

Bonos Soberanos Chinos: Desafíos y Oportunidades



Q&A con Mark Capstick, Investment Officer, Colchester Global Investors

¿Qué medidas han adoptado las autoridades chinas para abrir su mercado interno?

En los últimos años, China ha comenzado a actualizar la principal vía de acceso para los inversores extranjeros a fin de dar a los mismos un mayor acceso al mercado de bonos locales. Anteriormente, el acceso se limitaba en gran medida a la ruta de inversores institucionales extranjeros cualificados (QFII) que estaba en vigor desde 2002. El programa del Mercado Interbancario de Bonos de China (CIBM) se introdujo en 2016 y al año siguiente se introdujo el programa Bond

Connect. Cada ruta tiene reglas de elegibilidad y procedimientos de liquidación y operativa distintos, sin embargo, durante el último año, muchas reglas han cambiado facilitando el acceso a China, por ejemplo, a mediados de 2020 se eliminó el sistema de cuotas para el programa QFII, eliminando el límite de la cantidad a la que pueden acceder los inversores a través de esta ruta, lo que armoniza la ruta QFII con las rutas Bond Connect y CIBM. Esto otorga a las instituciones mayores opciones de cómo acceder al mercado local de bonos en China. Más recientemente, las autoridades chinas han anunciado una serie de reformas que armonizarán estas diferentes rutas de acceso.

¿Qué oportunidades ofrecen los bonos soberanos locales chinos a los inversores extranjeros?

Los bonos gubernamentales chinos son una adición bienvenida al universo de los bonos soberanos globales. La apertura del mercado de bonos locales chinos representa una gran oportunidad para los inversores en bonos globales, ya que es el segundo mercado de bonos locales más grande del mundo. Los cambios que hemos visto en los últimos años nos han dado un mayor acceso a este importante mercado. Los bonos gubernamentales chinos ofrecen actualmente a los inversores extranjeros valoraciones reales atractivas, un tipo de cambio real moderadamente atractivo, un alto nivel de liquidez, baja volatilidad de los retornos, baja correlación con los retornos de los índices y baja correlación con otros mercados de bonos soberanos. Estos atributos aportan claras ventajas a una estrategia de bonos soberanos globales bien diversificada.

¿Qué tamaño estima que tendrá el mercado local de bonos soberanos chinos dentro de diez años? ¿Qué ponderación representará en los índices de bonos globales?

El mercado de bonos soberanos chinos en moneda local ha aumentado considerablemente su valor en los últimos 10 años, superando los 8 billones de dólares a finales de octubre de 2020 (Banco Asiático de Desarrollo). Para evaluar el nivel general de la deuda en términos nominales, los inversores deben recordar que el PIB nominal chino ha estado creciendo a una tasa media cercana al 10% anual durante los últimos 10 años. Esperamos que el crecimiento chino se ralentice en los próximos 10 años y es probable que esto también influya en la tasa de crecimiento nominal del mercado de bonos soberanos. El tamaño del mercado de la deuda pública como porcentaje del PIB ha crecido en la última década, desde el 35% a finales de 2009 hasta el 55% del PIB a finales de 2019 (Banco Asiático de Desarrollo). Sin embargo, el gobierno central ya ha indicado que le gustaría reducir el ritmo de crecimiento del crédito y actualmente no vemos ninguna razón para esperar que China amplíe significativamente su nivel de endeudamiento como proporción del PIB en el futuro, aparte del impulso del gasto (inversión) gubernamental a corto plazo para proteger la economía como resultado de la crisis de COVID-19.

