



Reforma de los mercados de capital en China cobrando impulso

July 24, 2014



Mark Mobius
Executive Chairman
Templeton Emerging Markets Group

Los esfuerzos de reforma en China parecen estar ganar impulso. La gran pregunta es si estas reformas mantendrán a flote la confianza del inversionista e impulsarán al mercado de acciones A de China. En noviembre de 2013, el Partido Comunista de China convocó su Tercera sesión plenaria, de donde se extrajo un [proyecto nuevo](#) para el país oficialmente denominado “Una decisión respecto de asuntos de importancia relacionados con reformas integrales de largo alcance”. Hubo una variedad de áreas involucradas, incluidos la reforma fiscal, los esfuerzos para la anticorrupción y el desarrollo urbano rural integrado. Desde entonces, el gobierno chino ha publicado planes de reforma más detallados, y de interés particular para nosotros como inversionistas son aquellos relacionados con los mercados de capital. Invité a mi colega Eddie Chow, Vicepresidente ejecutivo senior y Director ejecutivo del Grupo de Mercados Emergentes de Templeton, a compartir su perspectiva sobre estos esfuerzos de reforma y su opinión respecto del mercado de renta variable de China.



Eddie Chow

Eddie Chow
Vicepresidente Ejecutivo Senior y Director Ejecutivo
Grupo de Mercados Emergentes de Templeton

El gobierno chino, a través de las comunicaciones durante el Congreso Nacional Popular en marzo y, más recientemente, en la publicación de “Principios rectores para el desarrollo saludable de los mercados de capital” por el Consejo de Estado, introdujo un orden del día detallado de las reformas de los mercados de capital. El plan de reforma es exhaustivo y creemos que la mayoría de las reformas específicas iniciadas son significativas para los inversionistas. Algunas de ellas pueden causar un impacto inmediato, mientras que otras son más de carácter estructural, lo que genera un impacto potencial de mercado a largo plazo. Por ejemplo, en la apertura de los mercados de capital, el programa Shanghai-Hong Kong Stock Connect, que incrementa las cuotas de inversión interior y exterior, y flexibiliza los límites de accionistas extranjeros en empresas cotizadas, pronto podría ayudar a inyectar más liquidez al mercado local de acciones A de China. De mediano a largo plazo, creemos que una mayor participación de inversionistas extranjeros puede cambiar los comportamientos y dinámicas del mercado y hasta la dirección a nivel de la empresa. Para mejorar la estructura de los mercados de capital, además de desarrollar el mercado de bonos (que en sí mismo es esencial para determinar los precios de los costos del capital en China), el sistema de emisión de acciones basado en la aprobación en el mercado de acciones A será reemplazado por uno basado en el registro. También hay nuevas normas que rigen las ofertas públicas iniciales (OPI) publicadas por la Asociación de Valores de China. Además, creemos que los reguladores trabajarán para combatir la posible manipulación de información privilegiada, aumentar la divulgación de información, mejorar el régimen de supresión y apoyar las inversiones de los fondos de pensiones. También creemos que todas estas nuevas iniciativas de reforma ayudarán gradualmente a recuperar el interés en el mercado de acciones A de China. Estos esfuerzos tienen el propósito de hacer que los mercados de capital de China sean mucho más diversos, estructurados y transparentes. En nuestra opinión, esto es muy importante ya que en China existe una gran cantidad de ahorros privados que podrían ser invertidos. Hasta ahora, gran parte del trabajo es realizado por el sistema bancario estatal y, lógicamente, el sistema bancario posee muchas limitaciones.

