

China: cómo lidiar con un bajo crecimiento y un elevado endeudamiento

China sigue siendo uno de los focos de riesgo para este año 2017. El cambio de modelo productivo sigue estando sobre la mesa y se perciben grandes cambios al respecto: el crecimiento económico está liderado por el sector exterior y los sectores más tradicionales de la economía. Por tanto, este cambio seguirá siendo lento y gradual. La consecuencia es que algunos de los desequilibrios asociados a este modelo productivo continúan, como son los altos niveles de deuda. En la medida que está denominada en divisa local podría no suponer un riesgo para la estabilidad financiera global, de modo que los riesgos desde China se concentran en la relación con la nueva administración Trump: guerra comercial y manipulación de divisa.

Nereida González

China creció en 2016 un 6,7% anual, restando temores a un posible *hard landing* de esta economía. En este contexto, el cambio del modelo productivo sigue siendo uno de los puntos clave para este 2017, así como la relación exterior con EEUU en el contexto de la nueva administración Trump.

En 2016 asistimos a una notable recuperación del crecimiento que no se ha reflejado en un cambio del modelo productivo: los sectores vinculados al sector manufacturero siguen liderando el crecimiento frente a aquellas del sector servicios.

El indicador de crecimiento de Li Keqiang, que considera variables como el tráfico en mercancías, producción de electricidad y volumen de préstamos bancarios, ha pasado de ofrecer unas tasas de crecimiento para la economía china del 2% hacia el 10%. En un análisis de sus componentes, esto podría venir explicado por un repunte del comercio internacional: el tráfico de mercancías de China es uno de los indicadores que más se ha recuperado en el último año, que ha pasado a contribuir positivamente al avance de este indicador.

De este modo, lo que se observa es un crecimiento que sigue vinculado al sector exterior, con un modelo productivo centrado en las exportaciones y los sectores



tradicionales de la economía, mientras la demanda interna sigue sin mostrar señales de crecimiento sostenido. Los PMI muestran un mayor dinamismo del sector manufacturero (+1,7 puntos en 2016) en relación al sector servicios (+0,1 puntos en 2016). Por consiguiente, lo que se observa en China es que la transición del modelo de crecimiento continuará, si bien de forma muy lenta y gradual.

La consecuencia es que algunos de los desequilibrios asociados a este modelo productivo continúan. En particular, los niveles de deuda continúan en máximos. Como comentamos en informes diarios anteriores, la deuda de los sectores no financieros de China asciende

COBROS Y PAGOS



OPTIMIZE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

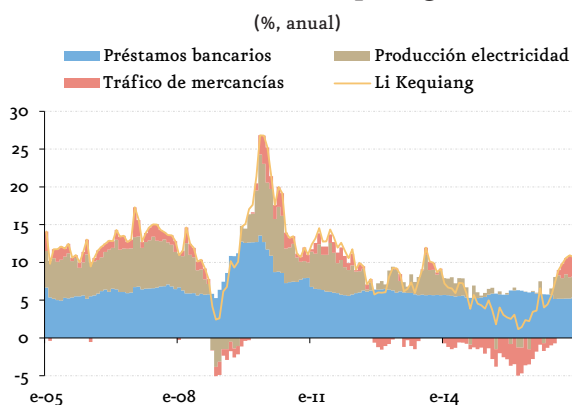
- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



Composición del *tracker* de crecimiento de China Li Keqiang



Fuente: Afi, Macrobond.

a más del 250% del PIB. Si bien se concentra en mayor medida en las empresas (cerca de un 170% del PIB), el endeudamiento de las familias se sitúa en el 40% del PIB.

El elevado endeudamiento podría suponer un problema en un entorno de endurecimiento de las condiciones financieras del país. Así, uno de los riesgos de las recientes salidas de capital reside en que el repunte de tipos que están provocando genere riesgos para la estabilidad financiera.

Sin embargo, China cuenta con palancas para limitar la propagación de este shock al resto del mundo. La deuda externa de China es muy reducida (13% del PIB), la más baja entre los países emergentes y, además, el margen de actuación de esta economía es holgado ante el alto volumen de reservas y superávit por cuenta corriente que mantiene.

Sin embargo, los riesgos desde China podrían venir a través de otros focos:

1. Una posible guerra comercial con EEUU. Donald Trump ha señalado a China desde su campaña electoral como uno de los países sobre los que podría llegar a imponer un arancel del 45%. Si bien esto podría suponer un riesgo para la economía china dado su papel de gran exportador mundial, creemos que los intensos vínculos entre ambos países limitan las acciones que pueda tomar Trump. China es, tras Japón, el segundo mayor te-

nedor de deuda americana y juega un papel crucial en las cadenas de producción global.

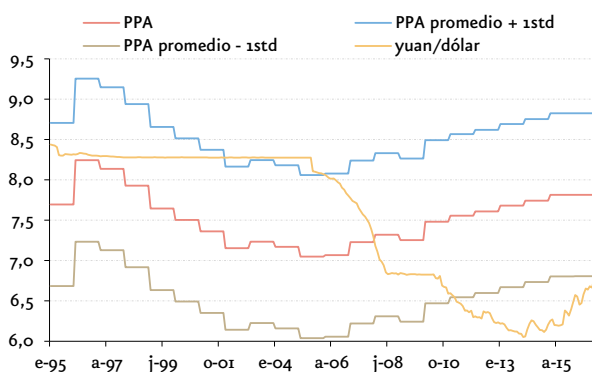
2. Asimismo, Donald Trump ha señalado al yuan como una de las divisas que podría acusar de manipulación. Si China entra en la lista de manipuladores de su tipo de cambio se le podrían imponer sanciones. Sin embargo, hay pocos motivos para pensar que China está manteniendo su divisa artificialmente depreciada. De hecho, los datos recientes sugieren que China está intentando limitar la presión de depreciación sobre su divisa. Según modelos como el de la PPA, una liberalización completa del yuan podría llegar a suponer una depreciación hacia niveles de 7,8CNY/USD (en el entorno de un 12% frente al dólar desde los niveles actuales). Una medida de este tipo podría impulsar el sector exterior, generando incluso mayores problemas de competitividad para EEUU.