Las estimaciones actuales del crecimiento económico chino varían mucho para los próximos 10 años, sin embargo, las estimaciones medias oscilan entre el 3% y el 5% anual en términos reales. Se esperaría que el mercado de bonos gubernamentales creciera a tasas nominales similares, manteniendo la proporción de la deuda pública con respecto al PIB en aproximadamente un 55%. El peso de China en el índice Bloomberg Barclays Global Aggregate es actualmente del 6% y se espera que el peso de China también sea del 6% en el índice FTSE World Government Bond si entra en el mismo en octubre de 2021. Debemos considerar las ponderaciones relativas de otros países para evaluar el peso potencial durante la próxima década, pero dada la relativa prudencia fiscal de China y los niveles de deuda considerablemente más bajos como proporción del PIB que la mayoría de los demás países en los índices mencionados, vemos pocos motivos para un cambio significativo. Dado que es muy probable que China tenga un crecimiento económico relativo más alto que la mayoría, si no todos los países de los índices, el crecimiento nominal de la deuda puede hacer que el peso aumente moderadamente hasta el 8% en los próximos 10 años.

¿Qué tan preocupado está por la exposición de la deuda corporativa en China? ¿Cómo afecta esto a su asignación a soberanos chinos en divisa local?

La exposición a deuda corporativa en China es un aspecto negativo para nuestra evaluación general de país. Como parte de nuestra evaluación de la estabilidad financiera de cualquier país, es importante considerar el balance financiero del gobierno y considerar cualquier pasivo contingente de otros sectores de la economía que en última instancia pudiese recaer en el balance del gobierno en caso de necesitar ayuda financiera. En el caso de los países con bajos niveles de deuda y bajo riesgo financiero en general, tenemos puntuaciones de estabilidad financiera más altas, lo que implica un puntaje adicional a las valoraciones de rendimiento real de los bonos. Por el contrario, para los países altamente endeudados que presentan un mayor nivel de riesgo financiero, estos países pueden tener una puntuación de estabilidad financiera negativa, que opera como un descuento a la valoración del rendimiento real.

Como hemos mencionado anteriormente, la deuda pública en China como porcentaje del PIB es baja y a finales de 2019 era sólo del 55% (Instituto de Finanzas Internacional -IIF). Si comparamos esto con muchos otros niveles de deuda pública de los mercados desarrollados, sin tener en cuenta ninguna deuda del sector privado, esto representa un riesgo bajo para la estabilidad financiera. Sin embargo, el sector de deuda corporativa no financiera en China es bastante grande, ya que pasó del 116% del PIB en 2009 al 149% a finales de 2019 (IIF), debido a la expansión del crédito como resultado de la crisis financiera mundial. Una proporción significativa de esta deuda corporativa ha sido prestada por bancos estatales a empresas estatales. Por lo tanto, hemos considerado este sector como un posible pasivo financiero para el gobierno, lo que reduce nuestra evaluación de la estabilidad financiera general

y la puntuación de la estabilidad financiera de los bonos. Este aspecto reduce nuestra asignación general al país, siendo todo lo demás igual. Cabe resaltar, que la gran mayoría de la deuda soberana china esta denominada en moneda local, lo cual reduce el riesgo financiero versus países con un gran porcentaje de deuda denominada en moneda extranjera. Esta característica contrapesa el riesgo financiero agregado y mitiga en parte el riesgo adicional proveniente del sector empresarial.

Los bancos comerciales son los principales titulares de la deuda del gobierno chino. ¿Cuál es su evaluación del riesgo sistémico?

Nuestra experiencia es que los mercados de bonos gubernamentales que tienen niveles más bajos de participación extranjera suelen ser menos susceptibles a cambios dramáticos en los flujos de inversión que repercuten en los rendimientos/precios. Hasta hace pocos años, el acceso a los bonos del gobierno chino era difícil, lo que se tradujo en un nivel de participación extranjera muy bajo en proporción a las emisiones en circulación. En el plano local, los principales tenedores de bonos soberanos chinos son los bancos comerciales debido a sus requisitos de adecuación del capital bancario. La tenencia de bonos soberanos reduce la ponderación de riesgo de los bancos. Es importante destacar que los principales bancos comerciales de China están bien capitalizados y su tenencia de títulos soberanos es vista como una fortaleza financiera, lo que reduce el riesgo sistémico general del país.