Reformas anunciadas por el Tercer Pleno del Partido Comunista de China

1. Desregulación – Se permitió el ingreso del sector privado a la mayoría de las industrias ahora reservadas para el gobierno.
2. Apertura – Las empresas extranjeras permitieron un mayor acceso al mercado a las industrias de servicios.
3. Liberalización financiera – El sector privado fomentó el establecimiento de instituciones financieras, aceleró la desregulación de los tipos de interés y aceleró la convertibilidad de las cuentas de capital.
4. Reformas agrarias y del sistema Hukou – Títulos jurídicos de derechos de utilización del suelo y derechos de transferencia. Mejorar servicios sociales para trabajadores migrantes.
5. Reforma de los costos de los recursos – El petróleo y el gas, el agua y otros recursos estarán mejor asignados.
6. Reforma de empresas públicas – Mejorar la eficacia y asignación de los recursos.
7. Reforma fiscal – Impuestos a la propiedad para mejorar la estabilidad de los ingresos del gobierno local.
8. Reforma del seguro social – Consolidar el sistema de pensiones y transferir acciones de empresas públicas al sistema de pensiones; también se promoverán los servicios médicos privados.
9. Desarrollo del mercado de bonos – El gobierno local puede emitir bonos de forma independiente; los riesgos cotizan mejor.
10. Flexibilización de la política de un hijo – Mejorar el potencial de crecimiento a largo plazo y fomentar el consumo a mediano plazo.

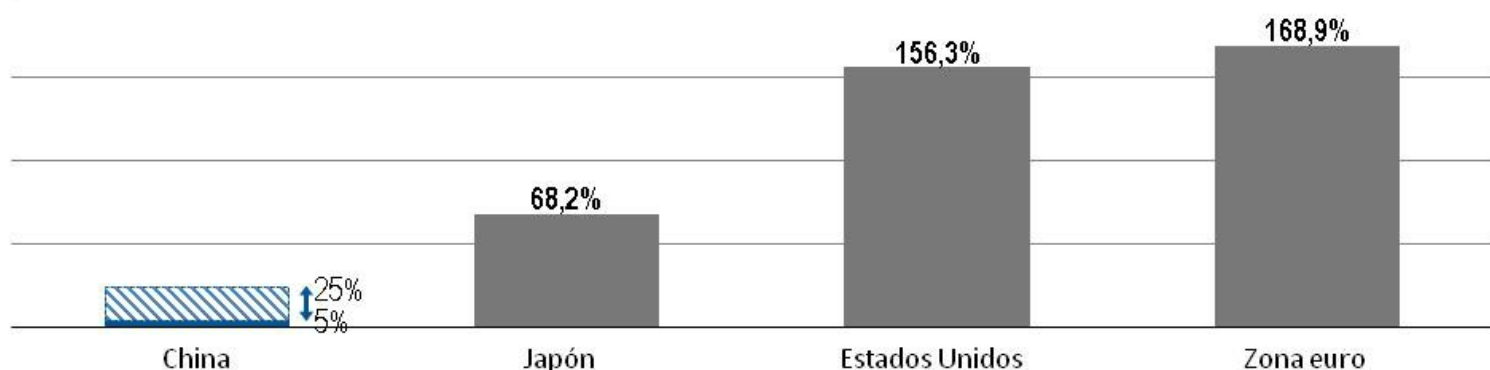
La realidad de la implementación de reformas

En general, el mercado de acciones nacional de China se mostró bastante débil en la primera mitad de 2014 por varias razones. El mercado se vio afectado negativamente por los datos macroeconómicos débiles, las preocupaciones por las noticias de incumplimiento de pagos de bonos y el aumento de nuevas ofertas de acciones en el mercado de renta variable. Aunque el entusiasmo por la reforma ha aumentado la perspectiva estructural a largo plazo de la economía y el mercado a fines del año pasado, el mercado de acciones A de China comenzó a mejorar después de finalizado el Tercer Pleno. Posteriormente, la atención se centró en la realidad de la implementación de reformas.

Asimismo, creemos que la economía tiene que ser capaz de soportar el crecimiento a un ritmo más lento para reequilibrar su enorme dependencia de las inversiones. En nuestra opinión, las políticas monetarias y el crecimiento del crédito no pueden inclinarse hacia las pérdidas si el gobierno quiere reparar la situación subyacente de sobreapalancamiento en la economía. Es probable que haya más incumplimiento de bonos, y que los precios de las propiedades bajen para reducir el crecimiento de las actividades bancarias paralelas. Existen indicios de que el mercado de propiedades podría sufrir ajustes. Un retroceso de los precios no nos afectaría demasiado, ya que creemos que esto puede beneficiar al desarrollo a largo plazo del mercado de propiedades tomando algunos excedentes de inversiones y reorientando el capital a otros sectores. La prensa a menudo presenta al sistema bancario paralelo (intermediarios financieros generalmente fuera de la supervisión regulatoria) de un modo negativo, aunque de alguna manera puede considerarse una forma de liberalización del mercado de tipos de interés en China y un complemento del sector bancario. Las empresas que no pueden solicitar préstamos a tipos de referencia designados bajos pueden solicitar préstamos a tasas más elevadas, mientras que los depositantes que no aceptan tipos de depósito de referencia bajos pueden asumir mayores riesgos y adquirir activos de más alto riesgo. Pensamos que la clave es determinar si los riesgos tienen un precio justo y si son conocidos por los propietarios de los activos. En nuestra opinión, las actividades bancarias paralelas de China, en relación con el tamaño de la economía, no son excesivas. El problema, según lo vemos, es que la actividad ha crecido muy rápido y gran parte fue destinada a las actividades comerciales de propiedades, minería y metal de la economía de China que se enfrentan a fuertes vientos en contra cíclicos. Se están implementando de forma gradual normas más estrictas y requisitos de divulgación, por lo que no pensamos que las actividades bancarias paralelas sean una amenaza para el sistema bancario general de China.

El sistema bancario paralelo de China es relativamente pequeño

Las estimaciones varían entre el 5 y el 25% (% PIB)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales y Consejo de Estabilidad Financiera. Informe de seguimiento del sistema bancario paralelo mundial de 2012. 18 de noviembre del 2012. Estimación del 25% de HSBC. El cuadro muestra el rango de las estimaciones correspondientes al sistema bancario paralelo de China. Los cuadros son solo para fines ilustrativos y de análisis. No existen garantías de que se cumplirán las proyecciones, estimaciones o pronósticos.

Los mercados en Japón y en la India experimentaron importantes subidas tras sus propios anuncios e iniciativas de reforma y, hasta ahora, no hemos visto ese nivel de entusiasmo reflejado en el mercado de China. Sin embargo, pensamos que el contexto de esos mercados y los tipos de reforma a los que Japón y la India se refieren son muy diferentes con respecto a la situación en China. La economía de Japón se vio afectada por amenazas de deflación, de modo que cuando el Primer Ministro de Japón Shinzo Abe habló de reformas económicas utilizando las “tres flechas” (estímulo fiscal, relajación monetaria y reforma estructural), el mercado reaccionó en gran medida a la segunda, es decir, a la relajación monetaria. La relajación propuesta en Japón, con un objetivo de inflación especificado del 2%, es claramente inflacionaria y sin precedentes y, por escala, si uno la mide en función del tamaño de la economía, es aún más extensa que la flexibilización cuantitativa de la Reserva Federal de los EE. UU. En China, hubo muy poca acción de reforma desde el punto de vista monetario.

En la India, la victoria de la Alianza dirigida por el Partido Bharatiya Janata y el haber ganado con una mayoría simple como lo hizo en el Parlamento fue un acontecimiento decisivo en la historia del país. Esto sugiere que el país debe tener un gobierno sólido capaz de sostener legislaciones decisivas que proponen reformas básicamente inexistentes durante las últimas décadas. El mercado tiene altas expectativas de que el nuevo gobierno pueda abordar los problemas estructurales de disciplina fiscal débil, subsidios rurales en exceso y gasto deficiente en infraestructura. Comparada con China, la India tiene un contexto demográfico relativamente mejor, menos participación global y una condición cíclica relativamente mejor, con excedentes ya contraídos gracias a los tipos de interés más altos y déficits de cuenta corriente reducidos por el ajuste cambiario. En nuestra opinión, la victoria del Partido Bharatiya Janata le dio al mercado y a la economía mucho margen para un posible ajuste al alza.

En China, aunque el Presidente Xi y el Primer Ministro Li intentan abordar cuestiones estructurales originadas por el suministro de crédito excesivo al sector estatal posterior a la crisis financiera global, las reformas, en el contexto de qué tanto cambiará la dirección de las políticas, parecen menos drásticas que en la India.

Restaurar la confianza de los inversionistas en China

Para restaurar la confianza del inversionista o para ver múltiplos de valoración estructuralmente más altos para el mercado, necesitaríamos ver al mismo mercado desempeñar su papel en la intermediación efectiva y eficiente del capital. Pensamos que la confianza de los inversionistas probablemente volverá cuando perciban que se producirá lo siguiente:

- Las empresas pueden cotizar y obtener capital adicional sin impedimentos de excesiva burocracia.
- Las empresas mal administradas pueden ser retiradas de cotización y compradas por mejores empresas, según las determinaciones correspondientes del mercado.
- Los derechos de accionistas minoritarios están bien protegidos.
- Los directores y accionistas importantes están bajo una dirección adecuada.

