

# Los problemas de deuda son ampliamente conocidos, pero están lejos de ser descontados

8 de diciembre de 2023

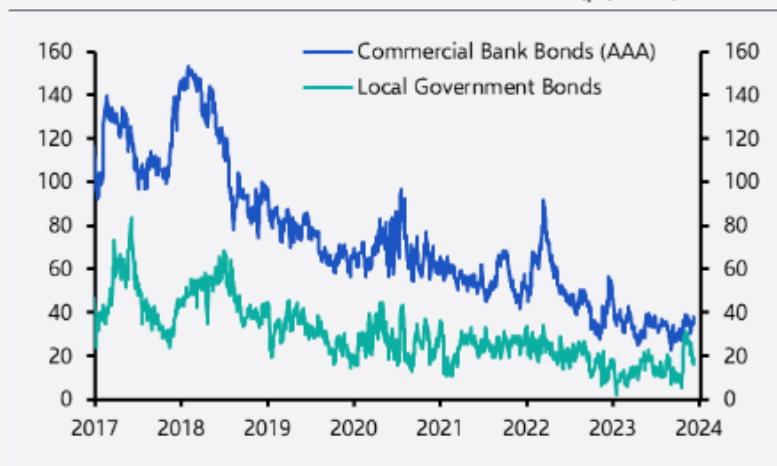
## La fe en el respaldo estatal es más fuerte que nunca

A principios de esta semana, Moody's rebajó la perspectiva de la calificación crediticia soberana de China de “estable” a “negativa” e hizo cambios similares en sus perspectivas de calificación para los bancos, gobiernos locales y empresas chinas. Si bien la medida obtuvo mucha cobertura mediática, la reacción del mercado fue silenciosa. El precio de los swaps de incumplimiento crediticio de los bonos en dólares estadounidenses emitidos por el gobierno central de China y sus cuatro grandes bancos estatales subió ligeramente con la noticia, pero sólo unos pocos puntos básicos.

Esto no es sorprendente dado que los problemas señalados por Moody's (la desaceleración estructural de la economía de China y los desafíos en la gestión de la deuda de los gobiernos locales y del sector inmobiliario) ya son ampliamente conocidos. Pero si bien ahora hay mucha mayor conciencia de las debilidades de China que antes de la pandemia, el deterioro de las perspectivas económicas no ha provocado ninguna revaloración sustancial del riesgo crediticio (más allá del mercado offshore de alto rendimiento).

Por el contrario, a pesar de que la deuda incobrable se ha ido acumulando en sus balances en los últimos años, los gobiernos locales y los grandes bancos todavía pueden emitir bonos a menos de 40 puntos básicos por encima de los rendimientos soberanos, con diferenciales de crédito en realidad más bajos ahora que antes de la pandemia. (Ver [Gráfico 1.](#)) Esto refleja una suposición entre los participantes del mercado de que las autoridades respaldarán los pasivos de los gobiernos locales y los bancos estatales (o al menos los formales), evitando incumplimientos.

Gráfico 1: Diferencial de crédito sobre deuda soberana (pb, 5 años)



Fuentes: CEIC, WIND, Capital Economics

De manera perversa, los participantes del mercado parecen estar apostando a que los problemas económicos de China hacen más probable que el respaldo estatal se mantenga. Hay cierta lógica en esto: es menos probable que las autoridades permitan que el costo de resolver las deudas incobrables recaiga en el mercado si les preocupa la salud de la economía. Aún así, la desconexión cada vez mayor entre los precios del mercado crediticio y la salud financiera subyacente de los prestatarios crea peligros.

Para empezar, debilita las señales del mercado y obstaculiza el flujo de recursos económicos de entidades menos productivas a otras más productivas, lo que da lugar a bancos y empresas zombis. Esto actúa como un lastre para la productividad y socava aún más las perspectivas de crecimiento del país, empeorando la situación de la deuda.

Más importante aún, desde la perspectiva de un inversor, las distorsiones en la valoración del riesgo crediticio causadas por las garantías estatales implícitas significan que las acciones futuras de los responsables de las políticas que pongan en duda el respaldo estatal podrían desencadenar una gran revaloración del riesgo. La metáfora de “recoger centavos frente a una apisonadora”, utilizada a menudo para describir el riesgo de cola de las estrategias de opciones, también se aplica a gran parte del mercado de bonos de China.