¿Cómo se mide la eficacia del gobierno, que ha mejorado sustancialmente en los últimos 20 años?

La "eficacia del gobierno" y el análisis ESG es un tema que tal vez sea mejor considerar en el contexto del proceso de inversión antes de centrarse en la medición en sí misma. Creemos que las métricas individuales del medio ambiente, sociedad y gobernanza (ESG) deben ser consideradas de manera holística, pudiendo dar lugar a una amplia gama de resultados. Por lo tanto, reconocemos que los países que tienen niveles más altos de gobernanza (por ejemplo, una fuerte fuerza institucional, leyes, normas de regulación, etc.), políticas sociales fuertes (por ejemplo, normas educativas, atención de la salud, leyes laborales, etc.) y buenas normas ambientales (por ejemplo, el acceso al agua potable y el saneamiento) suelen tener un nivel más alto de rendimiento económico. Por lo tanto, nuestro sistema de puntuación penalizará a un país por sus malos estándares y, en el extremo, cuando los malos estándares puedan llevar a la inestabilidad financiera, eliminaremos a un país del conjunto de oportunidades. Tenemos una amplia gama de factores ESG que observamos y la eficacia del gobierno puede ser vista de varias maneras.

La eficacia del gobierno puede medirse directamente; por ejemplo, el Banco Mundial tiene una base de datos de indicadores de gobernanza, uno de los cuales es la eficacia del gobierno. Esta medida puede rastrearse históricamente y utilizarse para comparar un país con sus pares para su evaluación. El Gobierno de China ha mejorado esta medida, pasando del percentil 53% en 2000 al 72% a finales de 2019. En apoyo de esta tendencia, podemos ver una mejora significativa en otros estándares, por ejemplo, una mejor educación (clasificaciones PISA), mayores tasas de esperanza de vida (que con 76,7 años está por encima de la esperanza de vida media de los países que han sido clasificados como "Países de Desarrollo Humano Alto"), mejores enlaces de transporte (China tiene la mayor red de trenes de alta velocidad del mundo), mejores estándares medioambientales y la mejora de la calidad del aire. Hay muchas medidas que se pueden considerar en la eficacia del gobierno, pero en general, reconocemos que la eficacia del gobierno de China todavía está clasificada como moderadamente baja, pero en un sendero de clara mejoría. También queremos resaltar que, a medida que China se está enriqueciendo, el país está utilizando mejor sus recursos, mejorando la educación y elevando los niveles de atención sanitaria. Esto es algo que suele dar lugar a una mejora de los resultados económicos y sociales a largo plazo y mejora la evaluación general de los riesgos del país.

¿Cómo se compara China con otros países emergentes en términos de valoraciones de moneda y bonos?

Valoramos los bonos usando el rendimiento real, que se calcula deflactando el rendimiento nominal con nuestro pronóstico de inflación de 18-24 meses. El rendimiento nominal de los bonos de China a 10 años a finales de octubre de 2020 fue del 3,22% y tras descontar nuestra previsión de inflación, el rendimiento real previsto para los bonos soberanos chinos a 10 años fue del 1,45%. El rendimiento real de los bonos del gobierno chino es mayor que muchos otros rendimientos reales de los mercados emergentes. Por ejemplo, el bono del gobierno polaco a 10 años tiene un rendimiento real esperado del -1,8%, y el de Hungría del -1,1%. Hay otros mercados con valoraciones más atractivas, como México, con un 2,7%, o Colombia, con un 2,3%. Si bien notamos que los soberanos chinos tienen un rendimiento real atractivo, en nuestra valoración total aplicamos un descuento por el análisis de la estabilidad financiera que reduce la asignación final a los mismos. Por último, los bonos del gobierno chino son menos volátiles que la mayoría de los mercados de bonos emergentes, lo que tiene el efecto de mejorar el argumento de inversión para el país.