Así, a pesar de la atención sobre las posibles medidas proteccionistas de Trump, el alcance de estas medidas podría ser limitado. Una vulnerabilidad mayor para China reside en las dificultades para acometer el cambio de modelo productivo. La consecuencia es que persisten los desequilibrios en el país, especialmente, su elevado endeudamiento.

MERCADOS FINANCIEROS

Los emergentes siguen liderando los mercados financieros en los primeros meses del año. La renta variable de Brasil se mantiene al alza por sus dos vías de rentabili-

PPA relativa del cruce yuan/dólar



Fuente: Afi, Macrobond.

COBROS Y PAGOS



SU TIEMPO ES ORO

UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



RENTABILIDAD YTD HASTA 22 DE FEBRERO DE ÍNDICES FONDOS DE AFI (%)

Categoría	2017	Categoría	2017	Categoría	2017
RV Brasil	20	RV Canadá	5	RF Largo USD	1
RV Emergentes Latinoamérica	15	RV México	4	RV Rusia	1
RV China	12	RV Reino Unido	4	RF Mixta Internacional	1
RV India	11	RV Autos	4	RF SEK	1
RV Taiwán	11	RF Emergentes Moneda local	4	RF Corporativa global	1
RV Turquía	10	RF NOK	4	RV Utilities	1
RV Singapur	10	RV Holanda	4	RF HK	1
RV Corea	10	RV Europa	3	Gestión Alternativa	1
RV Emergentes Asia y Oceanía	10	RF Emergentes Moneda fuerte	3	RF Corporativa investment grade	0
RV Emergentes Global	9	Fondos de Inversión Libre (FIL)	3	RF Corto USD	0
RV Tecnología	9	RF JPY	3	Monetarios USD	0
RV Australia	9	RF Emergentes Global	3	Retorno Absoluto Conservador	0
RV Health Care and Biotech	8	RF Emergentes Corporate	3	RF Mixta Euro	0
RV Asia	8	RV España	3	RV Energía	0
RV Sudáfrica	7	RV Euro	3	RF Deuda pública USD	0
RV Materias Primas	7	RV Real Estate	3	Garantizado parcial	0
RV Suiza	7	RV Indonesia	2	RF Deuda pública global	0
RV Consumo	6	Monetarios Internacional	2	RF Corto Euro	0
RV Suecia	6	Materias primas	2	Monetarios Euro	0
RV Telecom	6	RV Mixta Internacional	2	Garantizado RF y obj. rentab. no garantizado	0
RV EEUU	6	RF Convertibles	2	RV Grecia	0
RV Japón	6	Gestión Global	2	RF Largo Euro	-1
RV Malasia	5	RF CNY	2	Garantizado rendimiento variable	-1
RV Industria e Infraestructuras	5	RF Corporativa High Yield	2	RF Inflación	-1
RV Global	5	RF GBP	2	RV Italia	-1
RV Emergentes Europa del Este	5	Monetario GBP	1	RF Deuda pública EUR	-1
RV Emergentes MENA y África	5	RV Mixta Euro	1		
RV Tailandia	5	RF CHF	1		
RV Financieros	5	RF Global	1		
RV Alemania	5	RV Francia	1		

Fuente: Afi.

dad: el mercado continúa ascendiendo y la divisa se aprecia frente a todos los cruces a pesar de que su banco central continúa reduciendo tipos de interés. Las buenas perspectivas cíclicas sobre esta economía para 2017 y la mejora de la confianza sobre el país ante las reformas en materia fiscal que podrían mejorar las cuentas públicas en el medio plazo.

También México consigue recuperarse en las últimas semanas ante la fuerte infravaloración de las variables financieras de este país. El peso mexicano ha comenzado a apreciarse y su principal mercado bursátil (el IPC) se mantiene en máximos. Con todo ello, deja a la renta variable emergente de países LatAm entre las áreas con mejor rentabilidad en lo que va de 2017.

En la parte baja de la tabla se sitúa la renta fija soberana europea. La incertidumbre política ante las elecciones francesas y el avance de Le Pen en las encuestas ha llevado a un repunte de los tipos en el con-

junto del área euro, a excepción de Alemania. Asimismo, los buenos datos de ciclo, concentrados en los países núcleo, podrían apuntar a un cambio de la política del BCE que llevase a una retirada temprana de los estímulos monetarios. Esto podría perjudicar principalmente a las economías periféricas, motivo por el que hemos asistido a un repunte de los *spreads* en las últimas semanas.

De cara al próximo mes, mantenemos una posición neutral en renta variable, dado que nuestros modelos de valoración apuntan a unos ratios excesivamente caros. Asimismo, mantenemos la infraponderación en renta fija, concentrada especialmente en aquellos activos de más riesgo (renta fija *high yield* y renta fija emergente). En consecuencia, la sobreponderación de la cartera continúa concentrada en liquidez a la espera de una posible corrección del mercado que permita llevar a cabo compras a mejores valoraciones ::

COBROS Y PAGOS

SU TIEMPO ES ORO
UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO
UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente