2017: US\$2.1 billones)

Gráfica 58

Posición financiera internacional



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

UFM MARKET  TRENDS