Creemos que el plan de reforma integral de los mercados de capital de China es la medida correcta adoptada por el gobierno, aunque el mercado no parezca muy confiado de que el gobierno está dispuesto a tomar medidas dolorosas a corto plazo para poner todas estas propuestas de reforma en acción. Por ejemplo, algunas empresas han esperado durante años para ser admitidas a cotización, pero el proceso de aprobación de OPI de la Comisión Reguladora del Mercado de Valores de China (CSRC) aún es lento, probablemente por el temor a que el exceso de oferta pueda tener un efecto negativo en el mercado. Estructuralmente, en nuestra opinión, los riesgos en el mercado de bonos corporativos y en los préstamos por cuenta de terceros no están cotizados. Muchos propietarios de bonos todavía parecen compartir la opinión de que no importa cuán mala sea la condición financiera de los emisores, los bonos vencidos serán refinanciados fácilmente y no entrarán en mora. Irónicamente, creemos que el incumplimiento de bonos, que conlleva a riesgos cotizados de forma más adecuada, puede ayudar frenar el flujo de acciones y puede ser beneficioso para el mercado de acciones A de China.

China: la oportunidad de inversión

Mientras que China representa una de las economías más importantes del mundo, es un mercado emergente típico, ya que todavía hay una participación relativamente baja de inversionistas institucionales y extranjeros. Esto ofrece buenas oportunidades potenciales para inversionistas como nosotros orientados al valor, puesto que las valoraciones generalmente se han visto reducidas por la falta de confianza en el mercado. Creemos que la falta de confianza es transitoria y que las iniciativas de reforma de los mercados de capital demuestran que el gobierno desea abordar este tema.

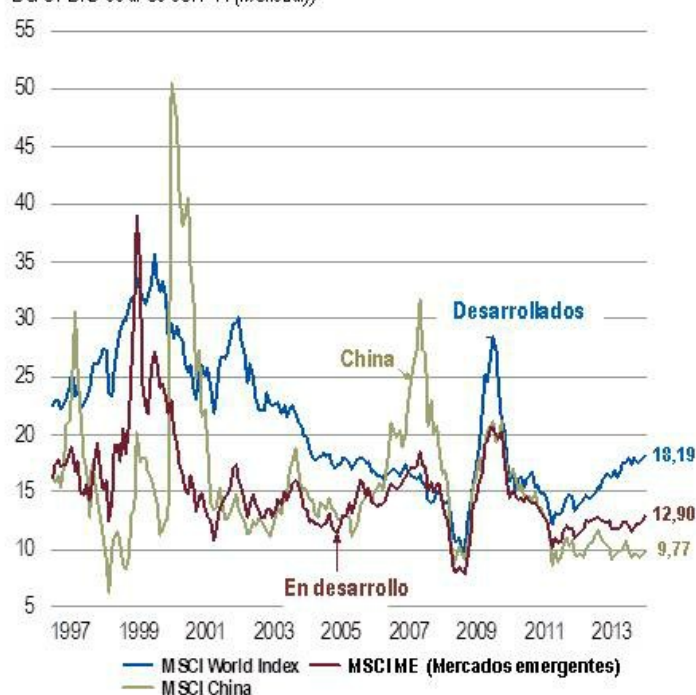
Hemos encontrado buenos valores en particular en los bancos, principalmente en los bancos más grandes con sólidas franquicias de depósito, y en otras empresas financieras que tienen la posibilidad de beneficiarse del desarrollo de los mercados de capital. También vemos buen valor a largo plazo en el sector de los materiales de construcción, que ha experimentado la consolidación masiva del mercado y la racionalización de la capacidad. Sustentadas por el crecimiento estructural de la demanda, también consideramos positivamente a las empresas farmacéuticas y seleccionadas en el sector de consumo en China.