### **La lectura del Politburó subraya el impulso al crecimiento**

El Politburó del PCC, el principal grupo dirigente del país, celebró hoy su reunión trimestral para discutir la economía. El tono de la lectura fue moderado y enfatizó la necesidad de hacer más para estabilizar la situación económica. Esto sugiere que está en camino más apoyo político, especialmente de la política fiscal, que se intensificará según la lectura.

Eso es consistente con nuestras propias expectativas. En nuestro informe trimestral [Perspectivas de China](#) publicado esta semana presentamos argumentos a favor de un repunte cíclico a corto plazo, respaldado por un aumento del gasto fiscal.

### **La semana que viene**

El reciente aumento del endeudamiento público se reflejará en los datos crediticios. Y con el renminbi recuperándose y la deflación aún persistente, es probable que el Banco Popular de China también haga su parte para apoyar el crecimiento, reanudando los recortes de tasas tan pronto como el viernes.

## Vistas previas de datos

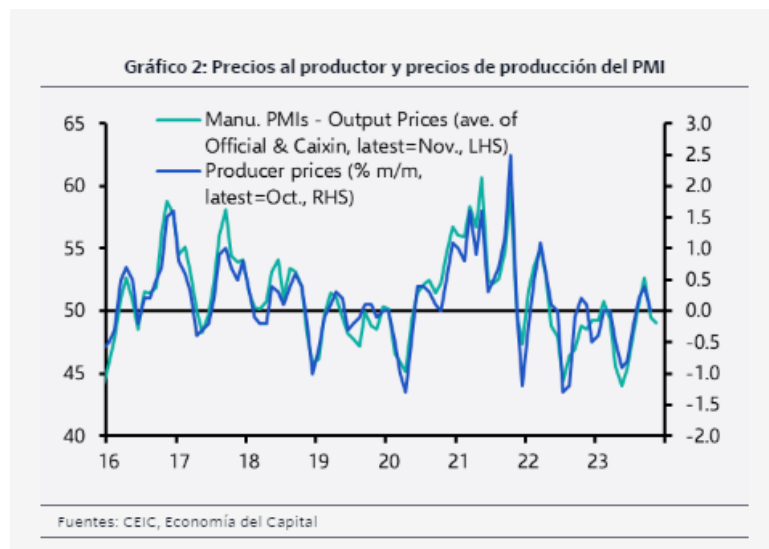
Se sentó. 9<sup>de</sup> diciembre: IPC, IPP (noviembre)

Previsiones	Hora (China)	Anterior	Consenso	Economía del capital
IPC (% interanual)	09.30	(-0,2%)	(-0,2%)	(-0,2%)
IPP (% interanual)	09.30	(-2,6%)	(-2,8%)	(-2,8%)

*Las presiones desinflacionarias parecen haber persistido*

El IPC volvió a caer por debajo de cero en octubre y creemos que se mantuvo en territorio negativo el mes pasado. Los datos de alta frecuencia sugieren que la inflación de los precios de los alimentos siguió siendo profundamente negativa y que la inflación de los precios de la energía volvió a caer en territorio deflacionario.

La deflación de los precios al productor se profundizó en octubre por primera vez en cuatro meses debido a una base de comparación más alta. Los precios a puerta de fábrica se mantuvieron sin cambios en términos mensuales. [Pero los PMI](#) manufactureros apuntan a una nueva caída de los precios de fábrica el mes pasado, lo que sugiere una mayor profundización de la deflación de los precios al productor. ([Ver Cuadro 2.](#))



## 9 – 15 de diciembre – Nuevos préstamos bancarios netos, M2, AFRE (nov.)

Previsiones	Hora (China)	Anterior	Consenso	Economía del capital
Nuevos préstamos bancarios netos (RMB)	-	+738 mil millones	+1.300 mil millones	+1.280 mil millones
M2 (% interanual)	-	(+10,3%)	(+10,0%)	(+10,1%)
Financiamiento Agregado "AFRE" (RMB)	-	+1.850 mil millones	+2.600 mil millones	+2.650 mil millones

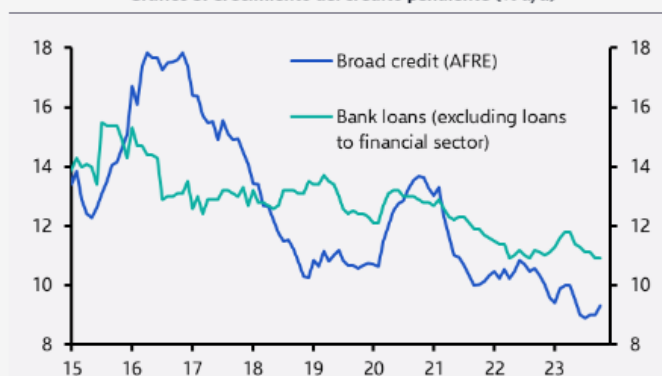
### *El apoyo fiscal apuntala el crecimiento del crédito*

El crecimiento de los préstamos bancarios ha continuado con una tendencia a la baja recientemente, pero el crecimiento general del crédito se ha recuperado, gracias a un aumento en la emisión de bonos gubernamentales. ([Ver Cuadro 3.](#))

Creemos que el crecimiento de los préstamos bancarios se mantuvo estable el mes pasado. Aunque la reciente flexibilización inmobiliaria no ha logrado poner un límite al volumen de ventas de viviendas nuevas, los valores de venta al menos se han estabilizado recientemente.

Los datos en tiempo real indican una menor emisión de bonos corporativos y financiación de acciones. Pero esto se ha visto compensado por una mayor emisión de bonos gubernamentales, lo que debería conducir a una ligera aceleración en el crecimiento interanual del AFRE pendiente, la medida crediticia amplia del Banco Popular de China.

Gráfico 3: Crecimiento del crédito pendiente (% a/a)



Fuentes: CEIC, Economía del Capital

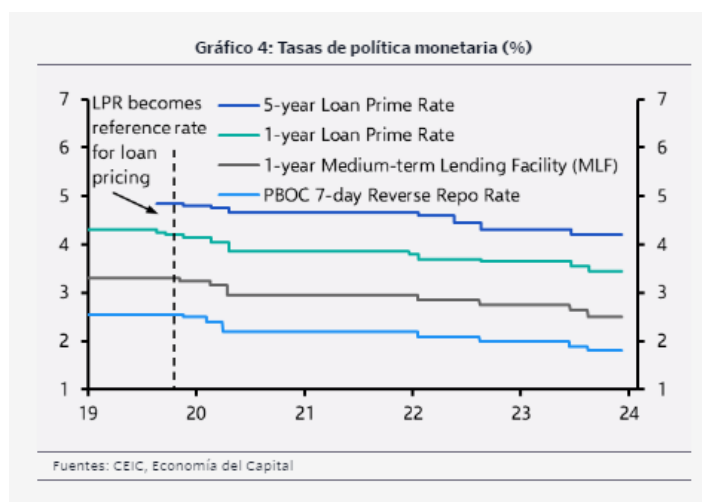
## Vie. 15<sup>de</sup> diciembre – Tasa de la Facilidad de Crédito a Mediano Plazo (dic.)

Previsiones	Hora (China)	Anterior	Consenso	Economía del capital
Tasa FML (1 año)	09.20	2,50%	2,50%	2,40%

*Es probable que se reanuden los recortes de tipos*

El Banco Popular de China ha mantenido sus tipos oficiales sin cambios durante los últimos meses. (Ver Gráfico 4.) Pero anticipamos una reducción de la tasa pronto y hemos previsto un recorte sorpresa de la tasa de su Servicio de Préstamo a Medio Plazo la próxima semana.

El Banco Popular de China reafirmó su intención de reducir los costos de financiamiento para la economía real en su último informe trimestral. La principal barrera para las reducciones de tasas del Banco Popular de China desde mediados de este año ha sido la fortaleza del dólar. Sin embargo, los rendimientos estadounidenses han caído y el renminbi se ha fortalecido recientemente. La moneda ha vuelto ahora a niveles con los que el Banco Popular de China se siente más cómodo, lo que debería abrir la puerta a una reanudación de los recortes de tipos.



## Vie. 15<sup>de</sup> diciembre – Actividad y gastos (noviembre)

Previsiones	Hora (China)	Anterior	Consenso	Economía del capital
Producción industrial (% a/a)	10.00	(+4,6%)	(+5,7%)	(+5,2%)
Inversión en activos fijos (ytd % y/y)	10.00	(+2,9%)	(+3,0%)	(+3,0%)
Ventas minoristas (% a/a)	10.00	(+7,6%)	(+12,5%)	(+13,0%)

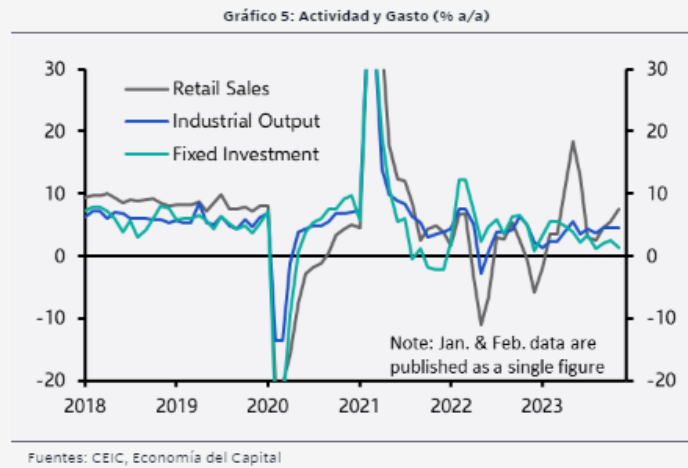
## Recuperación en marcha

Salvo la inversión fija, los datos de actividad de octubre fueron [bastante alentadores](#), especialmente la aceleración de las ventas minoristas. ([Ver gráfico 5.](#)) Es cierto que los efectos de base se han vuelto más halagadores recientemente, pero nuestra evaluación es que la recuperación ha seguido avanzando, incluso en términos mensuales desestacionalizados. Creemos que este impulso se habrá mantenido en noviembre.

Es cierto que las ventas de viviendas nuevas continuaron cayendo el mes pasado, al igual que las ventas de automóviles. Pero los envíos urgentes aumentaron y hubo una nueva mejora en el índice de confianza del consumidor IPSOS. Mientras tanto, el promedio de los [PMI de servicios oficiales y de Caixin](#) aumentó por primera vez en ocho meses. En conjunto, esperamos, por tanto, ganancias más rápidas en las ventas minoristas y una actividad de servicios más amplia.

El crecimiento de la inversión fija probablemente siguió siendo más moderado en medio de la actual contracción de la inversión inmobiliaria. Pero el PMI oficial de la construcción sugiere que la presión a la baja disminuyó un poco el mes pasado gracias al gasto en infraestructura financiado por el reciente aumento del endeudamiento gubernamental, que se aceleró en noviembre.

Por último, el crecimiento de la producción industrial probablemente se mantuvo resistente gracias en parte a la fortaleza actual de los volúmenes de exportación, [que alcanzaron](#) un nuevo récord el mes pasado.








## Diario Económico y Previsiones




### Próximos eventos y publicaciones de datos

Fecha	País	Lanzamiento/Indicador/Evento	Hora (China)	Anterior*	Mediana*	Previsiones CE*
<b>Diciembre</b>						
Sábado 9		chn Precios al consumidor (nov.)	(09.30)	(-0,2%)	(-0,2%)	(-0,2%)
		chn Precios al productor (noviembre)	(09.30)	(-2,6%)	(-2,8%)	(-2,8%)
Viernes 16		chn Subasta de línea de crédito a mediano plazo (MLF) a 1 año (noviembre)	(09.20)	2,50%	2,50%	2,40%
		chn Precios de viviendas (70 ciudades) (noviembre)	(09.30)	-0,4%	-	-
		chn Producción Industrial (noviembre)	(10.00)	(+4,6%)	(+5,7%)	(+5,2%)
		chn Ventas minoristas (noviembre)	(10.00)	(+7,6%)	(+12,5%)	(+13,0%)
		chn Inversión en activos fijos (noviembre, año hasta la fecha)	(10.00)	(+2,9%)	(+3,0%)	(+3,0%)
		chn Inversión inmobiliaria (noviembre, año hasta la fecha)	(10.00)	(-9,3%)	(-9,4%)	(-15,2%)
		chn Tasa de desempleo encuestada (noviembre)	(10.00)	5,00%	5,00%	5,00%
		chn Liquidación y cobros netos de divisos (noviembre, RMB)	-	-87,8 mil millones	-	-


### También se espera durante este periodo:

9ª - 16ª		chn	Financiamiento agregado "AFRE" (noviembre, RMB)	-	+1850 mil millones	+2600 mil millones	+2650 mil millones
9ª - 16ª		chn	Oferta monetaria M2 (noviembre, RMB)	-	(+10,3%)	(+10,0%)	(+10,1%)
9ª - 16ª		chn	Nuevos préstamos netos (noviembre, RMB)	-	+738,4 mil millones	+1300 mil millones	+1280 mil millones
11 - 16		chn	Inversión extranjera directa (noviembre, RMB)	-	(-9,4%)	-	-
por confirmar		chn	Ventas de vehículos (noviembre)	(09.30)	-	-	-

### Publicaciones y eventos de datos futuros seleccionados:

<b>Diciembre</b>						
Martes 19		Hong Kong	Tasa de desempleo (noviembre)			
Miércoles 20		chn	Tasa preferencial de préstamo (dic.)			
Jueves 21		Hong Kong	Precios al consumidor (nov.)			

### También se espera durante este periodo:

por confirmar		chn	Conferencia Central de Trabajo Económico			
---------------	---	-----	--	--	--	--

Principales previsiones económicas y de mercado

%q/q anualizado (%y/y), a menos que se indique lo contrario	El último	Cuarto trimestre de 2023	Primer trimestre de 2024	Segundo trimestre de 2024	Tercer trimestre de 2024	2022	2023f	2024f	2025f
PIB oficial	+1,3(+4,9)*	(5,1)	(3,9)	(4,5)	(4,3)	(3,0)	(5,0)	(4,5)	(4,0)
PIB (estimaciones derivadas de CE CAP)	+0,7(+6,8)*	(9,6)	(6,1)	(4,3)	(4,6)	(-3,5)	(8,0)	(4,5)	(3,0)
Precios para el consumidor	(-0,2)**	(0,0)	(0,7)	(0,9)	(1,3)	(2,0)	(0,5)	(1,0)	(1,5)
Precios al productor	(-2,6)**	(-3,4)	(-3,1)	(-1,9)	(-1,3)	(4,0)	(-3,0)	(-1,5)	(-0,5)
Crédito Amplio (AFRE)	(+9,3)**	(10,2)	(9,4)	(9,8)	(9,8)	(9,6)	(10,2)	(9,7)	(8,3)
Exportaciones (USD)	(+0,5)***	(-3,0)	(-16,0)	(-18,0)	(-15,5)	(7,0)	(-6,0)	(-14,0)	(1,5)
Importaciones (USD)	(-0,6)***	(-7,5)	(9,0)	(0,0)	(-4,0)	(0,5)	(-7,5)	(1,0)	(1,0)
RMB/\$ †	7,15	7,10	7,10	7,00	6,90	6,95	7,10	6,80	6,90
Repo Inverso a 7 días del Banco Popular de China † %	1,80	1,70	1,60	1,60	1,60	2,00	1,70	1,60	1,60
Tasa preferencial de préstamo a 1 año † (LPR) %	3,45	3,35	3,25	3,25	3,25	3,65	3,35	3,25	3,25
Tasa FV/L a 1 año † %	2,50	2,40	2,30	2,30	2,30	2,75	2,40	2,30	2,30
Rendimiento del bono gubernamental a 10 años † %	2,69	2,60	2,50	2,50	2,50	2,85	2,60	2,50	2,40
RRR (bancos principales) † %	10,50	10,25	10,25	10,25	10,25	11,00	10,25	10,25	10,25
Índice CSI 300 †	3.405	3.800	3.900	4.000	4.100	3.872	3.800	4.200	4.900
PIB de Hong Kong	(+4,1)*	(5,1)	(1,2)	(3,8)	(5)	(-3,5)	(3,5)	(4,0)	(3,5)
Índice Hang Seng †	16.338	17.500	18.188	18.875	19.563	19.781	17.500	20.250	23.250

Fuentes: Bloomberg, Refinitiv, CEIC, Capital Economics \*T3; \*\*Oct; \*\*\*Nov; † Fin del periodo

[https://www.capitaleconomics.com/publications/china-economics-weekly/debt-woes-widely-known-far-priced?utm\\_source=Sailthru&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=Regular%20Report-d6271357-a949-427d-beaf-e32e84f82d92&utm\\_term=Regular%20Report-d6271357-a949-427d-beaf-e32e84f82d92](https://www.capitaleconomics.com/publications/china-economics-weekly/debt-woes-widely-known-far-priced?utm_source=Sailthru&utm_medium=email&utm_campaign=Regular%20Report-d6271357-a949-427d-beaf-e32e84f82d92&utm_term=Regular%20Report-d6271357-a949-427d-beaf-e32e84f82d92)