En términos reales el renminbi estaba infravalorado en un 6% con respecto al dólar a finales de octubre, sin embargo, hay muchas otras monedas de mercados emergentes que son sustancialmente más baratas y tienen una valoración más atractiva que el renminbi. Por ejemplo, el real brasileño estaba un 33% infravalorado en términos reales, el rublo ruso un 25% infravalorado y el peso mexicano un 23% infravalorado en comparación con el dólar. Dentro del conjunto de oportunidades de los mercados emergentes, sólo el baht tailandés está sobrevalorado en relación con el dólar americano, en un 5% a finales de octubre. La rupia indonesia estaba infravalorada en un 3% y el sol peruano en un 4%. Si bien el renminbi está moderadamente infravalorado en comparación con el dólar, una vez más aplicamos un descuento a la valoración debido a la puntuación negativa de la estabilidad financiera, aunque cabe destacar que la moneda se ve apoyada por una posición internacional neta positiva y altos niveles de reservas internacionales.

La deuda soberana china tiene una baja correlación con otros mercados mundiales de bonos y ha demostrado ser defensiva en tiempos de tensión, ¿qué es lo que, en su opinión, sustenta esta dinámica?

El tamaño y la profundidad del mercado de bonos soberanos chino lo convierten en un mercado de gran liquidez donde los inversores pueden comprar en momentos de tensión, comportándose como un "refugio" o "activo seguro", al tiempo que su valoración es atractiva como hemos mencionado anteriormente. Además, la baja tenencia internacional de bonos soberanos chinos (menos del 4% del valor total del mercado en circulación) limita el efecto de los cambios de sentimiento de los inversores extranjeros cuando los mismos deciden repatriar el capital a sus países de origen. Cabe resaltar que esta característica de refugio seguro debe acompañarse de una advertencia, ya que durante el periodo en el cual se ha manifestado esta baja correlación con el resto de los mercados, el mercado chino ha estado esencialmente cerrado a los inversores extranjeros.

¿Cuáles son los principales pasos para establecer la infraestructura legal y jurídica necesaria para acceder al mercado de bonos soberanos chinos?

El paso inicial es ponerse en contacto con los custodios globales y las contrapartes pertinentes que realizan transacciones con bonos soberanos chinos para examinar las diversas vías de acceso al mercado. Colchester ha elegido las rutas de acceso CIBM o Bond Connect. Los pasos relevantes dependerán entonces de la ruta elegida para acceder al mercado chino. Del lado de Bond Connect, todos los documentos legales se archivan electrónicamente a través del sistema de archivo electrónico (E-Filing) de Bond Connect, y estos archivos también apuntalan la configuración operativa con el custodio global existente y el custodio local pertinente en el que se establece la cuenta de la Central Moneymarket Unit (CMU). Cuando se elige la ruta de la CIBM, la configuración legal y operativa implica la negociación del acuerdo con el agente de liquidación de bonos.

¿Cuáles son los pasos básicos para que los inversores extranjeros que inician el proceso de acceso al mercado por primera vez puedan reducir los obstáculos operacionales y legales?

El proceso debería comenzar con el cliente y el custodio determinando qué ruta tomar. Si van a Bond Connect, es entonces el E-Filing como se ha indicado anteriormente, y el custodio global estableciendo los detalles de la CMU con el banco custodio local pertinente. Nuestra experiencia ha sido que nuestro(s) custodio(s) global(es) y las contrapartes relevantes que operan con bonos soberanos chinos están muy dispuestos a ofrecer su experiencia, especialmente en lo que respecta a los obstáculos operativos y legales. Se recomendaría la consulta con su propio consejo legal.

¿Cuánto tiempo puede llevar establecer todo para invertir en el mercado interno chino?

La cuenta de liquidación de los bonos de China normalmente toma de 4 a 6 semanas para establecerse. Para las plataformas de negociación, hemos encontrado que el tiempo para establecer Bond Connect ha mejorado en los últimos trimestres y es generalmente entre 2-3 meses. En la ruta CIBM, el tiempo es típicamente de 4 a 6 meses. Notamos que estos tiempos han variado enormemente y pueden depender del período en el que se hizo la solicitud, y el número de gestores que hacen solicitudes en ese momento.

¿Cuánta ayuda necesito para invertir en China?

En nuestra experiencia fue necesario consultar con nuestro(s) custodio(s) global(es) y contrapartes para entender los pasos en detalle. Seguimos los procesos necesarios con ellos y, aunque el proceso es detallado, en nuestra experiencia una vez iniciado, el proceso es relativamente sencillo.

Notas relevantes

- A menos que se indique lo contrario, este documento refleja los puntos de vista y opiniones de Colchester Global Investor ("Colchester") al 31 de octubre de 2020. La información se proporciona únicamente con fines ilustrativos y está destinada únicamente a clientes profesionales y a terceros intermediarios. Colchester no representa ni garantiza la exactitud o integridad de la información de este documento y rechaza toda responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo, indirecto, consecuente o de otro tipo, incluida la pérdida de beneficios en la que incurra usted o cualquier tercero y que pueda derivarse de la confianza en este documento.
- Nada de lo que figura en el presente documento debe interpretarse como una prestación de asesoramiento de inversión, fiscal o de otra índole, ni considerarse como una solicitud, recomendación, aval u oferta de compra o venta de ningún instrumento financiero.
- Este no es un informe de investigación y no se pretende que lo sea. Cierta información de este documento puede constituir declaraciones de carácter estimativo. Debido a la incertidumbre y a los acontecimientos reales, el rendimiento real de los mercados puede diferir materialmente del reflejado o contemplado en tales estimaciones. En consecuencia, los clientes/inversores no deben confiar en dichas proyecciones al tomar cualquier decisión de inversión.
- Este documento no es una promoción financiera. Los inversores deben buscar asesoramiento profesional antes de hacer una inversión. El rendimiento pasado no garantiza el rendimiento futuro y el valor de cualquier inversión puede caer, así como subir. La inversión en los productos mencionados en este documento pone su capital en riesgo, y usted puede perder parte o la totalidad de su inversión.
- Los posibles inversores y clientes deben ser conscientes de que cualquier inversión implica un cierto grado de riesgo. El rendimiento de su inversión puede aumentar o disminuir como

resultado de las fluctuaciones monetarias si su inversión se realiza en una moneda distinta a la utilizada en el cálculo de rendimiento pasado en este documento.

- Este documento puede contener información obtenida de terceros, incluidas calificaciones de agencias de calificación crediticia. Se prohíbe la reproducción y distribución del contenido de terceros en cualquier forma, salvo con el permiso previo por escrito del tercero correspondiente. Los proveedores de contenido de terceros no respaldan ni recomiendan los valores o productos aquí mencionados, ni garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad de cualquier información, incluidas las calificaciones (negligentes o de otro tipo), independientemente de la causa, o de los resultados obtenidos por el uso de dicho contenido. Los proveedores de contenido de terceros no dan ninguna garantía expresa o implícita, incluyendo, pero sin limitarse a, cualquier garantía de comerciabilidad o idoneidad para un propósito o uso particular. Los terceros proveedores de contenido no serán responsables de ningún daño directo, indirecto, incidental, ejemplar, compensatorio, punitivo, especial o consecuente, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo pérdida de ingresos o beneficios y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) en relación con cualquier uso de su contenido, incluyendo calificaciones. Las calificaciones crediticias son declaraciones de opinión y no son declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender valores. No se refieren a la idoneidad de los valores para fines de inversión y no deben considerarse como asesoramiento en materia de inversiones.
- La información relativa al cálculo de las estadísticas utilizadas para las características de las carteras está disponible a petición de los interesados. En el presente documento se proporcionan diversas normas, índices y datos comparativos de rendimiento de la industria, que se detallan cuando procede. Entre ellos se incluyen los índices de FTSE, Bloomberg Barclays, MSCI, JP Morgan e ICE. Los datos se obtienen adicionalmente de Bloomberg y Datastream.
- FTSE Russell es un nombre comercial de algunas de las empresas del Grupo LSE*. FTSE® es una marca comercial de las empresas relevantes del Grupo LSE y es utilizada por

cualquier otra empresa del Grupo LSE bajo licencia. "TMX®" es una marca comercial de TSX, Inc. y es utilizada por el Grupo LSE bajo licencia. Todos los derechos sobre los índices o datos de FTSE Russell recaen en la empresa del grupo LSE correspondiente que es propietaria del índice o los datos. Ni el Grupo LSE ni sus licenciarios aceptan ninguna responsabilidad por los errores u omisiones en los índices o datos y ninguna de las partes puede confiar en los índices o datos contenidos en esta comunicación. No se permite la distribución de datos del grupo LSE sin el consentimiento expreso y por escrito de la empresa del grupo LSE correspondiente. El grupo LSE no promueve, patrocina o respalda el contenido de esta comunicación. * London Stock Exchange Group plc y las empresas de su grupo (colectivamente, el "Grupo LSE"). © LSE Group 2020.

- Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® es una marca comercial y de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales (colectivamente "Bloomberg"). BARCLAYS® es una marca comercial y una marca de servicio de Barclays Bank Plc (colectivamente con sus filiales, "Barclays"), utilizada bajo licencia. Bloomberg o los licenciarios de Bloomberg, incluyendo Barclays, son propietarios de todos los derechos de propiedad de los índices Bloomberg Barclays. Ni Bloomberg ni Barclays aprueban o respaldan este material, ni garantizan la exactitud o integridad de cualquier información aquí contenida, ni dan ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a los resultados que se obtendrán de él y, en la medida máxima permitida por la ley, tampoco tendrán ninguna responsabilidad por lesiones o daños que surjan en relación con el mismo.
- No se puede asegurar que los profesionales actualmente empleados por Colchester continúen siendo empleados de la empresa o que un nivel de experiencia o rendimiento pasado sea indicativo de rendimiento o éxito futuro.
- Si lo solicita, se le facilitará información sobre cómo presentar una denuncia, cualquier derecho de compensación y cualquier derecho de cancelación.

Información Regulatoria

- Colchester es una empresa propiedad de sus empleados con sede en Londres y tiene oficinas regionales en Nueva York, Singapur y Dubái y una oficina de representación en Sydney (Australia).
- Colchester está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido. Colchester también está registrada en la Comisión de Valores y Bolsa de los Estados Unidos y está inscrita como asesora en materia de comercio de productos básicos y operadora de un fondo común de productos básicos en la Comisión de Comercio de Futuros de Productos Básicos.
- Colchester Global Investors Limited está autorizado como proveedor de servicios financieros por la Autoridad de Conducta del Sector Financiero (número de licencia 43012) en Sudáfrica.

ESTE DOCUMENTO ESTÁ DESTINADO A UN USO PROFESIONAL Y NO A SU DISTRIBUCIÓN PÚBLICA. PUEDE CONTENER INFORMACIÓN PRIVILEGIADA, CONFIDENCIAL O EXENTA DE DIVULGACIÓN EN VIRTUD DE LA LEGISLACIÓN APLICABLE. SI HA RECIBIDO ESTA COMUNICACIÓN POR ERROR, POR FAVOR NO LA TENGA EN CUENTA Y BÓRRELA Y NO DIFUNDA SU CONTENIDO A NINGUNA OTRA PERSONA.

ESTE DOCUMENTO NO CONSTITUYE UN PROSPECTO NI UNA CIRCULAR DE OFERTA DE SUSCRIPCIÓN DE NINGÚN VALOR. LOS POSIBLES INVERSORES DEBEN REVISAR LOS DOCUMENTOS DE OFERTA DE PRODUCTOS PERTINENTES O EL ACUERDO DE GESTIÓN DE INVERSIONES Y, EN PARTICULAR, LAS DECLARACIONES DE RIESGO QUE FIGURAN EN ELLOS.