China vs. países en desarrollo y desarrollados

Relación precio/utilidades y precio/valor contable (últimos 12 meses)

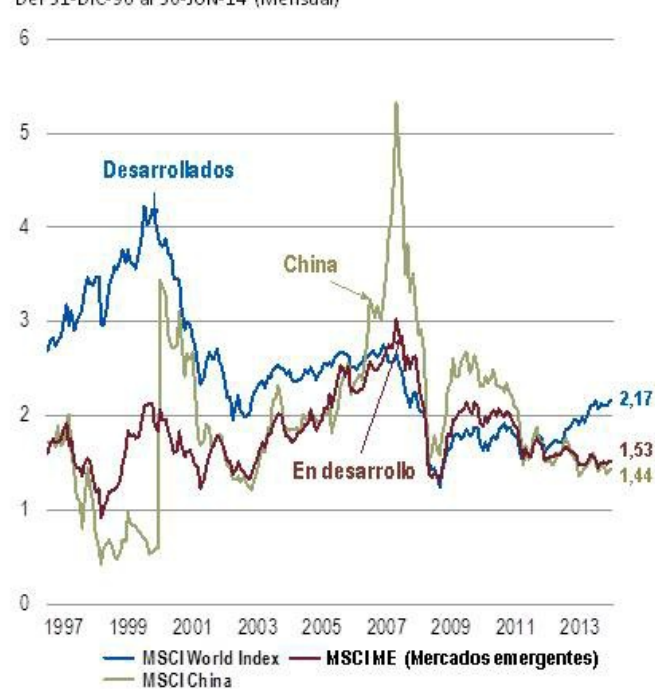
Relación Indicador P/E

Del 31-DIC-96 al 30-JUN-14 (Mensual)



Relación Indicador PIB

Del 31-DIC-96 al 30-JUN-14 (Mensual)



Fuente: MSCI vía FactSet. MSCI no ofrece garantías y no será responsable en absoluto respecto de la información de MSCI incluida en el presente documento. No se permite ningún otro tipo de redistribución o uso. Este informe no está preparado ni refrendado por MSCI. © 2014 FactSet Research Systems Inc. Todos los derechos están reservados. La información incluida en el presente: (1) es propiedad de FactSet Research Systems Inc. y/o sus proveedores de contenido; (2) no se puede copiar ni distribuir; y (3) no se garantiza que sea exacta, completa u oportuna. Ni FactSet Research Systems Inc. ni sus proveedores de contenido son responsables de los posibles daños o pérdidas derivados del uso de esta información. El Indicador P/E representa la suma de precio/utilidades de una empresa, que se calcula tomando el precio actual de las acciones y dividiéndolo por las utilidades por acción de los últimos 12 meses.

Los índices no se administran y no se puede invertir directamente en un índice. El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros.

Los comentarios, las opiniones y los análisis de Mark Mobius y Eddie Chow solo cumplen una función informativa y no se deben considerar como asesoramiento de inversión individual, o como una recomendación para invertir en algún valor o para adoptar alguna estrategia de inversión. Debido a que las condiciones económicas y de mercado están sujetas a cambios rápidos, los comentarios, opiniones y análisis se proporcionan a la fecha de esta publicación y pueden cambiar sin previo aviso. El material no pretende ser un análisis completo de cada hecho material respecto a cualquier país, región, mercado, industria, inversión o estrategia.

Información legal importante

Todas las inversiones implican riesgos, incluida la posible pérdida de capital. Las inversiones extranjeras implican riesgos especiales, como las fluctuaciones de la divisa, la inestabilidad económica y los acontecimientos políticos. Las inversiones en mercados emergentes, de las que los mercados fronterizos son un subgrupo, conllevan mayores riesgos relacionados con los mismos factores, además de los riesgos asociados con el tamaño menor de dichos mercados, su menor nivel de liquidez y su falta de marcos legales, políticos, empresariales y sociales establecidos con el fin de respaldar los mercados de acciones. Como en general estos marcos están menos desarrollados en los mercados fronterizos, al igual que muchos factores incluyendo el creciente potencial para una volatilidad extrema de los precios, la falta de liquidez, las barreras comerciales y los controles de cambio, los riesgos asociados con los mercados emergentes se magnifican en los mercados fronterizos. Los precios de las acciones fluctúan, a veces de forma rápida y dramática, debido a factores que afectan a compañías individuales, industrias o sectores particulares, o a condiciones del mercado en general.